



**T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI**

**KÜRESEL MALİ KRİZİN GLOBAL
PİYASALARDAKİ ETKİSİ ve DECOUPLING
HİPOTEZİ**

Yüksek Lisans Tezi

**Nergis GÜNDOĞDU
0750Y75103**

İstanbul, 2009

**T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI**

**KÜRESEL MALİ KRİZİN GLOBAL
PİYASALARDAKİ ETKİSİ ve DECOUPLING
HİPOTEZİ**

Yüksek Lisans Tezi

**Nergis GÜNDOĞDU
0750Y75103**

Danışman: Doç.Dr. Esin OKAY

İstanbul, 2009



T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ONAY SAYFASI

Yüksek Lisans Öğrencisi Nergis Gündoğdu'nun "Küresel Mali Krizin Global Piyasalar Üzerindeki Etkisi ve Decoupling Hipotezi" Konulu tez çalışması jürimiz tarafından Uluslararası Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans tezi olarak oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunmuştur.

İmza

Tez Danışmanı :

Jüri Üyesi :

Jüri Üyesi :

ONAYLI

Yukarıdaki jüri kararı Enstitü Yönetim Kurulunun/...../2009 tarih ve kararı ile onaylanmıştır.

Prof. Dr. Kerem ALKİN
Müdür

ÖZET

Dünyanın en büyük ekonomisi olarak kabul edilen Amerika Birleşik Devletleri'nde 2007 yılının ortalarından itibaren başlayan mortgage krizi, önce bir kredi krizine ardından da bir küresel krize dönüşmüştür. Yaşanan kriz serbestleşme yıllarından sonra yaşanan krizlerden farklılık göstermiş ve yine o krizlere oranla daha fazla hissedilmiştir. ABD kaynaklı bu kriz sadece ABD'yi değil tüm dünya ülkelerini etkilemiştir. Krize yön veren ABD kaynaklı gelişmelerin etkileri diğer ülkelerde de görülmeye başlanmakla birlikte krize dair çeşitli fikirler ortaya atılmıştır. Ortaya atılan tezlerden birisi de ayrışma (decoupling) teorisinin gerçekleşip gerçekleşmediği olmuştur. Bu teorisinin tartışılmaya başlanmasının en büyük nedeni, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarının genelinde krize yön verecek her türlü ABD kaynaklı haberden etkilenmiş olmasıdır. Bu bitirme tezinde, küresel mali krizin borsaları etkileme boyutu ele alınmıştır. Krizin borsalar üzerindeki etkisi ve yaşanan borsa kayıpları incelenmiştir. İnceleme esnasında endekslere ait grafikler kullanılmıştır. Amaç, küresel mali krizin sadece ABD borsalarını değil, gelişmiş olan diğer ülkelerin borsalarını aynı zamanda da ayrışma teorisinin aksine gelişmekte olan ülke borsalarını da etkilediğini ortaya koymak, kriz süresince ABD'de kaynaklı haberlerle borsaların nasıl seyir izlediğini ayrışma hipotezi çerçevesinde açıklamaya çalışmaktır.

ABSTRACT

The mortgage crisis that started in 2007 in the US; the largest economy in the world, has first evolved into a credit crisis, and then into a global crisis. This crisis has been different from the ones that were experienced after the liberalization years and also has been felt (by) more (people). The crisis originating from the US has not only affected US, but all the countries in the world. As the effects of the proceeding events determining the direction of the crisis in the US started to be seen in other countries, various ideas about the crisis have been brought forward. One of these ideas was, if the decoupling theory has been realized or not. The main reason for why this theory was started to be discussed is because, in general, all the developed and developing countries' stock markets have been affected by all kinds of news of US origin that would influence the direction of the crisis. In this thesis, the scale of the global financial crisis effects on the stock markets has been discussed. The effects of the crisis on the stock markets and the losses have been examined. Index graphics have been used for this examination. The purpose of this thesis is to set forth that the global financial crisis has not only affected the US markets but also other countries' markets, as well as the developing countries' on contrary to the decoupling theory, and to explain the movements (fluctuation) of the indexes affected by the news of US origin, within the framework of the decoupling theory.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
Özet.....	iii
Tablo Listesi.....	vi
Şekil Listesi.....	x
Grafik Listesi.....	xi
Kısaltmalar.....	xiv
GİRİŞ.....	1
1.KÜRESEL MALİ KRİZ	4
1.1. Kriz Tanımları.....	4
1.2. Mali Kriz Türleri.....	6
1.2.1. Sistemik Mali Krizler.....	7
1.2.2. Dış Borç Krizleri.....	7
1.2.3. Bankacılık Krizleri.....	7
1.2.4. Para Krizleri	8
1.3. Mali Krizlerin Seyri	11
1.4. Mali Krizlerin Ekonomik Etkileşimleri	12
1.5. Küresel Piyasalarda Görülen Önemli Krizler	14
1.5.1. 1994 Türkiye Krizi.....	14
1.5.2. Meksika Krizi.....	25
1.5.3. 1997 Güneydoğu Asya Krizi.....	28
1.5.4. 1998 Rusya Krizi	38
1.5.5. 2000 Kasım Türkiye Krizi	44
1.5.6. 2001 Şubat Türkiye Krizi.....	54
1.5.7. 2002 Arjantin Krizi	58
1.5.8. ABD Mortgage Krizi.....	61
1.5.8.1. Mortgage Sistemi	62
1.5.8.2. Krizin Nedenleri.....	66
1.5.8.3. Krizin Gelişimi.....	73
1.6. Küresel Krizlerdeki Ortak Özellikler ve ABD Mortgage Krizinin Bu Krizlerden Farkı	82
2. KÜRESEL MALİ KRİZİN BELLİ BAŞLI GLOBAL BORSA ENDEKSLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	87
2.1. Gelişmiş Ülke Borsalarını Etkileyen Veriler	87
2.1.1. ABD Kaynaklı Veriler	87
2.1.1.1. Üretici Fiyat Endeksi (Producer Price Index) (PPI) - Tüketici Fiyat Endeksi (Consumer Price Index) (CPI).....	87
2.1.1.2. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GDP).....	91
2.1.1.3. Özel Sektör İstihdamı (ADP Employment Report) – İstihdam Verileri (Employment Situation) – İşsizlik Başvuruları (Jobless Claims).....	94

2.1.1.4. İnşaat Harcamaları (Construction Spending).....	96
2.1.1.5. Konut Başlangıçları (Housing Starts) - S&P Case- Schiller Konut Fiyat Endeksi (S&P Case Schiller HPI).....	98
2.1.1.6. Bekleyen Konut Satışları (Pending Home Sales Index) - Mevcut Konut Satışları – Yeni Ev Satışları (Existing / New Home Sales)	100
2.1.1.7. Motorlu Taşıtlar Satışları (Motor Vehicle Sales).....	101
2.1.1.8. Parakende Satışlar (Retail Sales)	103
2.1.1.9. Dayanıklı Mal Siparişleri (Durable Goods Orders)	104
2.1.1.10. Fabrika Siparişleri (Factory Orders)	106
2.1.1.11. Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni Anketi (Consumer Sentiment) – Tüketici Güveni (Consumer Confidence).....	106
2.1.1.12. Kişisel Gelir ve Harcamalar (Personel Income and Outlays) ...	108
2.1.1.13. ISM İmalat Endeksi (ISM Mfg Index) – ISM Hizmet Endeksi (ISM Non- Mfg Index) - Empire State İmalat Endeksi (Empire State Mfg Survey)	110
2.1.1.14. Sanayi Üretimi (Industrial Production).....	113
2.1.1.15. Verimlilik ve İşgücü Maliyetleri (Productivity and Costs).....	115
2.1.1.16. Faiz kararı	116
2.1.1.17. Diğer Veriler	116
2.1.2. Almanya Kaynaklı Veriler	116
2.1.2.1. Üretici Fiyat Endeksi - Tüketici Fiyat Endeksi.....	116
2.1.2.2. GSYİH	119
2.1.2.3. Parakende Satışlar	121
2.1.2.4. ZEW Endeksi	122
2.1.2.5. IFO Endeksi	125
2.1.3. İngiltere Kaynaklı Veriler	127
2.1.3.1. Üretici Fiyat Endeksi - Tüketici Fiyat Endeksi.....	127
2.1.3.2. GSYİH	132
2.1.3.3. Parakende Satışlar	133
2.1.3.4. ILO İşsizlik Oranı (Interntional Labour Organisation – ILO) ...	135
2.1.3.5. RICS Konut Fiyatı Dengesi (RICS House Price Balance).....	137
2.1.3.6. Faiz Kararı.....	137
2.1.3.7. Diğer Veriler	139
2.1.4. Japonya Kaynaklı Veriler.....	139
2.1.4.1. Ulusal Tüketici Fiyat Endeksi.....	139
2.1.4.2. GSYİH	139
2.1.4.3. İşsizlik Oranı	141
2.1.4.4. Tüketici Güveni.....	142
2.1.4.5. Parakende Ticaret.....	143
2.1.4.6. Nomura Üretim Satın Alma Yönetici Endeksi (Nomura/ JMMA Manufacturing Purchasing Manager Index).....	145
2.1.4.7. Faiz Kararı.....	146
2.1.5. Avrupa Kaynaklı Veriler.....	147
2.1.5.1. TÜFE.....	147
2.1.5.2. GSYİH	149
2.1.5.3. İşsizlik Oranı	151

2.2. Gelişmiş Ülke Borsalarının Belli Başlı Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri	153
2.2.1. Amerika – Dow Jones Industrial Avarage (DJI).....	154
2.2.2. Amerika - Standart & Poors 500 (S&P 500).....	167
2.2.3. Almanya - DAX.....	170
2.2.4. İngiltere - FTSE 100	173
2.2.5. Japonya – Nikkei 225.....	176
2.2.6. Amsterdam – Euronext Amsterdam (AEX).....	179
2.3. Gelişmekte Olan Ülke Borsalarını Etkileyen Veriler	182
2.4. Gelişmekte Olan Ülke Borsalarının Belli Başlı Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri	185
2.4.1. Arjantin – Merval Argentina.....	185
2.4.2. Güney Afrika – JSE	187
2.4.3. Kore – KOSPI	189
2.4.4. Çin – SHCOMP	191
2.4.5. Rusya – RTS	194
2.4.6. Türkiye – XU100	196
3. AYRIŞMA (DECOUPLING) KAVRAMI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ	197
3.1. Küreselleşmiş Dünya Ekonomisi – Ayrışmış Dünya Ekonomisi	197
3.2. De-coupling ve Coupling Olguları	202
3.3. Ekonomik Krizlerin Bulaşıcılığı	224
3.4. İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin Seyrinin DJI Endeksi ve Morgan Stanley Capital International (MSCI) Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi (EM)'yle Karşılaştırılması.....	226
SONUÇ ve DEĞERLENDİRME	264
KAYNAKÇA	268

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. 1994 Krizine İlişkin Bazı Ekonomik Göstergeler (1988-1996).....	16
Tablo 2. Sektörlerin GSYİH İçindeki Payları, 1980 – 2005,	18
Tablo 3. Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Notları (1991 – 1997)	20
Tablo 4. İMKB Ulusal 100 Endeksi Kapanış Değerleri (1986 -2000).....	24
Tablo 5. Meksika'nın Uyguladığı Döviz Kuru Politikaları (1987 -1994).....	26
Tablo 6. Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (1987 – 1994)	27
Tablo 7. Bazı Güneydoğu Asya Ülkelerindeki Cari İşlemler Dengesi (1990–1997),.....	29
Tablo 8. Özel Sektöre Açılan Krediler, (1990 -1997).....	29
Tablo 9. Kredi Veren Ülke Bankaları, (1996 Sonu).....	31
Tablo 10. Güneydoğu Asya Krizi'nin Gelişim Süreci (Ocak 1997- Mart 1998)	33
Tablo 11. Bazı Asya Ülkelerinin Para Birimleri ve Borsalarında Meydana	37
Gelen Değişiklikler, (Ocak 1997 – Ocak 1998).....	37
Tablo 12. Bazı Asya Ülkelerinin Paralarının Dolar	38
Karşısındaki Değer Kayıpları,(Temmuz 1997 – Ocak 1998)	38
Tablo 13. Rusya Federasyonu Borç Stoğu (1998)	39
Tablo 14. Rusya'nın Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri, (1992 -2001)	40
Tablo 15. Türkiye'nin Makro Ekonomik Verilerinin Görünümü, (1999 Sonu)	44
Tablo 16. İnterbank Gecelik Faiz Oranları (Eylül 1999 – Mart 2001).....	48
Tablo 17. Yıllık Mevduat Faiz Oranları, (1999 – 2000)	49
Tablo 18. Yıllık Enflasyon Oranları, (1999 – 2008)	50
Tablo 19. Kriz Öncesi ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri (Ocak 2000-Haziran 2001)	51
Tablo 20. TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi, (Ekim 2000 – Mart 2001).....	53
Tablo 21. Yıllara Göre Dış Ticaret (1999 -2002).....	55
Tablo 22. TCMB Reel Kur Endeksi , (Haziran 1999 – Aralık 2001)	56
Tablo 23. Arjantin'in Reel GSYİH'nin Değişimi, (1992 – 2001).....	58
Tablo 24. Kamu Maliyesi (1992-2001).....	59

Tablo 25. Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi (1992 – 2001)	60
Tablo 26. Reel GSYİH ve Fiyatlar (1992 -2000).....	60
Tablo 27. ABD GSYİH Verileri, 2000 (1. Çeyrek – 2009 1.Çeyrek).....	65
Tablo 28. Federal Reserve (FED)'in Gecelik Faiz Oranları , (2000-2008).....	69
Tablo 29. Küresel Hedge Fon Sayısı ve Miktarı, (2000-2007).....	74
Tablo 30. Değişik Hedge Fon Stratejilerine Göre Hesaplanan Endeks Getirileri, (2003-2008 Kasım).....	75
Tablo 31. Hedge Fon Endeks Getirileri,(2008 Sonu).....	75
Tablo 32. Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları (2008 -2009)	79
Tablo 33. ABD'deki Son Krizin Kronolojisi, (Temmuz 2007 – Ekim 2008).....	80
Tablo 34. Almanya ÜFE Aylık ve Yıllık Değişim (Şubat 2007- Nisan 2009)	117
Tablo 35. Almanya Yıllık ve Aylık Değişimleriye TÜFE Verileri (Nisan 2008 – Nisan 2009)	119
Tablo 36. Almanya GSYİH (2005 1. Çeyrek – 2009 1.Çeyrek).....	121
Tablo 37. Almanya ZEW Endeksi (Şubat 2007 – Nisan 2009)	124
Tablo 38. İngiltere ÜFE (Haziran 2007 – Mayıs 2009)	129
Tablo 39. İngiltere TÜFE, Yıllık ve Aylık Yüzde Değişim (Mart 2007 – Mayıs 2009)	131
Tablo 40. İngiltere Parakende Satışlar (Nisan 2008- Nisan 2009).....	134
Tablo 41. BoE Faiz Oranları (Ağustos 2006 – Mart 2009).....	138
Tablo 42. Japonya GSYİH (2004-2008)	140
Tablo 43. Japonya İşsizlik Oranı (Ocak 2007 – Mart 2009).....	141
Tablo 44. Japonya Tüketici Güven Endeksi (Şubat 2007 – Mayıs 2009).....	142
Tablo 45. Japonya Parakende Ticaret (Nisan 2007 – Nisan 2009)	144
Tablo 46. Nomura Üretim Satın Alma Yönetici Endeksi, (Aralık 2007 –Nisan 2009) .	145
Tablo 47. BOJ Faiz Oranları (2001 – 2008).....	146
Tablo 48. Euro Bölgesi TÜFE, (Ocak 2007 – Nisan 2009)	147
Tablo 49. Euro Bölgesi GSYİH, (2.Çeyrek 2008 – 1.Çeyrek 2009).....	149
Tablo 50. ECB Faiz Oranları (2000 – Mayıs 2009)	150
Tablo 51. Euro Bölgesi İşsizlik Rakamları (Şubat 2007 – Nisan 2009)	152
Tablo 52. 26 Mayıs 1896'da Dow'da Olan Hisseler	156

Tablo 53. DJI’da İşlem Gören Hisseler.....	156
Tablo 54. S&P 500 Endeksinin İçindeki İlk 10 Şirketin Sektör Ağırlıkları ve Endeks Ağırlıkları.....	168
Tablo 55. Dax’ta İşlem Gören Şirketler.....	171
Tablo 56. FTSE 100 Endeksinin İlk 10 Şirketi.....	174
Tablo 57. TCMB Faiz Oranları (Temmuz 2006 – Mayıs 2009).....	183
Tablo 58. Türkiye ÜFE ve TÜFE Rakamları (Eylül 2007 – Nisan 2009).....	184
Tablo 59. Finansal Küreselleşmenin Sonuçları.....	198
Tablo 60. Gelişmiş Ekonomilerin Küresel Ekonomi İçindeki Rolü.....	204
Tablo 61. İthalatın Bölgelere Göre Oryantasyonu.....	205
Tablo 62. ABD Resesyonlarının Türkiye ve Dünyaya Etkisi.....	217
Tablo 63. Kriz Karşısında Alınan Önlemler.....	219
Tablo 64. Türkiye Cari İşlemler Dengesi (2008).....	227
Tablo 65. Türkiye Dış Ticaret Dengesi (2008).....	227

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Mali Krizlerin Sınıflandırılması	6
Şekil 2. İkiz Krizler ve Para Krizi Modelleri.....	9
Şekil 3. Sermaye Akımları.....	224

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1. Cari işlemler Dengesi/ GSYİH'ye Oranı, 1980 – 2005.....	19
Grafik 2 Merkez Bankası Rezervleri (1993–Nisan 1994)	21
Grafik 3. Türkiye'deki Sermaye Hareketlerinin Yüzdesele Dağılımı, (1990-2001).....	21
Grafik 4. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri (Ocak 1994 - Aralık 1994)	23
Grafik 5. Asya Ülkelerinin* Sermaye Hareketleri, (1990 – 1997).....	30
Grafik 6. Nikkei Endeksinin Seyri, (1997–1998)	35
Grafik 7. Çin Borsasının Seyri (1997-1998).....	36
Grafik 8. RTS'in Seyri, (1997-1999).....	43
Grafik 9. Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi, (1996 – 2000)	47
Grafik 10. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri, (2000)	52
Grafik 11. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri (2001)	54
Grafik 12. InfoSpace 10 Yıllık Hisse Grafiği	67
Grafik 13. Nasdaq Seyri (1996 -2008).....	67
Grafik 14. ABD TÜFE Verileri (1999 – 2009).....	70
Grafik 15. Üretici Fiyat Endeksindeki Aylık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan).....	88
Grafik 16. Üretici Fiyat Endeksindeki Yıllık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)	89
Grafik 17. Tüketici Fiyat Endeksindeki Aylık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)	90
Grafik 18. Tüketici Fiyat Endeksindeki Yıllık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)	91
Grafik 19. GSYİH Reel Büyümesinin Çeyrek Dönemlik ve Yıllık Yüzde Değişimi	92
(1. Çeyrek 2000- 1. Çeyrek 2009).....	92
Grafik 20. GSYİH Endeksinin Çeyrek Dönemlik ve Yıllık Yüzde Değişimi,	93
(2000 1.Çeyrek – 2009 1.Çeyrek).....	93
Grafik 21. Tarımdışı Maaşların Yıllık ve Aylık Değişimleri.....	95
(2006 Ocak – 2009 Nisan)	95
Grafik 22. İşsizlik Başvuruları, 4 Haftalık Hareketli Ortalamasıyla Birlikte	96
(2007 Ağustos – 2009 Nisan).....	96

Grafik 23. İnşaat Harcamaları (2005- 2009 Nisan).....	97
Grafik 24. Konut Başlangıçları (2005 – 2009 Mart).....	98
Grafik 25. Mevcut Konut Satışları (2005 – 2009 Mart)	101
Grafik 26. Parakende Satışların Yıllık ve Aylık Değişimi (2005-2009 Nisan)	103
Grafik 27. Dayanıklı Mal Siparişleri (2005 – 2009 Mart)	105
Grafik 28. Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni (2005 – 2009 Nisan)	107
Grafik 29. Tüketici Güveni (2005 – 2009 Nisan)	108
Grafik 30. Kişisel Harcamalar , 2005 -2009 Mart	109
Grafik 31. ISM İmalat Endeksi (2005- 2009 Nisan).....	111
Grafik 32. Empire State İmalat Endeksi	113
Grafik 33. Kapasite Kullanım Oranı, (2006 -2009 Nisan).....	114
Grafik 34. Almanya GSYİH (2004-1.Çeyrek 2009).....	120
Grafik 35. Almanya Parakende Satışlar, (Kasım 2006 – Nisan 2009)	122
Grafik 36. Almanya ZEW Endeksi (2000- Nisan 2009).....	125
Grafik 37. Almanya IFO Endeksi (1997 -2009)	126
Grafik 38. Çıktı Fiyatlarıyla İngiltereÜFE (Kasım 2007 – Nisan 2009)	128
Grafik 39. İngiltere TÜFE (Nisan 2007 – 2009).....	130
Grafik 40. İngiltere GSYİH, (2001 1. Çeyrek – 2009 1. Çeyrek).....	133
Grafik 41. İngiltere Parakende Satışlar (Ocak 2008 – Mart 2009)	134
Grafik 42. İngiltere'deki Çalışma Çağındaki İstihdam Oranı (Ocak 2007- Mart 2009)	136
Grafik 43. İngiltere İşsizlik Oranı (Ocak 2007 – Mart 2009).....	136
Grafik 44. İngiltere RICS Fiyat Dengesi (Mart 207 – Mart 2009)	137
Grafik 45. Avrupa Bölgesi TÜFE (1992 – 2009)	149
Grafik 46. Euro Bölgesi İşsizlik Oranı (1.Çeyrek 2000 -1.Çeyrek 2009)	152
Grafik 47. DJI Seyri (2007- 2009).....	158
Grafik 48. DJI Haftalık Seyri, (2007-2009).....	159
Grafik 49. DJI Aylık Seyri (2007-2009).....	160
Grafik 50. DJI Endeksinin Seyri (Ocak –Eylül 2007)	161
Grafik 51. DJIA Endeksinin Seyri (Eylül 2007 – Haziran 2008).....	163
Grafik 52. DJIA Endeksi (Haziran 2008 – Mayıs 2009)	165

Grafik 53. S&P 500 ve DJI Endekslerinin Seyri (2007 -2009)	169
Grafik 54. DAX ve DJI Endekslerinin Seyri (2007 -2009)	172
Grafik 55. FTSE 100 ve DJI Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri.....	175
Grafik 56. Nikkei 225 ve DJIA Endekslerinin Seyri (2007- 2009)	177
Grafik 57. AEX ve DJI Endekslerinin Seyri (2007- 2009).....	180
Grafik 58. DJI, DAX, SPX, UKX, NIKX,AEX Endekslerinin Seyri, (2007- 2009)....	181
Grafik 59. Merval Arjantin ve DJI Endekslerinin Seyri (2007 -2009).....	186
Grafik 60. JSE ve DJI Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri.....	188
Grafik 61. KOSPI ve DJIA Endekslerinin Seyri (2007-2009)	190
Grafik 62. SHCOMP ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007-2009)	192
Grafik 63. RTS, DJI Endekslerinin ve Brent Petrolün Seyri, (2007-2009)	195
Grafik 64. MSCI EMEA Endeksinin Seyri (2007 Mart – 2009 Mart)	207
Grafik 65. Dünya Ekonomilerinin Ticaret Oryantasyonu.....	210
Grafik 66. ABD Değişkenleriyle Korelasyonlar.....	211
Grafik 67. Büyüme Düşüşleri ve Yayılmaları :Bölgesel Çıkarım	213
Grafik 68. ABD ve Japonya'daki Büyüme Düşüşlerinin Etkisi	214
Grafik 69. Türkiye Büyüme Hızı	228
Grafik 70. Türkiye ÜFE ve TÜFE Oranları (Mart 2004 –Nisan 2009)	229
Grafik 71. Seçilmiş Bazı Ülkelerde Politika Faizi Oranları (2007-Mayıs 2009)	230
Grafik 72. Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (2006- Nisan 2009).....	231
Grafik 73. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Mayıs).....	232
Grafik 74. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Mayıs)	233
Grafik 75. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2007 Eylül) 234	
Grafik 76. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007 Eylül – 2008 Haziran)	238
Grafik 77. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2008 Haziran – 2009 Haziran).....	245
Grafik 78. İMKB Ulusal 100, JSE, Merval, KOSPI, SHCOMP, RTS Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Haziran).....	255
Grafik 79. MSCI EM Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Haziran).....	257

Grafik 80. İMKB Ulusal 100 ve MSCI EM Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Haziran).....	259
---	-----

GİRİŞ

Finansal serbestleşmenin yaşandığı tarihten bu güne kadar dünya belli başlı krizlere sahne olmuştur. Bu krizlerin bazıları yerel bazıları ise küresel nitelikte yaşanmıştır. Son dönemlere bakıldığında her anlamda büyüme gösteren dünya ekonomisi neredeyse finansal anlamda tek güç haline gelen Amerika Birleşik Devletleri'nde mortgage sorunu ile başlayan kredi krizinden ekilenmiştir. Günden güne derinleşen bu kredi krizi engellenememiş ve tüm piyasalara da sıçrayarak küresel mali kriz halini almıştır.

Uluslararası finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın 2007 yılının son çeyreğinden itibaren derinleşerek devam etmesi, küresel ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemiştir. 2007'nin ilk aylarında kendisini gösterip 2007 Ağustos ayında başlayan küresel finansal kriz, 2008 yılı boyunca yaşanan gelişmelerle dünya gündeminin ilk sıralarında yer almıştır. Krizin maliyetine ilişkin tahminler sürekli yükseltilirken, küresel krizin sonuna gelinip gelinmemiş olduğu hala belirsizdir. Dünya ekonomisinde süren bu belirsizlik, sadece Amerika Birleşik Devletleri'ni değil öncelikle Avrupa ülkeleri olmak üzere küreselleşmenin etkisinde bulunan tüm ülkeleri etkilemiştir. Fakat yaşanan krizin, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve diğer gelişmiş ülkelerde gerek temel anlamda gerekse menkul kıymet piyasaları anlamında büyük tahribata yol açtığı şüphe götürmez bir konu olmuştur. Özellikle bu ülkelerde katlanılan maliyetler ve yaşanan kayıplar göz önüne alındığında bu krizin tarihteki büyük küresel krizlerden biri olduğu açıkça belli olmaktadır.

Yaşanılan bu kriz özellikle serbestleşmenin hız kazandığı 1990 yılından sonra yaşanan krizlerle karşılaştırıldığında, en öne çıkan farklılık, gelişmekte olan bir piyasada değil, aksine dünyanın ekonomi merkezi olarak kabul ettiği Amerika Birleşik Devletleri'nde çıkmış olmasıdır. Kriz, ABD'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Tüketici Fiyat Endeksi, Üretici Fiyat Endeksi, İşsizlik Oranı gibi makroekonomik verileri üzerinde olumsuz etki oluştururken, ABD borsası da krizden nasibini almıştır. Hatta öyle ki, krizin genel seyri

hakkında Dow Jones endeksinin genel fiyat hareketleri incelenerek fikir sahibi olunabilir. Dow Jones endeksini etkileyebilme özelliğine sahip her gelişme Japonya hariç neredeyse diğer tüm gelişmiş ülke borsalarını da aynı yönde etkilemiştir. Fakat konu, krizin gelişmekte olan ülkeleri ve gelişmekte olan ülke borsalarını etkileyip etkilemediğine geldiğinde iki karşıt görüş oluşmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere her yönüyle olumlu olarak ayrılması ve hatta bu olumlu ayrılma sayesinde gelişmiş ülkelerde yaşanan çöküşün dünya ortalamasını etkileyemeyeceğine dair olan görüş, ayrışma (decoupling) olgusuyla açıklanmaktadır.

Bu çalışmada da, yaşanan küresel mali krizin global borsalar üzerindeki etkisi anlatılmaya ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası örneğiyle ayrışma (decoupling) teorisi ele alınmaya çalışılacaktır. Çalışmanın amacı ise, gelişmekte olan ülke borsalarının endekslerinin özellikle küresel krizin derinleştiği andan itibaren Dow Jones endeksinden etkilendiğini ya da başka bir ifadeyle teknik anlamda bir ayrışmanın yaşanmadığını ortaya koymaktır. Çalışmanın amacı kapsamında belli başlı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler seçilerek bu ülkelerin borsalarında en fazla takip edilen endeksler belirlenmiştir. Krizin ABD kaynaklı olması dolayısıyla diğer ülkelere ait endekslerin grafikleri, ABD borsası için öncü gösterge niteliği taşıyan Dow Jones endeksinin grafiğiyle birlikte verilmiştir.

Ayrışma olgusuna geçmeden önce, çalışmanın ilk bölümünde ABD kaynaklı bu küresel mali kriz de dahil olmak üzere 1990 sonrasında yaşanan belli başlı krizler ele alınmış ve küresel mali krizin bu krizlerden farkı ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu krizler anlatılırken küresel mali kriz haricindeki krizler ana hatlarıyla ele alınmış, küresel mali krizin nedenleri, gelişimi ve krize neden olan mortgage sistemi detaylı anlatılmıştır. İkinci bölümde ise Dow Jones başta olmak üzere belli başlı gelişmiş ülkelerin en fazla takip edilen endeksleri seçilmiş ve bu endekslerin seyirlerine etki eden verilerle, endekslerin küresel mali krizden nasıl etkilendiği açıklanmaya çalışılmıştır. Yine bu bölümde, gelişmekte olan ülke olarak kabul edilen belli başlı ülke borsalarının endekslerinin seyirleri de Dow Jones endeksinin seyriyle karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Üçüncü bölümde ise ayrışma(decoupling) teorisi tanım olarak ele alınıp

krizlerin bulaşıcılığı anlatılmıştır. Ayrışma kavramına örnek olarak İMKB Ulusal 100 ve Dow Jones endekslerinin seyirleri ve bu seyirleri belirleyen gelişmeler birlikte ele alınmıştır. Buna ek olarak İMKB Ulusal 100 Endeksi 2007 yılı başından 2009 yılı Haziran ayına kadar olan dönem için Morgan Stanley Capital Investment Emerging Market (MSCI EM) endeksiyle birlikte de karşılaştırılmıştır. Bölümün sonunda ise bazı ekonomi yazarlarının görüşlerine yer verilmiştir.

1.KÜRESEL MALİ KRİZ

1.1. Kriz Tanımları

Kriz çeşitli bilim dallarında ve aynı zamanda günlük konuşma dilinde de çok yaygın olarak kullanılan kavramlardan birisidir. Etimolojik kökeni yunanca “krisis” kelimesine dayanır. Kriz dendiğinde neyin anlaşılması gerektiği konusunda bir görüş birliği yoktur. Kimileri durgunluk, kimileri resesyon, kimileri enflasyon, kimileri deflasyonu ekonomik kriz olarak tanımlamaktadır. Kriz sosyal bilimler alanında çoğu kez “buhan” ve “bunalım” kelimeleriyle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Sosyal bilimler açısından krizin genel bir tanımını yapmak kolay değildir. Herhangi bir durumu kriz olarak adlandırabilmek için krizin temel unsurunu bilmek gerekmektedir: Kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin en makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır.¹ Bir başka ifadeyle aniden ve beklenmeyen bir anda ortaya çıkan olumsuzluklar kriz olarak değerlendirilmelidir.

Mali kriz veya finansal kriz anlamında bakıldığında da; mali kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini hatta zaman zaman diğer ülke ekonomilerini; mikro anlamda ise gerek kredi açısından gerek sürdürülebilirlik açısından gerekse diğer tüm finansal açılardan işletmeleri ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya koymalıdır. Mali kriz, tüketici talebinde ve firmaların yatırımlarındaki büyük düşüş, yüksek oranlı işsizlik ve dolayısıyla yaşam standartlarının düşmesi biçiminde ortaya çıkabilir.² Mali kriz denilen kavram sadece kriz değil, krizden öte kavramlar çıkartabileceğimiz çoğu zaman uzun bir süreci ifade etmektedir. Bu anlamda bakıldığında mali krizler için çeşitli tanımlamalara rastlamak mümkündür.

¹ Can Aktan ve Hüseyin Şen “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı 2, Yıl 7, S. 42, 2001, s.1225.

² Mafhi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul: Remzi Kitabevi, 5.b., 2009, s .48.

Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır.³ Goldsmith'e göre mali kriz, "finansal göstergelerin tümünün ya da çoğunun (kısa vadeli faizler ve varlıkların (hisse senedi, gayrimenkul, arsa) fiyatları, ticari iflaslar ve finansal kurumların başarısızlıkları) -keskin, kısa, ultra- döngüsel şekilde bozulması"dır.⁴ Bir parasalcı olan Michael Bordo mali krizin tanımını yapmak yerine mali kriz sürecindeki bağlantıları ve temel unsurları sıralamaktadır⁵:

- Bazı finansal kurumların ödeme gücüne düşeceği korkusu: Ödeme gücü, kötü yönetim, öngörü yetersizliği, kırılgan bir aşırı borç yapısı ve ayrıca tüm sistemde likidite sıkışıklığından kaynaklanabilmektedir.
- Reel ve likit olmayan varlıkları paraya dönüştürme girişimi, sonuç olarak faiz oranlarını artırabilmekte ve varlık fiyatlarını düşürebilmektedir – likidite krizi.
- Zorunlu varlık satışlarının, ticari bankaların ve diğer finansal kurumların portföy değerlerini düşürmesi nedeniyle ödeyebilirliklerine yönelik tehditler.

Mali krizler finansal piyasaların etkin bir şekilde fonksiyon görememesi ile sonuçlanırlar. Bu ekonomide şiddetli daralmalara yol açar. Mishkin, asimetrik bilgi teorisi çerçevesinde mali krizleri şöyle tanımlamaktadır: "Bir finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere kanalize edilmesindeki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulmadır."⁶

³ Aslan Eren ve Bora Süslü, " Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye Dergisi**, Y.7,S.41, 2001 (Eylül - Ekim), s. 662.

⁴ Charles P. Kindleberger, **Cinnet, Panik ve Çöküş – Mali Krizler Tarihi**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi yay., 2.b, 2008, s.9.

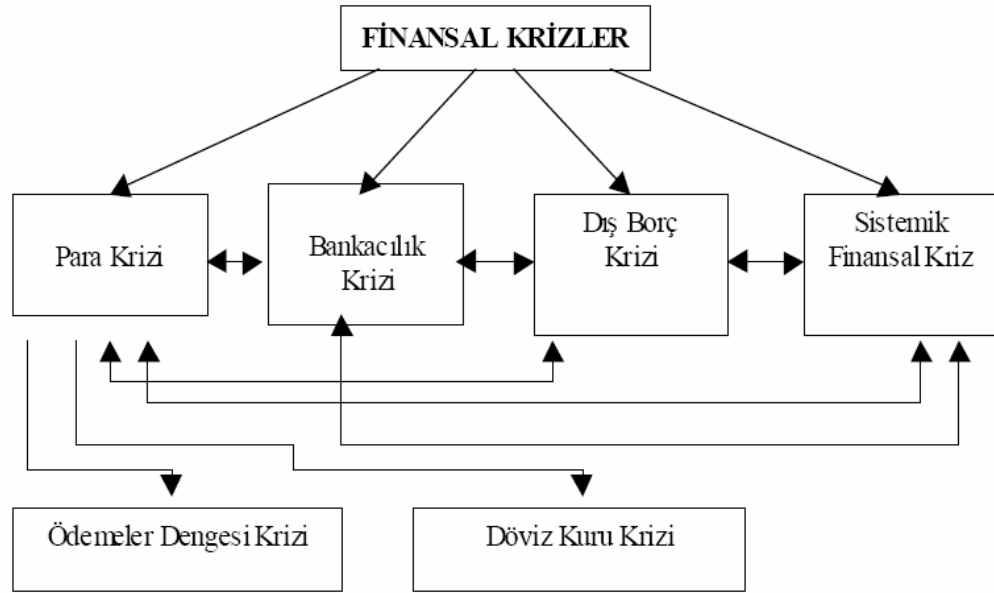
⁵ **a.g.e.**

⁶ Frederic Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, 1996, The World Bank (Çevrimiçi) <http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf> , (Erişim Tarihi: 29.12.2008), s. 29.

1.2. Mali Kriz Türleri

Genel kabul gören yaklaşıma göre özellikle gelişmekte olan piyasalarda görülen mali krizler;

- Sistemik Mali Krizler
- Dış Borç Krizleri
- Bankacılık Krizleri
- Para Krizleri olmak üzere dört grupta toplanabilmektedir.



Şekil 1. Mali Krizlerin Sınıflandırılması

Kaynak:Güven Delice, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, Ocak-Haziran 2003, (Çevrimiçi),<http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/delice.pdf> ,(Erişim Tarihi:28/12/2008)s. 63.

Bu krizlerin çoğu bir diğerinin nedenini teşkil ettiği ve bu yüzden de ardarda yaşandığı için bu krizler arasında keskin çizgilerle ayırım yapılamamaktadır. Para krizlerinin dış borç krizlerine ve sistemik mali krizlere neden olma olasılığı oldukça yüksektir. Sistemik bir mali krizinse bankacılık krizine dönüşmesi mümkündür.

1.2.1. Sistemik Mali Krizler

Sistemik mali krizler mali piyasaların ciddi bir biçimde bozulmasını ifade eder. Bu kriz sadece ekonomik yapının değişkenliğinden değil, aynı zamanda politik, siyasi ve sosyal yaşamdaki değişimlerden de kaynaklanabilir. Sabit döviz kurları zamanla ödemeler bilançosu problemini bankacılık sorununa dönüştürmeye başlar. Bununla birlikte sabit kur ticari açıkların artmasına yol açarken, söz konusu açıklar da ilgili paraya yönelik spekülasyonları artırır. Bu spekülatif hareket, paranın değerindeki kayba yol açacağından ekonomik sistem tıkanmaya başlar ve sistemik bir mali kriz oluşabilir.

1.2.2. Dış Borç Krizleri

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

Borçlanıcı borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler vermeyip mevcut kredileri geri almaya çalıştıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilir.⁷

1.2.3. Bankacılık Krizleri

Ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade eder. Yani bankacılık krizleri fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri; bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri veya

⁷ IMF, "Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures", **Finance & Development**, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/12/eye.htm>, (Erişim Tarihi: 28/12/2008).

hükümetin büyük ölçekli finansal destekler sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğunda ortaya çıkar. Tek bir bankanın başarısızlığı her zaman tüm bankacılık sistemini sarsmayabilir; ancak krizdeki bankanın, bankacılık sistemi içindeki payının büyüklüğü oranında, tekil banka krizinin tüm finansal sisteme ve ekonomiye yansması ve sistemik bir krize dönüşmesi olasılığı oldukça yüksektir.⁸

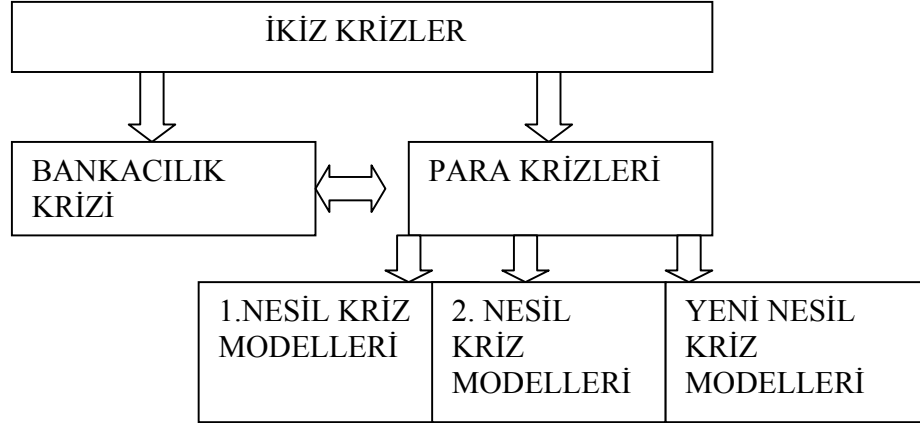
1.2.4. Para Krizleri

Özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyon saldırı bir devalüasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa ya da merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur.

Para krizlerini ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ikili bir ayırma tabii tutmak mümkündür. Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi kriz diye adlandırılarak dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiş bulunmaktadır.⁹

⁸Gülsün Gürkan Yay, “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı 2, Yıl 7, S. 42, 2001, s.1240.

⁹Aykut Kibritçioğlu, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, (Çevrimiçi) <http://econpapers.repec.org/paper/wpawuwpma/0401008.htm> , (Erişim Tarihi: 29/12/2008), ss. 1-3.



Şekil 2. İkiz Krizler ve Para Krizi Modelleri

Kaynak:Güven Delice, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”,Erciyes Üniversitesi, (Çevrimiçi) ,<http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/delice.pdf>, (Erişim Tarihi:28/12/2008)s. 63.

Bankacılık ve para krizinin bir arada olduğu ve birbirlerine kısa bir dönem içerisinde neden olan ikiz kriz ismi verilen kavram iktisat literatürüne girmiş bulunmaktadır. İkiz krizler, bir para krizinin bankacılık krizine neden olması ya da bir bankacılık krizinin para krizine neden olması şeklinde iki türlü gerçekleşebilmektedir. Para krizlerini kendi arasında birinci nesil kriz modelleri, ikinci nesil kriz modelleri ve yeni nesil kriz modelleri olarak üç ayrı grupta incelememiz mümkündür. 1990’ların ortalarına kadar mali krizler birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanırken 1990’ların sonunda yaşanan krizler neticesinde bu modeller yeterli olmamış yeni nesil kriz modelleri oluşturulmuştur. Birinci nesil kriz modeli ilk defa Krugman tarafından ortaya konmuş ve daha sonra Flood ve Garber tarafından ele alınmıştır. Birinci nesil kriz modelinin ortaya çıkışı Stephan Salant’ın mal piyasasının istikrarında yaşanabilecek olan tehlikeleri belirlemeye yönelik çalışması ile olmuştur.¹⁰

Bununla birlikte Salant’ın asıl çalışması bir otoritenin malın fiyatını sabit tutmak istemesi sonucundaki durumun ne olacağıdır. Salant’ın varsayımına göre spekülâtörler

¹⁰ Bülent Erdoğan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**, (Çevrimiçi) http://kutuphane.ksu.edu.tr/e-tez/sbe/T00526/Bulent_Erdogan_TEZ.pdf, (Erişim Tarihi: 10/12/2008), s.37.

bir malı ancak o mal diğer mallara göre yüksek bir gelir getiren düzeyde fiyatının artacağı beklentisinde olmaları neticesinde ellerinde tutmak isterler. Yani, spekülörler ellerindeki malın fiyatının artacağını düşünmüyorsa bu malı ellerinden çıkarmak isteyeceklerdir. Spekülörlerin sattığı mallar merkezi otorite tarafından alınacaktır. Fakat malın fiyatının yükseleceği düşünülüyorsa spekülörler bu maldan satın alacaktır. Bir süre sonra otorite elindeki stokun bittiğini görecektir ve malın fiyatını sabit tutmaktan vazgeçecektir.¹¹ Araştırmacılar mal piyasasına istikrar kazandırmak isteyen otoritenin mantığının para piyasalarına istikrar kazandırmak isteyen Merkez Bankaları ile aynı olabileceğini düşünmüşlerdir. Bu modelde hükümet bütçe açıklarını kontrolsüz ve sürekli olarak para basarak finanse etmektedir. Diğer taraftan döviz kurunu sabit tutabilmek için sürekli döviz alım satımı yapmaktadır.¹²

Dolayısıyla piyasada açıkları kapamak için para basımından kaynaklanan bir kredi büyümesi bulunmaktadır. Spekülörler bu durumu anladıklarında, Merkez Bankasının rezervlerinin bu durumu muhafaza için azalacağını düşünerek sabit döviz kurunun kaldırılacağı yönünde bir beklentiye girerler. Çünkü artan para miktarı ülkenin parasının değerini düşürmekte dolayısıyla sabit döviz kuru üzerinde bir baskı unsuru olmaktadır. Merkez Bankası bu baskıyı ortadan kaldırmak için piyasaya sürekli olarak döviz satar. Merkez Bankasının piyasaya döviz satması ve kurun gerçekçi olmaması nedeniyle kontrol altında tutulan cari kurdan kimse işlem yapmamaya başladığında, krizin başlamak üzere olduğu anlaşılır. Bu esnada cari döviz kurundan sadece Merkez Bankası ulusal para satın almaktadır. Bu nedenle spekülörler ellerindeki ulusal parayı Merkez Bankasına vererek karşılığında döviz alırlar. Merkez Bankası bir noktaya kadar tahammül gücü göstererek ulusal parayı desteklemeye çalışır.

Ulusal parayı destekleme ile ulusal paranın döviz karşılığı satılması arasındaki mücadele çoğu zaman Merkez Bankasının aleyhine sonuçlanır. Birinci nesil modeller 1990'lı

¹¹ a.g.e., s.22.

¹² Selçuk Duranlar, Yaşagül Ekinci ve Recep Zogo, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Fon Hareketleri, Finansal Krizler ve Önleyici Mekanizmalar", (Çevrimiçi), http://bandirma.balikesir.edu.tr/bildiriler/28_Selcuk_Duranlar_Yasagul_Ekinci_Recep_Zogo.doc, (Erişim Tarihi: 30/12/2008).

yıllara kadar para krizlerini açıklamada başarılı olmuş ancak; modelin bazı krizleri açıklamada yetersiz kalması üzerine başka modeller üzerinde çalışmalar yapılmıştır. 1992-93 yıllarında ortaya çıkan krizlerden önce makro ekonomik verilerde bir bozulma olmaması ortaya çıkan krizlerin makro ekonomik bozulmayı temel alan birinci nesil kriz modelleriyle açıklanamaması sonucunu oluşturmuştur. Bu nedenle para krizlerinin ortaya çıkışında başka nedenler arayan modeller üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bu yeni arayışlar ikinci nesil kriz modellerinin ortaya koyulmasını sağlamıştır. İkinci nesil kriz modelleri, krizin oluşma zamanının belirlenmeyeceğini savunmaktadır. Ayrıca bu modelin amacı sabit döviz kurunu sürdürmek değildir, bu model eğer ülke serbest döviz kurunu bırakırsa bunun emek ve istihdam üzerinde bir etkisinin olmayacağını ortaya koymaya çalışır.¹³ Yeni nesil kriz modelleri ise 90'ların sonunda ortaya çıkan, birinci ve ikinci nesil kriz modelleriyle bağdaştırılamayan krizler için ortaya atılmış kriz modelleridir.

1.3. Mali Krizlerin Seyri

Mali krizler bazı aşamalardan geçerek seyirlerini sürdürürler. Bu aşamaları gözden geçirmek gerekirse;

Mali krizler, ekonomik ortamın değişmesiyle birlikte bir korku ve bekleyişle başlar. Bu aşamada aynı zamanda finansal kurumların bazılarının ödeme güclüğü çekip bu güçlerini kaybettiği korkusu da başlar

Ardından likit ihtiyacı artar, bununla birlikte eldeki reel varlıkları paraya dönüştürme eğilimi başlar ve varlık fiyatları düşer. Varlık fiyatlarının da düşmesiyle banka paniği ve banka tahaccümü meydana gelir, banka tahaccümü deyimi herhangi bir bankanın alacaklılarının paralarını zamanından önce ve toplu olarak talep etmesidir; banka paniği deyimi ise çok sayıda bankanın alacaklılarının aynı talepte bulunmasını ifade eder.¹⁴ Talep yetersizliğinin artmasıyla ve reel varlıkların satışı dolayısıyla servetler azalır ve

¹³ Anıl Akçağlayan, "Para Krizleri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, C. 20, Sayı 230, 2005, s. 110.

¹⁴ Lale Erdem Karabıyık, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri**, Bursa: Marmara yay., 2004, s. 18.

bazı firmalar iflas etmeye başlar. Mali krizlerin seyri sonunda iki sondan biri yaşanır, ya Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine girerek müdahale eder, ya da likidite darlığıyla birlikte görülen reel varlıklardaki düşüş bir kriz yaratır.¹⁵

Charles Kindleberger'a göre, mali piyasalardaki dalgalanmanın üç evresi; cinnet, panik ve çöküştür.¹⁶ Bu evrelerden ilki olan cinnet evresinde insanlar sanki ortada müthiş bir şölen ya da ziyefet varmışcasına koşuşturılmaktadırlar. Cinnet sürecini tespit etmek kolay olsa da ne kadar süreceğini kestirmek zordur. Cinnet her an paniğe dönüşebilir. İkinci evre panik evresidir. Bu evrede bir gün önce para verenlerin buldukları mekanları, paralarını kurtarma paniği ile birbirini ezenlerin doldurmasıdır. Sıradan bir manik depresif tepki ile insanlar bir uç ruh halinden tam zıddına geçiverirler. Panik aşamasında devreye mutlaka kamu yönetimi girer. Bazıları zararların kamu tarafından karşılanmasını talep ederler. Hükümet bunu olumlu ya da olumsuz cevaplar. Bu evredeki hatalar, mali dalgayı üçüncü ve son evresine taşır. Oluşan güvensizlik ortamında, önce bireysel gibi duran iflaslar giderek önce mali piyasaları sonra da ekonominin her köşesini sarar. Alıcının hiç kaybolmayacağı düşünülen en likit piyasalar sadece satıcılardan oluşur. Düşen talep ve karşılıksız alacaklar ekonomiyi hızla tahrip eder.

1.4. Mali Krizlerin Ekonomik Etkileşimleri

Mali krizler ekonominin bazı yapı taşlarıyla çok sıkı ilişki içerisinde. Bu etkileşimleri sıralamak gerekirse,

- Piyasa Faiz Ortamı ile Etkileşim
- Ödemeler Dengesi ile Etkileşim
- Tüketim Harcamaları ile Etkileşim
- Borsa ile Etkileşim

¹⁵ a.g.e., s. 19.

¹⁶ Kindleberger, a.g.e. s.x.

Piyasa Faiz Ortamı ile Etkileşim

Bir ekonomide beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksekse nominal faiz de o ölçüde yüksek olmaktadır. İstikrar arayışının olduğu dönemlerde yüksek enflasyon ile mücadele, ekonomik programı olumsuz etkilemektedir. Enflasyon oranı ile mücadele çabaları dahilinde zaman zaman daha yüksek faiz ortamına sürüklendiği gözlemlenebilmektedir. Bu durumda bütçe açıklarını kapamaya yönelik ekonomilerde iç borç stokunun piyasa faiz ortamına rakip sağlayacak orandaki faiz oranları, hazinenin finansman maliyetlerini arttırmaktadır.¹⁷ Dolaylı olarak tekrar enflasyon yükselmektedir.

Faiz oranlarının maliyeti krizi arttırır. Krizin başlangıç aşamasında yükselmeye devam eden faiz oranları işletmelerin finansman maliyetlerini yükseltir, kredi imkanlarını daraltır, karlılığı azaltır. Tüketim mallarında fiyat artışıyla talep de azalır, işletmelerde işten çıkarmalar başlar, işsizlik ekonomide baş gösterir.

Ödemeler Dengesi ile Etkileşim

Ekonomilerde kamu açıkları ekonominin daraldığı dönemlerde artarken, genişlediği dönemlerde azalmaktadır. Kamu harcamaları ekonominin krizden yeni çıktığı dönemde çok az artmaktadır, genişleme döneminde hızı biraz artan kamu harcamalarının depresyon dönemlerinde hızı maksimum seviyeye yaklaşmaktadır. Dolayısıyla kamu açıkları daralma dönemlerinde daha fazla artmaktadır.

Tüketim Harcamaları ile Etkileşim

Kriz döneminin en belirgin etkilerinden birisi tüketimdeki daralmadır. Ekonominin genişleme ve faiz oranlarının düşük olduğu evrede ucuzlayan kredili mal talepleri nedeniyle tüketim harcamaları özellikle dayanıklı tüketim mallarında artarken, kriz evrelerinde hızla yükselen faizler önce kredili mal taleplerini pahalılaştırması sebebiyle

¹⁷ Karabıyık, a.g.e. s. 20.

azalır. Ardından alınan krediler ödenemez hale gelir. Artan fiyatlar, işsizlik ve daralmış ekonomideki azalmış talepler tüketimi azaltır. Ürettiklerini satamaz hale gelen işletmeler kur farkları sebebiyle de üretimlerini azaltma yoluna giderler. Daha ilerideki aşamada ise mali yapısı zayıf olan işletmeler iflas ederler.

Borsa ile Etkileşim

Menkul kıymet borsaları için gelecekteki beklenen nakit girişleri ve iskonto oranları yatırıma yönelmede önemli bir karar etkenidir. Gelecekteki nakit girişlerinin belirsizliği ise talep üzerinde olumsuz etki yaratır. Hisse senetlerinin fiyatları makro değişkenlerin ışığı altında gelecek hakkında artan belirsizliği yansıtır. Ekonomilerdeki kriz dönemlerine yakın tarihlerde borsalarda suni bir artış olmakta ve volatilité de artmaktadır. Özellikle beklentilerin gerçekleşenlerden daha önemli olduğu gelişmekte olan ülke ekonomilerinin menkul kıymet borsalarında belirsizlik daha fazla volatilité getirmektedir.

1.5. Küresel Piyasalarda Görülen Önemli Krizler

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlayıp 90 sonrasında artan ulusal ve uluslararası piyasaların entegrasyonu süreci kriz olgusunu da beraberinde getirmiştir. Bu zaman çerçevesinde bakıldığında, mali krizlerin geçmişi oldukça gerilere gitmekle birlikte, kriz modellerinin oluşturulmasından da anlaşılacağı gibi, bu konuda teori ve model oluşturma çalışmaları son 20 25 yılda yoğunluk kazanmıştır. Bu çalışmada da küreselleşme olgusunun hız kazandığı dönemi temsil etmesi nedeniyle 1990 sonrası dönem incelenecek ve bugün itibariyle içinde bulunulan küresel mali krizin etkileri ele alınmaya çalışılacaktır.

1.5.1. 1994 Türkiye Krizi

24 Ocak 1980 İstikrar ve Yapısal Uyum Programından sonra gerek büyüme, gerekse birikim süreçleri yabancı sermaye hareketlerine dolayısıyla da uluslararası finans piyasalarına terk edilmiştir. Bu istikrar programının uygulamaya koyulması ile öncelikle

ödemeler dengesinin iyileştirilmesi, böylelikle uluslararası alanda kredibilitenin artırılması, enflasyonun düşürülmesi ve ulusal refahın yükseltilmesi hedeflenmiştir. Özet olarak bu istikrar programının hedefi kısa dönemli ekonomik bir darboğazı aşmak değil uzun dönemde ekonomik bir dönüşüm gerçekleştirmektir. Bu dönüşüm için gerekli olan dört temel unsuruna; ticaret, finans ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi ile kamu sektörünün serbest piyasa işleyişi içindeki rolünün yeniden belirlenmesi olduğu söylenebilir.

1990 yılından itibaren ekonomi, dış ticareti önemli ölçüde serbestleştirilmiş bir ekonomi özelliği kazanmıştır. Öyle ki, ulusal ekonomideki yatırım ve birikim önceliklerinin üretim dışı sermaye birikimine yönelmesi, gelir dağılımının giderek bozulmasına ve mali piyasalarda bir kredibilite bunalımıyla birlikte bir kriz ortamının doğmasına yol açmıştır.¹⁸

1980 sonrası dönemde ilk ciddi kriz olma niteliğini taşıyan 1994 krizine gelmeden önce, ortaya çıkabilecek bir ekonomik krizi geçiştirmek amacıyla geçiçi istikrar paketleri ve ekonomik kararlar alınmıştır. Bu kararlar sırasıyla;

- 4 Şubat 1988 kararları
- 12 Ekim 1988 kararları
- 1991 Genel Seçimlerine kadar alınan geçiçi önlemler
- 1991 Genel Seçimlerinden sonra alınan kararlar

Bu kararların ardı ardına alınmalarının sebebi, borçlanmaların yarattığı etkilerden geçiçi de olsa kurtulmaya çalışmaktır. Alınan bu önlemler, borçların geçiçi olarak ertelenmesini sağlamıştır.

1987 yılında enflasyonun %50'yi geçmesiyle birlikte ücretliler bundan zarar görmeye başlamıştır. Hızlı kalkınma gereği borçlanmaların geri ödenememesi, fiyatların arttırılmasına, böylece yine borçlanmaya gidilmesine yol açmıştır. Bu sorunlar

¹⁸ Osman Aydoğuş v.d., **Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul: Alkım yay, 2002, s.58.

karşısında 4 Şubat kararlarının gerekliliği doğmuştur. Bu kararlar; mevduat faiz oranlarının yükseltilmesi, para basımının sınırlandırılması, ithalat teminat oranlarının yükseltilerek ithalatın pahalılaştırılmasını içermektedir.¹⁹ Kararların beklenen sonucu vermemesi altı ay sonra yeni önlemlerin alınması gerekliliğini ortaya koymuştur.

Enflasyon oranının %65'e ulaşmasıyla 12 Ekim 1988'de yeni kararlar alınmıştır. Bu kararlarla birlikte, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) piyasaya 160 milyon dolar sürmüş, faiz oranlarının belirlenmesi serbest bırakılmış döviz mevduatına uygulanan zorunlu karşılık oranı yükseltilmiş, bankalara Türk Lirası(TL) cinsinden karşılık tutma imkanı verilmiştir.²⁰

Bu önlemler sonucunda mevduat artışı olmuştur. Aşağıdaki tabloda artan enflasyon oranlarını ve toplam mevduatlar içinde TL mevduatların payını incelememiz mümkündür.

Tablo 1. 1994 Krizine İlişkin Bazı Ekonomik Göstergeler (1988-1996)

Yıllar	ÜFE (%)	TL. Mevduat/ Toplam Mevduat (%)	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon \$)	TCMB Döviz Rezervi (Milyon \$)
1988	65	75,2	-2212	2480
1989	62	77,4	-584	4536
1990	48	76,9	3000	5758
1991	59	68,4	3020	4812
1992	61	64,2	1396	6106
1993	60	62,2	2994	6277
1994	149	50,3	-5190	6905
1995	66	50,7	3635	12042
1996	85	55,3	2665	16386

Kaynak: TÜİK, TCMB

¹⁹ Üzeyir Aydın, **Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi**, İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2006, s.130.

²⁰ a.g.e.

Tablo 1’den de görüleceği gibi 1988 yılında TL mevduatının toplam mevduatlar içindeki payı yüzde 75 iken sonraki 3 yıl artmıştır.

1991 Genel Seçimlerine kadar alınan geçici önlemler çerçevesinde, 1990 Ocak ayında TCMB’nin ilan ettiği para programı ile kendi bilanço büyüklüğünü kontrol altında tutarak ekonominin likiditesini kontrol altında tutmaya çalışması ve Türk ekonomisini dünya ticaretine hazırlayan bir dizi önlemler alması sayılabilir. Altın ve diğer kıymetli madenlerin ithali ve ihracının serbet bırakılması , bir çok ithal malında gümrük vergisi fon oranları düşürülerek kapsamlı bir liberalizasyona başlanması örnek olarak gösterilebilir.²¹

1991 Genel Seçimlerinden sonra ise, SHP – DYP koalisyon hükümetinin Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM)’ne sunduğu Hükümet Programı yeni bir istikrar programı niteliği taşımıştır. Hükümet programındaki başlıklar; dengeleme, onarım ve canlandırma programı, para programı, bütçe dışı fonlar, kamu açıkları, vergi reformu, kamu iktisadi teşebbüsü reformu, finans ve bankacılık reformu, sanayileşme stratejisi, tarım reformu olarak sıralanabilir.

Özetlemek gerekirse, 1994 yılında yaşanan krize zemin hazırlayan birincil faktörün üretimden uzaklaşmış ve serbestleştirilmiş bir ekonomi olduğunu söylememiz mümkündür. Bu anlamda bakıldığında aşağıdaki tablo 1980 ve 2005 yılları arasında sektörlerin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla(GSYİH) içindeki paylarını göstermektedir.

Tablo 2’den de görüleceği gibi GSYİH’da tarımın payı %25’lerden %15’lere gerilerken ticaretin payı %20’lere ulaşmıştır.1980’den itibaren üretim odaklı olmayan ticarete dayalı büyüme sürecinde 14 yıl boyunca iyi işleyen süreç 1994 kriziyle sonuçlanmıştır.

Türkiye’de 1980 öncesi yaşanan krizler, daha çok mal ve emek piyasalarının gelişmediği, döviz piyasası ile para piyasalarının mevcut olmadığı ortamlarda doğmuş olan krizlerdir. Bu anlamda krizler, finansal liberalleşmeye bağlı veya global kaynaklı

²¹ a.g.e., s. 132.

olmaktan uzak olmuşlardır. Fakat 1994 Krizi, Türkiye’de yaşanan global özellikler taşıyan ilk krizdir.²² Türkiye ekonomisi, ithalat artışı, ihracatın gerekli oranda büyüyememesi, dış borçlanmaya büyük yönelme, yüksek faiz politikasının bu borç faizlerini ödeyebilmek için devletin borçlanmaya mecbur kalması şeklindeki kısır döngü, faiz gelirlerinin üretim ve yatırım faaliyetlerini caydırıcı bir cazibeye kavuşması gibi olgular sebebiyle kriz noktasına doğru sürüklenmiştir.

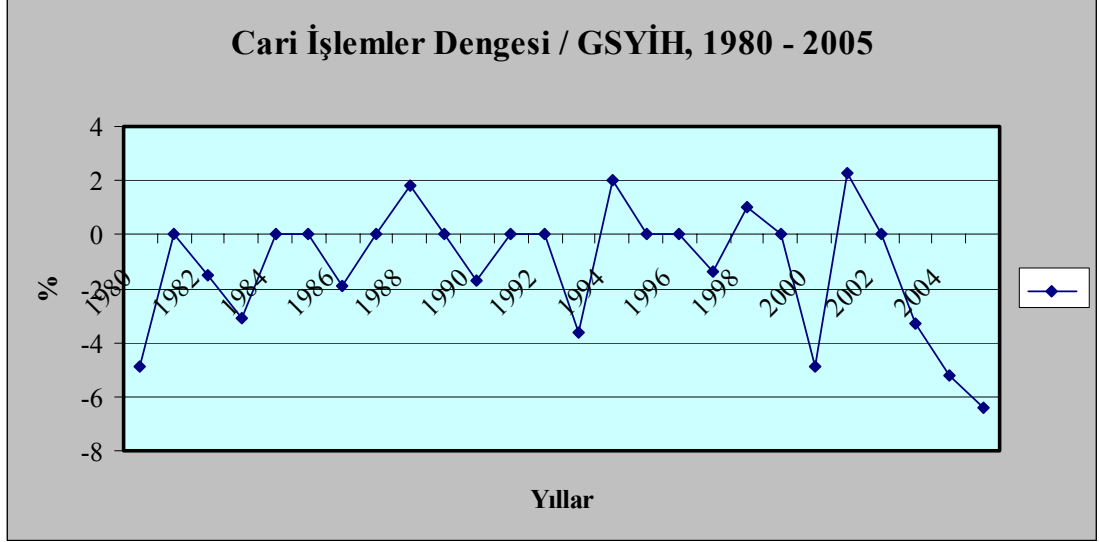
Tablo 2. Sektörlerin GSYİH İçindeki Payları, 1980 – 2005,
(%)

Dönem	Tarım	Sanayi	İnşaat sanayi	Ticaret	Ulaştırma ve Haberleşme	Mali Kuruluşlar	Konut Sahipliği + Serbest Meslek + Devlet Hizmetleri
1980	25.1	22.3	6.2	16.5	11.5	3.8	16.4
1981	23.5	23.2	6.0	17.1	12.1	3.7	16.0
1982	23.4	23.5	5.2	17.6	12.5	3.7	16.0
1983	22.1	23.8	5.9	18.0	12.4	3.6	15.2
1984	20.8	24.5	6.1	18.4	12.7	3.4	14.9
1985	19.9	24.9	6.7	18.7	12.0	3.3	14.6
1986	19.4	25.9	7.0	18.3	11.5	3.2	14.1
1987	17.8	25.8	7.3	19.9	11.6	3.1	13.3
1988	18.8	25.7	6.8	20.2	11.5	3.1	13.1
1989	17.3	26.8	7.2	19.6	11.8	3.2	13.3
1990	17.0	26.7	6.5	20.2	12.1	3.0	12.6
1991	16.7	27.2	6.5	19.9	12.0	3.0	12.8
1992	16.4	27.1	6.5	20.0	12.2	2.8	12.5
1993	15.0	27.2	6.5	20.7	12.5	2.5	11.9
1994	15.7	27.1	6.7	20.2	13.0	2.6	12.7
1995	15.0	28.4	6.0	21.0	12.8	2.5	12.2
1996	14.6	28.4	5.9	21.4	12.8	2.4	11.7
1997	13.3	29.2	5.8	22.2	12.9	2.3	11.1
1998	13.9	28.8	5.6	21.8	13.1	2.4	11.2
1999	13.9	28.8	5.2	21.5	13.4	2.6	11.8
2000	13.4	28.4	5.0	22.4	13.2	2.5	11.2
2001	13.6	28.4	5.2	21.9	13.5	2.4	12.1
2002	13.4	28.8	4.5	22.5	13.2	2.1	11.5
2003	12.4	29.3	3.9	23.0	13.6	1.8	11.1
2004	11.6	29.4	3.7	23.9	13.3	1.7	10.4
2005	11.4	29.2	4.2	23.9	13.5	1.6	10.0

Kaynak: TCMB, TÜİK

²²Muhammet Akdiş, **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Beta Yayınevi,2000, s. 117.

1994 yılında cari işlemler dengesinde de göze çarpan değişimler olmuştur.



Grafik 1.Cari işlemler Dengesi/ GSYİH'ye Oranı, 1980 – 2005

Kaynak: TCMB

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi 1994 yılında cari işlemler dengesinde sert bir düşüş yaşanmıştır. Yaşanan bu düşüş 1980'lerden 94 yılına kadar yaşanan en sert düşüş olarak tarihe geçmiştir. O dönemde sadece ülke içindeki hesaplar değil yurtdışının da Türkiye'ye bakış açısı olumsuz yönde değişmiştir. 1993'ün Mayıs ayında Türkiye'de bir şeylerin olumsuz gittiğini Standart and Poor's notunu düşürerek belli etmiş, Ocak 1994'te Moody's Türkiye'yi kabul edilebilir risk düzeyinin altında bulduğunu açıklamıştır. Bu görüşlerinin ardından S&P ve Moody's ikinci kez Türkiye'nin notunu düşürmesi 1994 krizini tetiklemiştir.

Aşağıdaki tabloda 1991 ve 1997 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için verdiği notlar bulunmaktadır.

Tablo 3. Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Notları (1991 – 1997)

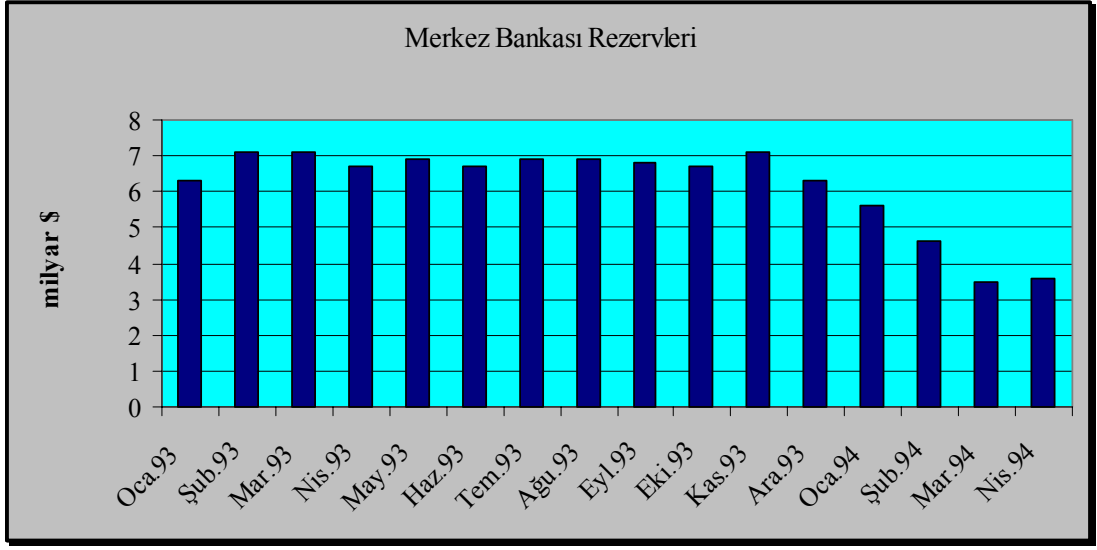
Yıl	Derecelendirme Kuruluşu	Derece	Derecenin Anlamı
1991	Standart and Poors	BBB	Borç ödeme kapasitesi uygun
Mayıs 1993	Standart and Poors	BB-	Ödeme kapasitesi olumsuz değişiyor
Ocak 1994	Moody's	BA1	Kabul edilebilir risk düzeyinin altında
Mart 1994	Standart and Poors	BB	Ödeme kapasitesinde risk var
Haziran 1994	Moody's	BA3	Yatırım yapılmamalı
Temmuz 1995	Standart and Poors	B+	Uzun dönem borçlarda olumlu
Aralık 1996	Standart and Poors	B	Riski yüksek
Mart 1997	Moody's	B1	Borçlanma şartlarına uymama ihtimali yüksek

Kaynak: Gonca Ündül, "Derecelendirme Notları", **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, S.373,1997,s.25.

Genel olarak incelendiğinde, ülkenin kredi notunun düşürülmesi, hükümetin iç borçlanma yerine dış borçlanmaya gitmesi, bankalar kredi vermeyince firmaların likiditelerini dolar'a çevirmeleri, Merkez Bankası'nın piyasaya müdahale etmemesi, spekülörlerin gelecekte döviz kurlarının daha da yükseleceğini tahmin etmeleri, dış krediler için güvenilebilirliğin azalmasından dolayı daha yüksek faiz ödeme zorunluluğu 1994 krizini çok kritik bir noktaya taşımıştır.²³

Yatırımcılar güven bunalımına girince her şeyi döviz üzerinden yapmaya başlamış ve döviz talebi artmıştır. Merkez Bankası'nın piyasaya müdahalesi sırasında döviz rezervlerinde önemli ölçüde erimeler olmuştur.

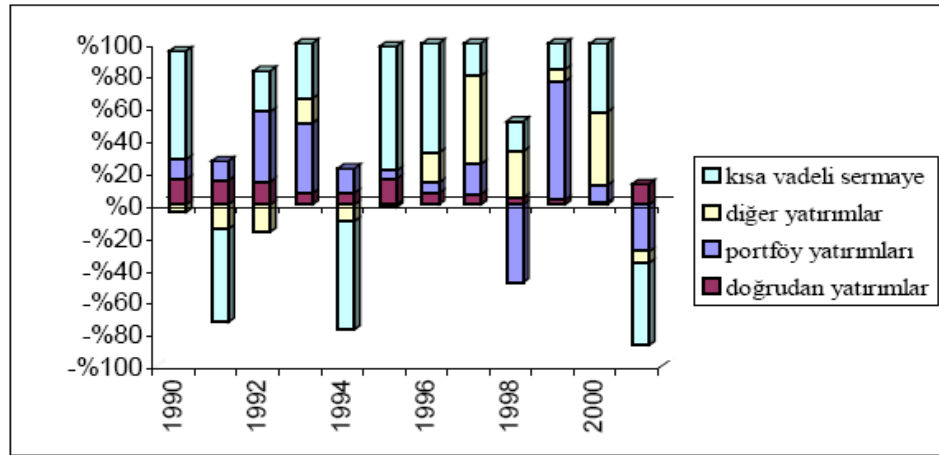
²³ Ali Özgüven, "İktisadi krizler", **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Sayı:41,2001,ss: 56-63.



Grafik 2 Merkez Bankası Rezervleri (1993–Nisan 1994)

Kaynak: TCMB

Döviz rezervleri gitgide en alt seviyeye inmiş, dövizde olan talep yüksek faiz vererek kurutulmaya çalışılmıştır. Döviz tevdiat hesaplarının Türk Lirası'na çevrileceği söylentisi üzerine o ana kadar krize bulaşmayan halk, bankalardan döviz hesaplarını çekmeye başlamış, daha sonra TL hesaplarına da hücum etmiştir.



Grafik 3. Türkiye'deki Sermaye Hareketlerinin Yüzesel Dağılımı, (1990-2001)

Kaynak:TCMB

Ayrıca bozulan güven ortamı özellikle kısa vadeli sermaye yatırımlarının da ülkeye gelmesini engellemiştir. Bozulan dengeleri tekrar sağlamak için, 5 Nisan 1994'te istikrar önlemleri açıklanmıştır. 5 Nisan İstikrar Programının öncelikli amacı, kısa vadede bozulan dış dengeyi ve döviz piyasalarını yeniden istikrara kavuşturmadır. Diğer hedefleri ise:²⁴

- Ek vergi alınarak kamu gelirlerinin artırılması,
- Kamu giderlerinin; ücret artışlarının enflasyonun altında tutulması da dahil olmak üzere, çeşitli bütçe kısıntıları yoluyla düşürülmesi,
- (1) ve (2)'de konu edilen önlemler sonucu konsolide bütçe açığının ve dolayısıyla kamu kesimi harcama gereğinin düşürülmesi,
- TL'nin dolar karşısında değer kazanmasının önlenmesi,
- Hazine borçlanmasını çekici hale getirebilmek için başlangıçta enflasyonun çok üstünde bir faizle kağıt satılması ve zaman içinde bu faizin düşürülmesi.

Bunlarla birlikte tasarruf mevduatı sigorta üst limiti genişletilmiş, bu paniği önlemede yeterli olmayınca mevduatlara %100 devlet güvencesi getirilmiştir. Özelleştirmeye ağırlık verilmiş, kamu harcamaları kısıtlanmıştır. Bir defalığına özel vergi çıkartılmıştır. 5 Nisan Kararları'nın ardından Merkez Bankası TL faizlerini indirince bazı bankalar panik içinde dövizle yönelmişlerdir. Bu yüzden bünyeleri oldukça zayıflayan TYT Bank, Marmara Bank ve Impexbank'a el konulmuş ve tasfiye edilmiştir.

Mali sektördeki bu kriz reel sektöre de sıçramış pek çok firma işçi çıkarmak zorunda kalmıştır. 5 Nisan kararları ortaya çıkan problemlere kısa vadeli çözümler oluşturmuş uzun vade için sorunları çözememiştir. Krizden İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) da etkilenmiş toplanabilmesi uzun zaman almıştır. 1 Eylül 1993 yılında faizlerin düşmesiyle birlikte yükselmeye başlayan endeks 600,27 puana kadar çıkmış, 13 Ocak 1994'te endeks tarihindeki üçüncü zirvesini gerçekleştirmiştir.

²⁴ Eğilmez, a.g.e.,s.71.

Aşağıdaki grafik 1994 yılında İMKB'deki düşüşü göstermektedir.



Grafik 4. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri (Ocak 1994 - Aralık 1994)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüleceği gibi, Ocak ayının ortasında Moody's tarafından düşürülen not İMKB Ulusal 100 endeksinde yansımış ve endeks geri çekilmiştir. Şubat ayının ortalarına kadar toparlanmaya çalışan endeks Mart ayının başında S&P'den gelen ikinci bir not düşürme darbe indirmiştir. İMKB Ulusal 100 endeksi 5 Nisan kararlarının ardından yükselişe geçmiş fakat bazı bankaların iflas etmesi gibi olaylarla endeks tekrar düşüşe geçmiştir.

Aşağıdaki tabloda 1986-2007 yılları arasında İMKB Ulusal 100 Endeksinin kapanış değerleri verilmiştir. 1994 yılındaki geri çekilmeye TL bazlı değil de dolar bazlı bakmak endeksteeki geri çekilmeyi anlamak açısından daha yararlı olacaktır.

Tablo 4. İMKB Ulusal 100 Endeksi Kapanış Değerleri (1986 -2000)

ULUSAL-100			
	TL Bazlı	ABD\$	EURO Bazlı
	(Ocak	Bazlı	
	1986=1)	(Ocak	
	1986=1)	1986=100)	(31.12.98=484)
1986	1,71	131,53	---
1987	6,73	384,57	---
1988	3,74	119,82	---
1989	22,18	560,57	---
1990	32,56	642,63	---
1991	43,69	501,50	---
1992	40,04	272,61	---
1993	206,83	833,28	---
1994	272,57	413,27	---
1995	400,25	382,62	---
1996	975,89	534,01	---
1997	3.451,--	982,--	---
1998	2.597,91	484,01	---
1999	15.208,78	1.654,17	1.912,46
2000	9.437,21	817,49	1.045,57
2001	13.782,76	557,52	741,24
2002	10.369,92	368,26	411,72
2003	18.625,02	778,43	723,25
2004	24.971,68	1.075,12	924,87
2005	39.777,70	1.726,23	1.710,04
2006	39.117,46	1.620,59	1.441,89
2007	55.538,13	2.789,66	2.221,77

Kaynak:İMKB

Tablodan da görüldüğü gibi 1994 yılında TL bazlı kapanış değerlerinde hafif bir artış gözlenirken kurdaki değişimden dolayı ABD doları bazlı değerler düşüş göstermiştir.

Özetle kriz öncesi etkili olan biçok dengesizlik kriz sonrasında da kendini göstermiştir. Bu olgu 5 Nisan kararlarının başarısı konusunda tereddütleri artırırken ekonominin bu dengesizlik sürecinden nasıl çıkacağı sorusu da gündeme gelmiştir.²⁵

²⁵ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Remzi Kitabevi, b.13.,2003, s. 489.

1.5.2. Meksika Krizi

1950'lerin ortasından 1970'lerin başına kadar Meksika mali istikrarın ve büyümenin sembolü olarak görülmüştür. Meksika 1970'den itibaren 1976, 1982 ve 1994'de üç büyük ekonomik kriz geçirmiştir. Bu süre içinde altı yıllık bir periyodla kriz geçirme kuralının tek istinası 1988 yılıdır ve bu yıl, 1987 Aralık ayında başlatılan çok köklü bir istikrar programının olumlu etkilerinin hissedilmeye başlandığı yıl olma özelliğine sahiptir. Bu program özet olarak dört unsurdan oluşmaktadır. Bunlar; özellikle 80'li yıllardaki serbestleşmenin de etkisiyle, ülke ekonomisinin dışa açılması, özelleştirme ve liberalizasyon, döviz kuru çıpasına dayalı sıkı para ve maliye politikalarına dayalı bir istikrar programı, hükümet ve özel sektör arasında yapılan fiyat, ücret, döviz kuru artışlarını belirlemeye yönelik bir sözleşme olarak özetlenebilir.²⁶

Nitekim bu tarihten sonra döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanıldığı bir kur rejimi uygulanmaya başlamıştır. Bu politika uyarınca döviz kuru artış oranı Meksika ve ABD için beklenen enflasyon oranları altında kalacak şekilde önceden belirlenecektir.²⁷

Bu program 1988 yılından itibaren üç yıl boyunca uygulandıktan sonra 1991 yılında müdahale sınırları olan bir band sayesinde döviz kuruna biraz esneklik kazandırılmak istenmiştir. Bu programda taban sabit kalırken tavan önceden belirlenmiş bir oranda devalüe olacaktır. Buna göre bant kademeli bir şekilde genişleyecektir. 1991 yılı sonunda %1,5'un altında olan bandın genişliği 1993 yılı sonunda %9'a ulaşmıştır.²⁸

Meksika 1987 ve 1994 tarihleri arasında çok sayıda döviz kuru politikası uygulamıştır. Bu süreç serbest dalgalanan döviz kuru politikasıyla başlamış, zaman içinde pek çok

²⁶ Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul: Der yay, 2002, s.111.

²⁷ Burçin Hacıhasanoğlu, **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/burcinhacihasanoglu.pdf> Uzmanlık Yeterlilik Tezi, (Erişim Tarihi:18/12/2008),s.23.

²⁸ a.g.e., s. 24.

değişikliğe uğamış, 1994 yılına gelindiğinde ise döviz kuru tekrar serbest dalgalanan döviz kuru politikası çerçevesinde belirlenmiştir.

Aşağıdaki tabloda Meksika'nın 1987 ve 1994 tarihleri arasında uyguladığı döviz kuru politikaları verilmiştir.

Tablo 5.Meksika'nın Uyguladığı Döviz Kuru Politikaları (1987 -1994)

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

Kaynak:Burçin Hacıhasanoğlu, "Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi",
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/burcinhacihasanoglu.pdf> (Erişim Tarihi: 18/12/2009) Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB,2005, Ankara,s.25.

Meksika, 1988 ve 1994 yılları arasında pek çok kez kur rejiminde değişikliğe gitmiştir. Devalüasyon oranları beklenen enflasyon oranlarından daha aşağıda belirlendiği ve aynı zamanda da enflasyon genelde beklenen enflasyon oranlarından daha yukarıda

gerçekleştiği için döviz kuru hızla değerlenmiştir.1994 yılına gelindiğinde Meksika ile ilgili beklentiler özellikle kur politikasının değiştirilmeden devam edeceği yönünde oluşmuştur ama önce 20 Aralık 1994 tarihi itibariyle bandın tavanı devalüe edilmiş ardından da müdahae bantları kaldırılarak kur dalgalanmaya bırakılmıştır.

Tablo 6. Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (1987 – 1994)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Reel Büyüme – GSYİH (%)	1.7	1.2	3.5	4.5	3.6	2.8	0.6	3.5
TÜFE (Yıllık % Değişim)	159.2	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9	8.3	7.1
Nominal döviz kuru (Yıl sonu peso/dolar)	2.2	2.3	2.6	2.9	3.1	3.1	3.1	5.0
Reel efektif döviz kuru endeksi (1980=100)	56.3	73.1	73.3	77.4	85.9	93.3	99.3	90.6
Faiz oranları (28 gün)	122.0	52.3	40.6	26.0	16.7	16.9	11.8	30.0
Cari işlemler dengesi (milyar ABD doları)	2.9	-3.8	-6.1	-7.5	-14.9	-24.8	-23.4	-29.5
Brut ulus. Rezervler (milyar ABD doları)	8.0	6.0	6.5	10.1	17.9	19.4	25.4	6.3
Ihracat artışı (%)	38.8	2.8	12.9	17.6	1.7	4.4	9.9	13.6
İthalat artışı (%)	16.4	52.4	25.5	22.9	22.1	26.2	1.5	20.3
Faiz dışı bürçe dengesi /GSYİH	5.0	6.0	7.9	7.8	5.5	5.4	3.9	2.6
Dış borç /GSYİH	61.5	49.7	40.5	31.7	26.1	22.2	23.0	24.2
İç borç / GSYİH (%)	16.5	18.7	23.9	23.5	19.7	12.9	12.0	13.2

Kaynak:IMF

Ayrıca 1993 yılındaki büyümede durgunluk sıkı maliye politikasının bir miktar gevşetilmesine neden olmuştur. Kasım 1993'te NAFTA'ya katılımın kesinleşmesiyle ihracatta artış beklentisi ortaya çıkmıştır. Beklentilerin gerçekleşmesiyle ihracat artmış, olumlu gelişmelerin yaşanmasıyla kredi hacmi ve ithalatta da artış sağlanmıştır. Bunun sonucu olarak da cari açık daha da büyümüştür.

Yurtdışında ise gelişmekte olan ülke ekonomilerine sahip olan büyük ekonomik güçler yatırımlarını gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere yöneltmişlerdir.

Bu dönemde yurtiçinde de Ocak ayında NAFTA aleyhtarı Chiapas ayaklanması, Mart ayında başkan adayı Colosio suikasti ve Eylül ayında iktidar partisi genel sekreteri

suikasti gerçekleşince sermaye girişleri durmuş, büyük ölçüde sermaye çıkışları gerçekleşmiş, bunun sonucunda da döviz rezervleri düşmüştür.²⁹

Özetlemek gerekirse, 1994 Meksika Krizi'nin nedeni, istikrar ve büyüme sebebiyle ülkeye gelen sıcak paranın, aşırı değerlenmiş kur ve yüksek cari ödemeler açığı ve politik istikrarsızlıklar yüzünden ülkeden kaçıma başlamasıdır.

1.5.3. 1997 Güneydoğu Asya Krizi

Asya krizinin, II. Dünya Savaşı'ndan sonra yaşanan en ağır mali kriz olduğu birçok kaynak tarafından kabul edilmektedir. Tarihin en büyük finansal kurtarma operasyonu da yine bu krizin ardından gerçekleşmiştir. 1990'lı yıllarda ortaya çıkan dünya çapında en önemli ekonomik sorun olarak kabul edilen, hatta başka değerlendirmelerde İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana karşılaşılan en büyük mali kriz olduğu ileri sürülen Asya Krizi'nin bu ölçüde önem kazanması yalnız doğrudan kriz ülkeleri olan Tayland, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'nin dünya çapında sahip oldukları ekonomik konumları ile açıklamak mümkün değildir.³⁰

Kriz ülkeleri, Tayland, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'nin ötesinde Japonya ve Çin'deki ekonomik durum ve gelişmelerin de dikkate alınması gerekmektedir.³¹

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde önemli sayılabilecek makro ekonomik dengesizliklerin olmadığı görülmektedir. Gerçi bazı göstergeler (özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının yükselmesi vb.) ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini

²⁹ Karabıyık, **a.g.e.**, s. 26.

³⁰ Aydın, **a.g.e.**, s. 150

³¹ İTO, "Asya Krizi, Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", **İMKB Araştırma Müdürlüğü**, İstanbul: 1998, s. 17.

düşündürmüş fakat, bu göstergeler önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli sayılmamışlardır.³²

Tablo 7. Bazı Güneydoğu Asya Ülkelerindeki Cari İşlemler Dengesi (1990–1997),
(GSYİH'nin yüzdesi)

	1990	91	92	93	94	95	96	97
G.Kore	- 0.9	- 3.0	- 1.5	- 0.1	- 1.2	- 2.0	- 4.9	- 2.9
Endonezya	- 2.8	- 3.4	- 2.2	- 1.5	- 1.7	- 3.3	- 3.3	- 2.9
Tayland	- 8.3	- 7.7	- 5.6	- 5.0	- 5.6	- 8.0	- 7.9	- 3.9
Malezya	- 2.1	- 8.8	- 3.8	- 4.8	- 7.8	- 10.0	- 4.9	- 5.8
Filipinler	- 6.1	- 2.3	- 1.6	- 5.5	- 4.6	- 4.4	- 4.7	- 4.5
Singapur	8.3	11.2	11.3	7.4	17.1	16.9	15.0	14.0
Çin	3.4	3.5	1.5	- 2.7	1.4	0.2	0.9	2.5
Tayvan	6.7	6.7	3.8	3.0	2.6	1.9	5.2	4.2
Hong Kong	8.9	7.1	5.7	7.4	1.6	- 3.9	- 1.3	- 1.5

Kaynak: International Financial Statistics, IMF.

Tablodan da anlaşılacağı gibi, özellikle krize dair önlemlerin alınmaya başlanmadığı 1996 yılında cari işlemler açığının yükseldiğini gözükmektedir. Cari işlemler açığının yükselmesi bazı Güneydoğu Asya Ülkeler'inde 1997 yılında da devam etmiştir.

Tablo 8. Özel Sektöre Açılan Krediler, (1990 -1997)

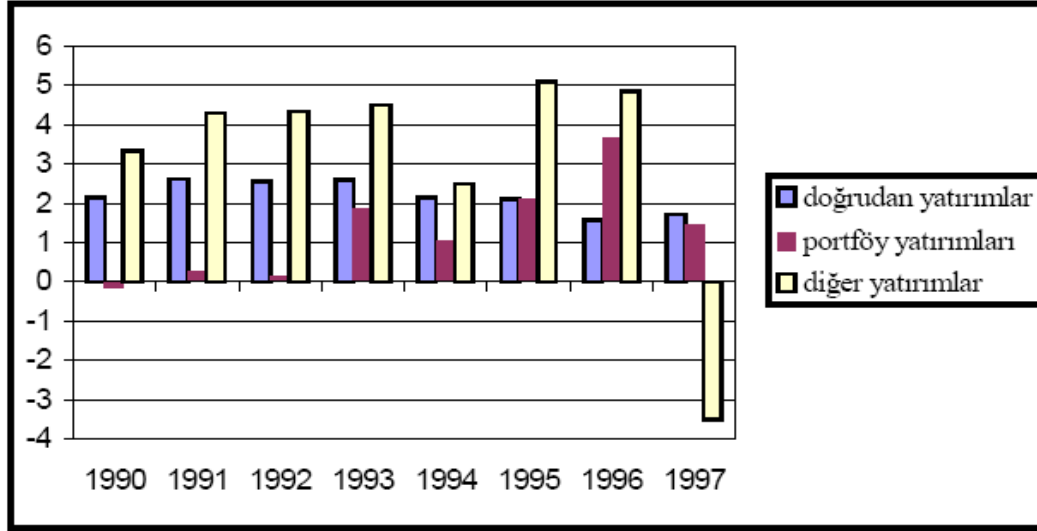
(GSYİH'nin yüzdesi olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Meksika	20.6	26.5	33.2	37.3	46.3	35.0	16.2	12.7
G.Kore	56.8	56.8	56.8	57.9	60.6	60.8	65.7	73.9
Endonezya	50.6	50.7	47.9	40.5	52.6	53.7	55.8	61.1
Malezya	71.4	76.9	75.0	75.8	77.5	87.1	93.6	107.1
Filipinler	19.3	17.8	20.6	26.4	29.2	37.5	48.6	55.9
Tayland	64.3	67.7	72.9	79.9	91.7	84.2	84.3	116.3

Kaynak: International Financial Statistics. IMF

³² Bülent Güloğlu ve Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika,Meksika,Asya ve Türkiye Krizleri" (Çevrimiçi)
<http://www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/Finvekriz1.pdf> (Erişim Tarihi: 18/12/2008)

Özel sektöre açılan kredilere baktığımızda, Tayland başta olmak üzere diğer Güneydoğu Asya Ülkeleri'nde de bir artışın gerçekleştiği gözlemlenmektedir.



Grafik 5. Asya Ülkelerinin* Sermaye Hareketleri, (1990 – 1997)
(GSYİH'nin yüzdesi olarak)

*Endonezya, Filipinler, G.Kore, Malezya, Tayland

Kaynak: International Financial Statistics. IMF

Krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır. Bu sermaye akımının nedeni düzensiz finansal serbetleşme olarak gösterilebilir. Dışa açılma süreci öncelikli sektörler verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. 1996 yılına kadar artış gösteren portföy yatırımları ve diğer yatırımlar 1997 yılına gelindiğinde durmuş, hatta bu durumun tersi yaşanmış ve ülkeler yatırımlarını geri çekmişlerdir.

Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş (özellikle Güney Korede) ancak finansal serbetleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkanlarını artırmıştır. Aşağıdaki tablo kredi kullanan Güneydoğu Asya Ülkeleri'nin hangi ülkeler tarafından finanse edildiğini göstermektedir.

Tablo 9.Kredi Veren Ülke Bankaları, (1996 Sonu)

(milyar ABD doları)

Kredi Alan Ülke	ABD	JAPONYA	AVRUPA BİRLİĞİ	TOPLAM KREDİLER
G.Kore	9.4	24.3	33.8	100
Endonezya	5.3	22.0	21.0	55.5
Tayland	5.0	37.5	19.2	70.2
Malezya	2.3	8.2	9.2	22.2
Filipinler	3.9	1.6	6.3	13.3
Çin	2.7	17.8	26.0	55.0
Vietnam	0.2	0.2	1.0	1.5
Tayvan	3.2	2.7	12.7	22.4
Singapur	5.7	58.8	102.9	189.3
Hong Kong	8.7	87.5	86.2	207.2
Doğu Asya Toplam	46.4	260.6	318.3	736.6

Kaynak: World Economic Outlook. IMF

Güneydoğu Asya Ülkeleri'nden Hong Kong, Singapur ve nispeten Güney Kore'nin kullandığı kredi miktarının büyüklüğü göze çarpmaktadır. Asya Ülkeleri'nin tamamına bakıldığında Avrupa Birliği bankalarının en fazla kredi kullandıran bankalar olduğunu söylemek mümkündür.

Krizle uğrayan Asya ülkelerinde 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren bankacılık sistemini denetleme ve düzenleme mekanizmalarında iyileşmeler başlamakla birlikte, bu ilerlemeler yeterli olmamıştır. Bütün bunlara finansal kurumların risk yönetimindeki başarısızlıkları da eklenince kötü kredilerin oranında büyük artışlar görülmüştür. Mevduata getirilen garantiler nedeniyle bankalar sorumsuz şekilde ilişkide oldukları büyük sanayi kuruluşlarına krediler açmışlar ve böylece kötü krediler artmaya devam etmiştir. Bu tür kredilerin bankalar tarafından verilmesinin en önemli nedenlerinden birisi de devletin batan bankaları mutlaka kurtaracağına olan inanç olarak gösterilmiştir.

Krizin ortaya çıkış nedenlerine özet olarak bakmak gerekirse;

- Kriz ülkeleri olarak değerlendirilen ülkelerin mali sektörlerinin zayıflığı. Bu hem mali sektörün sektör olarak zayıflığından, hem de mali sektörün

denetlenmemesinin ve gözetiminin son derece zayıf olmasından kaynaklanmaktadır.

- Yabancı yatırımcıların gelişini kolaylaştırmak için Doğu Asya ülkeleri paralarını Amerikan dolarına bağlamışlardır. Kur riskine ve yüksek büyüme potansiyeline sahip bu ülkelerdeki ucuz üretim imkanlarından da istifade etmek için başta Japonya kaynaklı olmak üzere gelişmiş ülkelerden büyük miktarlarda yabancı sermaye bu ülkelere akmaya başlamıştır. Durum böyle iken 1990'lı yılların ikinci yarısından sonra Amerikan doları Yen ve Avrupa paraları karşısında değer kazanmaya başlamıştır. Nisan 1995'ten Ağustos 1997'ye kadar doların yen karşısındaki değer artışı yüzde 47 seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişme paralarını dolara bağlı tutan ülkelerin kendileri için önemli olan Japon piyasasındaki rekabet avantajlarını olumsuz etkilemiştir.³³
- Krizle ilgili olarak, bu ülkelerin bölgesel etkiden çok fazla etkilenmiş olmalarıdır. Yani bu ülkelerin bir tanesinde çıkan kriz, genellikle ülkelerin aynı sınıf içinde düşünülmesiyle, yatırımcıların süratle, hepsinden birden, aynı anda çıkmaya başlaması şeklinde bir bölgesel etki yaratmış olmasıdır.

Güneydoğu Asya Krizi, 1997'nin Haziran ayında ortaya çıkmış ve 2 Temmuz 1997'de Tayland'da para birimi Baht'ın devalüe etmesini takiben Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır. Krizin oluşum süreci sadece Asya ülkelerinin dinamikleriyle değil genel olarak mali piyasalardaki dinamiklerle ilişkilidir. Özetlemek gerekirse; ABD dolarının uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla, dolara bağlanmış yerli para birimlerinin aşırı değerli duruma geldiği fark edilmiştir. Bu arada bölge ülkelerinin en önemli ticari ortaklarından olan Japonya da, Yen'deki değer kaybının önüne geçilebilmesi amacıyla faiz hadlerinde artış öngörülmüştür. Bu süreç içinde, Güneydoğu Asya ülkelerinde panik hızla

³³ Aydın, a.g.e., s. 153.

artmıştır.³⁴ Fakat 2 Temmuz tarihine gelene kadar 1997 yılının Ocak ayından itibaren Asya Ülkelerin’de bazı önemli olaylar yaşanmıştır. Tablo 10 Güneydoğu Asya Krizi’nin gelişim sürecini göstermektedir.

Güneydoğu Asya Krizi boyunca krizi yaşayan ülkelerin özellikle para birimlerinin ABD doları cinsinden değerlerinde önemli değişiklikler olmuştur. Aynı şekilde bu ülkelerin borsalarındaki değişiklikler de göze çarpacak niteliktedir.

Ayrıca krizin direkt olarak olmasa da etkilediği bir ülke olarak Japonyayı da söylemek mümkündür. Japonya ihracatının yarısına yakın kısmını bu ülkelerle yapmakta olduğu için ticaret açısından krizden etkilenen ülke olmuştur. Ticaret anlamındaki ilişkisi güçlü olan bu ülkelere kredi sağlayan ülke konumunda olan Japonya gerek iç gerekse dış kredilerin geri dönmemesi, mali sistemi zayıflatan önemli bir etken olmuştur. Japon mali sisteminin zayıflaması, krizin etkilerinin tüm dünyada hissedilmesine yol açmıştır. Japonya krizden dolayı olarak etkilenmesine rağmen borsasında da değer düşüklükleri görülmüştür.

Tablo 10. Güneydoğu Asya Krizi’nin Gelişim Süreci (Ocak 1997- Mart 1998)

Ocak	Büyük bir Kore holdingi olan Hanbo Steel 6 milyar ABD Doları borç nedeniyle iflas etmiştir. Bu iflas on yıldan beri Kore’deki büyük ölçekli firmalardan birinde yaşanan ilk iflas olarak kabul edilmiştir.
Şubat	Şubat ayında Somprasong firması dış borçlarını ödemede zorluğa düşen ilk Tayland şirketi olmuştur.
Mart	Thai Hükümeti kurumların 3.9 milyar ABD Doları tutarında batık gayrimenkul borcunu devralacağını açıklamasına rağmen vaadinden daha sonra vazgeçmiştir. Malezya Merkez Bankası krizi engellemek için gayrimenkul ve hisse senedi için açılan kredileri sınırlandırmıştır.
Mayıs	Mayıs ayının sonunda Tayland’ın en büyük finans şirketi olan Finance One’ı kurtarma çalışmaları başarısızlıkla sonuçlanmıştır.
Haziran Temmuz	Tayland Bahtı’nın değer kaybetmesi, krizin Asya ülkelerine sıçraması ve ülkenin IMF’yi yardıma çağırması; ve Singapur dolarının değerinin minimum seviyelere inmesi.

³⁴ İMKB, **Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ye Etkileri**, İMKB Araştırma Müdürlüğü: İstanbul, 1998, s.3.

Tablo 10. Güneydoğu Asya Krizi'nin Gelişim Süreci (Devamı)

Ağustos	Tayland'ın çağrısına IMF'nin olumlu yanıt vermesi; Malezya'da borsa işlemlerinin durdurularak, bir hafat sonra 60 milyar Ringit ile destekleneceğinin açıklanması; Endonezya'da Rupinin düşmesi önlemek için Merkez Bankası'nın faizleri yükseltmesi; Hong Kong'da yabancı yatırımcıların Hong Kong dolarına hucüm etmesi ve faiz oranlarının bir gecede %8'den %150'ye yükselmesi.
Eylül	Malezya'da bazı altyapı yatırımlarının dondurulması; borsa işlemlerindeki kısıtlamanın kaldırılması; Endonezya'da alt yapı yatırımlarının durdurulması ve bankacılıkta reform kararı
Ekim	Endonezya'nın IMF, Dünya Bankası ve Asya Kalkınma Bankası'ndan 37 milyar ABD\$ kredi alması; Hong Kong'da borsanın %6 gerilemesi; gecelik faizlerinin %7'den %300'e yükselmesi; Moody's ülkenin kredi değerlendirme notunu düşürmesi; Güney Kore'de bulunan Kia firmasının kamulaştırılması
Kasım	Malezya Maliye Bakanlığı tarafından aracı kurumlarının desteklenmesi için fon ayrılması; Endonezya'da 16 bankanın kapatılması; Güney Kore'de WON'un değer yitirmeye başlaması; İstikrar paketinin uygulamaya koyulması; IMF ile stand by anlaşmasının imzalanması; Japonya'da 1945'ten beri ilk kez bir aracı kurum olan Sanyo'nun iflas etmesi, Hokkaido Bank ve 15 milyar dolarlık borcuyla Yamaichi'nin iflası.
Aralık	Tayland'taki 58 finans kuruluşunun 56'sının iflas etmesi Malezya'da kamu harcamalarının %18 kısılması; Güney Kore'de ciddi ekonomik reformlara karşılık IMF'den 57 milyar ABD\$ tutarında kredi alınması, kısa vadeli dış borcun 100 milyar ABD\$ seviyesinde ve çok yüksek çıkması; IMF ve kreditor ülkelerin 10 milyar ABD\$ avans verme kararı almaları; yabancı bankaların kredi aktarmaya başlaması; Japonya'da gelir vergilerinin azaltılması, Merkez Bankası'nın dolar/yen paritesinin 130'u aşmasıyla piyasaya müdahalesi, Nikkei endeksinin tarihinin en düşük değerine inmesi.
Ocak 1998	IMF'nin Malezya'nın IMF programına ihtiyacı olmadığını açıklaması; Endonezya'da dış borç miktarının resmi olarak 117 milyar ABD\$ olduğunun açıklanması, hükümetin IMF ile sıfır büyüme, %20 enflasyon ve devalüasyon ile tekellerin rekabete açılması konularında anlaşma imzalaması; Hong Kong'ta faiz oranlarının yükselmesi, borsanın bir haftada %14 değer yitirmesi; Güney Kore'de bankaların borçların ödenmesi için borç vermeyi kararlaştırılması.
Şubat 1998	IMF'nin ve Güney Kore ile büyüme hızının düşürülmesi konusunda anlaşması; IMF ile birlikte faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması; Endonezya'da banka sayısının azaltılması planlaması;
Mart 1998	Japon Sakura Bank'ın 86 yurtdışı bürosundan 26'sını kapatması. S&P'nin bazı Japon Bankalarının kredi notunu düşürmesi. IMF'nin Tayland için 270 milyon ABD\$ tutarındaki yardımı onaylaması; Endonezya'daki 6 aylık borç ertelenmesinin yeterli olmadığını açıklaması

Kaynak: İMKB, **Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri**, İMKB Araştırma Müdürlüğü: İstanbul, 1998, s.9.

Güneydoğu Asya Krizi boyunca krizi yaşayan ülkelerin özellikle para birimlerinin ABD doları cinsinden değerlerinde önemli değişiklikler olmuştur. Aynı şekilde bu ülkelerin borsalarındaki değişiklikler de göze çarparak niteliktedir. Japonya ihracatının yarısına yakın kısmını bu ülkelerle yapmakta olduğu için ticaret açısından krizden etkilenen ülke olmuştur. Ticaret anlamındaki ilişkisi güçlü olan bu ülkelere kredi sağlayan ülke konumunda olan Japonya gerek iç gerekse dış kredilerin geri dönmemesi, mali sistemi zayıflatan önemli bir etken olmuştur. Japon mali sisteminin zayıflaması, krizin etkilerinin tüm dünyada hissedilmesine yol açmıştır. Japonya krizden dolaylı olarak etkilenmesine rağmen borsasında da değer düşüklükleri görülmüştür. Aşağıdaki grafik Nikkei endeksinin 1997 ve 1998 yılları arasındaki seyrini göstermektedir.



Grafik 6. Nikkei Endeksinin Seyri, (1997–1998)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafmdan çizilmiştir.

1997'nin Ağustos ayından itibaren gerilemeye başlayan endeks 1998'in 12. ayına kadar arada bir hafif yükselişler yaşasa da genel olarak geri çekilme eğilimine girmiştir. Güneydoğu Asya ülkelerindeki genel konjonktürün bozulmasından sadece Japonya değil Çin piyasasının da olumsuz yönde etkilendiğini söylemek mümkündür. Çin borsasındaki geri çekilme de Japon borsasındaki gibi bir seyir izlemiştir, 1997'nin Ağustos ayından itibaren düşüşe geçmiştir. Aşağıdaki grafikte bu seyri görmemiz mümkündür.



Grafik 7. Çin Borsasının Seyri (1997-1998)

Kaynak: Forex data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Çin Borsası'nın seyri Nikkei endeksiyle benzerlik göstermiştir. 1997 Ağustos döneminde geri çekilmeye başlayan Çin Borsası 1998 yılının son dönemlerine kadar hafif dalgalanmalarla birlikte genel olarak aşağı yönlü bir seyir izlemiştir.

Aşağıdaki tablo Güneydoğu Asya Ülkeleri'nin ve Japonya'nın para birimlerinde ve borsalarındaki bir yıl içinde meydana gelen değişiklikleri göstermektedir.

Tablo 11. Bazı Asya Ülkelerinin Para Birimleri ve Borsalarında Meydana Gelen Değişiklikler, (Ocak 1997 – Ocak 1998)

	Para Birimleri Dalgalanmalar		Borsalar
Ülke	ABD Dolar Karşılığı 21 Ocak 1998 - 20 Ocak 1997		21 Ocak 1998'de 31 Aralık 1997 tarihine göre dolar bazında yüzde değişim
Endonezya	11.350	2.371	- 84.8
G.Kore	1.724	855	- 61.9
Tayland	52.4	25.8	- 74.4
Malezya	4.40	2.49	- 27.6
Filipinler	42.1	26.3	- 65.4
Singapur	1.75	1.41	- 52.7
Hong Kong	7.74	7.74	- 31.3
Çin	8.28	8.30	+33.2
Tayvan	33.5	27.5	- 4.1
Kaynak: Emerging Market Indicators, The Economist, 24 Ocak 1998			

Tablo 12. Bazı Asya Ülkelerinin Paralarının Dolar Karşısındaki Değer Kayıpları,(Temmuz 1997 – Ocak 1998)

Ülke	Ulusal Paranın Değer Kaybı (%)
Endonezya	59
Tayland	47
Güney Kore	42
Malezya	37
Filipinler	27
Singapur	16
Tayvan	16

Kaynak: Salih Neftçi, "Asya Paraları Ne Durumda?"
Hürriyet Gazetesi (Çevrimiçi)
<http://arama.hurriyet.com.tr/arsivnews.aspx?id=-2782>
16.01.1998 (Erişim Tarihi: 18/12/2009)

Güneydoğu Asya Ülkeleri'nin borsalarında yaşanan kayıplardan krizin ne kadar sert geçtiği kendini belli etmektedir. Endonezya borsasındaki geri çekilme başta olmak üzere diğer ülkelerdeki geri çekilmelerde ortalamada %50'nin üzerinde olmuştur. Ulusal paralarının değer kaybı açısından bakıldığında ise, Singapur ve Tayvan nispeten daha az etkilenmiş fakat mali yapıları daha zayıf olan ülkelerde etki daha sert olmuştur. Güneydoğu Asya krizi bölgede önemli bir depresyona yol açmıştır. Krizden sonra Güneydoğu Asya ve Güney Kore'den toplam 203 milyar tutarında sermaye kaçıışı olmuş bu da depresyonu hızlandırmıştır.³⁵ Kriz boyunca sadece Güney Kore, Tayland ve Endonezya'ya sunulan kurtarma paketinin boyutu 114,2 milyar dolar olmuştur.³⁶

1.5.4. 1998 Rusya Krizi

Güneydoğu Asya Krizinin etkileri netleşmeden ikinci bir kriz dalgası olan Rusya Krizi başlamıştır. Rusya krizi bazı kaynaklarda ayrı bir kriz olarak incelenmekle beraber bazı kaynaklarda da Güneydoğu Asya Krizi'nin devamı olarak gösterilmektedir.

³⁵Rıdvan Karluk, Tonus ve Çatalbaş, "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye", (Çevrimiçi)<http://www.econturk.org/tonus.pdf>, (Erişim Tarihi:20/01/2009), s. 5.

³⁶ Karabulut, a.g.e., s. 117.

Rusya’da başlayan bu krizde de Güneydoğu Asya Ülkelerindeki benzer nedenler etkili olmuştur. Nitekim pazar potansiyelinden yararlanmak isteyen uluslararası finans kuruluşlarının Rusya’ya büyük kredi vermesi yanında önemli oranda sıcak para girişi öngörülmüştür.³⁷ Ancak bu krediler üretim için kullanılmak yerine, kamu borçlarının finansmanında kullanılınca, alınan borçlar için reel bir karşılık oluşturulamamıştır.

Aşağıdaki tablo 1998 yılında Rusya Federasyonu’nun borç stoğunu göstermektedir.

Tablo 13. Rusya Federasyonu Borç Stoğu (1998)

(Milyon Dolar - %)

	1998
DIŞ BORÇ	147.0
DIŞ BORÇ / GSYİH	33.9%
İÇ BORÇ	70.0
TOPLAM BORÇ / GSYİH	42%

Kaynak: IMF

Rusya’ya bu anlamda bakıldığında özellikle borçları yüzünden Güneydoğu Asya Krizi’ne hazırlıksız yakalandığını söylemek mümkündür. Bu bakımdan Rusya Krizi ile Güneydoğu Asya Krizi arasında doğrudan bir ilişki olduğu söylenebilir. Ağustos 1998’de patlak veren Rusya’daki krizin nedenlerini anlayabilmek için bugünkü ekonomik yapının temellerinin atılmaya başlandığı aynı zamanda yapısal sorunların tohumlarının ekildiği Sovyetler Birliği’nin yıkılmasından sonra gelişen olayların iyi anlaşılması gerekmektedir.

1992 yılından itibaren merkezi planlamacı ekonomik sistemde çok köklü değişiklikler yapılmaya başlanmış, ilk önce Ocak 1992’de başta kurlar ve faizler olmak üzere tüm fiyatlar serbest bırakılmış ve piyasada işlem gören her türlü malın fiyatının, piyasa koşullarında oluşan arz ve talebe göre belirlenmesi sağlanmıştır. Bu kapsamda Ruble konvertibl hale getirilmiş, bankacılık sisteminde özel sektörün faaliyet göstermesine ve yabancı yatırımcıların Rus mali piyasalarında işlem yapmasına imkan sağlayacak

³⁷ Aydın, a.g.e., s. 156.

düzenlemeler yapılmış ve devletin ekonomideki ağırlığını azaltmak amacıyla, küçük çaplı devlet işletmelerinin özelleştirilmesine başlanmış ve bu sayede ekonominin yaklaşık yüzde yetmişinin özel sektör tarafından kontrol altında tutulduğu bir ekonomik yapı oluşturulmuştur.³⁸

Ayrıca, dış ticaret alanında da gümrük vergileri düşürülmüş, miktar kısıtlamaları kaldırılmış ve lisans uygulamasına son verilmiştir.³⁹ Fakat Rusya bu reformları uygulamakta aynı başarıyı gösterememiştir. Rusya'nın piyasa sistemine geçiş programı ile oluşan olumsuzlukların devam ettiği Temmuz 1997'de Güneydoğu Asya Krizi meydana gelmiş ve mal fiyatları, özellikle petrol fiyatları bütünüyle düşüşe geçmiştir. Bu durumda da yeni gelişen piyasalara karşı güvensizlik başlamış ve Rusya'da finansal varlık bulunduran yabancılar artan şekilde tedirgin olmaya başlamışlardır.⁴⁰

Tablo 14. Rusya'nın Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri, (1992 -2001)

(Milyon \$)

Yıllar	GSYİH	Kısa Süreli Sermaye Hareketleri	Uzun Süreli Sermaye Hareketleri	Rezervlerde Meydana Gelen Değişim (%)	İthalat	İhracat
1992	45261,9				21833,33	28214,29
1993	137208				41840	52424
1994	172042,3	-10214,4	690	-0,31784	39907,04	47757,75
1995	332002,2	-4696,3	2065	2,613397	80515,09	91969,83
1996	38910,1	1708,6	2579	-0,21598	79643,88	95726,62
1997	415870,8	4483,3	4864,6	0,143512	87060,4	9384,23
1998	132738,5	-4473,5	2761,3	-0,39499	30826,63	40651,82
1999	176549,3	-3690,1	3309,5	0,084068	46753,7	77286,67
2000	259312,1	-3087,6	2714,2	1,86906	62514,91	114913,4
2001	299960,8	-3443,9	2468,9	0,341164	71881,88	110747,2

Kaynak: Nihat Işık, "Finansal Krizlerin Ortaya Çıkmasında Sermaye Hareketlerinin Rolü: Rusya, Türkiye ve Arjantin Krizleri", (Çevrimiçi) <http://iibfdergi.kmu.edu.tr/userfiles/file/aralik2005/6.pdf>, (Erişim Tarihi: 07/01/2009)

³⁸ a.g.e. s.158.

³⁹Savaş Malkoç, "Cumhuriyetin 75.Yılında Dünya Ekonomik Krizlerinin Türkiye'ye Yansımaları ve Güncel Bir Örnek: Rusya Krizi", (Çevrimiçi) [http://www.veribaz.com/viewdoc.html?cumhuriyetin-75.-yilinda-dunya-ekonomik-krizlerinin-turkiye-ye-yansimalari-ve-guncel-bir-ornek-\(rusya-krizi\)-445234.html](http://www.veribaz.com/viewdoc.html?cumhuriyetin-75.-yilinda-dunya-ekonomik-krizlerinin-turkiye-ye-yansimalari-ve-guncel-bir-ornek-(rusya-krizi)-445234.html), (Erişim Tarihi: 07/01/2009).

⁴⁰Akdiş, a.g.e. , s. 85.

Tablodan da görüldüğü gibi, 1992- 1995 yılları arasında Rusya'da GSYİH önemli artışlar gösterirken, 1996-1997 arası bu artış oldukça sınırlı kalmış ve nihayet krizin yaşandığı 1998 yılında çok ciddi bir düşüşle yaklaşık 416 milyar dolardan 132 milyar dolara gerilemiştir. Rezervlerde meydana gelen değişim incelendiğinde, 1995 yılında rezervler bir önceki yıla göre önemli bir artış göstermiş ancak, takip eden yıllarda ciddi bir azalış olmuştur. Krizin ortaya çıktığı 1998 yılında bu azalış en yüksek seviyesine çıkmıştır. İthalat ve ihracat rakamlarına bakıldığında ise, 1994'deki kısmi azalışın haricinde diğer yıllarda sürekli artış gözlenmiş, buna karşılık 1998'de ithalat 1997'deki yaklaşık 87 milyar dolar düzeyinden 1998'de yaklaşık 31 milyar dolara, ihracat ise yaklaşık 99 milyar dolardan 1998'de yaklaşık 41 milyar dolara gerileyerek keskin bir düşüş yaşamıştır. Dünyanın en büyük hammadde ihracatçısı olan Rusya başta petrol olmak üzere hammadde fiyatlarında yaşanan hızlı düşmenin etkisiyle dış ticaret açık vermeye başlamıştır.⁴¹

Tüm bu sıkıntılara paralel olarak, Merkez Bankası'nın başarı ile yürüttüğü enflasyonla mücadele programı çerçevesinde izlediği sıkı para politikası nedeniyle, söz konusu açıkların para basımı ile finanse edilememesi, Rusya'nın içinde bulunduğu krizden çıkmak için elindeki araçları tam olarak kullanamamasına sebep olmuş, bu durumda hükümet borçlarını ve kamu kesiminde çalışan işçilerin ücretlerini ve emekli maaşlarını ödeyebilmek için 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanma yoluna gitmiştir. Rusya için sonun başlangıcı olarak görülen bu süreçte hükümetin borçlanma ile elde ettiği kaynakları yapısal sorunları çözmek ve gerekli yatırımları yapmak için kullanmak yerine bir türlü düzeltilemeyen sosyal güvenlik sistemi ve maaş ödemeleri gibi karşılıksız transferler için kullanmış olması önemlidir.⁴²

Finansal piyasalardaki çalkantıların dinmemesi üzerine 23 Mart 1998 tarihinde Rusya devlet başkanı Boris Yeltsin mevcut başbakan Victor Chernomirdin ve kabinesini reformları geciktirmekle suçlayarak görevden almış ve yerine enerji bakanı Sergei Kiriyenko'yu atamıştır. Ancak yeni hükümette Rusya'daki çalkantıları dindirememiştir.

⁴¹ Aydın, **a.g.e.** s. 156.

⁴²Malkoç, **a.g.m.**

Finansman krizini aşabilmek amacıyla Rus Hükümeti 1998 yılı Temmuz ayında IMF ile bir destek anlaşması imzalamış ve bu kapsamda 1998 yılında 12.5 milyar dolar olmak üzere 1999 yılı sonuna kadar 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası da 1999 yılı sonuna kadar Rusya'ya 6 milyar dolar yardım yapacağını açıklamıştır. Japon Hükümetinin taahhüt ettiği 1.5 milyar dolarlık yardım paketiyle beraber Rus Hükümeti 1999 yılı sonuna kadar 22.6 milyar dolarlık finansman sağlamıştır.⁴³

Rusya'ya sağlanan krediler ne kadar büyük olursa olsun Rusya'nın devlet ağırlıklı ekonomisini düzeltmeye yetmemiş, kriz sinyalleri alan yatırımcılar kredilerini geri çağırılmışlar, uluslararası sermayenin ülkeden çıkışı ile birlikte Imperial Bank kapanmış iki büyük tasarruf bankası (SBS Agro ve Inkombank) zor duruma düşmüştür. Bankalardan mevduat çekilişinin hızlanması üzerine Rusya Merkez Bankası piyasaya likidite enjekte etmiş ancak bu durum sadece rezervleri eritmiştir.

Ocak 1998 tarihinde 1\$ = 5.95 olan Ruble kuru. Merkez Bankası'nın açıklaması sonucunda 26 Ağustos'ta 1\$ = 8.26 düzeyine kadar yükselmiştir. Merkez Bankası'nın resmi kur açıklamama kararı ise piyasalardaki belirsizliği daha da artırmıştır. Bu gelişmeler sonucu ülkedeki kısa vadeli yabancı sermaye ülke dışına kaçmaya başlamış, borsadaki işlem hacmi çok düşük düzeylere kadar inerken bir yandan da Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde ciddi azalışlar görülmeye başlamıştır. Daha sonra. Rusya Ruble'nin değerini belli bir koridorda tutmayı hedefleyen 17 Ağustos kararını terk ettiğini ve Ruble'yi dalgalanmaya bıraktığını açıklamıştır.⁴⁴ Ayrıca ünlü spekülör Soros'un Rusya'ya verdiği düşük "rating"değerlendirmesi ise talihsizlik olmuş ve yaşanan krizi iyice alevlendirmiştir. Yatırımlarının önemli bir kısmını Rusya'da gerçekleştiren Alman Bankaları da bu krizin doğrudan etkilerine maruz kalmıştır. Rusya ile sıkı ekonomik ilişkilere sahip olan Orta Avrupa'nın darbe yemesi kaçınılmaz

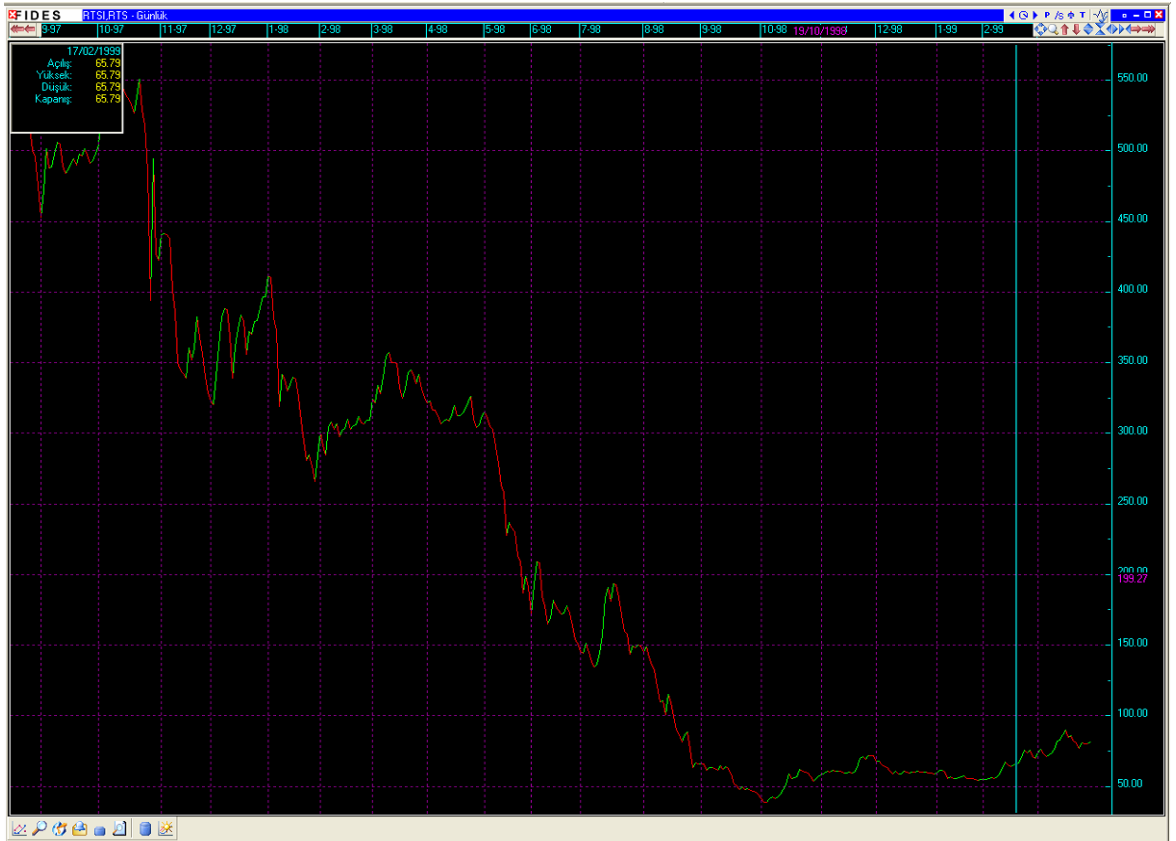
⁴³DPT, "Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Etkileri", **DPT-Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü**'nce yapılan olan "Rusya Krizi Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri" konulu çalışma, (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf>, (Erişim tarihi 04.01.2009).

⁴⁴ Malkoç, **a.g.m.**

olmuştur. Güneydoğu Asya Krizi ve Rusya Krizi gelişmekte olan diğer ülkelere de bakış açılarının değişmesine neden olmuştur.

Rusya’da yaşanan bu kriz kendini endeks anlamında da hissettirmiş, RTS özellikle 1998 yılının 4. ayından itibaren düşüşe geçmiş, ve 1999’un şubat ayına kadar herhangi bir toparlanma belirtisi gösterememiştir. 1999 Şubat’ta yaşanan endeks seyrinde tam bir toparlanma hakim olmamıştır.

Aşağıdaki grafik Rusya borsanın endeksi olan RTS’in 1997 ve 1999 yılları arasındaki seyrini gösteren bir grafiktir.



Grafik 8. RTS'in Seyri, (1997-1999)

Kaynak: Forex data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

1.5.5. 2000 Kasım Türkiye Krizi

Türkiye ekonomisi 1980’li ve 1990’lı yıllar boyunca, artan kamu açıkları, yüksek enflasyon seviyesi ve dalgalı büyüme yapısı ile istikrarsız bir görünüm arz etmiştir. Tüm bunların yanısıra 1990’ların sonlarına doğru 1998 Güneydoğu Asya Krizi’nin de etkisiyle Türkiye’ye ait tablo iyice bozulmuştur.

Aşağıdaki tabloda 1999 yılı sonu itibariyle, gerek büyüme, gerek enflasyon, gerek işsizlik, gerekse bütçe dengesi bakımından Türkiye’nin görünümü özetlenmektedir.

Tablo 15. Türkiye’nin Makro Ekonomik Verilerinin Görünümü, (1999 Sonu)

GSMH	186.9 Milyar Dolar
Büyüme	- 6.1
İhracat	26.587 Milyar Dolar
İthalat	40.671 Milyar Dolar
Dış Ticaret Dengesi	- 14.084 Milyar Dolar
Bütçe Dengesi	- 9.044 Katrilyon TL.
Bütçe Dengesi / GSMH	- 11.60%
ÜFE = (12 Aylık Ortalama)	% 62.91
TÜFE (12 Aylık Ortalama)	% 68.79
Cari Denge	- 1.314 Milyar Dolar.
1999 Yılı Hazine İç Borç Faiz Ortalaması	%109.6
Kamu Toplam Borç / GSMH	%58.5
İşsizlik	% 7.7
Kaynak: TCMB, HM, TÜİK	

Dönemin verilerine göre ekonomik büyüme, - %6.1 olmuş yani ekonomi %6.1 oranında küçülmüş, enflasyon neredeyse %70'lere ulaşmış, bütçe açıkları büyümüş ve hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı %110'lara ulaşmıştır.

Yaklaşık 30 yıl 2 haneli yüksek enflasyon yaşayan Türkiye 2000 yılına IMF stand- by’ı desteğinde yeni bir ekonomik programla girilmiştir. Bu programın 3 temel ayağı olduğu söylenebilir.⁴⁵

⁴⁵ Karabıyık, a.g.e., s. 66.

- Kamu Finansman Açıklarının Düşürülmesi

Bu ayak çerçevesinde; sıkı bir bütçe uygulaması gerçekleştirilmesi, KİT açıklarının azaltılması, desteklemelerin enflasyon oranında arttırılması, bütçe kısmında da vergi gelirlerinin arttırılıp faiz dışı bütçenin yükseltilmesi ve buna bağlı olarak hazinenin iç borçlanma yükünün dolayısıyla faizlerin düşürülmesi hedeflenmiştir. Burda hedeflenen asıl amaç iç borçlanmayla dış boçlanmanın ikame edilmesidir.

- Yapısal Reformlar ve Özelleştirmeler

Bu çerçevede, kamu finansman açıklarından elde edilecek ilerlemenin kalıcı olmasını sağlamak ve sonuçta kamu açıklarını kapatmaya yönelik olarak yapısal reform ve özelleştirmelerin yapılması hedeflenmiştir. Tarım kesiminin daha dikkatli desteklenmesi elektrik üretim ve dağıtımının özelleştirilmesi sosyal güvenlik sisteminin yeniden gözden geçirilmesi özel emeklilik sisteminin kurulması gibi hedefe ulaşmak için yapılması planlanan reformlar olarak karşımıza çıkmıştır.

- Para ve Kur Politikası

Kur politikası çerçevesinde;⁴⁶

Önceden belirlenen sürünen sabit kur ile döviz kurlarının belirlenmesi, döviz kurları belirlenirken sepetin 1ABD Doları + 0.77 Euro sepetinden oluşması, bu politikanın ana maddeleri olarak gündeme gelmiştir. Hedeflere ulaşmak için 1 Ocak 2000 – 30 Haziran 2001 döneminde (ilk 18 Aylık Süreçte) enflasyon hedefine yönelik günlük açıklanan kur sepeti yönetilmesi, sonra 1 Temmuz 2001 – 31 Aralık 2002 döneminde ise kademeli olarak genişleyen bir bandın uygulanması uygun görülmüştür.

⁴⁶Merkez Bankası Eski Başkanı Gazi Erçel'in 9 Aralık 1999 Tarihli Konuşması, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 12/01/2009).

Para politikası ise 2 ana başlık altında yürütülmektedir;⁴⁷

Bu program çerçevesinde, Net İç Varlıklara (NİV) tavan uygulaması, Net Uluslararası Rezervlere taban uygulaması getirilmiştir. NİV 1.2 katrilyonla sınırlandırılmıştır. Bu sınırlamanın anlamı Merkez Bankası yalnızca döviz girişleri karşılığında yaratacağı Türk Lirasını piyasaya verecek ve ek likiditeyi bu şekilde sağlaması olarak özetlenebilir. Net Uluslararası Rezervlere koyulan hedefler ise en az oluşturulması gereken rakamları ifade etmektedir.

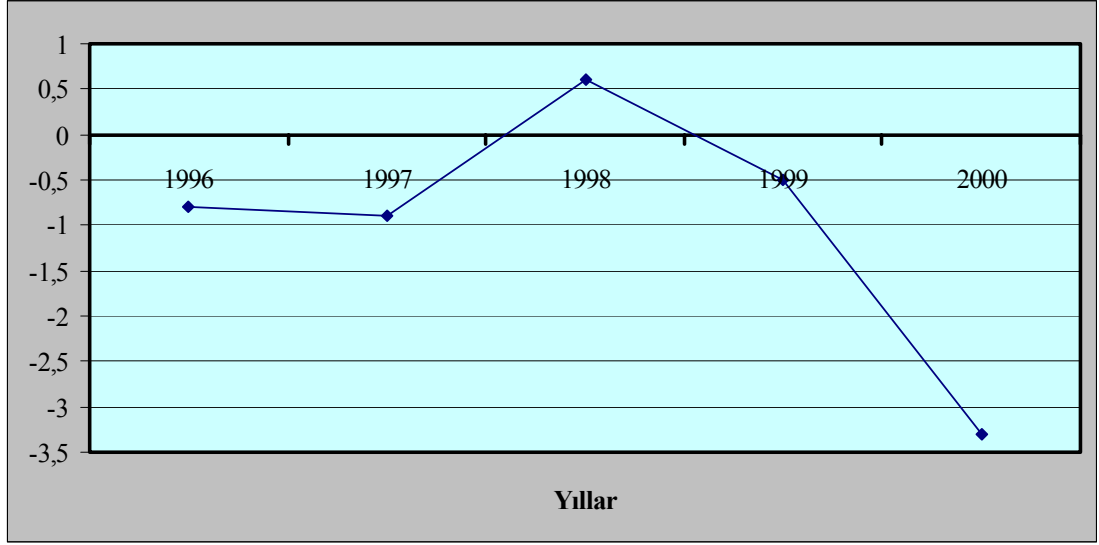
O dönemdeki durumu kısaca özetlemek gerekirse; Türkiye 1999 sonunda bir istikrar programına başlarken, çok önemli ve kemikleşmiş makro ekonomik ve yapısal sorunlarla başlamıştır. 1990'ların ortalarında başlayan bu durum 1994 krizinden sonra belirginleşmeye başlamış ve 1997'de hissedilir olmuştur.

1999 programı bütün sonuçları bir bütün halinde üç yıl içinde ve eş anlı olarak çözmeyi hedefleyen, bunun için kesin ve ayrıntılı tarihler saptayan ve esas çapası da – yarı sabir bir kur politikası olan iddialı bir programdır.⁴⁸

İşte bu açıdan bakıldığında da Türkiye'nin 1999 yılında enflasyonla mücadele programına başlamadan önce Meksika ve Güney Asya ülkelerindeki duruma benzer biçimde sürdürülebilir cari işlemler açığına açığına sahip olduğunu söylemek mümkündür.

⁴⁷ a.g.i.s.

⁴⁸ Aydın, a.g.e., s. 185.



Grafik 9. Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi, (1996 – 2000)
(GSMH'lenin yüzdesi olarak)

Kaynak: TCMB

2000 yılına baktığımızda Türkiye'nin cari işlemler dengesinin 1999 yılına göre daha fazla eksi seviyelere indiğini görebiliriz. Türkiye o dönemde sadece cari işlem dengesiyle değil faiz oranlarındaki dalgalanmayla uğraşmıştır.

Aşağıdaki tablo Eylül 1999 ve Mart 2001 arasında aylık bazda oluşan interbank gecelik faiz oranlarının en yüksek, en düşük, ortalama değerlerini ve standart sapmalarını göstermektedir.

Tablo 16.İnterbank Gecelik Faiz Oranları (Eylül 1999 – Mart 2001)

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

Kaynak: TCMB

2000 yılına girildiğinde Türkiye'deki interbank gecelik faiz oranları bir ay içerisinde değişik değerler kaydetmiş, bu değerlerin taban ve tavanları arasında belirgin farklar oluşmuş ve faiz oranlarındaki dalgalanma artmıştır.

Yüksek enflasyon oranları yine yüksek olan mevduat faizlerinin getirisini reel anlamda oldukça düşürmüştür. 2000 yılı Şubat ayında %87 olarak kaydedilen yıllık mevduat faizinin reel getirisi %10 civarında olmuştur. Faiz oranlarına reel getiri çerçevesinde bakıldığında, enflasyon oranlarındaki yüksekliğin dikkat çekici boyutlarda olduğu söylenebilmektedir.

Aşağıdaki tablolarda ilk olarak yıllık mevduat oranlarının reel getirisi verilmiş ardından da kaydedilen enflasyon oranları verilmiştir.

Tablo 17. Yıllık Mevduat Faiz Oranları, (1999 – 2000)

YIL	AY	NOMİNAL GETİRİ (%)	REEL GETİRİ* (%)
1999	Ocak	94.7	17.4
1999	Şubat	94.7	18.8
1999	Mart	94.7	19.1
1999	Nisan	94.0	18.4
1999	Mayıs	93.5	18.7
1999	Haziran	88.6	14.8
1999	Temmuz	81.2	9.8
1999	Ağustos	80.8	9.3
1999	Eylül	86.4	13.5
1999	Ekim	87.7	14.0
1999	Kasım	87.7	14.0
1999	Aralık	87.7	11.2
2000	Ocak	87.7	11.1
2000	Şubat	87.6	10.5
2000	Mart	86.5	11.1
2000	Nisan	86.5	13.9
2000	Mayıs	86.5	14.6
2000	Haziran	86.5	17.6
2000	Temmuz	86.3	19.3
2000	Ağustos	86.3	21.6
2000	Eylül	82.5	22.5
2000	Ekim	81.3	25.6
2000	Kasım	69.8	18.1
2000	Aralık	45.5	4.7

Kaynak: TÜİK

* Reel Getiri = $((1 + \text{getiri oranı}/100) / (1 + \text{ensflasyon oranı}/100)) - 1$ *100

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı gibi 1999 ve 2000 yıllarındaki kaydedilen nominal getiri ve reel getiri arasında çok büyük fark vardır. Bunun nedeni ise yüksek oranda gerçekleşen enflasyon değerleridir. Aşağıdaki tabloda enflasyon oranları verilmiştir.

Tablo 18. Yıllık Enflasyon Oranları, (1999 – 2008)

YIL	OCAK	ŞUBAT	MART	NISAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK
1999	65.9	63.9	63.5	63.9	63.0	64.3	65.0	65.4	64.3	64.7	64.6	68.8
2000	68.9	69.7	67.9	63.8	62.7	58.6	56.2	53.2	49.0	44.4	43.8	39.0
2001	35.9	33.4	37.5	48.3	52.4	56.1	56.3	57.5	61.8	66.5	67.3	68.5
2002	73.2	73.1	65.1	52.7	46.2	42.6	41.3	40.2	37.0	33.4	31.8	29.7
2003	26.4	27.0	29.4	29.5	30.7	29.8	27.4	24.9	23.0	20.8	19.3	18.4
2004	16.2	14.3	11.8	10.2	8.9	8.9	9.6	10.0	9.0	9.9	9.8	9.3
2005	9.47	9.24	8.72	9.25	10.00	10.65	10.26	10.75	11.23	10.88	10.54	10.53
2006	10.39	10.26	10.11	10.40	11.27	11.13	12.23	10.60	10.50	9.81	9.87	9.65
2007	9.93	10.16	10.86	10.72	9.23	8.60	6.90	7.39	7.12	7.70	8.40	8.39
2008	8.17	9.10	9.14	9.65	10.73	10.61	12.06	11.77	11.13	11.99	10.76	10.06

Kaynak: TÜİK

Nominal getirileri meydana gelen enflasyon oranlarını kullanarak reel getiri oranı formülü ile indirgediğimizde reel getirileri elde etmemiz mümkündür. 1999 istikrar paketi öncesinde Temmuz ve Ağustos aylarında reel getirinin oldukça düştüğü, 2000 yılı boyunca ortalama olarak %10 civarında bir reel getiri elde edildiği görülebilir.

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 2000 yılının sonbaharında borçlanan, ithalat yapan, dış borç geri ödeme gücü giderek azalan bir görüntü çizmeye başlamıştır. Bu durumda Türkiye'nin dış piyasalarda borçlanma faizi üzerindeki risk primi yükselmeye başlamış ve kriz az çok kendini belli etmeye başlamıştır. Genel bir görüşe göre krizi ateşleyen, hem kamu bankalarının hem de büyük ölçüde DİBS taşıyan Demirbank gibi bazı özel bankaların iç piyasada kısa vadeli borçlanma telaşına girmeleridir.

Bu krizin başlangıcı tek bankaya özgü bir likidite sorunu gibi görünse de, aslında altında yatan, kamu borçlanma kağıtlarını ellerinde tutanların bunların finansmanını ve dolayısıyla da finansal kesime, kamuya ve programa duyulan güvenin zayıflamasıdır. Üstelik Eylül/Ekim aylarından itibaren Türk bankalarına yabancı bankaların kredi yollarının kapanacağına dair spekülasyonlar başlamıştır. Önceki bölümlerde incelediğimiz krizler yüzünden gelişmekte olan ülkelere karşı yabancı sermayenin

temkinli yaklaşımı artmıştır. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Aşağıdaki tablodan kriz öncesi ve krizin ortaya çıkış döneminde yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını görmek mümkündür.

Tablo 19. Kriz Öncesi ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri (Ocak 2000-Haziran 2001)

	Kriz Öncesi Ocak 2000 Ekim 2000	Kriz Dönemi Kasım 2000 Haziran 2001
Yabancılar: Net Sermaye Akımı	15.179	-10.442
*Dolaysız Yatırım	589	2.406
*Portföy Yatırımı	6.789	-8.457
*Uzun Vadeli Sermaye Akımı	3.201	-553
*Kısa Vadeli Sermaye Akımı	4.600	-3.838
Yerliler: Net Sermaye Akımı	-5.257	-3.033
*Dolaysız Yatırım	-751	-452
*Portföy Yatırımı	-730	949
*Uzun Vadeli Sermaye, Kayıtlı	-1.226	-1.847
*Kısa Vadeli Sermaye, Kayıt Dışı	-2.550	-1.683
Rezerv Değişmesi	-2.324	15.239
Cari İşlem Dengesi	-7.598	-1.764

Kaynak: Lale Erdem Karabıyık, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri**, Bursa: Marmara yay., 2004, s.69.

Tablodan da anlaşılacağı gibi önemli ölçüdeki portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasa da likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasa likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış, faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'ye devredilmiştir. Diğer bankalara el konulacağı beklentisi paniğe yol açmış ve

22 Kasım'da bankalararası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 110.8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da % 210'a ulaşmıştır.

İMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir. Aralık 2000'e kadar direnmeye çalışan Ulusal 100 endeksi 2000 yılının sonuna doğru gücünü kaybetmiştir.



Grafik 10. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri, (2000)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Hem para piyasalarında hem sermaye piyasalarında bir panik havası oluşmuştur. Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası, sonuçta piyasaya para sürmek zorunda

kalmıştır.17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyona inmiştir. (Bknz. Tablo 20)

Tablo 20. TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi, (Ekim 2000 – Mart 2001)
(Milyon Dolar)

Tarih	Brüt Döviz Rezervi	Tarih	Brüt Döviz Rezervi
Kasım Krizi		Şubat Krizi	
06.10.2000	24.530	05.01.2001	25.097
13.10.2000	24.839	12.01.2001	26.593
20.10.2000	24.239	19.01.2001	26.143
27.10.2000	23.249	26.01.2001	25.691
03.11.2000	24.256	02.02.2001	25.928
10.11.2000	23.583	09.02.2001	26.565
17.11.2000	24.433	16.02.2001	27.943
24.11.2000	21.583	23.02.2001	22.581
01.12.2000	18.942	02.03.2001	21.521
08.12.2000	19.624	09.03.2001	21.529
15.12.2000	19.823	16.03.2001	20.060
22.12.2000	19.934	23.03.2001	19.170
29.12.2000	19.635	30.03.2001	18.445

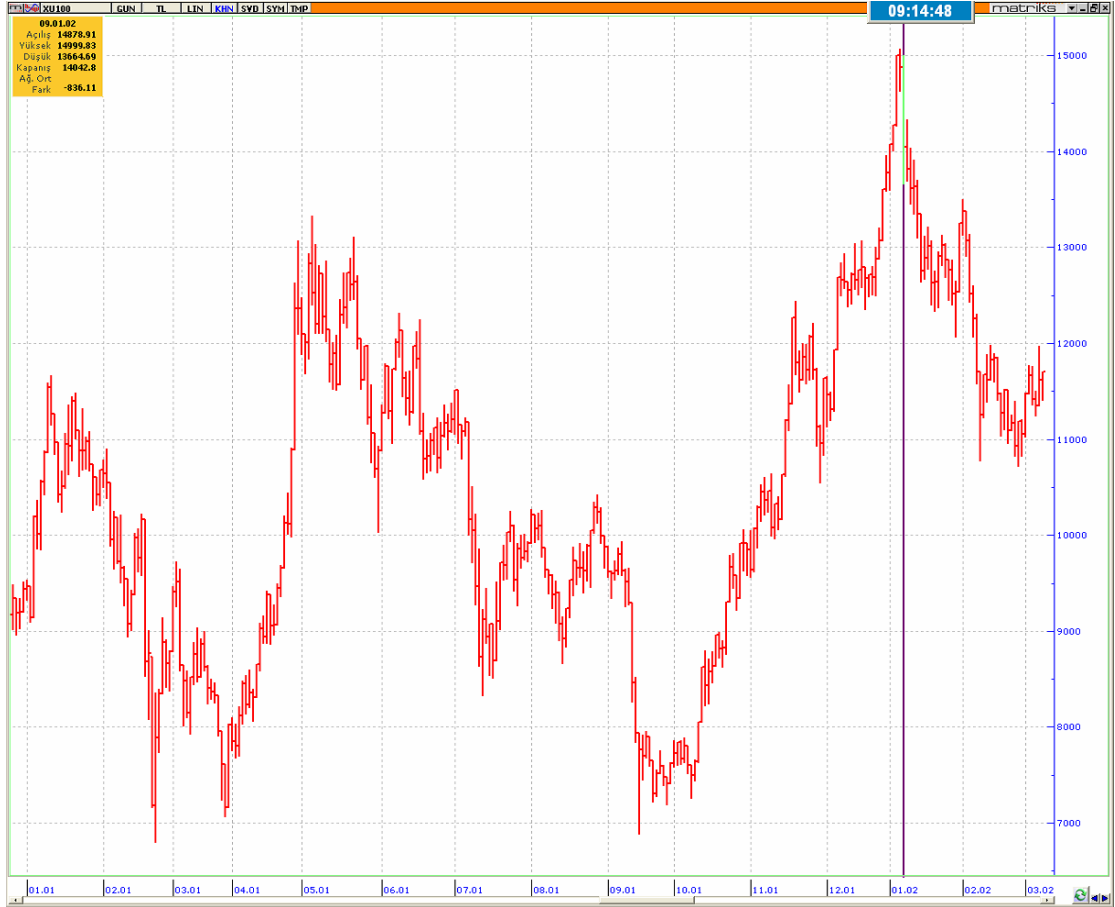
Kaynak: TCMB

Kasım krizinin derinleşmesini IMF'nin 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın herşeye rağmen TL'den dövize geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF'in de uyarılarına rağmen kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı (Supplemental Reserve Facility) şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Böylece kur çıpası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur. Mali piyasalardaki kriz yapılan müdahaleler sonucu atlatılmış gibi görülse de piyasaya olan güvensizlik devam etmiştir. Her ne kadar IMF'den sağlanan krediyle kriz aşıldıysa da etkileri bir süre daha ekonomide etkisini sürdürmüştür.⁴⁹

⁴⁹ Karabıyık, a.g.e., s.77

1.5.6. 2001 Şubat Türkiye Krizi

Türkiye Aralık ayının sonlarına ve Ocak 2001'in başlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak'ta Merkez Bankası döviz rezervleri yeniden 25 milyar doların üzerine çıkmış (bkz. Tablo 20) ve Şubat krizine kadar da bu seviyenin altına inmemiştir. 2000 Aralık sonunda ortalama % 199 olan interbank gecelik faiz oranları Ocak ayında % 42'ye düşmüştür (bkz. Tablo 16). İMKB 100 endeksi de 4 Ocak'ta 10198 puan'a yükselmiştir.



Grafik 11. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri (2001)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

Ancak ne kadar olumlu gelişmeler yaşansa da Kasım Krizi ve 2001 yılına girerken istikrar programının devamı üzerindeki endişeleri Türk ekonomisi ve mali sistemini

kırılgan bir yapıya sokmuştur.⁵⁰ Hala sürmekte olan problemlerin tekrar bir krize dönüşmesi için tek bir kıvılcım yetmiştir, 19 Şubat 2001’de Milli Güvenlik Kurulu’nda Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışma Kasım krizi nedeniyle zaten hassas olan piyasaları altüst ederek döviz krizini başlatmıştır.

Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan insanların da Şubat’ta dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmıştır. Merkez Bankası krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiş ancak 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çıpasının yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır. 16 Şubat’ta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 itibarıyla 22 milyar 581 milyon dolara inmiştir⁵¹. Merkez Bankası böylece bir gün içinde 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir (bkz. Tablo 20). Artan döviz talebi durdurulmak istenince gecelik interbank faiz oranları en yüksek %4000’lere çıkmıştır (bkz. Tablo 16).

Tablo 21. Yıllara Göre Dış Ticaret (1999 -2002)

Yıllar	İhracat		İthalat		Dış ticaret dengesi	Dış ticaret hacmi	İhracatın İthalatı Karşılama oranı
	Değer	Değişim	Değer	Değişim	Değer	Değer	
	‘000 \$	%	‘000 \$	%	‘000 \$	‘000 \$	%
1999	26 587 225	- 1.4	40 671 272	- 11.4	- 14 084 047	67 258 497	65.4
2000	27 774 906	4.5	54 502 821	34.0	- 26 727 914	82 277 727	51.0
2001	31 334 216	12.8	41 399 083	- 24.0	- 10 064 867	72 733 299	75.7
2002	36 059 089	15.1	51 553 797	24.5	- 15 494 708	87 612 886	69.9

Kaynak: TÜİK

Özellikle döviz kurunda meydana gelen ani değişimler yılın büyük bölümünde sürmüş, ithalat ve ihracat işlemleri de bundan yoğun biçimde etkilenmiştir. 2001’in en belirgin özelliklerinden biri ekonomik daralma ve kurdaki yükselişin birbirini besleyen bir sürece dönüşmesi ve ithalatta kısıtlama yaratması olmuştur.⁵²

⁵⁰ Lale Erdem Karabıyık, **Türkiye’de Finans Tarihi**, Bursa: Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı yay., 2001, s.48.

⁵¹ Aydın, **a.g.e.**, s. 198.

⁵² Aydoğuş, **a.g.e.** s.76.

Tablo 22. TCMB Reel Kur Endeksi , (Haziran 1999 – Aralık 2001)
(1995=100)

TARİH	ÜFE BAZLI ENDEKS DEĞERİ
Haziran 99	106.8
Temmuz 99	107.4
Ağustos 99	106.0
Eylül 99	107.4
Ekim 99	107.2
Kasım 99	107.2
Aralık 99	108.8
Ocak 00	110.4
Şubat 00	113.3
Mart 00	114.3
Nisan 00	114.8
Mayıs 00	116.2
Haziran 00	112.5
Temmuz 00	112.0
Ağustos 00	112.6
Eylül 00	114.1
Ekim 00	116.1
Kasım 00	118.0
Aralık 00	118.3
Ocak 01	118.1
Şubat 01	111.7
Mart 01	95.4
Nisan 01	88.3
Mayıs 01	101.2
Haziran 01	99.0
Temmuz 01	94.3
Ağustos 01	89.2
Eylül 01	88.5
Ekim 01	89.1
Kasım 01	97.9
Aralık 01	107.3

Kaynak: TCMB

Tablodan da görüldüğü gibi TL'nin Ocak Şubat 2001'deki aşırı değerlendirilmiş konumu Mart'ta sona ermiştir. Mayıs'ta TL'nin gerçek değeri temsil ettiği kabul edilirse, Aralık dışında yılın geri kalan 8 ayında TL reel olarak düşük değerlendirilmiş konumdadır.

Krizin patlak verdiği 20 Şubat ile Devlet Bakanı Derviş'in " Güçlü Ekonomi'ye Geçiş Programı"nı (G.E.G) açıkladığı 14 Nisan 2001 tarihleri arasındaki süre, belirsizliklerin büyüdüğü, finansal piyasalarda dengesizliklerin arttığı bir dönem olmuştur.⁵³ Bu program 14 Nisan 2001 de basına açıklanmış olsa da 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubuyla da yeniden biçimlendirilmiştir.

Yeni programda sürdürülmekte olan döviz kuru çıpasına dayalı kur rejimi terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmesi kararlaştırılmıştır. Gerekli görüldüğü durumda piyasaya likidite verilmesi öngörülmüştür. G.E.G. Programı ekonomideki yapısal sorunların önemini vurgulayarak, bu konuda reformlar yapılmasını hedeflemiştir.

Programda kısa vadede parasal hedefleme yapılarak, enflasyonun kontrol altına alınması planlanmıştır. Orta vadede ise enflasyon hedeflemesine geçilerek fiyat istikrarı sağlanması hedeflenmiştir. Kısa dönemde toplam talep ve döviz kuru cephesinden gelen enflasyonist baskının azaltılması amacıyla kısa vadeli faiz oranlarının artırılması ve TL'nin değerinin yükseltilmesi amaçlanmıştır. Uzun dönemde yapısal reformlar ve bankacılık sisteminin rehabilitasyon ile beklentilerin olumlu etkilenmesi suretiyle nominal ve reel faizlerde düşme öngörülmüştür. Döviz kurunun uzun dönemdeki denge değerinin etkilenmemesi temel ilke olarak benimsenmiş, sadece döviz kurunun enflasyonist baskıyı çok artırdığı durumlarda döviz arz ve talebini belirleyen unsurlarının yüksek faizlerle etkilenmesi hedeflenmiştir. Normal koşullarda döviz arz ve talebinin piyasa şartlarında belirlenmesi öngörülmüştür. Döviz kurunda aşırı dalgalanma eğiliminin olduğu durumlarda Merkez Bankasının döviz müdahalelerinin daha çok ihale yöntemiyle gerçekleştirmesi kararlaştırılmıştır.⁵⁴ Fakat G.E.G. programı net makro ekonomik hedefler ortaya koyamadığından krizlerden kaynaklanan belirsizlik ortamından çıkılmasını kolaylaştıramamıştır.

⁵³ Aydoğuş, Berument, Coşkun ve diğerleri, **a.g.e.**, s.73.

⁵⁴ TCMB, "2001 Para Politikası Hedefler ve Uygulama", 2001, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 14/01/2009).

1.5.7. 2002 Arjantin Krizi

Arjantin 2001 yılı sonuna kadar uyguladığı ve 2001 krizinin koşullarını oluşturan iktisat politikalarını Mart 1991’de uygulamaya konulan Konvertibilite (Cavallo) Programı ile başlatmıştır. Programın başlatıldığı sırada Arjantin’in uzun yıllardır süregelen hiperenflasyonla yaşamakta olduğu söylenebilir. Bu nedenle programın öncelikli hedefi enflasyonist süreci kırmak ve parasal istikrarı sağlamak şeklinde belirlenmiştir. Enflasyonist süreci kırmak için seçilen araç dönemin hakim uluslararası finans paradigmasına uygun olarak para kurulu sistemi olarak belirlenmiştir. Bu esaslar çerçevesinde hazırlanan Konvertibilite (Cavallo) Programının temel unsurları aşağıdaki şekildedir:⁵⁵

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

Tablo 23. Arjantin’in Reel GSYİH’nin Değişimi, (1992 – 2001)

Yıllar	GSYİH değişimi
1982 - 1991 ortalama	0.4
1992	10.3
1993	6.3
1994	5.8
1995	- 2.8
1996	5.5
1997	8.1
1998	3.9
1999	- 3.1
2000	1.7
2001	3.7
ortalama	3.9

Kaynak: IMF. World Economic Outlook

⁵⁵ E. Alpan İnan, “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”, **Bankacılar Dergisi**, (Çevrimiçi) http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi42/Alpan%20Inan_.doc (Erişim Tarihi:14/01/2009) s. 56.

Bu program 2001 yılı sonuna kadar yaklaşık on sene sürdürülmüştür. İlk yıllarda olumlu gelişmelerin yaşandığı ekonomide daha sonra para kurulu uygulaması paralelinde etkin bir para politikası yürütülememesi sonucu ekonomik büyüme sağlanamamış ve son yıllarda üst üste üç yıl daralma görülmüştür. Ekonomideki bu daralma vergi gelirlerini düşürmüş ve işsizliği arttırmıştır.

Vergi gelirleri gerilerken kamu harcamalarında aynı oranda indirimlerin mümkün olmaması sonucu bütçe açığı büyümüştür. Açığın finansmanı için iç ve dış borçlanmada artışa gidilmiştir. Kamu açığını büyüten bir başka neden ise federal bir devlet olan Arjantin’de eyaletlere tanınan geniş mali özerklik olmuştur. Merkezi hükümet kendi bütçesini kontrol edebilse dahi, eyalet hükümetlerinin harcamalarını her zaman kontrol edememiş ve kamu maliyesi disiplininin sağlanması mümkün olmamıştır.⁵⁶

Tablo 24. Kamu Maliyesi (1992-2001)

	Bütçe	Bütçe	Bütçe	Bütçe	Bütçe	Bütçe
	Gelirleri	Giderleri	Dengesi	Gelirleri	Giderleri	Dengesi
1992	12.889	- 12.962	- 73	6.4	- 6.5	0.0
1993	15.555	- 17.129	- 1.574	7.1	- 7.8	- 0.7
1994	15.982	- 17.868	- 1.886	6.9	- 7.7	- 0.8
1995	38.061	- 39.487	- 1.426	15.2	- 15.8	- 0.6
1996	35.501	- 40.735	- 5.234	14.6	- 16.8	- 2.2
1997	41.944	- 46.301	- 4.357	16.3	- 18.0	- 1.7
1998	42.921	- 47.069	- 4.148	15.5	- 17.0	- 1.5
1999	41.132	- 49.258	- 8.126	14.3	- 17.1	- 2.8
2000	42.438	- 49.256	- 6.818	15.2	- 17.7	- 2.4
2001	31.562	- 32.369	- 807	11.4	- 11.7	- 0.3

Kaynak: IMF

1992- 2001 dönemi itibariyle Arjantin’de konsolide (merkezi ve federal hükümetler) bütçe gelir gider ve dengesi; ilk üç sütun milyon peso cinsinden büyüklükleri son üç sütun da milli gelire oranları şeklinde sunulmuştur.

⁵⁶ a.g.m.

Tablo 25. Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi (1992 – 2001)

(Milli Gelire Oranı Şeklinde)

	İhracat	İthalat	Dış Tic. Dengesi	Cari İşl. Dengesi	Kısa Vd. Serm. Har.
1992	6.2	6.9	- 0.7	- 2.9	3.8
1993	6.1	7.1	- 1.1	- 3.8	9.3
1994	6.9	8.7	- 1.8	- 4.8	4.9
1995	8.5	7.5	0.9	- 2.1	2.0
1996	9.9	9.2	0.7	- 2.9	4.8
1997	10.3	11.1	- 0.8	- 4.8	6.5
1998	9.5	10.6	- 1.1	- 5.2	6.8
1999	8.1	8.4	- 0.3	- 4.1	5.2
2000	9.5	8.6	0.9	- 3.2	3.0
2001	9.6	6.9	2.7	- 1.3	1.1

Kaynak:IMF

Arjantin Peso'sunun dolara endeksli olması sonucu reel kur değerlenmiş ve bozulan dış ticaret dengesi paralelinde Arjantin 1991'den bu yana devamlı olarak cari işlemler açığı vermiştir. Arjantin dış ticaret dengesinde ciddi bir sorun yaşamamasına rağmen; Konvertibilite Programının uygulandığı dönem boyunca milli gelirinin yüzde 4'ü civarında bir cari işlemler açığı vermiş ve bu açık aynı dönem itibariyle milli gelirin yüzde 5'ine yaklaşan sermaye hareketleri ile finanse edilmiştir.

Tablo 26. Reel GSYİH ve Fiyatlar (1992 -2000)

	Reel GSYİH	Mal Fiyatları TEFE	Faiz Oranı O/N	Döviz Kuru \$/Peso
1992	9.6	6.2	15.1	1
1993	5.7	1.8	6.3	1
1994	8.0	0.4	7.7	1
1995	- 2.8	7.8	9.5	1
1996	5.5	3.7	6.2	1
1997	8.1	- 1.1	6.6	1
1998	3.9	- 3.3	6.8	1
1999	- 3.4	- 4.0	7	1
2000	- 0.5	3.7	8.2	1
2001	- 4.7	- 2.0	24.9	1

Kaynak :IMF

Uygulanan program her para kurulu uygulaması gibi görelî fiyat yapılarını bozmuştur. 1992- 2001 döneminde Toptan Eşya Fiyatları kümülatif olarak yüzde 6.5 civarında artarken nominal döviz kuru hiç değişmemiştir. Ayrıca 1999 ve 2000 yıllarında ABD

dolarının diğer para birimleri karşısında değer kazanması bu para birimine endekslenmiş olan pesonun iyice değerlenmesine yol açmıştır.

Tüm bunlar; Arjantin ekonomisindeki yolsuzluklar, uygulanan hatalı özelleştirme politikaları, 1990 ve 2000 yıllarında riski de beraberinde getiren sıcak para girişleri, dış borçlar kriz ortamı için olmazsa olmazlarını oluşturmuşlar fakat Arjantin'in krize girmesinde yeterli sayılmamışlardır. Arjantin'de krizin oluşmasında asıl faktör IMF ile olan ilişkilerdir.⁵⁷ 2001 yılının ortalarına doğru Arjantin'de ekonomi politikalarına duyulan güvensizlik özellikle Temmuz ayında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Arjantin'in kredi notlarını düşürmesiyle açıkça ortaya çıkmış, ardından özellikle Arjantin'de önemli aktifleri bulunan İspanyol bankalarının piyasalardan çekilmeye başlamaları ile birlikte iyice artan güvensizlik ortamında ülkeden hızlı bir şekilde kaynak çıkışı yaşanmaya başlanmış; zamanın Ekonomi Bakanı Cavallo bu durumun önüne geçmek için IMF ile tekrar anlaşma yapmak zorunda kalmıştır. Ancak IMF Arjantin'den para kurulu uygulamasına son vermesini ve dalgalı kur rejimine geçilmesini istemiştir. Cavallo IMF'nin bu isteğini kabul etmeyince IMF verilmesi gereken krediyi dudurmuştur. Bu durum ülkeden kaynak çıkışını hızlandırmıştır. Bu duruma önlem almak amacıyla bankalardaki mevduatlara bloke getirilmiştir. Mevduatlara bloke getirilmesi kararı halk tarafından kabul görmemiş ve bankalar önünde uzun kuyruklar oluşmaya başlamış; devamında ise sokak çatışmalarına dönüşen olaylar sonucunda Cavallo istifa etmiştir.⁵⁸ 24 Aralık 2001 tarihinde Arjantin moratoryum ilan etmiş ve iki hafta içinde dört ayrı hükümet kurulmuştur.

1.5.8. ABD Mortgage Krizi

2000'nin ilk yarılarında gelişmiş ülkelerin uygulamaya başladığı “düşük faiz politikaları” kredi hacminin kontrolsüzce genişlemesine neden olmuştur. Faizlerin düşmesi ile kaynak maliyeti de gerilediğinden başta konut kredileri olmak üzere tüm

⁵⁷ Nurhan Yentürk, “Economic Crisis In Argentina: Tango With External Debt”, **İktisat İşletme Finans Dergisi**, S. 193,C.17, 2002, s. 54.

⁵⁸ Duygu Evirgen, “Arjantin Krizinin Nedenleri Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması”(Çevrimiçi) <http://www.basarmevzuat.com/dergi/2004-05/a/04.htm>, (Erişim Tarihi: 14/01/2009).

krediler tüketiciler tarafından kolay erişilebilir hale gelmiştir. Kredilere bağlı tüketimlerin artması beraberinde arz cephelerini de hareketlendirmiş, başta konut ve otomotiv olmak üzere birçok sektörde çıktı düzeyleri hızla artmıştır.

Kullanılabilir gelir ve tasarrufların tüketim için yeterli olmadığı konut sektöründe arz ve talep karşılıklı etkileşimlerle “mortgage kredilerini” dramatik bir şekilde yükseltmeye başlamıştır. Bankalar ve bazı mali kurumlar açısından oldukça karlı hale gelen bu mekanizma “denetim ve kontrol” zaafını beraberinde getirmiştir. Aynı zamanda, “seçicilik” de kaybolduğundan krediler her gelir grubuna geri ödeme riski göz ardı edilerek plase edilmiştir.⁵⁹

İçinde bulunduğumuz krizin nasıl oluştuğuna gelmeden önce krizin çıkış noktası olan mortgage kredileri ve mortgage yönteminin işleyiş mantığıyla, mortgage’a dayalı ihraç edilen menkul kıymetleri incelemek gerekmektedir.

1.5.8.1. Mortgage Sistemi

Türkiye’de “kira öder gibi ev sahibi olma sistemi” olarak tanıtılan mortgage uzun vadeli konut kredilerinin finansal tekniklerle desteklenmiş versiyonudur. Mortgage sistemi iki piyasanın eşanlı mali kurumlar tarafından verilen mortgage kredileri menkul kıymetleştirme süreci ile borç veren tarafından yeniden kısa süre içinde nakde dönüştürebilmesidir. ABD’de benzer şekilde, konut kredisini veren kurumlar borcu üzerinde tutmayarak hemen kredileri ikincil piyasalarda satıp nakit pozisyona dönmüşlerdir ki bu da maliyetleri düşürmüştür.⁶⁰ Doğal olarak maliyetleri düşüren bankalar ya da kredi kuruluşları daha düşük faizle kredi verme imkanına sahip olmuştur.

Mortgage sistemi ABD’de uzun yıllardır uygulanan ve 20- 30 yıla kadar uzayan vadelerle ev sahibi olma imkanı sunan bir ev kredisi sistemidir. Bu sistemde, ev almak isteyenler tarafından kredi kuruluşlarından alınan krediler sabit ya da değişken faizlerle

⁵⁹ Ahmet Atakişi, Uğur Civelek, Seyhun Doğan vd., **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, İstanbul: Literatür yay.,1.b., 2009, ed. Sadi Uzunoğlu, s. 79.

⁶⁰ a.g.e.,s. 80.

geri ödenebilmektedir. Kredi kullanmak isteyenler öncelikli olarak kredi geçmişlerine göre derecelendirilmekte, buna göre; kredi geçmişi kötü olanlar (derecelendirme notu A olmayanlar),kredi geçmişi iyi olanlara (derecelendirme notu A olanlar) göre daha yüksek faiz ödemek zorunda kalmaktadır.

Bir başka deyişle, subprime mortgage piyasasında, kredi almak için gerekli şartları sağlayamayan kişiler de kredi kullanabilir hale gelmektedir. Bu kişilerin kredi geçmişi ev kredisi almak için uygun olmasa da hatta bu kişilerin aldıkları kredi ve bunun faizini ödemek için yeterli gelirleri bile olmasa da yüksek faiz karşılığında bu kişiler sisteme dahil edilmektedir. Bu da aslında piyasalar için bir risk unsuru oluşturmaktadır.

Yüksek riskli konut kredilerinin karakteristik özelliği kredi değerliliğinin düşük olması düşük özkaynak veya özkaynak olmadan konut bedelinin tamamının kredilendirilerek finanse edilmesi, bu özellikteki işlem ve kredilerin hızla büyümesi, bu kredilerin finans kurumları arasında satılarak el değiştirmesi ve bunlar üzerinden menkul kıymetleştirme ve türev ürünlerin yaygınlaşmasıdır.

Bu sistemdeki, birincil piyasa işlemi, kredinin konut alan tarafa aktarılması işlemidir. İkincil piyasa işlemi ise verilen kredinin “mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler” yoluyla “menkul kıymetleştirme” süreci devreye girmektedir. Bu sistemde iki piyasada önemli rol oynamaktadır.

Yıllardır bu piyasada faizlerin düşük seyretmesi ve konut fiyatlarının sürekli artan bir eğilim göstermesi bu piyasada beklentileri sürekli artırmış ve sonuçta her şey iyi giderken sektör performansı değerlendirmesinde artan konut talebi ile birlikte sektöre yatırımlar devam etmiştir. Ancak faiz oranlarının artması ve konut fiyatlarının düşmesiyle birlikte özkaynakları çok düşük olduğundan veya özkaynak olmadan konut

edinenler temerrüde düşerek ödemelerini gerçekleştirememeye başlamıştır.⁶¹ Piyasalardaki bu gerçekleştirenlerin beklendiği gibi gitmemesi durumu ise bir krizin oluşması için zemin hazırlamıştır.

Piyasaların krize nasıl baktığı konusuna gelince, ABD’de mortgage çöküşüyle başlayan çalkantının sonuçta küresel etkileşime açık bir krize dönüştüğü konusunda pek fazla tereddüt kalmadığını söylemek mümkündür. Ancak krizin derinliği baştan beri ciddi bir anlaşmazlık konusu haline gelmiş, ABD ekonomisindeki resesyona olasılığı bu anlaşmazlığın ana eksenini oluşturmuştur.

Bu anlamda bakıldığında resesyona giren bir ekonomide, istihdamın düşmeye başlaması, genel fiyat düzeylerindeki artışta yavaşlama görülmesi, talep yetersizliğinin oluşması gibi kavramların gerekliliğini göz önüne alırsak ABD ekonomisinin resesyona girdiğini söyleyebiliriz. İkinci bölümde ABD’ye ait verilerdeki bozulma ve ve resesyona belirtileri veren verilerin seyri ele alındığında ABD’nin resesyonda olduğu konusu netleşecektir. Teknik olarak ise resesyona durumu bir ekonomide arka arkaya iki üç aylık dönem boyunca reel GSYİH’nin sürekli düşmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan da bakıldığında ABD’nin teknik anlamda da resesyona girdiğini söylememiz mümkün olacaktır.

Aşağıdaki tabloda ABD’nin GSYİH verileri verilmiştir.

⁶¹BORYAD, “Piyasaların Mortgage Krizi”, (Çevrimiçi) <http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html>, (Erişim Tarihi: 22/01/2009).

Tablo 27. ABD GSYİH Verileri, 2000 (1. Çeyrek – 2009 1.Çeyrek)

Percent change from preceding period Quarterly (Seasonally adjusted annual rates)		
	GDP percent change based on current dollars	GDP percent change based on chained 2000 dollars
2000q1	4,7	1,0
2000q2	8,3	6,4
2000q3	1,6	-0,5
2000q4	3,8	2,1
2001q1	2,8	-0,5
2001q2	4,4	1,2
2001q3	0,2	-1,4
2001q4	3,6	1,6
2002q1	4,3	2,7
2002q2	3,7	2,2
2002q3	3,9	2,4
2002q4	2,4	0,2
2003q1	4,4	1,2
2003q2	4,8	3,5
2003q3	9,7	7,5
2003q4	4,9	2,7
2004q1	6,8	3,0
2004q2	7,4	3,5
2004q3	6,0	3,6
2004q4	5,9	2,5
2005q1	7,1	3,0
2005q2	4,8	2,6
2005q3	8,1	3,8
2005q4	5,1	1,3
2006q1	8,6	4,8
2006q2	5,5	2,7
2006q3	3,6	0,8
2006q4	3,7	1,5
2007q1	4,3	0,1
2007q2	6,9	4,8
2007q3	6,3	4,8
2007q4	2,3	-0,2
2008q1	3,5	0,9
2008q2	4,1	2,8
2008q3	3,4	-0,5
2008q4	-5,8	-6,3
2009q1	-3,5	-6,1

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>, (Erişim Tarihi:22/04/2009).

Resesyonun teknik tanımına göre yukarıdaki tabloyu incelediğimizde ABD’de 2008 ikinci çeyrekte sonraki iki çeyreklik dönemde GSYİH’nin üst üste düştüğünü söyleyebiliriz. Resesyon belirtilerinin ardından kimileri önce ABD, sonra dünya ekonomisinin 1929’daki bunalıma sürüklenmeye başlanıldığını düşünmüş, daha soğuk kanlı davrananlar ise, bu değerlendirmenin abartılı olduğunu ne ABD’de ne de dünyada krizin böyle bir derinlik kazanmasının söz konusu olmadığını söylemişlerdir.

Kriz hakkındaki genel görüş ise; alışagelinmiş bir finansal karışıklığın bu kez türbülans olarak nitelendirilen finansal çalkantılardan bile farklı olduğu ve adının küresel kriz olarak nitelendirildiğidir. Bu finansal çalkantının diğer çalkantılardan, karmaşıklıklardan hatta krizlerden neden farklı olduğunu sorguladığımızda ise en belirgin özelliğinin çalkantının sistemin merkezinde ortaya çıkması olduğu söylenebilir. Bundan önceki krizler Asya ülkeleri, Latin Amerika, Rusya, Türkiye gibi merkezin dışındaki çevre ülkelerde ortaya çıkmıştır. Bu kezse durum böyle olmamış, kriz merkezin tam ortasında, ABD’de ortaya çıkmıştır.

1.5.8.2. Krizin Nedenleri

Yaşanılan bu küresel mali krize derinlemesine baktığımızda, krize zemin hazırlayan en göze çarpmayan unsurun internet, teknoloji ve iletişim alanındaki gelişmeler olduğunu söylemek mümkündür. 2000’li yılların başında internet/teknoloji şirketlerinin hızla yükselişe geçmesi dünya piyasalarının en fazla ilgilendiği konu haline gelmiştir. Yeni kurulan bu şirketler çok kısa zamanda önemli büyüklüklere ulaşmış ve hisse senetlerinin değeri baş döndürücü hızla artmıştır.

Örneğin aşağıdaki grafikten de görüleceği gibi InfoSpace isimli internet temelli iletişim altyapısı oluşturmak için kurulan şirketin hisse senetleri bir yıl gibi kısa bir sürede 50\$’lardan 1500\$’lara çıkmıştır.



Grafik 12. InfoSpace 10 Yıllık Hisse Grafiği

Kaynak: Nasdaq Stock Market Charts



Grafik 13. Nasdaq Seyri (1996 -2008)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalı ile tarafımdan çizilmiştir.

Özellikle ABD'nin ünlü borsalarından olan ve teknoloji/internet firmalarının hisse senetlerinin alınıp satıldığı Nasdaq Borsası tarihi zirveler yaşamıştır. 2000'li yıllarda hisse senedi piyasalarında yaşanan sürekli yükselişler sürekli ve istikrarlı bir büyüme sürecine girilmişcesine bir hava yaratmıştır.

Yatırımcılar ise hisse senedi piyasasına yatırım yapmanın servetlerine servet kattığını gördükçe yatırımlarını artırmak için her fırsatı değerlendirmişlerdir. Sürekli alım yönünde trend kazanan piyasaların yükselişi nesnel bir nedene dayanmamış aksine balon özelliği taşımıştır .İrrasyonel taşkınlık olarak adlandırılan bu hava piyasalara hakim olmuştur. Fakat bu durum fazla uzun sürmemiş ve FED 2000 yılı ortalarına kadar sağlıksız yükselişi sonlandırmak ve piyasaları dengelemek için seri faiz artırımına gitmiştir.

2000'li yılların ortalarından itibaren teknoloji/internet firmalarının hisse senedi fiyatlarının gerçek değerlerinin çok üzerinde olduğunun anlaşılmasıyla birlikte bu hisse senetlerinden çıkışlar yaşanmış, hisse fiyatlarında göze çarpan düşüşler meydana gelmiş yani bir başka deyişle dotcom balonu sönmüştür. Dotcom'un çökmesiyle birlikte FED piyasaların normale döndüğünü düşünerek seri olarak yükselttiği faizleri tekrar normal seviyelerine çekmek için indirim gitmeye başlamıştır. Düşük olan faizler bankaların güvenilir kişiler kanalıyla elde ettiği gelirleri düşürmüş ve bankaları normal şartlar altında kredi kullanamayacak kişilere daha yüksek faizle kredi vermeye itmiştir.

Tüm bu genel çerçevede bakıldığında; ABD mortgage piyasasında başlayan küresel krizin başlangıç noktası 2001 - 2002 yıllarında başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde uygulanan düşük faizli politikalarıdır. Merkez bankasının referans niteliğindeki kısa vadeli faiz oranlarını aşağı çekmesi, kredi faiz oranlarının aşağı yönlü hareketini tetiklemiştir.

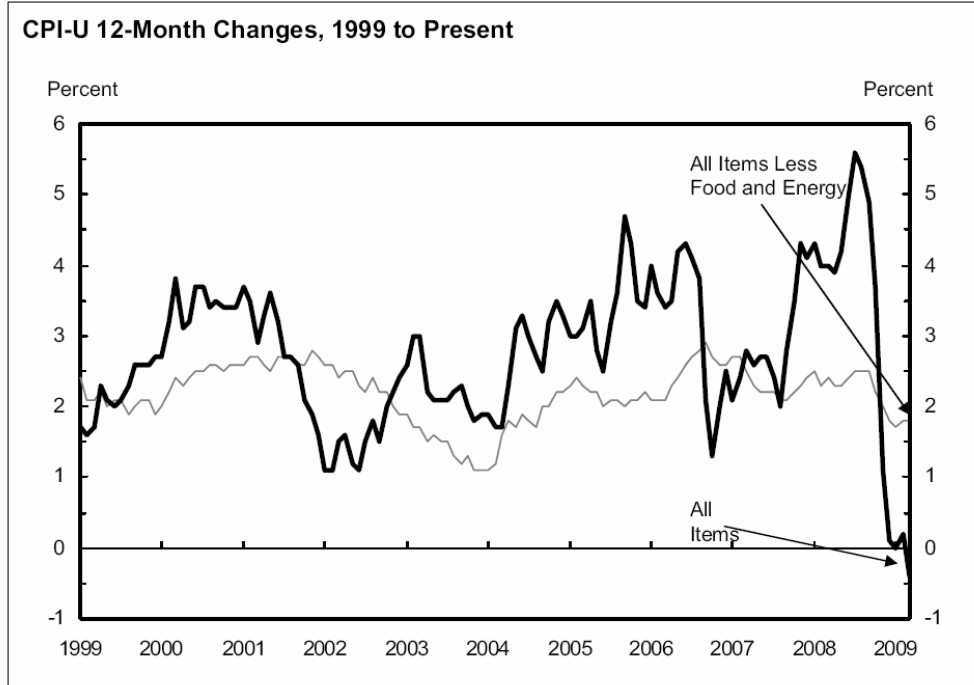
Tablo 28. Federal Reserve (FED)'in Gecelik Faiz Oranları , (2000-2008)

Date	Change (basis points)		Level (percent)	2004			
	Increase	Decrease		December 14	25	...	2.25
2008				November 10	25	...	2.00
December 16	...	75 - 100	0 - 0.25	September 21	25	...	1.75
October 29	...	50	1	August 10	25	...	1.50
October 8	...	50	1.5	June 30	25	...	1.25
April 30	...	25	2.00	2003			
March 18	...	75	2.25	June 25	...	25	1.00
January 30	...	50	3.00	2002			
January 22	...	75	3.50	November 6	...	50	1.25
2007				2001			
December 11	...	25	4.25	December 11	...	25	1.75
October 31	...	25	4.50	November 6	...	50	2.00
September 18	...	50	4.75	October 2	...	50	2.50
2006				September 17	...	50	3.00
June 29	25	...	5.25	August 21	...	25	3.50
May 10	25	...	5.00	June 27	...	25	3.75
March 28	25	...	4.75	May 15	...	50	4.00
January 31	25	...	4.50	April 18	...	50	4.50
2005				March 20	...	50	5.00
December 13	25	...	4.25	January 31	...	50	5.50
November 1	25	...	4.00	January 3	...	50	6.00
September 20	25	...	3.75	2000			
August 9	25	...	3.50	May 16	50	...	6.50
June 30	25	...	3.25	March 21	25	...	6.00
May 3	25	...	3.00	February 2	25	...	5.75
March 22	25	...	2.75				
February 2	25	...	2.50				

Kaynak: FED, (Çevrimiçi), <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm#basis>, (Erişim Tarihi: 24/01/2009).

Yakın zamandaki krize zemin hazırlayan olaylardan önce 2001 yılında Fed'in her ay faiz indirimi yaparak yıl içinde kısa vadeli borç verme oranlarını yüzde 6,5'ten %1,75'e kadar çekmiştir. Merkez bankasının bu aksiyonu sonucunda paranın maliyeti çok düşük düzeylere indiği için kredilere yoğun talep yaratılmıştır. Kredi kullanımını gerektiren konut ve otomotiv sektörleri bu kredi taleplerinin ilk halkasını oluşturmuştur. Bir taraftan, konut sektöründe köpük etkisi başlarken diğer yandan kredi talebini karşılamak amacıyla menkul kıymetleştirme işlemleri de hız kazanmıştır. Öyleki ipotekli gayrimenkullere birkaç kez daha ipotek yapılarak daha fazla kredi kullanılması sağlanmıştır.

Verilen konut kredilerinin geri ödemeleri fazla dikkate alınmadığı için yavaş yavaş makroekonomik parametreler bozulmaya başlamıştır. Düşük kredi faizleri ile tetiklenen tüketimler sonucunda, diğer bir deyişle aşırı talebe bağlı olarak 2004 yılı ikinci yarısı itibariyle başta ABD olmak üzere diğer gelişmiş ülkelerde de enflasyon uzun aradan sonra yeniden yukarı yönlü trende dönüşmüştür.



Grafik 14. ABD TÜFE Verileri (1999 – 2009)

Kaynak: Bureau of Labour Statistics, (Çevrimiçi) <http://www.bls.gov/cpi/cpid0903.pdf>, (Erişim Tarihi: 24/01/2009).

Tüketimlere bağı olarak üretimlerin artması girdi taleplerinin de paralel olarak yükselmesi, özellikle temel girdilerden petrolün ve emtia fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Talepten kaynaklanan TÜFE yükselişlerine, maliyet enflasyonu göstergesi olan ÜFE de katılmış, enflasyonist baskılar her açıdan kendisini belirgin biçimde hissettirmiştir.⁶² Mali piyasalardaki beklentilerin bozulması FED’i harekete geçirmiştir. Enflasyonu ikinci plana atan FED, mali piyasaları ve reel sektörü yeniden canlandırmak amacıyla hızlı bir şekilde faiz indirim serisine başlamıştır. (bknz. Tablo 28.)

ABD konut piyasası kredi krizinin bu denli önemli hale gelmesi ve dünya ekonomisini etkilemesinin nedeni, sadece mortgage piyasasındaki bu akış ya da Fed’in politikaları değildir, taşıdığı risk nedeniyle yüksek getirili cazip araçları ve işlemleri içermesine bağı olarak uluslararası bankaların ve hedge fonların bu piyasaya yaptığı yatırımlardır. Konut piyasasında kredi müşterilerinin yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle şüpheli alacakların artması zincirleme olarak yatırımcıların bu sektöre yeni yatırım yapmamasına yatırımlarını geri çağırmasına elden çıkarılmaması nedeniyle diğer aktiflerin satılmasıyla likidite sıkışıklığının giderilmesine ve nihai olarak da kredi spread’lerinin artmasına yol açmıştır. Ayrıca bankalar bu alana kredi verme konusunda isteksizleşmiş ve derecelendirme şirketleri notlarını düşürmüştür.

Piyasanın yüksek riskli ve risk sonucu yüksek getirili olması iyi dönemlerde yürütülen politika ve stratejiler krizin bugünlere gelmesine yol açmıştır. Her şey yolunda giderken göreceli olarak daha kısa vadeli likit fonlar likit olmayan uzun vadeli plasmanlara aktarılmış, yüksek getirileri sağlayan kredilerin kurumlar arası alım satımı ile bilanço dışı araçlar bu sektörü önemli büyüklüklere taşımıştır. Düzenleme boşlukları ile iyi zamanlarda riskin belirli ölçüde göz ardı edilmesi de krizin bugünlere taşınmasındaki nedenlerden bazılarıdır.

Krizin ana nedeni olarak gösterilen sub-prime krediler buzdağının su üzerindeki parçasıdır. Küresel mali krizin diğer nedenlerini özetlemek gerekirse, Çin Faktörü bu

⁶² Atakişi, Civelek, Doğan vd., **a.g.e.**,s. 85.

nedenlerden birisidir. Çin yuanı düşük tutmasıyla döviz rezervlerini artırınca Batı'ya borç vermiştir. Bu nedenle faiz oranları düşmüş, emlak balonu büyümüştür. İkinci bir neden olarak likidite balonu sayılabilir. Faizlerin düşmesiyle birlikte yatırımcıların kar arayışları artmış ve bu arayış riskli varlıklara olan talebi arttırarak bu talep fiyatları baskısı altına almıştır. Bankalar sahip oldukları mevduattan fazla borçlanmışlardır. Yüksek getirili yatırım çılgınlığı, bankaları mortgage alanında menkul kıymet varlıkları üretmeye ve bunları yatırımcıları satmaya yöneltmiştir. Ancak bankalara olan güven azalınca kimse borcun nerde olduğunu bulamamıştır.

Piyasalar çökmeye başlayınca Greenspan uyguladığı faiz indirim politikasıyla balonu iyice şişirmiştir. Bill Clinton, ticari ve yatırım bankacılığının ayrılmasını sağlayan yasanın iptaline onay vermiştir. Nobel ödüllü iktisatçı Joseph Stiglitz'in üç trilyonluk savaş olarak tanımladığı Bush'un Irak macerası ABD ekonomisini iyice çökertmiş ve ABD'nin borçlarını hızla arttırmıştır. Finans sektöründe yaşanan aşırılıklar dizginlenememiştir. Düzenleyiciler karmaşık yatırımcılara verilen kredilerin kalitesi konusundaki kararları Standard & Poors ve Moody's gibi kuruluşlara bırakmış, ancak riskli kredilere yüksek notlar verilmiştir. Bankacılar spekülatif piyasa hareketleriyle milyonlarca dolar kazanmıştır. Düzenli kar-zarar hesabına dayalı muhasebe sisteminin şirketlere açıklık getirmesi amaçlanmıştır. Ancak bankaların çoğu varlığı için piyasa olmaması bankaları yoğun bir şekilde zarar yazmaya itmiştir. Küresel krizin nedenleri arasında Basel II'yi de saymak mümkündür. Basel II banka sermayesi kuralları bankaların yeterli miktarda likiditeye sahip olmaları konusunda gerekli etkiyi yaratmamıştır.

Tüm bu nedenler ABD'de başlayan mortgage krizini küresel mali krize dönüştürmüştür. Küresel krizin büyüklüğü bazı anlarda anlaşılabilir da gerekli önem alınmamış ve kriz günden güne derinleşmiştir.

1.5.8.3. Krizin Gelişimi

Küresel mali kriz daha önce güçlü sinyaller vermiş olsa da tam anlamıyla 2007 yılının ikinci yarısından itibaren belirgin bir şekilde hissedilmeye başlanmıştır. ABD ekonomisinde krizin en büyük etkisi doğal olarak çıkış kaynağı olan konut sektöründe olmuştur. Mortgage kredileri ile konuta yaratılan talep, diğer taraftan bu talebi karşılayamayan konut sektöründe fiyat artışları oluşmuştur. Konut talebini normal seviyelerin çok üstüne taşıyan nedenlerin başında daha önce de anlatılan mortgage kredileri gelmektedir. Aslında mortgage kredilerinden daha önemli olan sorun menkul kıymetleştirme aşamasında ayrıştırma yapmadan havuzda varlık oluşturulması ve bunlara bağlı menkul kıymet ihraç edilmesidir. Mortgage kredisi veren bankalar güvence olarak konutu tutmuş, menkul kıymetlere yatırım yapan mali kurum ve tasarruf sahipleri de bu varlıklara güvenmişlerdir.⁶³ Yani, kredilerin geri ödenmesinde soru yaşandığında ipotekdeki konut devreye gireceğinden krediyi veren kurumun ve yatırımcının üstlendiği risk çok düşük olarak algılanmıştır. Fakat konut fiyatlarının düşmesiyle birlikte mortgage kredi teminatları erime sürecine girmiştir.

Faizlerin yeniden yükselmesi ile birlikte mortgage kredisi alırken ödeme koşullarında değişken faizli mortgage kredisi alanlar için ek bir maliyet oluşmuştur. Hem konut fiyatlarının düşmesi hem yatırımcılara gelen ek maliyetlerle birlikte mortgage piyasasının riski yükselmiş ve bu piyasaya dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin değeri düşmüştür. Doğal sonuç olarak aslında bir mortgage sorunu gibi gözükken bu sorun menkul kıymet piyasalarını da etkilemiştir. Piyasalarda bir güven sorunu yaşanmış bu güvensizlik hem hisse fiyatlarını hem de bono ve tahvil fiyatlarını geri çekmiştir. Mali kurumların aktiflerinde bulunan mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin değerinin düşmesi mali kurumların finansal yapısını da bozmuştur. Başlangıçta riski hedge fonlar gibi üçüncü tarafa devretmeye yarayan ve bu anlamda sistemde bir sigorta işlevi gören türev ürünler giderek birer risk unsuru olmuş ve kurumların mali yapılarını bozmuştur.⁶⁴

⁶³ a.g.e., s. 89.

⁶⁴ Eğilmez, a.g.e., s. 68.

2001 yılında yaklaşık 500 milyar dolarlık büyüklüğü olduğu düşünülen hedge fon piyasasında 2001'den sonra çok daha agresif büyüme oranları görülmüştür. Tablodaki verilere göre, global piyasalarda dolaşan hedge fon sayısı 1998-2007 yılları arasında yılda ortalama %12,3 oranında artış göstererek yaklaşık olarak 11.000 adet fona ulaşılmıştır. 2007 yılı itibarıyla dünya genelindeki hedge fonun yaklaşık tutarı ise yılda ortalama %26,9 oranında artış kaydederek 2,25 trilyon dolara ulaşmıştır.

Tablo 29. Küresel Hedge Fon Sayısı ve Miktarı, (2000-2007)

Yıllar	Miktar (adet)	Tutar (milyar dolar)
2000	4.800	408
2001	5.500	564
2002	5.700	592
2003	7.000	795
2004	8.050	1.000
2005	8.500	1.400
2006	9.800	1.750
2007	11.000	2.250

Kaynak: : IFSL, **Hedge Funds 2008 Report**, (Çevrimiçi) <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> , (Erişim Tarihi 07/01/2009).

Son döneme bakıldığında, dünyada yaşanan krizin en fazla tartışılan kavramı yüksek riskli yatırım fonları (hedge fonlar) olmuştur. Bankerliğe benzer bir işleyişi olan ve girişlerin azalmasıyla birlikte kopmaya mahkum olan 2 trilyon dolarlık bu saadet zinciri arkasında büyük bir enkaz bırakmıştır. İflas bayrağını çeken hedge fonlar, kendilerine güvenen yatırımcıları da beraberinde götürmüştür.⁶⁵

Amerika'da hedge fonlar yüksek getiri vaadiyle yatırımcıları çekmiştir. Ancak ABD'de emlak balonu ile başlayan mortgage krizi sönünce, getirisi yerle bir olan hedge fonlar batış riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Sonuç olarak da portföy büyüklüğü 2 trilyon doları bulan hedge fonlar kurdukları saadet zincirinin altında kalmıştır. 2008 2. çeyrekte 2 trilyon dolar civarında olan hedge fonların toplam büyüklüğü, 2008 Ekim itibarı ile 1,5

⁶⁵ (Çevrimiçi) <http://www.tumgazeteler.com/?a=4412396> , (Erişim Tarihi 08/01/2009).

trilyon dolara gerilemiştir. Aşağıdaki tabloda değişik hedge fon stratejilerine göre hesaplanan endekslerin getirileri yer almaktadır:

Tablo 30. Değişik Hedge Fon Stratejilerine Göre Hesaplanan Endeks Getirileri, (2003-2008 Kasım)

HFRX Index	Kas-08	Eki-08	2008	2007	2006	2005	2004	2003
HFRX Global Hedge Fund Index	-2.88	-9.35	-22.18	4.23	9.26	2.72	2.69	13.39
HFRX Equal Weighted Strategies Index	-2.04	-9.93	-19.99	3.97	8.83	1.28	2.72	11.32
HFRX Absolute Return Index	-1.48	-4.39	-10.70	6.68	7.43	-0.03	3.20	11.95
HFRX Market Directional Index	-7.19	-13.94	-29.04	5.28	10.45	4.20	4.85	25.22
HFRX Convertible Arbitrage Index	-6.29	-34.68	-53.76	-0.95	9.57	-5.69	-0.14	8.85
HFRX Distressed Securities Index	-4.07	-11.69	-21.99	3.99	9.56	1.21	8.95	20.90
HFRX Equity Hedge Index	-4.81	-9.99	-25.97	3.21	9.23	4.19	2.18	14.47
HFRX Equity Market Neutral Index	2.40	0.19	2.71	3.11	4.76	0.21	0.32	-2.38
HFRX Event Driven Index	-3.36	-7.53	-22.00	4.88	10.32	2.81	6.93	18.74
HFRX Macro Index	2.20	-1.76	3.00	3.19	5.61	6.67	-0.32	14.61
HFRX Merger Arbitrage Index	-0.54	-1.28	-0.65	4.85	10.73	3.72	2.80	4.26
HFRX Relative Value Arbitrage Index	-4.58	-14.11	-33.50	5.80	10.65	-0.97	1.98	9.15

* 20/11/2008 tarihi itibari ile (% değişimler)

Kaynak: HFRX, Global and Strategy Indices, (Çevrimiçi)

https://www.hedgefundresearch.com/hfrx_reg/index.php?fuse=login&1231439952, (Erişim Tarihi 7 Ocak 2009).

Tablo 31. Hedge Fon Endeks Getirileri,(2008 Sonu)

	Daily Performance as of: 05/06/2009				Monthly Performance			Historical Performance		
	DTD	MTD	YTD	INDEX VALUE	Apr 09 ROR	Mar 09 ROR	YTD	2008	2007	2006
HFRX Equity Hedge Index	0.7194%	2.17%	4.74%	1050.75	1.74%	2.21%	2.51%	-25.45%	3.21%	9.23%
HFRX Equity Market Neutral Index	0.0176%	0.47%	-3.46%	1006.84	-1.45%	-1.56%	-3.91%	-1.16%	3.11%	4.76%
HFRX Energy/Basic Materials Index	-	-	-	-	n/a	3.24%	0.64%	-29.42%	14.78%	12.44%
HFRX Fundamental Growth Index	0.9018%	3.96%	4.17%	1396.63	2.24%	-1.04%	0.19%	-27.40%	25.19%	28.85%
HFRX Fundamental Value Index	0.7601%	2.06%	4.18%	1035.34	1.23%	2.40%	2.07%	-25.26%	8.30%	14.36%
HFRX EH: Multi-Strategy Index	-	-	-	-	n/a	6.63%	2.69%	-24.60%	15.19%	20.71%
HFRX Quantitative Directional Index	-	-	-	-	n/a	0.06%	-3.55%	-3.30%	6.11%	15.33%
HFRX Short Bias Index	-	-	-	-	n/a	-2.95%	9.27%	21.98%	10.15%	-5.08%
HFRX Technology/Healthcare Index	-	-	-	-	n/a	1.21%	0.01%	-8.40%	18.17%	13.22%

Kaynak: HFRX, Global and Strategy Indices, (Çevrimiçi) ,

https://www.hedgefundresearch.com/hfrx_reg/index.php?fuse=login&1231439952 , (Erişim Tarihi: 05/06/2009).

Hedge Fund Research tarafından yayınlanan istatistiklere göre 2003 yılından bu yana ilk defa negatif getiriler görülmektedir. HFRX Global Hedge Fund Endeksi Ekim ayında %9,3 düşmüştür. 2008 yılında yaşanan değer kaybı Tablo 31'den görülmektedir.

Toksik sayılan bu varlıklar sadece hedge fonlar tarafından alınıp satılmamıştır, ayrıca bu tür varlıkları ellerinde yüklüce bulunduran ABD'nin büyük bankaları bu varlıkların değerlendirilmesinde daha esnek muhasebe kuralları uygulanmasını istemişlerdir. İstenen şey aslında bilançolarında bol miktarda bulunan bu varlıklardan , esnek fiyatlama ve değerlendirme yapılması sayesinde daha az zarar yazmak olarak özetlenebilir. Yapılandırılmış finansal ürünler banka bilançolarında üçüncü seviye olarak tanımlanan grupta yer almaktadır.

ABD'deki uygulamaya göre; bankaların bilançolarında bulunan varlıklar üç gruba ayrılmaktadır. Hisse senedi gibi her an piyasada fiyatlanabilenler (marked to market) 'birinci seviye'; doğrudan fiyatı olmayan ancak piyasada gözlenen verilerle modellenerek (marked to model) fiyatlanabilen varlıklar 'ikinci seviye'; ne piyasa fiyatı ne de modelle fiyatlanabilen tamamen şirketin kendi tahminleri ile fiyatlanan varlıklar da üçüncü seviye olarak grublanmaktadır.⁶⁶ Türev ürünlerin neredeyse tamamı bu üçüncü grupta yer almaktadır. 2008 yılının ikinci çeyrek sonunda; Citibank, JP Morgan, Bank of America, Goldman Sachs, Merrill Lynch ve Lehman Brothers'ın üçüncü seviyedeki varlıklarının toplamı 500 milyar doları geçmiştir.⁶⁷

Kriz ülkeleri sadece genel anlamda etkilememiş yaşanan krize bağlı olarak iflas eden ya da el değiştiren finans kurumları da olmuştur. Nisan 2008'den bu yana bağımsız, yani herhangi bir finansal holding içinde olmayan, daha önemlisi içinde bir mevduat tabanına sahip bir ticari banka olmayan ABD'nin önde gelen yatırım bankalarından Bear Stearns yatırım bankası ABD hazinesinin fonlama yardımı ile Mart ayında JP Morgan'a

⁶⁶Ahmet Naci Arıkan, **Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler Nedenleri ve Sonuçları**, Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı, 2008, s. 24.

⁶⁷Uğur Gürses, "Krizin Finansal Atıkları", (Çevrimiçi) <http://www.radikal.com.tr/Default.aspx?aType=YazarYazisi&ArticleID=899858&Yazar=U%C4%9EUR%20G%C3%9CRSES&Date=22.09.2008&CategoryID=101>, (Erişim Tarihi:25/01/2009).

satılmıştır. Şirketin tamamı 236 milyon dolar olarak değerlendirilmiş ve hisse başı 2 dolar fiyatla satılmıştır. Şirketin Ocak 2007'deki piyasa değeri 20 milyar dolar olarak hesaplanmıştır. Bear Stearns'ten iki günde 17 milyar dolar para çekilmesi üzerine kurtulamayacağı anlaşılınca Amerikan Merkez Bankası FED, batışın sistemin tümüne yayılmasını engellemek için Bear Stearns'e satılma ya da iflas masasına gitme seçeneklerini bırakmıştır.⁶⁸ FED, şirketin JP Morgan'a devri gerçekleşmezse Bear Stearns'e yardım etmeyeceği yönünde bilgi verince Bear Stearns yetkilileri 84 dolar açıkladıkları hisse başına defter değerine rağmen hisseleri JP Morgan'a 2 dolara devretmeye razı olmuştur.

ABD'nin en büyük ve finans sistemiyle iç içe olan mortgage kuruluşları Fannie Mae ve Freddie Mac, 2008 Eylül ayı başında yapılan operasyonla Hazine desteğiyle kurtarılmış ve devletleştirilmiştir. Elleri Amerika'daki toplam mortgage kredilerinin nerdeyse yarısına eşdeğer 5,2 trilyon dolarlık kredi bulunan Fannie Mae ve Freddie Mac'ten birinin çöküşünün ABD ve tüm dünya finans piyasalarında büyük karışıklığa yol açabileceği gündeme gelmiş ve ABD yönetimi, tüm faktörleri dikkate alarak bu kuruluşlar için kurtarma planı hazırlamıştır.

Bu gelişmeler yaşanırken Eylül ayı içinde daha önceden bankaya alıcı bulmaya çalışan ABD Hazinesi, ABD'nin en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers'ı kurtarmayacağını işaretini verince banka iflasını istemiştir. Yine diğer yatırım bankalarından Merrill Lynch de bir gecede Bank of New York'a satılmıştır. Lehman Brothers'ın nakit krizini aşması için yapılan pazarlıklar sonuçsuz kalmış, Barclays ve Bank of America gibi alıcılar da Lehman'ı kurtarmaktan vazgeçmiştir. Güney Kore'nin devlet yönetimindeki Kore Kalkınma Bankası da, Lehman Brothers hisselerini satın almaktan vazgeçtiğini açıklamıştır. Amerikan Merkez Bankası Lehman'ın bazı varlıklarını bono karşılığı kabul etmiş ancak bankayı Bear Stearns ya da Freddie ve Fannie Mac'teki gibi kurtarmamıştır. ABD'nin en büyük dördüncü yatırım bankası olan Lehman Brothers, Amerikan ekonomisindeki kredi krizinin son büyük mağduru

⁶⁸ Arıkan, a.g.e., s. 26.

olmuştur. Lehman Brothers'ın batmasına büyük olmasına rağmen finans sektöründe Bear Sterns ve Merill Lynch'e kıyasla çok bağlantılı bir banka olmaması sebebiyle izin verilmiştir.⁶⁹

Krizin Lehman'la sınırlı kalmayacağı ihtimalinin artması üzerine diğer büyük yatırım bankaları da ticari bankalarla birleşme arayışlarını hızlandırmıştır. Bank of America Merill Lynch'i 50 milyar dolara satın almıştır. Böylece Bank of America dünyanın en büyük aracı kurumuna sahip olmuştur.

Finans krizinin başlangıcı olarak kabul edilen Ağustos 2007 tarihinde başlayan dalgalanma sürecinde FED politika değişikliğine giderek, gösterge ve iskonto faiz oranlarını yeniden düşürmeye başlamıştır ve çeşitli kanallarla piyasaya likidite desteğinde bulunmuştur. ABD Merkez Bankası FED son iki büyük yatırım bankası olan Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in statülerini değiştiren kararını onaylamıştır. Bu kararlar birlikte Wall Street'teki yatırım bankacılığı modeli sona ermiştir. FED'in bu kararıyla bu iki yatırım bankası FED'in denetimi altında çalışan ve mevduat toplayabilen bankacılık holding şirketlerine dönüşmüştür. Yeni düzenlemeye göre, Goldman Sachs ve Morgan Stanley'nin ana şirketlerinin faaliyetlerini düzenleyen kurum ABD Sermaye Piyasası Düzenleme Kurumu (SEC) iken bundan böyle, ABD Merkez Bankası FED olmuştur. Goldman Sachs, FED'e geçmesiyle birlikte Amerika'nın en büyük yatırım bankası olmuştur.⁷⁰

Fannie Mae, Freddie Mac ve Lehman Brothers'a seyirci kalan FED, dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG'yi iflastan kurtarmıştır. Merkez Bankası şirkete yaklaşık 85 milyar dolar kaynak sağlamış bunun karşılığında şirketin % 80 hissesini teminat olarak kabul etmiştir. FED, konuyla ilgili olarak, kurtarma işleminin hem Amerikan ekonomisi hem de küresel ekonomiye zarar verebilecek bir durumu engellemek üzere yapıldığını ifade etmiştir. Çünkü, AIG sigorta şirketi, ABD'de yatırım bankalarıyla çok yoğun bir

⁶⁹ a.g.e., s. 28.

⁷⁰ **Hürriyet Gazetesi**, (Çevrimiçi) <http://arama.hurriyet.com.tr/arsivnews.aspx?id=9960030>, (Erişim Tarihi: 20/01/2009)

bağlantı içinde olan ve onların işlemlerini sigortalayan en büyük sigorta şirketi olma özelliğine sahiptir. AIG'in batma noktasına gelmesi iki nedene bağlanabilir; birincisi, elindeki fonları riskli yatırım alanlarına yönlendirmesi, ikincisi de finans sigortası denilen fonlara yatırılan paralara sigorta güvencesi vermesidir.⁷¹ Aşağıdaki tabloda çeşitli ülkelerdeki bazı finans kuruluşlarının iflasları verilmiştir.

Tablo 32. Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları (2008 -2009)

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

Kaynak:Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", **Bankacılar Dergisi**, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi68/pelin.pdf> (Erişim Tarihi: 08/05/2009), s.3.

ABD Hazine Bakanlığı yaşanan krizle birlikte 700 milyar dolarlık bir kurtarma paketi hazırlamıştır. Mali sistemi kurtarmak için gerekli olan 700 milyar dolarlık kurtarma

⁷¹ Arıkan, a.g.e., s. 31.

paket kongreye hemen sunulmuştur. Plana göre, kongre ABD Hazinesine öncelikle 250 milyar dolar aktaracaktır. Bununla birlikte, ihtiyaç olursa Hazine kongreden onay almadan 100 milyar dolar daha kullanabilecek, 700 milyar dolarlık paketin kalan 350 milyar doları ise kongrenin özel onayı ile aktarılabilir.

Ancak bu paketin duyurulmasından bir hafta sonra Temsilciler Meclisi'nde yapılan oylamada 700 milyar dolarlık kurtarma planı yasa tasarısı reddedilmiştir. Daha sonra bir tarihte yapılan ikinci oylamada ise kurtarma paketi 850 milyar dolara çıkarılarak kabul edilmiştir. Bu kurtarma paketinin içeriği vergi indirimlerini de kapsayacak şekilde belirlenmiştir. Ardından da hem ABD'de hem de Avrupa ülkelerinde ortak bir fon oluşturma gibi konular gündeme gelmiştir. Tabloda ABD'de yaşanan son krizin 17 Temmuz 2007 ve 03 Ekim 2008 tarihleri arasındaki gelişimi verilmiştir.

Tablo 33. ABD'deki Son Krizin Kronolojisi, (Temmuz 2007 – Ekim 2008)

Temmuz 2007	*Mortgage şirketi Bear Stern'in subprime yatırımları yapan hedge fonu yıkıldı
Temmuz-Ağustos 2007	*FED faiz oranlarını 50 baz puan indirdi *Alman Bankaları – IKB, Sachsen LB, West LB ve Bayern LB – krize girdi. Bankaların bilançolarını dengelemek için milyar Euroluk kurtarma yardımları gerekliliği ortaya çıktı.
Eylül 2007	*FED fonlarının oranını 50 baz puan indirdi *Endişeli müşteriler İngiliz bankası Northern Rock'ın önünde birikimlerini çekebilmek için kuyruklar oluşturdu.
Ekim 2007	*Amerikan finans hizmet şirketi Citigroup'un karları çöktü. Bu olaydan sonra finans grupları arka arkaya milyarlarca dolarlık aktif değer kaybı ve yüksek zararlar açıkladı.
Aralık 2007	*FED faiz oranlarını 25 baz puan düşürerek piyasaları hayal kırıklığına uğrattı *FED yönetim kurulu, bankalar için "Term Auction Facility (FAC- TAF)" adlı yeni bir likidite kaynağını tanıttı. TAF, mevduat kuruluşlarına (ama brokerlara değil) geniş ölçekli teminatlar karşılığında nakit para vermeyi kabul etmesi anlamına gelmekteydi.
Ocak 2008	*FED 75 baz puanlık acil faiz indirimi yaptı *İngiliz bankası, UBS, 2007'deki Amerikan emlak piyasasındaki çalkalanmadan ötürü 18 milyar dolarlık aktif değer kaybı ardından da Nisan ayında da ayrıca 19 milyar dolarlık aktif değer kaybı daha duyurdu. * ABD'de Temsilciler Meclisi, Başkan Bush'un resesyon iddialarıyla çalkalanan 146 milyar dolarlık paketini kabul etti. * FED 50 baz puanlık daha indirim yaptı.
Şubat 2008	* Amerikan Kongresi 150 milyar dolarlık kurtarma paketi kabul etti.
Mart 2008	* FED 200 milyar dolarlık tahvil verdi. * FED mortgage şirketi Bear Stearns'ın JP Morgan'a satışı için acil kredi açtı. * Bear Stearns'ın hisseleri 2 dolardan JP Morgan'a satıldı.

Tablo 33. ABD’deki Son Krizin Kronolojisi (Devamı)

Nisan 2008	* Deutsche Bank ilk çeyrek için 141 milyar Euroluk (203 milyar \$) zarar ilan etti.
Temmuz 2008	* ABD’nin TMSF’si Indymac’e el koydu. Mevduat sahipleri kapılarında kuyruk oluşturdu. * Hazine Bakanı Paulson, Amerika’da ödenmemiş mortgage kredilerinin yarısını elinde bulunduran Fannie Mae ve Freddie Mac için kurtarma planı hazırladı.
Eylül 2008	* Hükümet her iki kuruma da 100 milyar dolar enjekte etmeyi göze alarak Freddie Mac ve Fannie Mae’ye el kondu. * 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers, FED’den yardım alamayınca ve alıcı da bulamayınca iflas başvurusunda bulundu. * Bank of America, Merrill Lynch’i 50 milyar dolara satın aldı. * FED, ABD’nin en büyük sigorta şirketi AIG için iki yıllığına 85 milyar dolarlık acil kredi açtı. * Reserve Primary Fund hisselerinin 1 dolar altına inmesiyle piyasalar yatırımcıların güvenini kazanmak için yarışa girdi * Morgan Stanley hisselerinin yüzde 33 değer yitirmesiyle sermaye pozisyonu konusunda korkular arttı. Lehman’ın etkisiyle tüm dünya borsalarında düşüş sürdü. * Hazine Bakanı Paulson, Fed Başkanı Bernanke ve SEC Başkanı Cox önderliğinde sorunun köküne inen bir kurtarma planının hazırlandığını açıkladı. * Açıklama tüm dünya borsalarında olumlu etki oluşturdu. * ABD Merkez Bankası (FED) yeni kurtarma operasyonu kapsamında ABD’nin en büyük iki yatırım bankası Goldman Sachs ve Morgan Stanley’i destelemek için her iki bankanın da statüsünü değiştirdi. * ABD’de Bush Yönetimi, zor durumdaki şirketleri iflastan kurtarmak için Kongre’ye 700 milyar dolar önerdi. * ABD Kongresinde Demokratlarla Cumhuriyetçilerin, 700 milyar dolarlık ekonomiyi kurtarma planının temel ilkelerinde anlaştıkları açıklandı. * ABD’de Kongre’nin alt kanadı Temsilciler Meclisi, 700 milyar dolarlık finans sektörünü kurtarma paketini az farkla da olsa reddetti.
Ekim 2008	ABD Kongresi’nde Senato tarafından finans sektörünü kurtarmak için hazırlanan kurtarma planı 150 milyar dolar daha eklenerek 850 milyar dolara çıkarıldı ve yapılan oylamayla Temsilciler Meclisi’nden geçti.

Kaynak: Arıkan, a.g.e., s. 38.

Ahmet Atakişi, Uğur Civelek, Seyhun Doğan vd., **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, İstanbul: Literatür yay., 1.b., 2009, ed. Sadi Uzunoğlu, ss.70-75.

(Çevrimiçi) <http://www.tumgazeteler.com/?a=3990804>, (Erişim Tarihi: 02/02/2009).

Sonuç olarak 2008 krizi büyük ölçüde marjinal alanlara, kişi ve kurumlara verilmiş mortgage kredileriyle ucu bucağı belli olmayan türev ürünler bileşiminin yarattığı bir finansal krizdir.⁷²

⁷² Eğilmez, a.g.e., s. 68.

1.6. Küresel Krizlerdeki Ortak Özellikler ve ABD Mortgage Krizinin Bu Krizlerden Farkı

1990'lı yıllarda pek çok ülke 1980 sonrasında uygulamaya koyulan yeni ekonomik düzenin oturma sürecinde yaşanan tıkanmalardan dolayı kriz yaşamıştır. Gelişmiş ülkelerde bu krizler sadece finans piyasası ile sınırlı kalmış fakat gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarından başlayan kriz reel sektöre de sıçramış hatta diğer ülkelere sıçrayarak bölgesel ve global krizlerin yaşanmasına yol açmıştır.

Bölgesel krizlerin giderek global nitelik kazanmasının altındaki nedenlerden en önemlisi finansal serbestleşme sonucu ülkelerarasında görülen sermaye akımlarının artış göstermesidir. Bu nedenin yanısıra iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, finansal yenilikler bölgesel krizlerin global krizlere dönüşmesinde rol oynamıştır. Yaşanan bu krizlerin kendine has özellikleri vardır, fakat bu krizlerde belirleyici rol oynayan faktörler, sabit veya bağlı döviz kuru sistemleri, kırılğan finansal system, yoğun sermaye giriş çıkışları ve makroekonomik göstergelerdeki bozukluklardır. Bunlara ek olarak gelişmekte olan ülkelerin hiper veya yüksek enflasyondan istikrarlı rejimlere geçiş aşamasında krize girdikleri de görülmektedir.

Önceki bölümlerde incelenen ülkelerdeki krizler farklı nedenlerden dolayı ortaya çıkmış olsalar da, genel olarak ortak bazı özellikler taşımakta ve aynı süreci izlemektedirler. Bu süreç şöyle özetlenebilir:⁷³

- Ekonomilerin hızlı bir gelişme dönemine girmesi.
- Kısa vadeli ve aynı zamanda da yoğun sermaye girişinin faiz oranlarının yüksekliği ve artan getiri iştahıyla hızlanması.
- Finansal varlık fiyatlarında spekülasyon tabanlı şişkinliklerin yaşanması.
- Spekülasyon tabanlı da olsa artan kazanç iştahıyla gelen kısa vadeli yabancı yatırımlardaki sürü temelli artış.

⁷³ Karabıyık, **Küreselleşme...**, a.g.e., s. 31.

- Kısa vadeli olarak gelse de ÷lkeye gelen yabancı sermaye sayesinde yerel paranın değer kazanması.
- Yerel malların yabancıya pahalı gelmesi ve ihracatta azalmalar.
- Değer kazanmış olan yerel parayla birlikte ithalata eğilimin artması.
- İç pazardaki hızla düşen faiz oranları nedeniyle nakit yerine kredili mal taleplerindeki artış ve tasarruf bilincinin yerleşmemiş olması.
- Genellikle siyasi olaylarla birlikte geleceğe ait beklentilerin olumsuzlaşmasıyla yabancı sermaye girişinin durması hatta tersine dönerek sermaye çıkışı yaşanmasıdır.

Tüm bu ortak özelliklerle birlikte her krizi bir diğerinden ayıran özellikler vardır. Önceki bölümde anlatılan 1994 yılında yaşanan kriz ÷lke sınırları içerisinde çözülemeyen olaylar ve öncesinde alınıp uygulanamayan önlemlerin olduğu bir krizdir. 1994 krizinin derinleşmesinde ekonomik yapıdan çok krize karşı alınan tutum etkili olmuştur. Bu krizden sonra GSMH'da ve büyüme oranlarında bir artış yaşanmıştır. Bu da krizin çok derin olarak anlaşılmadığını ve alınan 5 Nisan önlemleri çerçevesinde atlatılmaya çalışıldığını göstermiştir. Fakat sonraki dönemlerde 1994 yılında yaşanan problemlerin çözülmeye çalışılması daha derin krizlere yol açmıştır. Türkiye'nin 1994 yılında geçirmiş olduğu büyük krizin altında yatan gerçek: Başta kamu olmak üzere bütün kesimlerin kazanmadan harcama eğiliminde olmasıdır. 1994 yılında yaşanan krizin içinde bulunduğumuz krizle pek benzeşmediğini söylememiz mümkündür.

Meksika Krizinin ardında yaşanan sorunsu döviz politikalarıyla ilgilidir. Uygulanan yanlış politikalara aynı zamanda içte de siyasi sorunlar eklenmiş böylece yaşanan türbülans kriz boyutuna ulaşmıştır.

1997 Güneydoğu Asya Krizi ise krizin etkilediği ÷lke çokluğu bakımından bu krize benzetilebilir. Güney Kore, Malezya, Tayland, Endonezya gibi kriz ÷lkelerinin yanısıra bu kriz onlarla yakın ilişki içerisinde bulunan Çin, Japonya gibi diğer ÷lkelere de sıçramış hatta bozulan Japon ekonomisinin de etkisiyle tüm dünya genelinde güven

ortamının bozulmasına yol açmıştır. Bozulan ekonomik yapı sonraki dönemde sadece bölgesel yakınlığı olan ülkeleri değil Rusya gibi ülkeleri de etkisi altına almıştır. Bu krizle ülke borsalarının pek çoğunda geri çekilmeler yaşanmıştır. Bu krizde en fazla ön plana çıkan neden tıpkı mortgage krizinde olduğu gibi denetim ve gözetim mekanizmasının eksik çalıştığı olmuştur. Ayrıca yine tarihin en büyük kurtarma operasyonu yaşadığımız krizden önce bu krizde karşımıza çıkmıştır.

Rusya krizi Güneydoğu Asya Krizi'nin etkileri belirginleşmeden onun devamı olarak oluşmuş bir krizdir. Sıcak para girişleri ve yurtdışından alınan kredilerin kamu kesiminin açığını kapatmak için kullanılması sonucu serbestleşmenin de etkisiyle oluşan bir kriz olduğu için ABD kriziyle benzeştirmek güç olacaktır.

Türkiye'nin 2000 yılında yaşadığı krizle, 2001 yılında yaşadığı kriz birlikte değerlendirdiğinde, o dönemde yaşanan bir krizin iki devreli yaşandığını söylemek mümkündür. Bu açıdan, küresel mali kriz ile 2000 Kasım Krizi ile 2001 Şubat Krizi arasında önemli benzerlikler vardır: 2007'nin Şubat ayında ilk sinyallerini veren krizin ilk devresi bir tür ön uyarı niteliğinde hatta tetikleyici faktörleri içeren bir devre olurken Ağustos ayından itibaren asıl darbe gelmiş ve ikinci devre başlamıştır. 2000 Kasım Krizi de o dönemde yaşanan krizin ön uyarı devresi olmuş fakat çözülemeyen sorunlar Türkiye'yi ikinci devreye yani Şubat Krizine taşımıştır. 2001'de TCMB ilk devrede likidite sorununu döviz krizi olarak algılamış ve sorunu sisteme likidite vererek çözmek yerine döviz satışı yapmıştır. Doğal olarak bu yaşanan türbülansı sonlandırmamış sadece ertelemiştir. İkinci devrede ise sorunu dövizdeki açık pozisyonlar oluşturmasına rağmen merkez bankası döviz satmaktansa piyasaya likidite verme yolunu tercih etmiştir ve sorun büyümüştür. Yani Türkiye'nin yaşadığı bu kriz bir teşhis ve tedavi hatasından oluşmuştur. Yaşadığımız bu küresel krizde de FED başta olmak üzere tüm büyük merkez bankaları piyasaya likidite vererek kredi piyasalarındaki kilitlenmeyi çalıştıracaklarını düşünmüşlerdir fakat bu krizde de yaşanan problem bir balon problemidir. Yani teşhis yine yanlış yapılmıştır. Merkez Bankaları'nın ellerindeki bilgi, hukuki ve teknolojik alt yapıya rağmen, olabilecek önceden görememeleri (proaktif olamamaları) ya da görseler bile zamanında önlem almamaları (ya da almak

istememeleri) her zaman krizin maliyetini artıran bir unsur olmuştur.⁷⁴ Tüm bu hatalar sonucu zararların büyük boyutlara ulaşmasıyla birlikte bankacılık ve finans kesimi de bundan zarar görmüştür. Bu krizde Northern Rock'a el konulması, 2001 yılında TMSF'nin 22 bankaya el koyması yine bir benzerlik örneği sayılabilir.

Arjantin krizi de Arjantin'in yaşadığı enflasyonist süreci kırmak yolunda atılan yanlış politikalar sonucu oluşmuş bir krizdir. O dönemde Arjantin ekonomisinde yaşanan yolsuzluklar krizin derinleşmesine neden olmuştur. ABD'de özellikle yatırım bankalarının yatırım şekilleri bu grup içinde değerlendirilebilir.

Son 30 yıldır piyasa ekonomileri çok fazla krizle karşı karşıya kalmıştır. Ama 2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz, piyasanın kendiliğinden işleyişini devam ettirmeye yeterli olmadığını ve devletin rol almasının gerekliliğini ortaya koymuştur.⁷⁵ Önceki yıllarda yükselen piyasalarda söz konusu olan çöküşler 2008 krizi dolayısıyla ABD Hazinesi'nin sıkıntı içinde bulunan kurumlara yardımcı olmak adına sisteme enjekte etmek zorunda kaldığı meblağların yanında önemsiz kalmıştır. Bu kriz, kaldıraçlandırılmış varlık ve kredi balonundan kaynaklanmıştır ki bu, sadece ABD konut piyasasıyla sınırlı kalmayıp diğer ülkelere de sıçramıştır.⁷⁶ Sadece ABD değil tüm dünya ülkelerinde tüketim harcamaları belirgin şekilde düşmüştür. Tüketici güven endeksi verileri aşağı yönlü trendini pek çok ülkede uzun süre sürdürmüştür ve pek çoğunda da sürdürmektedir. Serbestleşme sonrasında yaşanan krizlerin çoğu gelişmekte olan ülke piyasalarında olduğu için bir şekilde sonuçlanmıştır fakat bu krizin en büyük farkı tüm dünyanın lokomotif ekonomisi olarak izlediği ABD'nin tam ortasında çıkmış olmasıdır. Sıcak paranın kaynağı olan ülkelerde sorunlar çıkınca bu sorunların gelişmekte olan ülkeleri de etkileyebileceği korkusu sıcak paranın çıkmasına yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde büyümenin düşmesi, talebin de gerilemesine yol açınca gelişme yolundaki

⁷⁴Ali Ağaoğlu, "Son Günlerin Klasik Sorusu: Bu Kriz Ne Zaman Biter?", (Çevrimiçi) www.finansonline.com, (Erişim Tarihi: 16/07/2008).

⁷⁵ Atakişi, Civelek, Doğan, vd., a.g.e., s. 29.

⁷⁶ a.g.e., s.26.

lkelerden yapılan ithalatta azalma olmaya başlamış bu durum da gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde küçültme yaşatmıştır.⁷⁷

2008 krizinin bütün öteki krizlerden farkı, bu krizin gelişmekte olan ülke piyasalarından birinde değil tüm dünyanın ekonomik anlamda odaklandığı en gelişmiş ülke kabul edilen ABD ekonomisinde yaşanması ve sadece bölgesel nitelikte kalmayıp küresel nitelik kazanmış bir kriz olmasıdır.

⁷⁷ Eğilmez, **a.g.e.**, s. 69.

2. KÜRESEL MALİ KRİZİN BELLİ BAŞLI GLOBAL BORSA ENDEKSLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Küresel mali kriz ABD kaynaklı bir kriz olmasına rağmen etkisi sadece ABD borsasında değil diğer gelişmiş ülke borsalarında ve gelişmekte olan ülke borsalarında da hissedilmiştir. Bu bölümde gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülke borsalarındaki belli başlı endekslerin seyri incelenecektir. Genel anlamda borsaların seyrini belirleyen dinamiklerin anlamlarına kısaca değinilecektir.

2.1. Gelişmiş Ülke Borsalarını Etkileyen Veriler

Bu bölümde gelişmiş ülke borsaları kapsamında incelenecek olan belli başlı borsa endekslerine etki eden veriler incelenecektir.

2.1.1. ABD Kaynaklı Veriler

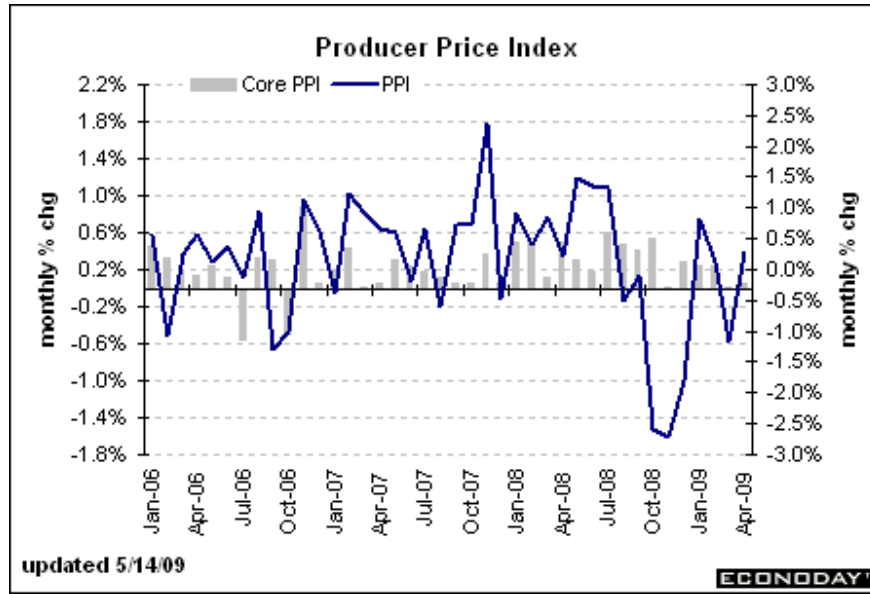
ABD’de açıklanan veriler sadece ABD’deki borsa endekslerini değil, diğer ülkelerdeki seyri de değiştirebilecek güçtedir. Küresel mali krizin yaşanmadığı dönemlerde sadece önemli makro veriler endeks seyirleri için belirleyici olurken, içinde bulunduğumuz bu dönemden, büyük şirketlerden gelen haberlerin de endeks seyirlerini belirlediği dönem olarak bahsetmemiz mümkündür.

2.1.1.1. Üretici Fiyat Endeksi (Producer Price Index) (PPI) - Tüketici Fiyat Endeksi (Consumer Price Index) (CPI)

Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) aylık olarak ticari ve sanayi mallarının üretime katılanlarından oluşturulan bir sepetin değerinin ölçülmesidir. Üretim süreci boyunca üretime katılan mallar üç grupta incelenmektedir: mamuller, ara mallar, ham maddeler. Üretici fiyat endeksi üretimin ilk aşamalarında diğer endekslere ışık tuttuğundan önemli olarak kabul edilmektedir. Üretici fiyat endeksi fiyatları tüketici tarafına geçmeden üretici aşamasında ölçmeye yaramaktadır ve üreticiler cephesindeki enflasyonu belirlemektedir. Üretici cephesindeki enflasyon tüketici cephesini de etkilemekte ve

Tüketici Fiyat Endeksinde(TÜFE) artışa yol açmaktadır. Tüketici Fiyat Endeksinin faiz oranları üzerindeki önemli etkenlerden biri olduğu düşünülürse Üretici Fiyat Endeksinin enflasyon oranlarında etkili olduğu söylenebilir.⁷⁸ Üretici Fiyat Endeksi Tüketici Fiyat Endeksinde göre daha volatildir. Tüketici Fiyat Endeksi bileşen olarak mallardan daha stabil fiyatlara sahip olan hizmetleri de içerir, fakat ÜFE bunu içermez. Ticari mallar arz ve talebe göre daha hızlı hareket etmektedir. Gıda ve enerji fiyatları volatilitenin kaynağıdır, bu yüzden enerji ve gıdayı içermeyen çekirdek ÜFE de hesaplanmaktadır.

ÜFE gerilediğinde ya da beklentilerden çok çok az yükseldiğinde bono piyasası yükselmektedir, aksi durumda yani ÜFE beklentilerden daha fazla değer kaydettiğinde bono fiyatları düşmektedir. Hisse senedi piyasasında ise düşük enflasyon düşük faiz oranlarına yol açıp karlılığı olumlu etkileyeceğinden ÜFE'nin düşük seyri olumlu karşılanmaktadır. Fakat bu normal piyasa koşulları içinde geçerlidir. Durgunluğun yenilmeye çalışıldığı ya da talep yetersizliğinin olduğu durumlarda tercih edilmemektedir.

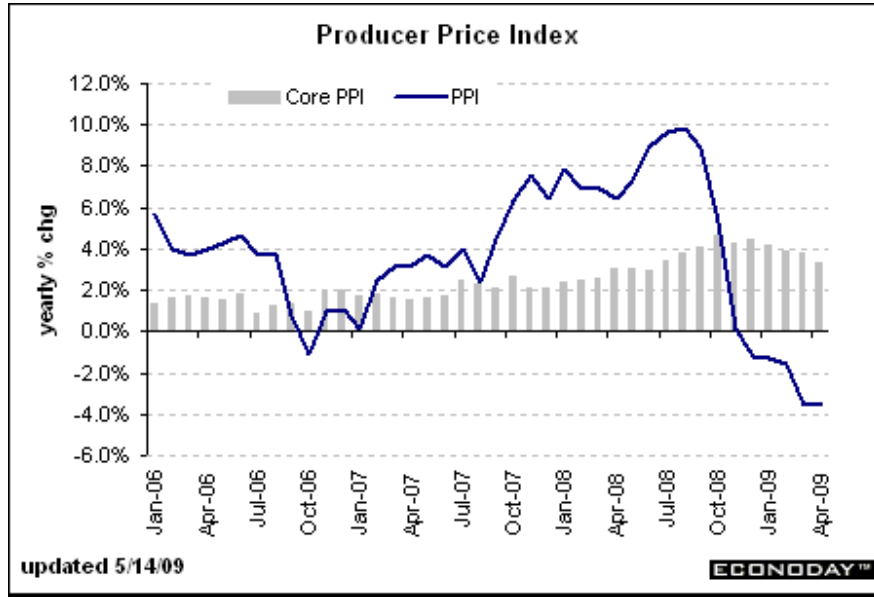


Grafik 15. Üretici Fiyat Endeksindeki Aylık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ealendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 14/05/2009).

⁷⁸ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ealendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi özellikle krizin derinleştiği ve major olayların meydana geldiği 2008 Ağustos Eylül ayında çok sert bir düşüş yaşanmıştır. Üretici Fiyat Endeksindeki bu düşüş yaşanan reseyonun bir göstergesi niteliğindedir. Aşağıdaki grafikte de ÜFE'nin yıllık yüzde değişimi mevcuttur.



Grafik 16. Üretici Fiyat Endeksindeki Yıllık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)

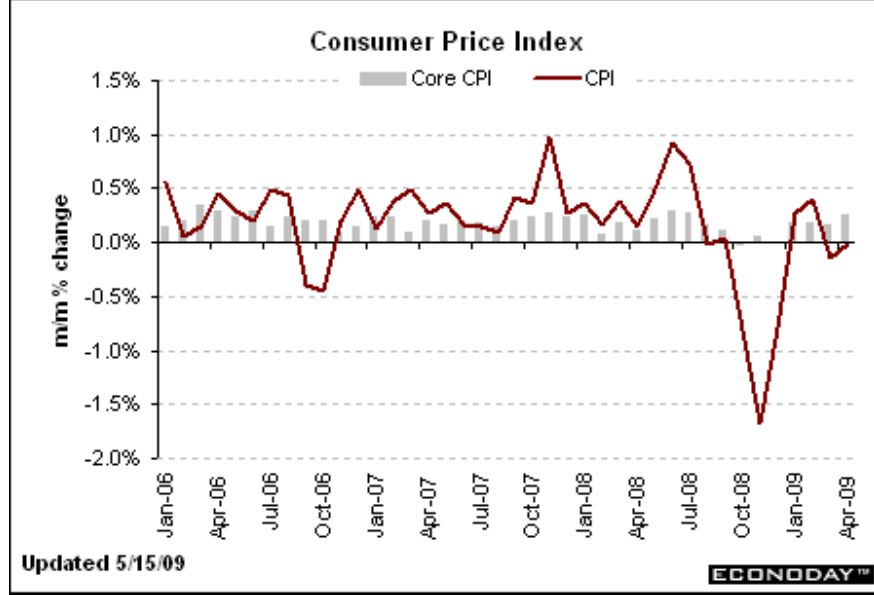
Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>,
(Erişim Tarihi: 14/05/2009).

Tüketici Fiyat Endeksi tüm ücretlilerin (CPI-W) ve tüm tüketici (CPI-U) gruplarının harcama grubundaki tüm ticari malları ve hizmetleri kapsamaktadır. Tüm tüketiciler grubu nüfusun yaklaşık %87'sini içeren daha kapsamlı bir gruptur.⁷⁹ TÜFE şehrin büyüklüğüne, ülkenin bölgesine göre de hesaplanabilmektedir. CPI, ABD'deki enflasyon açısından en fazla takip edilen indikatördür. Enflasyonun etkisini anlayan yatırımcıların bu etkiyi anlamayanlara göre daha fazla kar ettiklerini söylemek mümkündür. Enflasyon hizmetlerdeki ve mallardaki genel fiyat seviyelerinde yaşanan

⁷⁹ a.g.i.s.

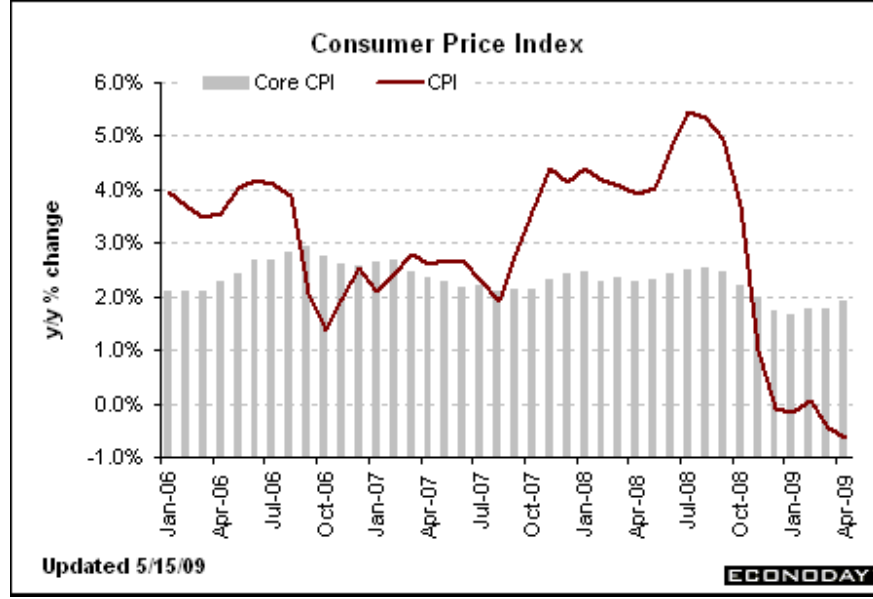
yükselişi ifade etmektedir. Enflasyon ve faiz oranlarındaki ilişki CPI gibi indikatörlerin piyasaları ve yatırımları nasıl etkilediği konusunda önemlidir.

Örneğin eğer bir kişi sizden 100\$ borç almış ve bu parayı faiziyle birlikte bir yılda ödeyeceğine söz vermişse ve eğer siz bir yıl sonra 100\$ ile şu anda alabileceğiniz mal ve hizmeti alamayacağınızı düşünüyorsanız, ne kadar fiyat talep edeceğiniz enflasyon oranıyla ilişkilidir. Eğer enflasyon oranı % 4.1 gerçekleşmişse sizin bundan daha fazla oranda getiri talep etmeniz gerekmektedir. Buna göre enflasyon sizin mortgage veya otomobil kredisi gibi şeylerde ne kadar faiz ödeyeceğinizi de etkilemektedir. Enflasyonun düşük mü yoksa yüksek mi olduğunu ya da düşme eğiliminde mi artma eğiliminde mi olduğunu takip ederek yatırımcılar yatırımlarının performansı hakkında fikir oluşturabilmektedirler. Uzun dönemde ise, bono piyasası CPI'daki yükselişte yükselip düşüşte düşmektedir. Hisse piyasası ise enflasyonla ters yönde hareket etmektedir. Aşağıdaki grafik sırasıyla CPI'daki aylık ve yıllık değişimleri vermektedir.



Grafik 17. Tüketici Fiyat Endeksindeki Aylık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 15/05/2009).



Grafik 18. Tüketici Fiyat Endeksindeki Yıllık Yüzde Değişim (2006 - 2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 15/05/2009).

2.1.1.2. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GDP)

GSYİH bireyler, işletmeler, yabancılar ve kamu kuruluşları tarafından belli bir zaman içerisinde ulusal sınırlar içinde üretilen tüm mal ve hizmetlerin toplam değerini ifade etmektedir.⁸⁰ Bu değer nominal dolar ve reel dolar cinsinden ya da endeks formuyla ifade edilmektedir. Ekonomistler ve piyasa oyuncuları reel büyüme oranı verisine odaklı olduğu için GSYİH verisini ya endeks haliyle ya da reel dolar cinsiyle ifade etmektedirler.

Aşağıda GSYİH'nin reel dolar cinsinden ve endeks olarak değişimi verilmiştir.

⁸⁰ (Çevrimiçi) <http://economics.about.com/cs/economicsglossary/g/gdp.htm>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).



Grafik 19. GSYİH Reel Büyümesinin Çeyrek Dönemlik ve Yıllık Yüzde Değişimi (1. Çeyrek 2000- 1. Çeyrek 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 29/04/2009).

2007 üçüncü çeyrekte sonra GSYİH’de düşme eğiliminin başladığını ve özellikle 2008 birinci çeyrekte çok sert bir düşüşün yaşandığını söylememiz mümkündür. 2008 yılı boyunca resesyona uğrayan ABD GSYİH’de sürekli eksi değerler kaydetmiştir.

2009 birinci çeyrek itibariyle eksi bölgesi çok az geri çekilmiştir. Toparlanmanın bu hızda gerçekleşeceği kabul edilirse, ABD piyasalarında önceki dönemlerdeki rahatlığın sağlanmasına daha zaman olduğu rahatlıkla söylenebilir.



Grafik 20. GSYİH Endeksinin Çeyrek Dönemlik ve Yıllık Yüzde Değişimi, (2000 1.Çeyrek – 2009 1.Çeyrek)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 29/04/2009).

Bireysel tüketim harcamaları; buzdolabı araba gibi dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamalar, giyecek ve gıda gibi dayanıklı olmayan tüketim mallarına yapılan harcamalar ve ulaşım bankacılık eğitim gibi hizmetlere yapılan harcamalar olarak ayrılmaktadır. Özel konut alımları konut yatırımları olarak sınıflandırılmaktadır. Şirketler bilgisayar yazılımı dayanıklı ekipman ve ikamet dışı yatırımlar yapmaktadır. Üretimin tüm evrelerindeki stoklar yatırım olarak sayılmaktadır. Stok seviyeleri değil sadece stok değişimleri GSYİH'ya eklenmektedir.⁸¹

Net ihracat ihracattan ithalatın çıkarılmasına eşittir. İhracat ABD'de üretilen mal ve hizmetlerin yabancılar tarafından satın alınmasıdır. İthalat dışarıda üretilen mal ve hizmetlerin yerliler tarafından alınmasıdır ve bu GSYİH'den mahsup edilmektedir.

⁸¹ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html> , (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

GSYİH endeksi enflasyonun kapsamlı indikatörüdür. Genellikle tüketici fiyat endeksinden daha düşüktür çünkü GSYİH'ye dahil olup TÜFE'ye dahil olmayan yatırım malları, tüketici mal ve hizmetlerinden daha düşük enflasyon oranına sahip olma eğilimindedir. GSYİH bir ekonomik kartıyla ilgili en kapsamlı veridir. GSYİH verisi beklenenden daha yüksek geldiğinde bono fiyatlarında düşüş gözlemlenirken hisse fiyatlarında yükseliş yaşanmaktadır.

2.1.1.3. Özel Sektör İstihdamı (ADP Employment Report) – İstihdam Verileri (Employment Situation) – İşsizlik Başvuruları (Jobless Claims)

Özel sektör istihdam verisi raporu özel sektörün 2008 yılındaki son 6 aya ait kayıtlarından hesaplanmaktadır. Bu veri yaklaşık 400,000 şirket müşterisini, ve tüm özel sektörlerde çalışan 24 milyon işçiyi kapsamaktadır. Bu veri her ayın 12'sine denk gelen haftanın alınması gibi ödeme dönemlerinin ortası seçilerek ve ABD İş İstatistikleri Bürosu tarafından kendi istihdam verilerini hesaplamada kullandıkları istatistiksel bir yöntemle hesaplanmaktadır.⁸²

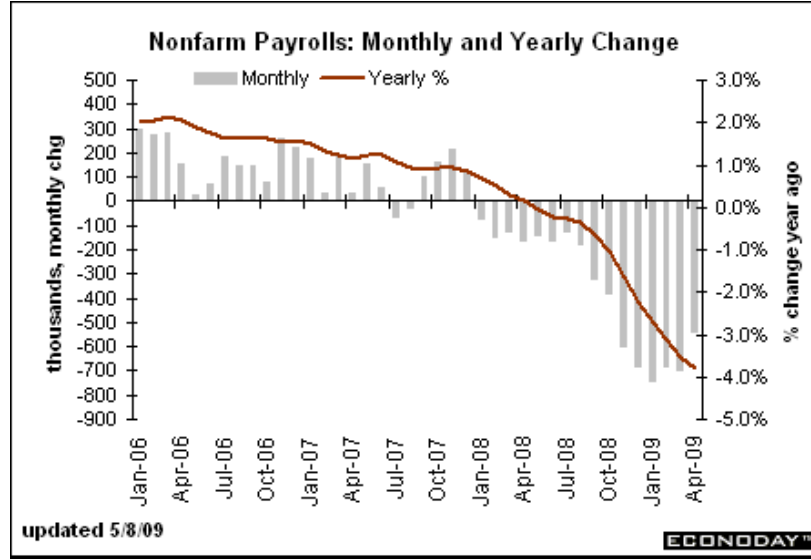
Veri, tarım dışı istihdam ve tarım dışı ücret ödemeleri için de önceden fikir vermektedir. Piyasa oyuncuları bu veriyi takip ederek bu veriden birkaç gün sonra açıklanan istihdam raporu için fikir edinmektedirler ve genellikle gelen veriler önceden gelen bu veriyi destekler nitelikte olmaktadır. Bu veri işsizliğin arttığı küresel kriz boyunca eksi değerler taşımıştır.

İstihdam verisi işsiz kişilerin sayısının, 60,000 hane halkı tarafından yapılan anketten çalışabilecek işgücü kapasitesine giren kişilerin toplamına bölünmesine eşittir. İşçiler part-time çalıştığına ya da kaç işte çalıştığına bakılmaksızın bir kez sayılmaktadırlar. Aynı zamanda işsiz olarak sayılan kişiler de çalışmak için iş arayanlar olarak belirlenmektedir.⁸³

⁸² a.g.i.s.

⁸³ a.g.i.s.

Bu veri pek çok öncü göstergeyi içinde barındırmaktadır. Bu verilerden en önemlisi ve en popüler olanı tarım dışı istihdam verisidir. Piyasaların hareketini doğrudan etkilemektedir.



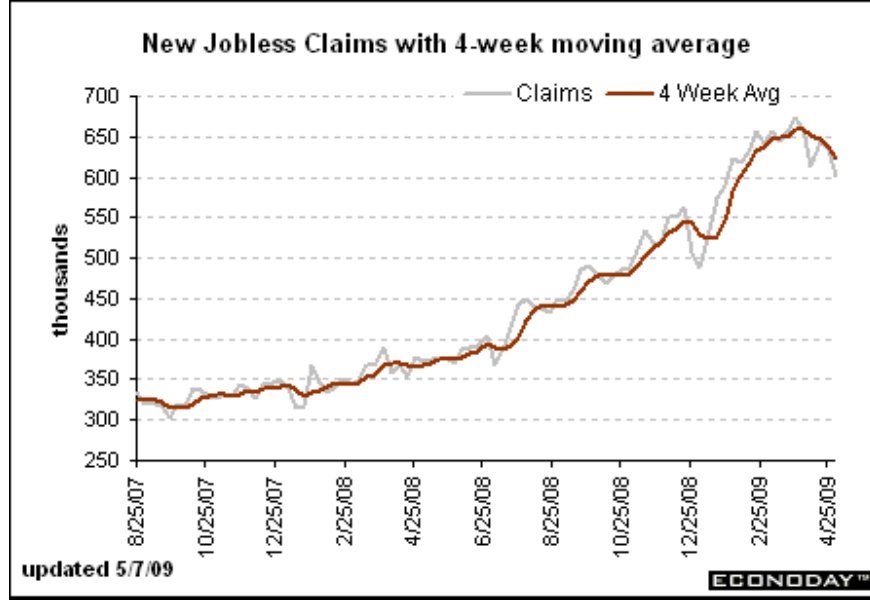
Grafik 21. Tarımdışı Maaşların Yıllık ve Aylık Değişimleri
(2006 Ocak – 2009 Nisan)

Kaynak:(Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ealendar/index.html>. (Erişim Tarihi: 08/05/2009).

Temmuz Ağustos 2007 döneminde eksiye dönerek ilk olumsuz sinyallerini veren veri 2008 yılının başından beri giderek artan eksi bir seyir izlemiştir. Bu anlamda bakıldığında krizin etkisini görmemiz mümkündür.

İşsizlik verileri arasında incelenmesi gereken bir başka veri de işsizlik başvuruları verisidir. Bu veri haftalık olarak açıklanır ve işsizlik sigortasına ilk kez başvuranların sayısını gösterir. Yükselen bir işsizlik başvurusu trendi bozulan bir emek piyasasına işaret etmektedir.

Aşağıdaki grafik Ağustos 2007'den sonra artan işsizlik başvurularını göstermektedir.



Grafik 22. İşsizlik Başvuruları, 4 Haftalık Hareketli Ortalamasıyla Birlikte (2007 Ağustos – 2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 07/05/2009).

2.1.1.4. İnşaat Harcamaları (Construction Spending)

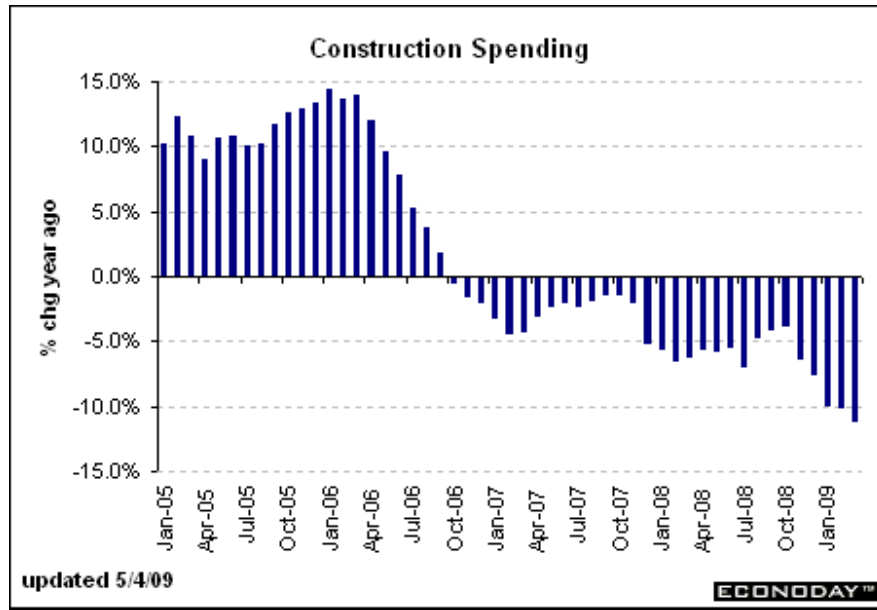
İkame alanlarının, ikame olmayan alanların ve devlet projelerinin inşaat faaliyetlerinin dolar cinsinden değeridir.

İnşaat harcamaları hisse senetleri, bono ve emtialar üzerinde doğrudan etkilidir çünkü ekonominin bu kısmı faiz oranları, işletme nakit akımları ve maliye politikalarının hepsinden etkilenmektedir.⁸⁴ Daha spesifik anlamda bakıldığında, bu datadaki trend büyük ölçekli inşaat firmaları hakkında ve bu alandaki firmaların hisse senetleri hakkında önemli ipuçları vermektedir. Kereste gibi emtia fiyatları da inşaat endüstrisinin genel trendine karşı hassastır. İnşaat harcamaları verisinin bir kısmı eğitim binaları, karayolları, caddeler gibi devlet projeleriyle de ilgilidir.⁸⁵

⁸⁴ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

⁸⁵ (Çevrimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/bci/ConstructionSpending.htm>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

Teknik bir nota göre, inşaat harcamaları özel yerleşim, özel yerleşim dışı ve hükümet için inşaat harcamaları gibi GSYİH'nin üç bileşinindeki kilit öneme sahip girdilerden oluşmaktadır. Bu da inşaat harcamaları verisinin ekonominin momentumu için neden iyi bir veri olduğunu göstermektedir.⁸⁶ Özellikle son yaşanan global krizle birlikte bu veriye gösterilen önem oldukça artmıştır. Mortgage sektörünün yaşadığı çöküşle birlikte inşaat harcamaları yüzde değişimde eksi değerler kaydetmiştir. Aşağıdaki grafik inşaat harcamaları verisinin seyrini göstermektedir.



Grafik 23. İnşaat Harcamaları (2005- 2009 Nisan)

Kaynak:(Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ealendar/index.html>,
(Erişim Tarihi: 05/05/2009)

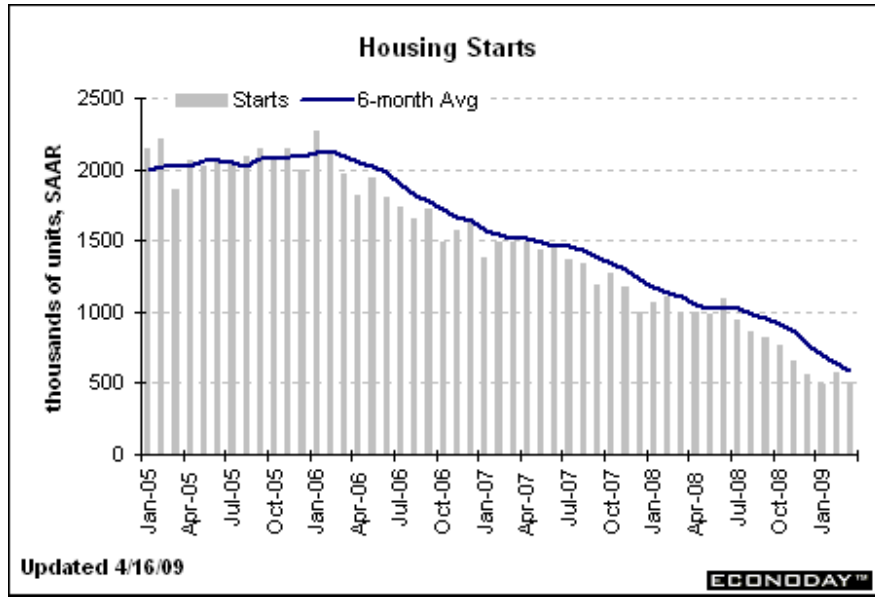
Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi 2006 yılının son aylarında bile düşme eğilimine giren veri aslında patlayacak olan mortgage krizinin ilk sinyallerini vermiştir. 2007 yılının son dönemlerinden itibaren bakıldığında sürekli bir önceki eksi değerden daha fazla bir eksi değer kaydeden bir seyir gözlemlenebilmektedir.

⁸⁶ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ealendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

2.1.1.5. Konut Başlangıçları (Housing Starts) - S&P Case- Schiller Konut Fiyat Endeksi (S&P Case Schiller HPI)

Konut başlangıçları verisi, inşasına ilk olarak başlanan konutları ifade etmektedir. Geçmiş dönemlere oranla mortgage krizinin patlak vermesiyle birlikte verinin önemi gitgide artmıştır. İki kelimeyle bu verinin önemini kelebek etkisi olarak özetlemek mümkündür.

Konut inşa edenler bir konutu bitirmelerinin hemen üzerine ya da henüz bitirmeden önce satabilecekleri konusunda kendilerini güvende hissetmeden yeni bir konuta başlamazlar. Konut başlangıçları oranındaki değişim konuta olan taleple ilgili çok şey anlatırken inşaat endüstrisine de bir bakış atmayı sağlamaktadır. Aynı zamanda bir konutun satışı ekonomide buzdolabı mobilya satışı gibi pek çok tüketim ürününün satışına da yol açmaktadır. Konut başlangıçlarındaki düşüş küresel krize ait ilk sinyalleri vermiştir.⁸⁷



Grafik 24. Konut Başlangıçları (2005 – 2009 Mart)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 17/04/2009).

⁸⁷ (Çevrimiçi) <http://www.newyorkfed.org/education/bythe.html#housing>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

Özellikle ekonomideki daralmanın etkisi finansal piyasalarda etkin bir şekilde hissedildiğinden beri konut başlangıçları verisi hisse senetlerinde ayı piyasasının yaşanmasına neden olmuştur. Bono piyasası ise konut başlangıçlarının düşük seyretmesinin etkisiyle yükselişe geçmiştir.

Konut başlangıçları ile beraber özellikle S&P endeksine yönelik düzenlenmiş yine konut fiyatları için oluşturulan bir endeks daha vardır. S&P Case Shiller Konut Fiyat Endeksi ABD'deki 20 metropolde bulunan konutların değerlerinde değişimleri belirlemek üzere kullanılan bir endekstir.⁸⁸ Her ayın son salı günü hesaplanmaktadır. Konut değerleri konut ve inşaat sektörünü ama aynı zamanda da ekonomiyi oldukça etkilemektedir. Artan konut değerleri yeni inşaatların yapılması konusunda inşaat firmalarını cesaretlendirmektedir. Ayrıca yükselen konut fiyatları kişilerin tüketim harcamaları ve mali durumları açısından da önemli rol üstlenmiştir. Son on yılın ilk çeyreğinde konut fiyatları çok keskin bir şekilde artmış ve tüketicilerin harcamasını hızlandırmıştır. 2007 ortalarından itibaren yaşanan kredi krizi, konut fiyatlarındaki zayıflama, ekonomiyi ters yönde etkilemiştir. Tüketiciler ev alırken kullandıkları kredileri ödeyemez duruma gelmiştir. Bunlara ek olarak şiddetli bir şekilde düşen konut fiyatları konut sahiplerini kredi ödemelerinde kendilerini finanse edemeyecek duruma getirmiştir.

2007 yılı boyunca ve 2008'de bu, piyasanın en büyük sorunu haline gelmiştir. Bu endeks 2007 yılının ortasından 2008 yılının ortasına %16 oranında düşüş göstermiştir. O dönem için beklentiler ise %10 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sahibi oldukları emlakların fiyatlarının yükselmesiyle refahlarının arttığını düşünen ve bu çerçevede borçlanıp para harcayan Amerikalılar için bu büyük bir şok oluşturmuştur.⁸⁹

⁸⁸ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

⁸⁹ Eğilmez, a.g.e. s. 67.

2.1.1.6. Bekleyen Konut Satışları (Pending Home Sales Index) - Mevcut Konut Satışları – Yeni Ev Satışları (Existing / New Home Sales)

Bekleyen konut satışları, konut faaliyetleri hakkında öncü bir gösterge niteliğinde ve Ulusal Emlak Komisyoncuları Birliği tarafından oluşturulan bir veridir. Bu anlamda yeni ev satışları için değil, mevcut ev satışları için bir gösterge niteliği taşımaktadır. Bu veri sadece konut talebiyle ilgili bir ölçek değil aynı zamanda da ekonominin gidişatı ile ilgili bir kanı oluşturmayı sağlar.⁹⁰ Kişiler ev almak için kendi mali pozisyonlarına dair kendilerini rahat ve güvende hissetmeye mecburdurlar. Aynı zamanda bu önemsiz gibi görünen data ekonominin, yönü açısından doğal olarak piyasalar ve yatırımlar açısından çok güçlü bir çarpan etkisine sahiptir. İkinci el ev satışlarını ölçen bekleyen ev satışları gibi ekonomik verileri takip eden yatırımcılar farklı yatırım fikirleri ve portföy yönetiminde geniş bir perspektif kazanmaktadırlar.

İkinci el ev satışları aynı zamanda emlak komisyoncularının gelirlerini de göstermektedir. Aynı zamanda bu veri, alıcılar için sayısız tüketim fırsatlarını anlatmaktadır. Buzdolapları, çamaşır bulaşık makineleri ve mobilyalar ev alanların alacağı tüketim ürünlerinden sadece bir kaçıdır. Yüzbinlerce insanın yeni ev sahibi olduğu düşünülürse bu ekonomide kelebek etkisi yaratabilmektedir.

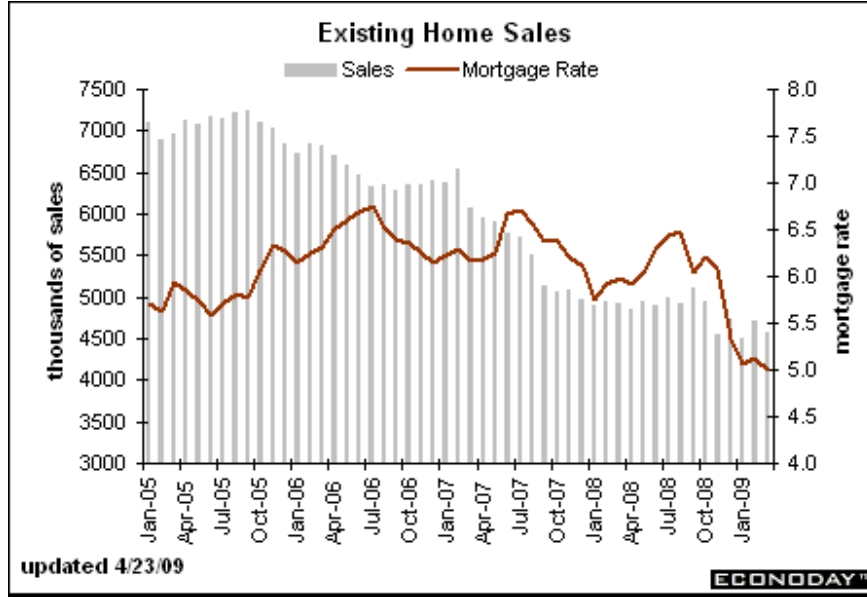
İkinci el ev satışlarının hisse piyasası, bono piyasası ve emtialar üzerinde direkt olarak etkili olduğu düşünülürse, genel anlamda finansal piyasalar ve ekonominin zeminin oluşmasında da etkisi olduğu söylenebilir.

Mevcut konut satışları daha önceden inşa edilen konutların kat mülkiyetine alınan veya kooperatif ödemelerinin tamamlanmasıyla satışının bitmiş olmasıyla satış işlemi tamamen biten konutların sayılarıyla örtüşmektedir.⁹¹

⁹⁰(Çevrimiçi) http://mam.econoday.com/byeventdef.asp?event_id=304&cust=mam, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

⁹¹(Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

Mevcut ev satışları yeni ev satışlarına oranla piyasada daha fazla paya sahip olduğundan konut piyasasının trendini de belirleyebilmektedir. Mevcut konut satışlarındaki trend konut inşa edenlerin, ev mobilyası yapanların hisse senetleriyle ilgili de ipuçları vermekte, mortgage kredisi veren kuruluşları da etkilemektedir.



Grafik 25. Mevcut Konut Satışları (2005 – 2009 Mart)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 23/04/2009).

Yeni konut satışları, yeni inşa edilmiş ve ay içerisinde satış işlemi tamamlanmış konut sayısını vermektedir. Yeni konut satışları verisi de mevcut konut satışı gibi konut piyasasının trendini etkileyebilmekte ve ekonomik gidişat hakkında fikir verebilmektedir.

2.1.1.7. Motorlu Taşıtlar Satışları (Motor Vehicle Sales)

Motorlu taşıtlar verisi, yerel sınırlar içinde üretilen binek araçların ve hafif ticari araçların birim satışlarını gösteren bir veridir. Bireysel üreticiler genellikle satışlarını

ayın ilk iş günü raporladıkları için bu veri genelde ayın ilk iş günü açıklanmaktadır. Motorlu taşıtlar verisi tüketici harcamalarının trendini gösteren iyi bir veridir.⁹²

Motorlu satışlar verisi tüketici harcamalarını anlamamız yönünde önemli bir veri olduğu için piyasa oyuncuları genel olarak ekonominin gidiş yönünü anlamak amacıyla bu veriyi takip etmektedirler. Tüketim harcamaları modeli hisse senedi ve bono piyasasına etki eden önde gelen unsurlardan birisidir. Güçlü ekonomik büyüme sağlıklı şirket karlarını ve yüksek hisse senedi fiyatlarına işaret eder. Bono piyasası güçlü ekonomik büyümenin gerçekleştiği piyasalara odaklıdır çünkü güçlü ekonomik büyüme enflasyon açısından da yol gösterici bir nitelik taşır. İdeal durum, ekonominin güçlü ekonomik büyüme ve aşırı büyüme arasında kalmasıdır. Bu denge 1990'larda büyük ölçüde sağlanmıştır. Bu sebeple bono ve hisse piyasalarının yatırımcıları 1990'larda yaşanan boğa piyasasında muazzam karlar elde etmiştir. Düşük faiz oranları 2006 yılından itibaren motorlu taşıtların satışlarını desteklemiştir. Fakat 2008 yılında kredi patlaması ve resesyon motorlu taşıt satışlarında sert bir düşüşe neden olmuştur.⁹³

Daha spesifik anlamda, otomobil ve traktör satışları otomobil üreticileri otomobil yan sanayi üreticilerinin piyasa koşullarını göstermektedir. Bu rakamlar, bazı hisselerin fiyatlarına etki edebilir ve bu endüstrideki yatırım fırsatlarına bakış sağlayabilmektedir. Pek çok tüketicinin otomobil ve traktör almak amacıyla borçlandığı varsayıldığında, otomobil ve traktör satışlarının aynı zamanda piyasada o anda yaşanan güveni ve gelecekteki ekonomik koşulları yansıttığını söylememiz mümkündür. Özellikle kriz boyunca Chrysler'in iflasının gündeme gelmesi General Motors (GM) ya da Ford'un durumuyla ilgili kötü beklentiler bu verinin olumsuz olarak etkilenmesine yol açmıştır.

⁹² (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi : 05/02/2009).

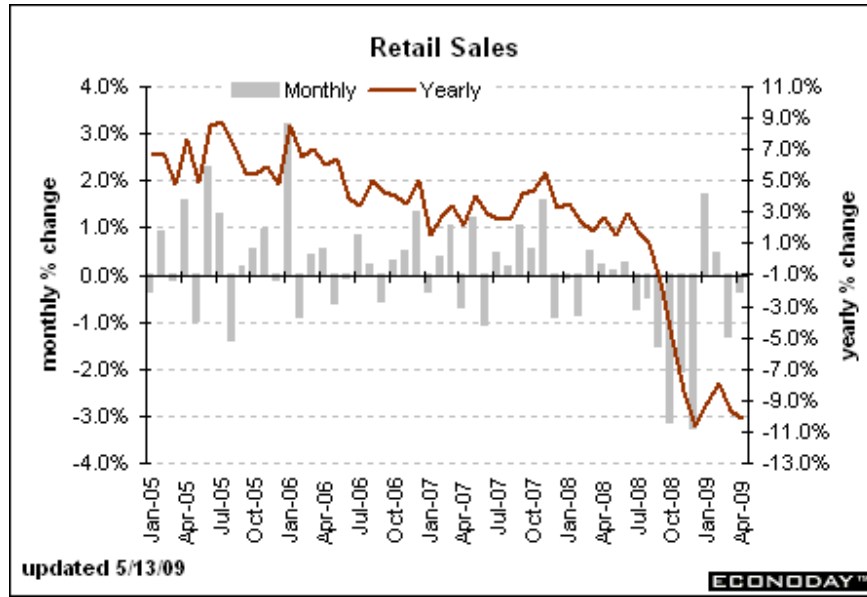
⁹³ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

2.1.1.8. Parakende Satışlar (Retail Sales)

Parakende Satışlar verisi ulusal ve bölgesel olarak tüm iş dallarındaki parakende satışları sınıflandırmak için kullanılmaktadır. Bu veriler enflasyona göre ayarlanmamış cari dolarla ifade edilmektedir. Parakende satışlar sadece genel görünüm hakkında değil aynı zamanda farklı parakende sektörlerindeki trend hakkında da bilgi vermektedir.⁹⁴

Parakende satışlar verisi yatırımcılara, firmaların çeyrek dönem ya da yıllık verilerini beklemeden firmaların yatırım fırsatları hakkında bilgi vermektedir.

2007 kredi kriziyle birlikte tüketim harcamalarındaki düşüş parakende satışları etkilemiş ve verideki değişimler eksi değerler almıştır. Aşağıdaki grafikte parakende satışların aylık ve yıllık değişimleri verilmiştir.



Grafik 26. Parakende Satışların Yıllık ve Aylık Değişimi (2005-2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 13/05/2009).

⁹⁴ (Çevrimiçi) <http://www.newyorkfed.org/education/bythe.html#retail>, (Erişim Tarihi:05/02/2009).

2008 yılı boyunca, bileşenler arasında sapmalar yaşanmıştır. İnşaat malzemelerinin satışı inşaat sektöründeki resesyona birlikte önemli düşüş kaydetmiştir. Yılın ilk çeyreğinde gaz satışları artmış fakat ikinci yarısında onlarda düşüşe geçmiştir. Sonuç olarak yıl sonunda tüm parakende satışlarda kişilerin işlerini kaybetmesi resesyona artması gibi nedenlerle parakende satışlar negatif olarak gerçekleşmiştir.

2.1.1.9. Dayanıklı Mal Siparişleri (Durable Goods Orders)

Dayanıklı tüketim malı siparişleri yerel imalatçıların şu andaki ve gelecekteki teslimat için aldıkları fabrika siparişlerini yansıtmaktadır. İlk açıklanan veri dayanıklı mal siparişleri için ön bir tahmin sağlamaktadır. İki hafta sonra, tamamlanmış ve revize edilmiş haliyle fabrika siparişleri verisi gelmektedir.

Dayanıklı mal siparişleri verisinde ulusal olmak üzere hem pazar hem de sanayi kategorileri mevcuttur. Hemen ve gelecekteki teslimat için yeni siparişler yasal bir anlaşmayla alınmaktadır. Dayanıklı mal siparişleri yarı iletken mallara ait verileri içermemektedir çünkü yarı iletken mal üreticileri bilgilerini Sayım Bürosuna artık bildirmemektedir.⁹⁵

Ayrıca dayanıklı mal siparişleri raporu, sevkiyatı, karşılanmamış siparişleri ve stokları da içermektedir. Sevkiyat dağıtım yapılan ürünler demektir, bu fiyata indirimler ve karşılıklar düşüldükten sonraki net satış fiyatı dahil, navlun ücretleriyle vergiler hariçtir. Karşılanmamış siparişler ise siparişi alınmış fakat henüz teslim edilememiş ürünlerdir.⁹⁶

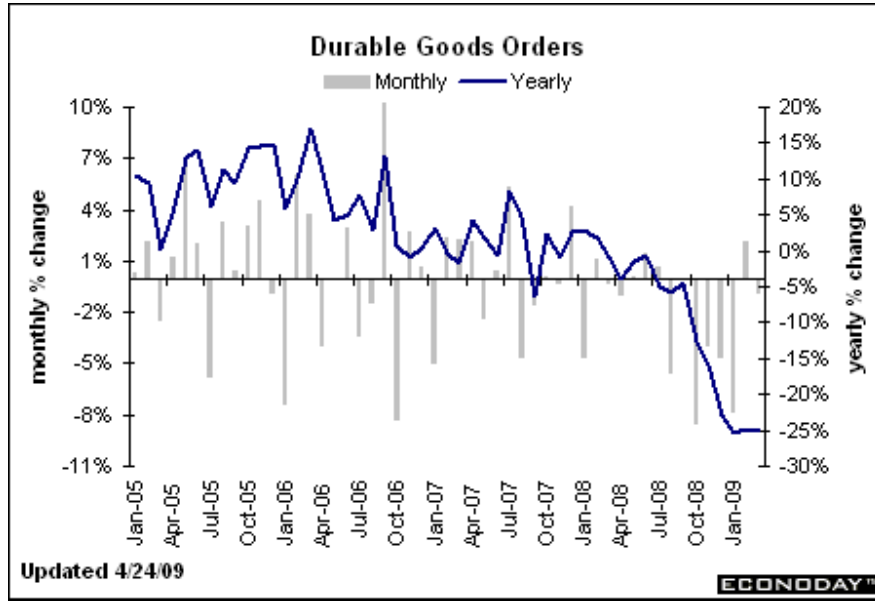
Yatırımcılar yatırımlarından nasıl sonuç alacaklarını anlayabilmek için ekonominin nabzını tutmak isterler. Yükselen hisse senedi fiyatları yüksek şirket karlarına, yüksek şirket karları da güçlü ekonomik büyümeye dayanmaktadır. Güçlü ekonomik büyüme bono piyasası için geriletici bir etki yapmakla birlikte bu her zaman geçerli olmayabilir bono piyasası enflasyonist baskıya karşı daha hassastır. Ekonomi çok hızlı büyüdüğünde

⁹⁵ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

⁹⁶ (Çevrimiçi) http://useconomy.about.com/od/economicindicators/p/Durable_Goods.htm, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

ve talep karşılanamadığında enflasyonist baskı artmaktadır. Dayanıklı mal siparişleri gibi ekonomik verileri takip ederek yatırımcılar hisse piyasası ve bono piyasasının ekonomik zemini hakkında ve kendi portföylerinin gelecekteki durumları hakkında fikir sahibi olmaktadır.⁹⁷

Dayanıklı mal siparişleri gelecek dönemlerde fabrikaların yoğunluğu ve işçilerin çalışmalarıyla ilgili verileri de göstermektedir. Bu veri sadece buzdolabı ya da araba satışlarını değil aynı zamanda endüstri makinesi elektrik makinesi gibi iş yatırım alanındaki siparişleri ve hatta bilgisayar siparişlerini de içermektedir. Yani dayanıklı mal siparişleri verisi yatırımcılara imalat sektöründen ya da genel anlamda ekonomik bileşenlerden ne beklentileri gerektiği ve yatırımlarının nasıl etkileneceği konusunda bilgi vermektedir.



Grafik 27. Dayanıklı Mal Siparişleri (2005 – 2009 Mart)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 24/04/2009).

⁹⁷(Çevrimiçi) http://mam.econoday.com/byeventdef.asp?event_id=243&cust=mam, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

Tüketimin azalmasıyla birlikte dayanıklı mal siparişlerinde de bir gerileme durumu mevcuttur. Sonuç olarak dayanıklı mal siparişleri, sanayi üretimi verisi, fabrika siparişleri verisi ve sermaye harcamaları için öncü gösterge niteliğinde nominal dolarla ifade edilen bir veridir.

2.1.1.10. Fabrika Siparişleri (Factory Orders)

Fabrika siparişleri dayanıklı olan ve olmayan tüm mallardaki yeni siparişlerin dolar cinsinden değerini ifade eder. Bu veri dayanıklı tüketim malları verisinden daha kapsamlı bir fikir vermektedir.⁹⁸ Bu data ilerleyen zamanlarda verilen bu siparişler için çalışacak olan üreticiler ve fabrikaların yaşayacağı yoğunluk konusunda bilgi vermektedir. Sonuç olarak, fabrika siparişleri verisi yatırımcılara imalat sektöründen, ekonominin genel yönünden ne beklentileri konusunda fikir vermektedir.

2.1.1.11. Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni Anketi (Consumer Sentiment) – Tüketici Güveni (Consumer Confidence)

ABD’de tüketici güveni incelemek amacıyla iki veri takip edilmektedir. Bunlardan biri Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni diğeri ise Tüketici Güveni verisidir.

Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni verisi, 500 hanehalkına kendi piyasa koşulları ve ekonomi hakkındaki tutumlarına dair verilere ulaşmak için sorulan soruları kapsayan bir ankettir. Bu veri doğrudan tüketici harcamalarının güçlü olup olmamasıyla ilgilidir.⁹⁹

Bu veri ve tüketici güveni verisi tüketicilerin tutumlarını değerlendirmede kullanılan iki önemli veridir. Tüketici harcamalarının bir ekonominin üçte ikisinden daha fazlasını oluşturduğu düşünülürse, piyasaların tüketicilerin yakın gelecekte nasıl davranacaklarıyla ve tüketicilere bağlı olduğunu söylememiz mümkündür. Kendi maddi

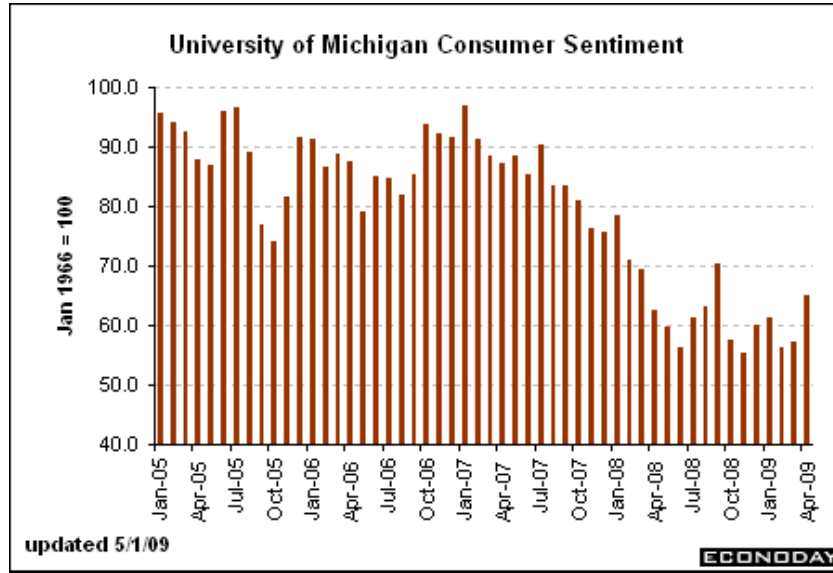
⁹⁸ (Çevrimiçi) <http://www.forexforum.net/forex-glossary/factory-orders.htm>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

⁹⁹ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

durumları ve genel ekonomik gidişat için daha temkinli olan tüketiciler harcama konusunda da daha temkinli davranmaktadır.

Bu mantık çerçevesinde, tüketicilerin tutumlarının ekonominin genel gidişatı yönünde de fikir verdiğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Özellikle küresel mali krizin 2007 yılı ortalarından itibaren derinleşmesi ile birlikte tüketici güveni zayıflamıştır.

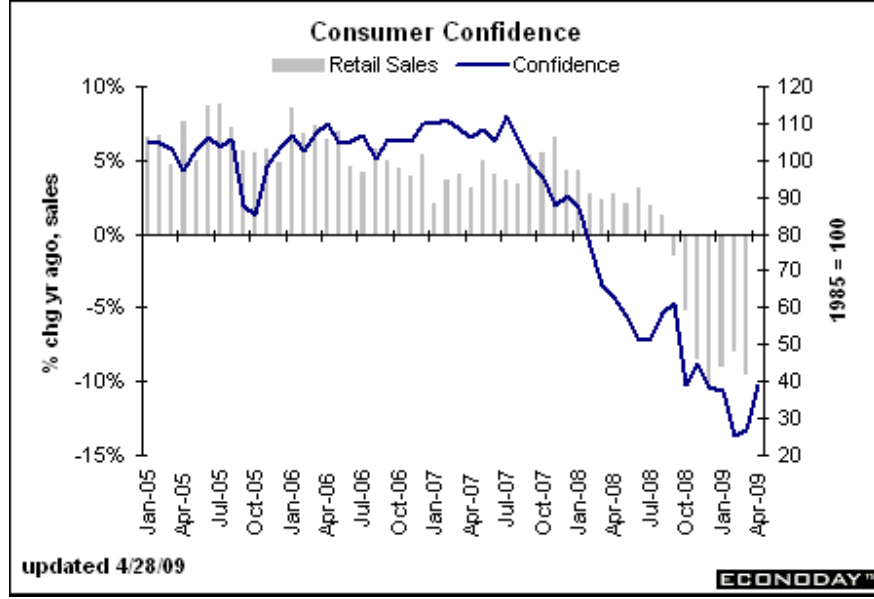
Aşağıdaki grafik Michigan Tüketici güveninin seyrini göstermektedir.



Grafik 28. Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni (2005 – 2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/05/2009).

Tüketici Güveni ise tüketicilerin şu anki koşullarda olan tüketim alışkanlıklarını ve ileride oluşacak koşullardaki beklentilerine dair bir araştırmadır. Her ay ülkenin her yerinden beşbin tüketici seçilip araştırmaya tabi tutulmaktadır.



Grafik 29. Tüketici Güveni (2005 – 2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 28/04/2009).

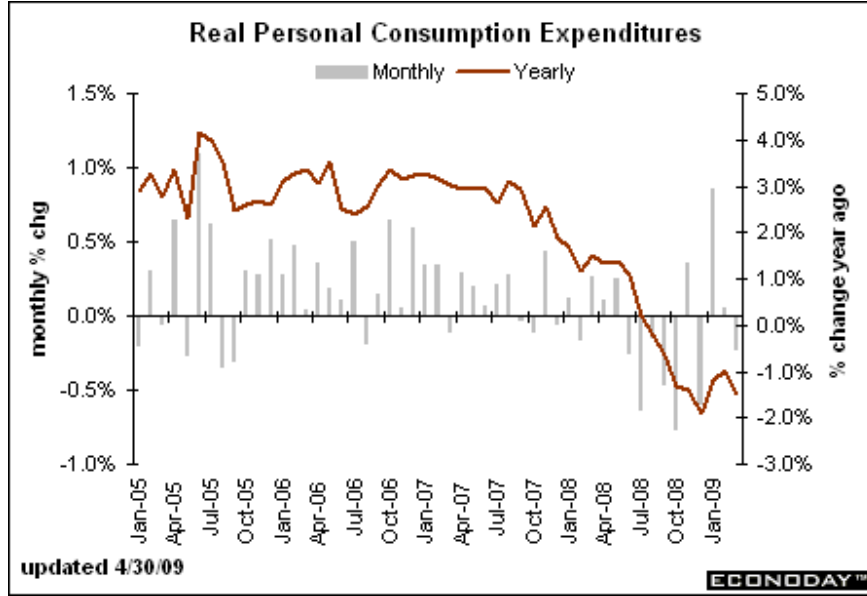
Seyir olarak Michigan Üniversitesi tarafından oluşturulan tüketici güveni endeksiyle aynı seyretmiş ve piyasaları aynı şekilde etkilemiştir. Tüketici güveni açısından Michigan Üniversitesi verisi ABD’de daha fazla takip edilmektedir.

2.1.1.12. Kişisel Gelir ve Harcamalar (Personal Income and Outlays)

Kişisel geliri; maaş, ücret, sosyal sigortalara ödenen işveren payı, servet iradı, temettü ve kira gibi yan ödemeler, kazanılan faiz, işsizlik tazminatı ve sosyal güvenlik gibi transfer ödemeleri oluşturmaktadır.¹⁰⁰ Sosyal sigortalara yapılan kişisel ödemeler kişisel gelirden düşülmektedir. Kişisel tüketim harcamalarının büyük bölümünü kişisel faiz ve transfer ödemeleri oluşturmaktadır. Kişisel tüketim harcamaları dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamalar, dayanıklı olmayan tüketim mallarına yapılan harcamalar ve hizmetlere yapılan harcamalar olarak üç grupta incelenmektedir.

¹⁰⁰ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 07/02/2009).

Kişisel gelir ve harcamalar tüketim sektörünün ve buna dayalı olarak ekonominin ne derece güçlü olduğunu göstermektedir. Gelirler hanehalklarına harcama ya da tasarruf gücü verirken harcamalar da ekonominin büyümesini sağlamaktadır. Tasarrufların belli bir kısmı sermaye piyasalarına giderken bir kısmı da banka hesaplarına giderek ekonomik aktiviteye katılmaktadır. Bu rapordaki tüketim kısmı direkt olarak ekonomiyi etkilemektedir. Çünkü tüketim harcamaları ekonominin üçte ikisinden fazlasını oluşturmaktadır. Kişisel gelir ve tüketimdeki yükselişler bono fiyatlarında düşüşe neden olmaktadır. Eğer harcama eğilimi enflasyonist seviyede değilse hisse piyasası yüksek seyreden kişisel gelir ve harcamalar verisinden olumlu etkilenmektedir çünkü harcamaların artması firmaların karlılığında olumlu etki yaratmaktadır.¹⁰¹ Finansal piyasa katılımcıları ise kişisel gelir ve harcamalar verisine daha önce gelen perakende satışlar verisi olduğu için daha az özen göstermektedir.



Grafik 30. Kişisel Harcamalar , 2005 -2009 Mart

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 30/04/2009).

¹⁰¹ (Çevrimiçi) http://premium.econoday.com/byeventdef.asp?event_id=269&cust=mam (Erişim Tarihi: 07/02/2009).

2.1.1.13. ISM İmalat Endeksi (ISM Mfg Index) – ISM Hizmet Endeksi (ISM Non- Mfg Index) - Empire State İmalat Endeksi (Empire State Mfg Survey)

ISM İmalat Endeksi 50 eyaletteki 21 endüstri kolundan seçilen 300 imalat firmasının satın alma yöneticilerine sorulan ve 11 alt bileşenin 5'ini kapsayan bir yayılma endeksidir. Bu araştırma satın alma yöneticilerine üretimin genel gidişatı, yeni siparişler, sipariş fazlaları, kendilerine has mal stokları, müşterilere ait mal stokları, istihdam, tedarikçiler, ithalat, ihracat ve fiyatlar hakkındaki soruları kapsar. Endeksin hesaplanmasında dikkate alınan beş içerik de, yeni siparişler, üretim, istihdam, tedarikçiler, firmaya ait mal stokları olarak sıralanabilir. Bu beş içerik de eşit olarak ağırlıklandırılır. Katılımcılara niceliksel sorulardan çok niteliksel sorular sorulmaktadır.¹⁰²

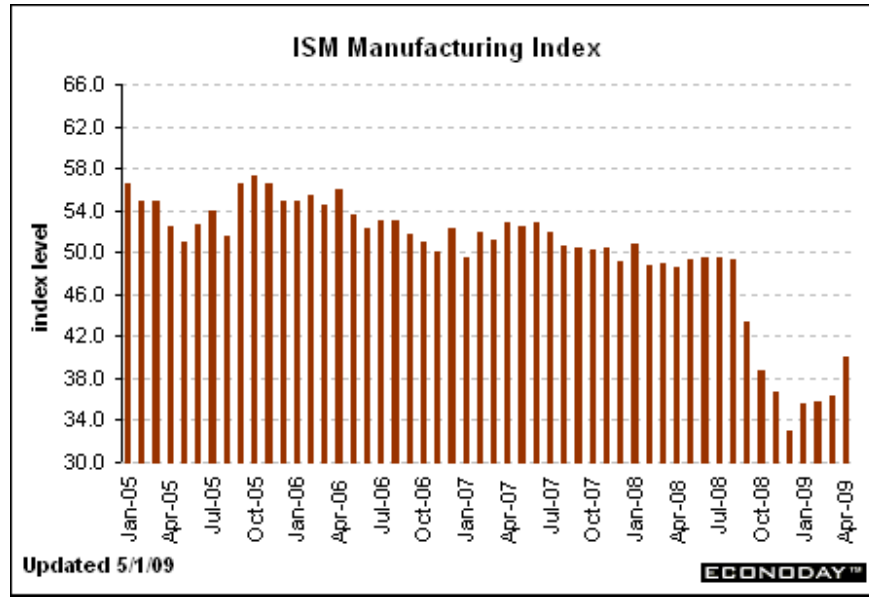
Yatırımcılar ekonominin nabzını tutmaya ihtiyaç duymaktadırlar çünkü ne tarz yatırımların getirisi olduğunu bilmek istemektedirler. ISM İmalat Endeksi gibi ekonomik verileri izleyerek, çeşitli piyasalardaki ekonomik zeminlerin nasıl olduğundan haberdar olabileceklerdir. Hisse piyasaları yüksek şirket karlarına işaret eden sağlıklı ekonomik büyümenin olduğu piyasa koşullarını sever. Bono piyasaları ise daha hızlı olmayan bir büyümeyi tercih eder ve büyük ölçüde çok hızlı bir ekonomik büyümenin olup olmadığı konusunda oldukça hassastır.

ISM İmalat Endeksi verisi imalat sektörüne ait detaylı verileri ve imalat sektörünün yoğunluğunu gösteren bir veridir. İmalat sektörü ekonomideki konjonktürel çeşitliliğin en büyük kaynağı olduğu için bu veri genellikle piyasalar üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. ISM alt endekslerinin pek çoğu ticari mal fiyatlarına bir bakış açısı sağlamaktadır ve enflasyon hakkında da önemli ipuçları vermektedir. Bu data enflasyona dair işaretler verdiği zaman faiz oranlarını belirlemekte FED'e yardımcı olmaktadır. Faiz oranları söz konusu olduğu için de bono piyasası bu dataya karşı oldukça hassastır.

¹⁰² (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

ISM İmalat endeksinin beklentilerden daha güçlü gelmesi, bono piyasasında düşüşe neden olmaktadır. Sermaye piyasaları ise düşük faiz oranlarını tercih etmektedir. Buna rağmen güçlü bir imalat sektörü ISM İmalat endeksinin seviyelerini yükseltir, bu da firma karları açısından iyi olduğu için hisse senedi piyasalarında boğa piyasası yaşatabilir.

Bu veri imalat sektöründe ve aynı zamanda ekonominin genelinde büyüme veya küçülme olup olmadığına dair işaretler vermektedir. Verinin %50 ve %50'nin üzerinde değer kazanması yükselen bir imalat sektörüne ve sağlıklı bir GSYİH büyümesine işaret eder. %50'nin altında kalan göstergeler ise daha azalan bir imalat sektörünü anlatır fakat GSYİH'nin büyümesi ISM endeksi %42.7'nin altına düşene kadar pozitif seviyededir. %50 ve %47'nin arasında gerçekleşen değerler ise GSYİH'nin çok yavaş bir şekilde büyümesine ama imalatın azalmasına işaret etmektedir.¹⁰³



Grafik 31. ISM İmalat Endeksi (2005- 2009 Nisan)

Kaynak:(Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>,
(Erişim Tarihi: 05/05/2009).

¹⁰³ a.g.i.s.

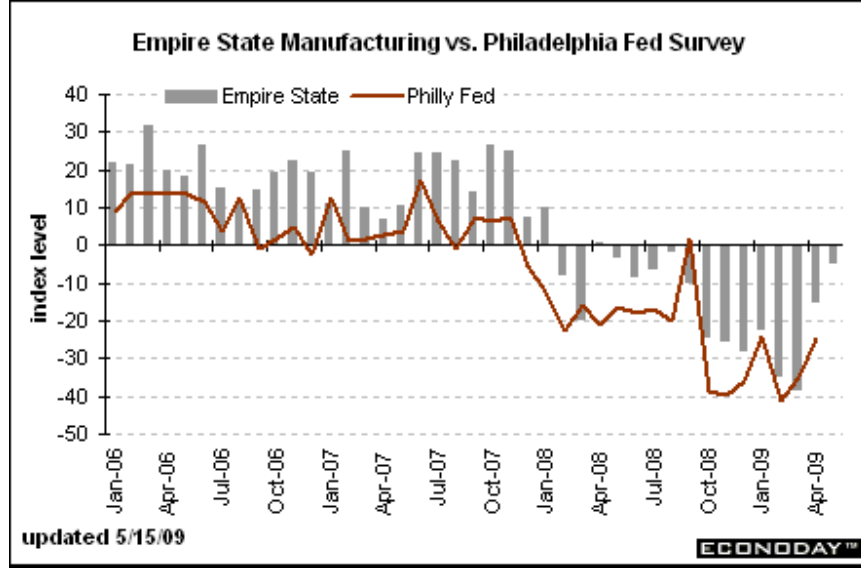
2008 Eylül ayından itibaren yaşanan küresel krizin etkisi bu veride de kendisini göstermiştir. Özellikle 2008 yılının son ayında %34'ünde altında bir endeks hesaplanmıştır.

ISM İmalat Endeksinin 1940'lara dayanan bir tarihi vardır. ISM Hizmet Endeksininse tarihi 2002'ye dayanmaktadır. ISM Hizmet Endeksi ABD'deki tarım, madencilik, ulaşım, inşaat, iletişim, toptacılık ve perakendecilik gibi 60 sektörden seçilen 400 firmaya ait bir araştırmayı kapsamaktadır.

Empire State İmalat Endeksi ise New York FED tarafından New York şehrindeki imalatçılar için yapılan aylık bir araştırmadır. Bu araştırmaya katılan gruplar endüstrinin pek çok kolunu yansıtmaktadır. Her ay havuzda bulunan 175 imalat sektörü yöneticisine bir anket gönderilmekte ve onlardan öncü gösterge çeşitlerinin bir önceki aya göre değişimlerini raporlamaları istenmektedir. Muhataplar aynı zamanda aynı indikatörlerle ilgili yönlerin önlerindeki altı ay boyunca nasıl değişecekleriyle ilgili beklentilerini de belirtmektedirler.¹⁰⁴

Yatırımcılar Empire State İmalat Endeksi gibi ekonomik verileri çeşitli piyasalarda ekonominin genel anlamdaki gidişini anlamak için takip etmektedirler. Bu veri, New York'taki imalat sektörünü detaylı bir şekilde inceleme imkanı sağlamakta, sektörün yoğunluğunu anlatmaktadır. İmalatın ekonominin en büyük sektörlerinden biri olduğu düşünüldüğünde bu verinin piyasalara olan etkisinin de kaçınılmaz olduğu anlaşılmaktadır. 2008 yılı ortalarında krizin derinleştiğini gösteren verilerden birisidir.

¹⁰⁴ a.g.i.s.



Grafik 32. Empire State İmalat Endeksi

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 15/05/2009).

2.1.1.14. Sanayi Üretimi (Industrial Production)

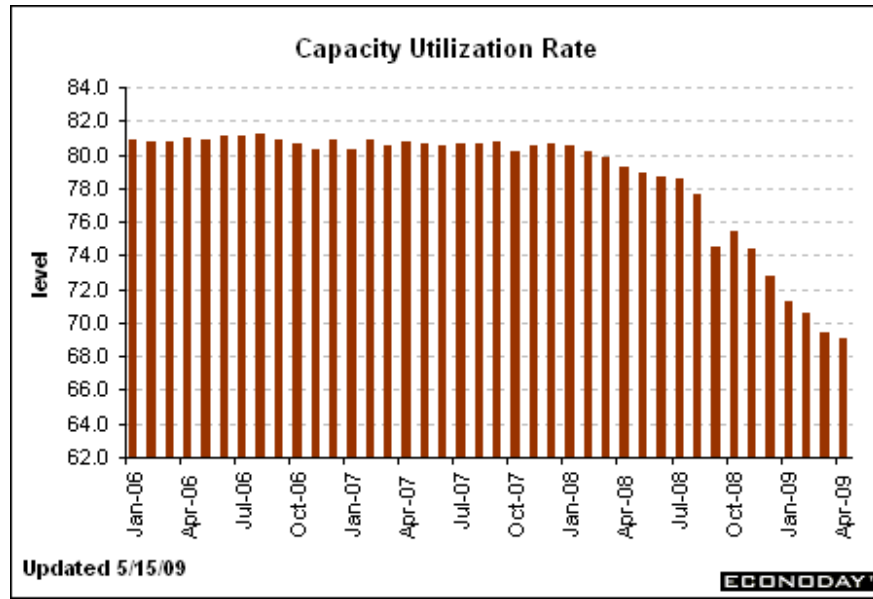
Sanayi üretim endeksi ulusal olarak piyasa ve sanayi gruplamaları anlamında mevcuttur. En bilinen gruplama; nihai mallar, yarı mamuller ve teçhizatlardır. Sanayi gruplaması olarak da imalat, alt yapı hizmetleri ve madencilik sayılabilmektedir.¹⁰⁵ Bu verinin tarihi diğer ekonomik verilerin aksine 1992'lere kadar gitmekte olduğu için Güney Amerika Sanayi Sınıflandırması Sistemi tarafından 2000'lerin başında revize edilmiştir.

Yatırımcıların bu veriyi önemsemesinde ISM İmalat Endeksi'nde anlatılan nedenler geçerlidir. Bu veri imalatta, madencilikte ve alt yapı hizmetlerinde ne kadar üretimin olduğunun bir göstergesidir. Özellikle imalat sektörünün ekonominin döngüsünü sağlayan bir sektör olması dolayısıyla bu rapor piyasaların davranışlarına etki etmektedir. Sanayi üretim verilerine dikkatle bakarak sermaye mallarının mı tüketim mallarının mı daha hızlı büyüdüğünü söylemek mümkündür.

¹⁰⁵(Çevrimiçi) <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/industrial+production>, (Erişim Tarihi: 07/02/2009).

Özellikle yaşadığımız krizde inşaat ürünlerinin ne ölçüde üretildiği ya da diğer ürünlerden hangilerinin üretildiği dikkatle izlenmiştir. Bu detaylı veri ekonominin hangi sektörlerinin büyüüp hangilerinin büyümediğini göstermektedir.

Bu veriyle birlikte açıklanan kapasite kullanım oranı verisi de çıktıları üretirken kaynak kullanılabilir kapasitenin ne kadarının kullanıldığını göstermektedir.



Grafik 33. Kapasite Kullanım Oranı, (2006 -2009 Nisan)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 15/05/2009).

Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi küresel krizin derinleştiği 2008 Eylül ayından itibaren üretimin gerilemesiyle birlikte kapasite kullanım oranlarında da gerileme yaşanmıştır. Önceleri %84 -%85'lerde seyreden bu veri %70'lere kadar gerilemiştir. Kapasite kullanım oranındaki en kritik seviye %85 seviyesidir. Eğer bu oran %85 gibi çok yüksek seviyelere çıkmışsa üretimdeki enflasyonist bir darboğaz anlamı taşımaktadır.¹⁰⁶ FED bu veriyi faiz politikasını belirlemek için çok sıkı takip etmektedir. Faiz oranlarıyla daha sıkı ilişki içinde bulunan bono piyasası bu veride değişimlere karşı

¹⁰⁶ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 07/02/2009).

çok duyarlıdır. Bono piyasasının yükselişi için düşük kapasite kullanım oranlarının ve düşük üretimin gerçekleşmesi gerekmektedir. Üretimin güçlü olduğu ve kapasite kullanım oranının yüksek olduğu piyasalar bono fiyatlarında düşüşe neden olmaktadır. Üretimdeki sağlıklı büyüme ise hisse senedi piyasalarında yükselişi sağlamaktadır.

Bu veriyi belirlemedeki diğer önemli bir hususta motorlu taşıtlar ve yan sanayi, uçak ve bilgi teknolojisini içeren üç sektörün çok önemli olduğudur. Bu üç sektörden herhangi birindeki dalgalanma rahatlıkla toplamı da etkileyecektir. 1990'larda ileri teknoloji üretimiyle birlikte %40'lardan 60'lara kadar değer kazanan bu veri 2001 yılında yaşanan resesyondan sonra %20'lere kadar gerilemiştir.

2.1.1.15. Verimlilik ve İşgücü Maliyetleri (Productivity and Costs)

Verimlilik ekonomideki mal ve hizmetleri üretmekteki emek etkinliğinin büyüklüğünü ölçmek için kullanılmaktadır. Birim işçilik maliyeti birim çıktıları üretmede kullanılan işgücünü yansıtmaktadır. İki veri de gelecekteki enflasyonist trendler için indikatör olarak takip edilmektedir.

Verimlilikteki büyüme yüksek ücretler ve enflasyonist beklentiler haricindeki hızlı ekonomik büyüme açısından kritik bir datadır. Verimlilik işçilerin verimli çalıştıklarında saat başına ne kadar reel ücret kazanacaklarını yansıttığından aynı zamanda ekonominin genel refahını artırmaya da yardım eden ana faktörlerdendir. Verimlilik ve işçilik maliyetleri trendi onlarca yıllık sürede değişiklik göstermiştir. 1990'ların sonuna doğru, bazı ekonomistlerin ileri sürdüğü dramatik verimlilik yaklaşımları daha önce belediklerinden daha hızlı bir ekonomik büyümeye yol açmıştır. İlk olarak bazı FED yetkilileri şüpheciliklerini ifade etmiş, fakat sonraki dönemlerde verimliliğin ekonomik büyümeye ve 1990'lardaki olası GSYİH büyümesine destek olduğuna karar vermişlerdir.¹⁰⁷

¹⁰⁷ (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com/markets/ecalendar/index.html>, (Erişim Tarihi: 05/02/2009).

2.1.1.16. Faiz kararı

Her ülkede olduğu gibi ABD’de Merkez Bankası’nın uyguladığı faiz politikalarındaki değişiklik de piyasaları etkilemektedir. Hatta faiz oranı değişikliğini iyi bir şekilde algılayan piyasaların faiz toplantısından bir süre sonra açıklanan ve yapılan toplantının alınan kararın nedenlerinin anlatıldığı Beige Book açıklandıktan sonra nedenleri görüp iyi olan algılamalarını kötüye revize ettikleri bile görülmüştür. (bknz. Tablo 28)

2.1.1.17. Diğer Veriler

Tüm bunlardan ayrı olarak yaşanan küresel krizle birlikte makro ekonomik verilerle birlikte -hatta zaman zaman onlardan daha çok- özellikle finans piyasalarında yer alan şirketlerin karları ve sermaye yeterlilikleriyle ilgili haberler de piyasaları etkilemektedir.

2.1.2. Almanya Kaynaklı Veriler

Küreselleşen ekonomilerin de etkisiyle ABD piyasalarının seyrini etkileyen nitelikte bir veri geldiğinde Almanya borsalarının da bundan etkilenmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Özellikle ABD kaynaklı bu mortgage krizinden sonra Avrupa’yla ilgili endişelerin de artmış olması piyasalar arasındaki korelasyonu artırmıştır. Aşağıda Almanya piyasalarının önem verdiği verilere değinilecektir.

2.1.2.1. Üretici Fiyat Endeksi - Tüketici Fiyat Endeksi

Üretici Fiyat Endeksi yerel üreticiler tarafından ödenen fiyatlardaki değişimi ifade etmektedir. Üretici fiyat endeksinin yüksek olması perakende fiyatları da etkilediği için enflasyonun öncü bir göstergesi niteliği taşımaktadır. Almanyadan gelen yüksek ÜFE rakamları Euro Bölgesinin rakamlarını etkileyebilecek niteliktedir.

Aşağıdaki tabloda Almanya’ya ait aylık ÜFE değişim değerleri verilmiştir.

Tablo 34. Almanya ÜFE Aylık ve Yıllık Değişim (Şubat 2007- Nisan 2009)

	Aylık Değişim		Yıllık Değişim
04-21-2009	-0.7%	04-21-2009	-0.5%
03-20-2009	-0.5%	03-20-2009	0.9%
03-11-2009	-1.2%	03-11-2009	2.0%
01-21-2009	-1.0%	01-21-2009	4.3%
12-19-2008	-1.5%	12-19-2008	5.3%
11-20-2008	0.0%	11-20-2008	7.8%
10-20-2008	0.3%	10-20-2008	8.3%
09-19-2008	-0.6%	09-19-2008	8.1%
08-19-2008	2.0%	08-19-2008	8.9%
07-18-2008	0.9%	07-18-2008	6.7%
06-20-2008	1.0%	06-20-2008	6.0%
05-20-2008	1.1%	05-20-2008	5.2%
04-18-2008	0.7%	04-18-2008	4.2%
03-20-2008	0.7%	03-20-2008	3.8%
02-20-2008	0.8%	02-20-2008	3.3%
01-21-2008	-0.1%	01-21-2008	2.5%
12-19-2007	0.8%	12-19-2007	2.5%
11-20-2007	0.4%	11-20-2007	1.7%
10-19-2007	0.2%	10-19-2007	1.5%
09-19-2007	0.1%	09-19-2007	1.0%
08-17-2007	-0.1%	08-17-2007	1.1%
07-19-2007	0.2%	07-19-2007	1.7%
06-19-2007	0.3%	06-19-2007	1.9%
05-18-2007	0.1%	05-18-2007	1.6%
04-19-2007	0.3%	04-19-2007	2.5%
03-20-2007	0.3%	03-20-2007	2.8%
02-20-2007	0.0%	02-20-2007	3.2%

Kaynak:(Çevrimiçi)<http://www.fxstreet.com/fundamental/economic-calendar/>,
(Erişim Tarihi: 16/04/2009).

Aylık bazdaki değişimlere bakıldığında 2007 yılında Ağustos ayında krizin belirginleşmesiyle birlikte ilk eksi değerler kaydedilmiştir. 2008 Eylülde krizin derinleşmesiyle birlikte kaydedilen eksi değerler artış göstermiş, özellikle 2008'in son ayında ve 2009'un ilk aylarında krizin etkisi hissedilmiştir. ÜFE değişim değerlerine yıllık bazda bakıldığında krizin Avrupa'yı daha da etkileyeceğine dair beklentinin desteklendiğini görebiliriz.

Tüketici Fiyat Endeksi tüketim ürünlerinin fiyatlarındaki değişimleri ifade etmektedir. TÜFE yerel enflasyonist baskıların ne derecede olduğunu anlatan bir veri olduğu için enflasyon anlamında en fazla takip edilen veridir. Enflasyon alım gücünü azaltıcı etki yarattığından, Euronun daha az mal hizmet satın aldığını ifade etmektedir. Bu anlamda özetlemek gerekirse; TÜFE, alım gücünü ölçmede en fazla kullanılan ve artmasıyla TÜFE'yi belirlemede kullanılan sepetin daha fazla Euro ile temin edilebileceğini gösteren bir indikatördür.¹⁰⁸

Almanya'ya dair olan enflasyon Euro Bölgesini de etkilemektedir. Bu açıdan bakıldığında yüksek veya yükselen enflasyon Avrupa Merkez Bankası'nın faizleri yükseltmesine yol açabilmektedir. TÜFE de ÜFE gibi aylık ve yıllık değişim olarak açıklanmaktadır. Çekirdek TÜFE ise her ülkede olduğu gibi enerji ve gıda harici hesaplanan TÜFE'dir.

Aşağıdaki tabloda 2007 yılının ortalama değeriyle 2008 yılında aylık ve yıllık bazda yaşanan değişimler ve endeks olarak kaydedilen değerlerle 2009 yılı Nisan ayına kadar olan TÜFE verileri ele alınmıştır.

¹⁰⁸(Çevrimiçi) <http://www.dailyfx.com>, (Erişim Tarihi: 10/02/2009).

Tablo 35. Almanya Yıllık ve Aylık Değişimleriye TÜFE Verileri (Nisan 2008 – Nisan 2009)

Overall index ————— Year / Month		Index 2005 = 100	Change on the same period a year earlier	Change on the preceding month
			in per cent	
Overall index in April 2009		106.8	0.7	0.0
2007 annual average		103.9	2.3	–
2008 annual average		106.6	2.6	–
2008	April	106.1	2.4	–0.2
	May	106.7	3.0	0.6
	June	107.0	3.3	0.3
	July	107.6	3.3	0.6
	August	107.3	3.1	–0.3
	September	107.2	2.9	–0.1
	October	107.0	2.4	–0.2
	November	106.5	1.4	–0.5
	December	106.8	1.1	0.3
2009	January	106.3	0.9	–0.5
	February	106.9	1.0	0.6
	March	106.8	0.5	–0.1
	April	106.8	0.7	0.0

Kaynak:(Çevrimiçi)

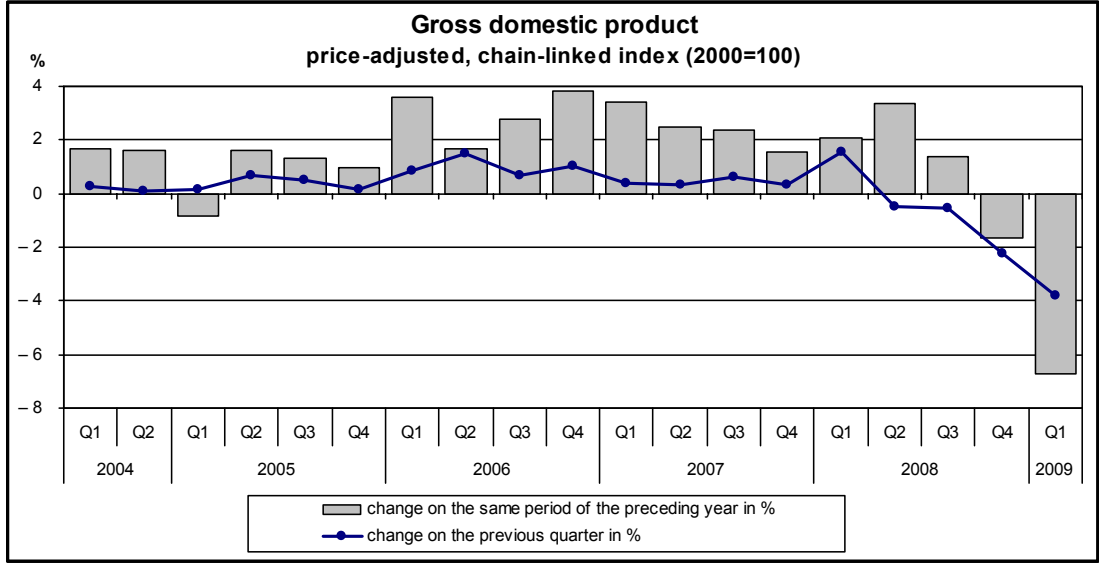
http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2009/05/PE09_177_611.templateld=renderPrint.psml ,(Erişim Tarihi: 13/05/2009).

2008 yılının Ağustos ayından itibaren tüketici fiyat endeksindeki değişimler eksi değerler kaydetmiştir. 2008 yılının yıllık ortalaması 2007 yılının yıllık ortalamasına göre artış göstermiştir.

2.1.2.2. GSYİH

GSYİH Federal Almanya İstatistik Ofisi (Statistisches Bundesamt Deutschland) tarafından açıklanan ve Almanya tarafından üretilen tüm mal ve hizmetlerin değerini anlatan bir veridir. GSYİH'nin yüksek gelmesi ya da beklentilerin üzerinde gelmesi

durumunda Euro üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır. Aşağıdaki grafikte Almanya'ya ait GSYİH verisi verilmiştir.



Grafik 34. Almanya GSYİH (2004-1.Çeyrek 2009)

Kaynak:(Çevrimiçi)

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/Content/Statistics/VolkswirtschaftlicheGesamtrechnungen/Inlandsprodukt/Tabellen/Content75/GDPQuarterly,property=file.xls> (Erişim Tarihi: 24/04/2009).

ABD verilerinde anlatıldığı gibi küresel mali krizin derinleşmeye başladığı 2008 yılı Eylül ayından itibaren Almanya Gayri Safi Yurtiçi Hasılasında da eksi değerler görülmüştür. 2009 1. çeyrekteki düşüş GSYİH'nin çeyrek dönemler itibariyle açıklanmaya başladığı 1970 yılından beri kaydedilen en büyük düşüştür.¹⁰⁹

Aşağıdaki tablo 2005 ilk çeyrekte bu yana Almanyada kaydedilen GSYİH değişimlerini ifade etmektedir.

¹⁰⁹(Çevrimiçi)http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2009/05/PE09__185__811,templateId=renderPrint.psm1 (Erişim Tarihi: 15/05/2009).

Tablo 36. Almanya GSYİH (2005 1. Çeyrek – 2009 1.Çeyrek)

Germany		
Gross domestic product		
2005	Q1	0,2
	Q2	0,7
	Q3	0,5
	Q4	1,5
2007	Q1	0,7
	Q2	1,5
	Q3	0,7
	Q4	1,1
2008	Q1	0,4
	Q2	0,4
	Q3	0,6
	Q4	0,3
2009	Q1	1,5
	Q2	- 0,5
	Q3	- 0,5
	Q4	- 2,2
2009	Q1	- 3,8

Kaynak: (Çevrimiçi) http://www.finfacts.com/irishfinancenews/article_1016690.shtml (Erişim Tarihi: 15/05/2009).

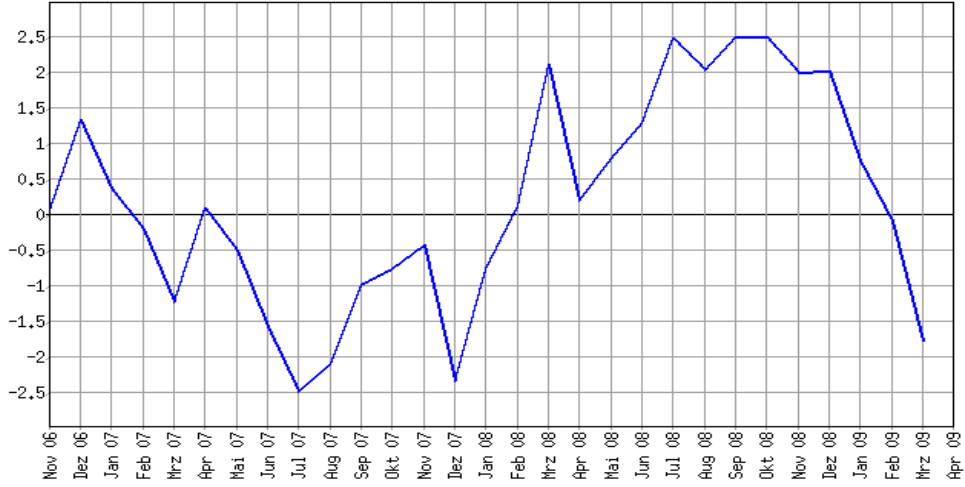
2.1.2.3. Parakende Satışlar

Almanya parakende sektöründeki satışların değişimini ifade etmektedir. Parakende satışlar verisi yerel talebin göstergesi olduğu ve tüketimi de ifade ettiği için Almanya GSYİH açısından da etkili olmaktadır. Yüksek veya yükselen parakende satışlar tüketime işaret ettiği için ekonomik büyümeyle de ilgilidir. Fakat kontrolsüz büyüme enflasyonist baskı açısından risk teşkil etmektedir. Almanya'nın Euro Bölgesinde önemli yer tuttuğu göz önüne alınırsa bu veri o bölge için de etkili olabilmektedir.¹¹⁰

Aşağıdaki grafik Almanya'daki parakende satışların seyrini göstermektedir.

¹¹⁰(Çevrimiçi) <http://www.dailyfx.com> (Erişim Tarihi: 08/02/2009).

Deutschland: Einzelhandel Umsatz - (3-Monatsdurchschnitt) M/M-12 in %
Chart präsentiert von www.taprofessional.de



Grafik 35. Almanya Parakende Satışlar, (Kasım 2006 – Nisan 2009)

Kaynak:(Çevrimiçi) <http://www.taprofessional.com/Economic-Data-Charts/Germany-Retail-Sales-30-Monate.htm>, (Erişim Tarihi: 30/04/2009).

2.1.2.4. ZEW Endeksi

The Center for European Economic Research (Merkezi Avrupa Ekonomik Araştırma Bürosu) (ZEW) isimli Alman Bürosu , Almanya'nın genel ekonomik durumu ile ilgili orta vadeli bir tahmin oluşturabilmek için her ay Avrupa çapında finans uzmanlarını sorgulamaktadır. Ekonominin mevcut durumunu değerlendirmek ve gelecekteki yönünü tahmin etmekle ilintili sorular sorulmaktadır. Araştırmanın tüm bileşenleri için tepkiler negatif, pozitif ve değişmemiş olarak sınıflandırılmıştır. Anketin bu basit yapısı, hem çabuk ve verimli gerçekleştirme süresi açısından, hem de anlaşılması yorumlanması açısından kolaylık sağlamaktadır.¹¹¹ Üç çeşit ZEW Endeksi vardır:

- German ZEW Indicator of Economic Sentiment

Uzmanlardan önlendeki altı ay için enflasyon, faiz oranları, döviz kurları ve borsalar doğrultusunda niteliksel bir değerlendirme yapmaları istenir.

¹¹¹ a.g.i.s.

- German ZEW Current Situation (Economic Situation)

Bir önceki verideki gelecek değerlendirmesinin aksine uzmanlardan Alman ekonomisinin mevcut durumuyla ilgili bilgiler istenmektedir. Bu veride ise mevcut durum ‘daha iyileşti’, ‘daha kötüleşti’, ‘değişmedi’ yönünde cevap alınmakta ve olumlu yanıt sayısından olumsuz yanıt sayısı çıkarılarak bulunmaktadır. Yüksek bir rakam daha güçlü bir ekonomiye ve daha iyi bir iş ortamına işaret etmektedir.

- Euro-Zone ZEW Indicator of Economic Sentiment

Tüm Euro bölgesiyle ilgili gelecekteki ekonomik beklentileri kapsamaktadır. Olumlu cevaplardan olumsuz cevapların çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Yükselen bir rakam Euro Bölgesi ile ilgili pozitif beklentileri yansıtmaktadır.

Teknik olarak unutulmaması gereken; üç araştırma içinde araştırmanın sonuçları olumlu cevaplardan olumsuz cevapların çıkarılması şeklinde oluşturulmaktadır. Örneğin araştırmaya katılan uzmanların %25’i olumlu yönde bir değişim öngördüyse, %35’i bir düşüş beklemekteyse ve %40’ı değişim beklememekteyse endeks -10 olarak değer kazanacaktır.

Verilerden en önemli olanı Alman ekonomisi ile ilgili beklentileri içeren veridir. Zaten Alman ekonomisinin EuroBölgesi içindeki payı da düşünüldüğünde Alman ekonomisindeki herhangi bir olumlu a da olumsuz anlamdaki değişimin Euro Bölgesini de etkileyebileceğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Zew endeksinde ise Almanya’ya ait ZEW endeksine ait veriler en önemli kabul edilen ve piyasalar açısından yön tayin edici verilerdir.

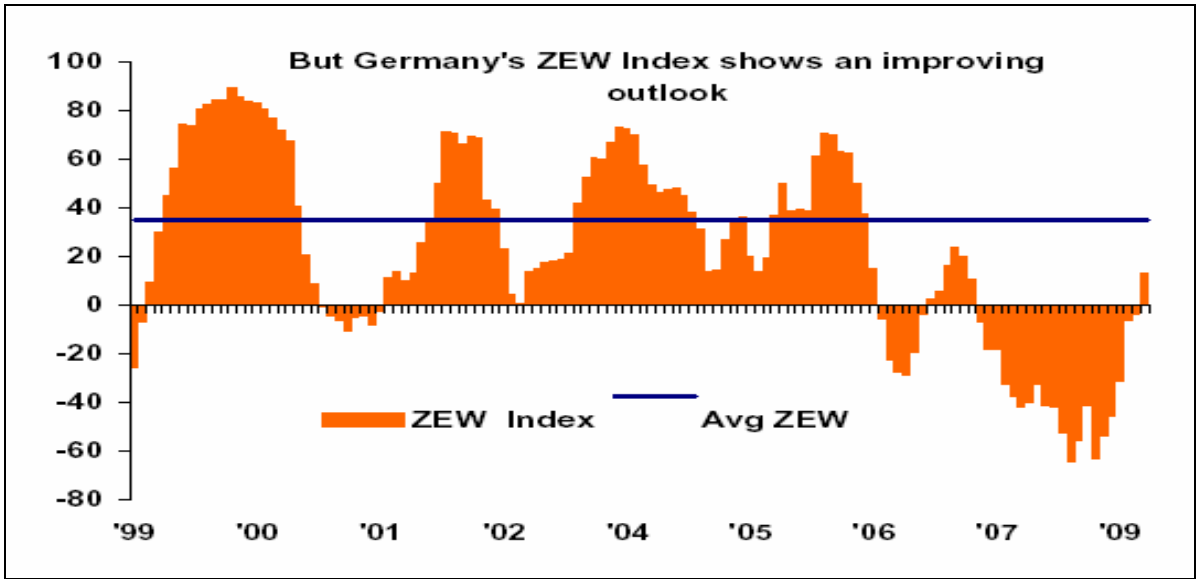
Aşağıdaki tabloda bu veriler gösterilmiştir.

Tablo 37. Almanya ZEW Endeksi (Şubat 2007 – Nisan 2009)

	Gerçekleşen	Beklenti
05-19-2009		20
04-21-2009	13.0	2.3
03-17-2009	-3.5	-7.8
02-17-2009	-5.8	-25.0
01-20-2009	-31.0	-42.5
12-09-2008	-45.2	-55.7
11-11-2008	-53	-62
10-14-2008	-63	-50
09-16-2008	-41.0	-52.5
08-19-2008	-55.5	-62.0
07-15-2008	-63.9	-55.0
06-17-2008	-52.4	-42.5
05-20-2008	-41.4	-37.0
04-15-2008	-40.7	-30.0
03-11-2008	-32.0	-40.0
02-12-2008	-39.5	-45.0
01-15-2008	-41.6	-40.2
12-11-2007	-37.2	-34.5
11-13-2007	-32.5	-20.0
10-16-2007	-18.1	-22.3
09-18-2007	-18.1	-17.0
08-21-2007	-6.9	-1.5
07-17-2007	10.4	19.7
06-19-2007	20.3	30.0
05-22-2007	24.0	22.0
04-17-2007	16.5	10.0
03-13-2007	5.8	3.1
02-13-2007	2.9	5.0

Kaynak:(Çevrimiçi)<http://www.fxstreet.com/fundamental/economic-calendar/>,
(Erişim Tarihi:24/04/2009).

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi 2007 Ağustos ayından itibaren piyasalara ve geleceğe yönelik beklentiler kötümserleşmiş, 2008'in Ağustos ayında ise ZEW endeksi -50'lerin altında değer kaydetmiştir. 2009 Nisan ayı içingelen veriye beklentilerin yavaş yavaş toparlanma yoluna girdiğini göstermektedir. ZEW endeksinin seyri aşağıdaki grafikte daha net şekilde gözükmektedir.



Grafik 36. Almanya ZEW Endeksi (2000- Nisan 2009)

Kaynak:Piraeus Bank, **Interest Rates** (Çevrimiçi)

http://www.piraeusbank.gr/treasury/Documents/Reports/Monthly/Interest%20Rates/2009/EuroRates_May2009.pdf ,(Erişim Tarihi:24/04/2009).

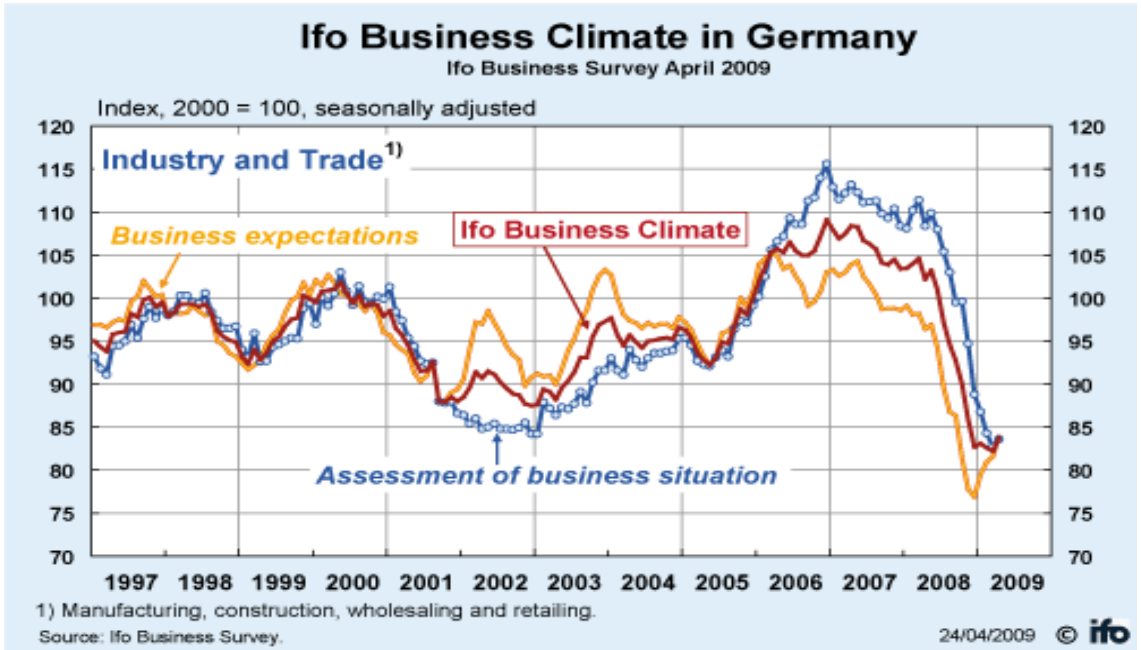
2.1.2.5. IFO Endeksi

İş dünyasının beklentilerine dair bir araştırmadır. Araştırma aylık olarak yapılmakta olup, Alman firmalarının sadece içinde bulunduğu durumu değil aynı zamanda önlerindeki altı aya dair beklentileri de içermektedir.¹¹² Almanya Euro bölgesinin en büyük ekonomisi olduğu için Euro Bölgesinin gayri safi yurtiçi hasılasının dörtte birini oluşturmaktadır. Sonuç olarak IFO Endeksi Euro Bölgesinin ekonomisi için önemli bir göstergedir. IFO rakamı pozitif olunca bu ekonomi için iyi olarak algılanmakta ve

¹¹²(Çevrimiçi)<http://www.yourdictionary.com/finance/ifo-business-climate-index>, (Erişim Tarihi: 10/02/2009).

tüketim harcamalarının ve ekonomik büyümenin artmasını sağlamaktadır. Tam tersi bir durumda düşük gelen IFO rakamları ekonominin yavaşlamanın göstergesi olanılmaktadır.

IFO endeksinin belirlenmesinde 100 orta bölge olarak belirlenmekte, 100'ün altı negatif, 100'ün üstü pozitif algılanmaktadır. Araştırmada “current assessment (güncel değerlendirme)” ve “Business Expectations (iş dünyasına ilişkin beklentiler)” olarak iki alt başlık eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.¹¹³ Güncel değerlendirme kısmında gelecekle ilgili beklentiler ayrı tutulmakta ve iş dünyasının şu anki durumu değerlendirilmekte, beklentiler ayağında ise sonraki 6 aylık beklentiler aynı, daha iyi, daha kötü olarak sınıflandırılmaktadır. Aşağıdaki grafik IFO'nun seyrini göstermektedir.



Grafik 37. Almanya IFO Endeksi (1997 -2009)

Kaynak:(Çevrimiçi)<http://www.cesifogroup.de/portal/page/portal/ifoHome/awinfo/d1index/10indexgsk>, (Erişim Tarihi: 30/04/2009).

2006 yılının sonuna doğru yaşanan yükselişin ardından 2007 yılı hafif aşağı eğimli değerler kaydederken 2008 yılında sert düşüşler etkili olmuştur. Ama 2009 Nisan ayında

¹¹³ (Çevrimiçi) <http://www.dailyfx.com> , (Erişim Tarihi: 15/02/2009).

gelen veriden iş dünyasının beklentilerinin hafif de olsa iyimserleştiğini söylememiz mümkün olabilmektedir.

2.1.3. İngiltere Kaynaklı Veriler

İngiltere borsası küresel krizin tüm dünya ülkelerini etkilemesinin etkisiyle ABD kaynaklı verilere hassas hale gelmiştir. Fakat bunların yanında kendi iç dinamikleri de etkisini sürdürmüştür. Bu bölümde İngiltere borsasını etkileyen iç kaynaklı verilere değinilecektir.

2.1.3.1. Üretici Fiyat Endeksi - Tüketici Fiyat Endeksi

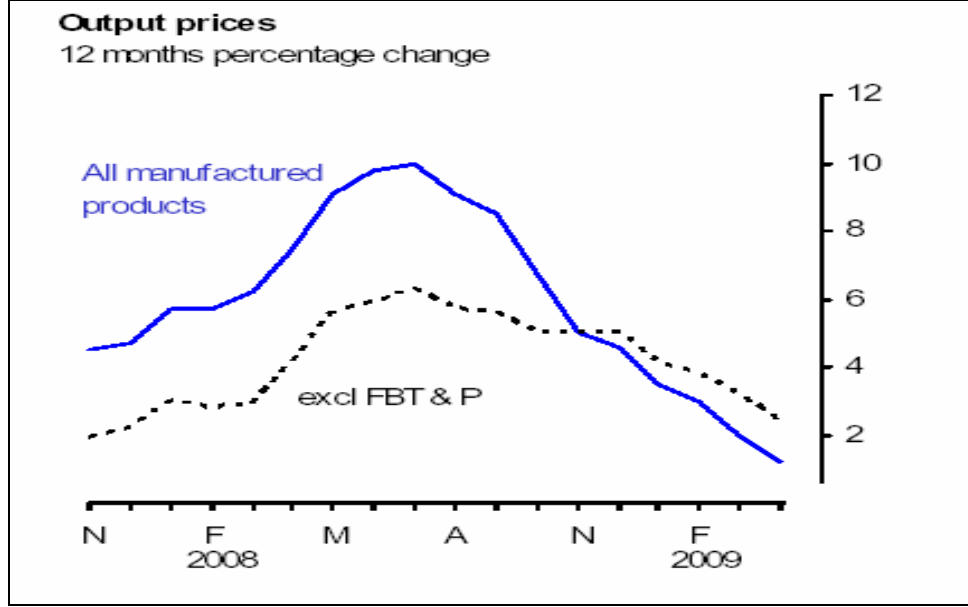
Üretici fiyat endeksi verisi özellikle maliyet enflasyonunu etkilemesi bakımından her ülkenin izlediği bir veridir. İngiltere de ÜFE girdiler ve çıktılar bazında iki seri halinde ve her biri kendi içinde aylık ve yıllık bazda açıklanmaktadır. ¹¹⁴Piyasaların en fazla dikkat ettiği ise çıktıları yıllık bazda değerlendiren endekstir. Girdileri ölçen ÜFE verisi imalatçıların kullandığı malzemelerin ve akaryakıtın fiyatı ölçmek için kullanılmaktadır. Çıktıları ölçen ÜFE verisi ise “fabrika kapısı fiyatı (Factory Gate Price)” olarak da adlandırılabilir çünkü genellikle ÜFE’deki malların fabrikalarından ilk çıktığı andaki fiyatlarla eşdeğerdir. ¹¹⁵

İmalat esnasındaki yüksek fiyatlar perakende fiyatlara ve dolayısıyla tüketicilere yansımaktadır. Doğal olarak imalat sırasındaki enflasyonun tüketimi de etkilediğini söylememiz mümkündür. ÜFE hesaplamaları Ulusal İstatistik Ofisi tarafından yürütülmektedir. Tüm ülkelerde olduğu gibi bir sepet esasına dayanmaktadır. Büyük bir gruptan oluşan temsilci ürünlerin her ay fiyat değişimleri hesaplanmaktadır. Ayrıca ÜFE daha sağlıklı ve daha az volatil olması açısından İngiltere’de de gıda ve enerji gibi volatilitesi yüksek olan ürünlerin dahil edilmediği bir çekirdek ÜFE verisi hesaplanmaktadır.

¹¹⁴ (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/StatBase/Product.asp?vlnk=790&More=Y>, (Erişim Tarihi: 15/02/2009).

¹¹⁵ (Çevrimiçi) <http://www.dailyfx.com>, (Erişim Tarihi: 15/02/2009).

Aşağıdaki grafikte İngiltere'ye ait ÜFE verisinin seyri gösterilmiştir.



Grafik 38. Çıktı Fiyatlarıyla İngiltere ÜFE (Kasım 2007 – Nisan 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/pdfdir/ppi0509.pdf>, (Erişim Tarihi: 10/05/2009).

Diğer ülke verilerinde de olduğu gibi 2008 Eylül ayından itibaren derinleşen kriz sinyalleri yukarıdaki grafikte de kendini göstermektedir. Gıda, içecekler, tütün ürünleri ve petrol dahil edilmediğinde seyir aynı şekilde oluşmuş ve yüzde olarak daha düşük değişimler meydana gelmiştir. Bu iki veri arasında farklılık gözlemlenmesinde en büyük etkenin değişken olan petrol fiyatları olduğunu söylememiz mümkündür.

Aşağıdaki tabloda İngiltere'ye ait ÜFE verisinin aylık ve yıllık bazda değişimi verilmiştir

Tablo 38. İngiltere ÜFE (Haziran 2007 – Mayıs 2009)

(Yıllık ve Aylık Yüzde Değişim)

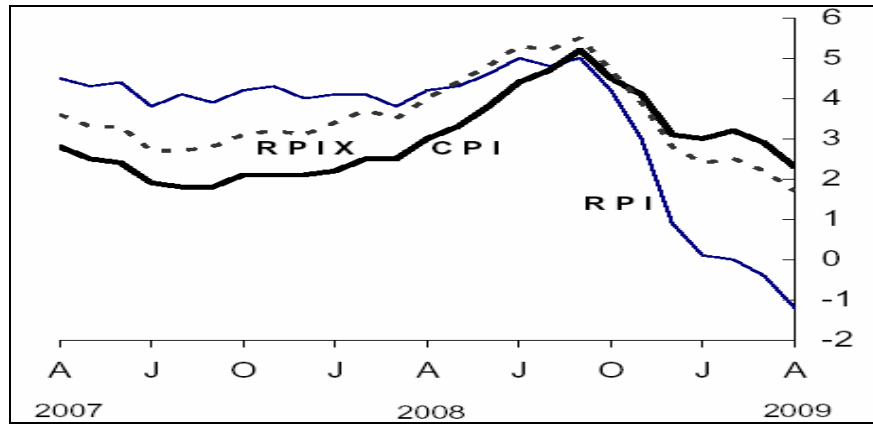
	Yıllık % Değişim	Aylık % Değişim
05-08-2009	1.2%	0.6%
04-09-2009	2.0%	0.1%
03-06-2009	3.1%	0.1%
02-06-2009	3.5%	0.1%
01-09-2009	4.7%	0.0%
12-08-2008	5.1%	-0.7%
11-10-2008	6.7%	-1.0%
10-13-2008	8.5%	-0.3%
09-08-2008	9.7%	-0.6%
08-11-2008	10.2%	0.4%
07-14-2008	10.0%	0.9%
06-09-2008	8.9%	1.6%
05-12-2008	7.6%	1.4%
04-14-2008	6.5%	1.1%
03-10-2008	5.7%	0.5%
02-11-2008	5.7%	1.0%
01-14-2008	5.0%	0.4%
12-10-2007	4.7%	0.6%
11-12-2007	3.9%	0.6%
10-08-2007	2.8%	0.3%
09-10-2007	2.5%	0.1%
08-13-2007	2.5%	0.3%
07-09-2007	2.5%	0.3%
06-11-2007	2.5%	0.4%

Kaynak:(Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economiccalendar/?dir=prev&mark=42c10c6d-0f59-4e95-9adf-6fb1b9050ad6>, (Erişim Tarihi: 10/05/2009).

Yukarıdaki tablodan görüldüğü gibi 2009 Nisan ayındaki aylık değişim son on aydaki en en büyük yükseliş olmuştur, yıllık bazda bakıldığında ÜFE'nin son dönemlerin en düşük yükselişini kaydettiğini söylememiz mümkündür.

TÜFE gıda ve gaz dahil olmak üzere perakende mal ve hizmetlerinin fiyatlarındaki değişimi ölçmektedir. İngiltere Merkez Bankası, (BoE)'ın faiz kararlarında etkili verilerden birisidir. Tipik bir İngiliz halkının alabileceği mal ve hizmetlerden oluşan bir sepetten oluşmaktadır. Diğer ülkelerde ve ÜFE verisinde olduğu gibi Çekirdek bir TÜFE de hesaplanmaktadır. Bununla birlikte TÜFE perakende fiyat endeksini (retail prices index) (RPI) de etkilediği için , bu iki veri birlikte açıklanmaktadır. Son dönemlerde ise mortgage faiz ödemelerini kapsamayan perakende fiyat endeksi (RPIX) de açıklanmaya başlamıştır. Aşağıdaki grafik bu verilerin seyrini göstermektedir.¹¹⁶



Grafik 39. İngiltere TÜFE (Nisan 2007 – 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/pdfdir/cpi0509.pdf>, (Erişim Tarihi: 19/05/2009).

Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi 2008 ortalarından itibaren hem TÜFE de hem perakende fiyat endeksinde hem de mortgage faiz ödemelerini kapsamayan perakende fiyat endeksinde kırılma yaşanmıştır. Özellikle perakende fiyat endeksindeki düşüşün diğer iki endekse göre çok derin olduğunu söylememiz mümkündür. Aşağıdaki tabloda

¹¹⁶ (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=19>, (Erişim Tarihi: 18/02/2009).

İngiltere'ye ait olan TÜFE'nin yıllık olarak ve aylık olarak yüzde değişimleri gösterilmiştir.

Tablo 39. İngiltere TÜFE, Yıllık ve Aylık Yüzde Değişim (Mart 2007 – Mayıs 2009)

	Yıllık %Değişim	Aylık %değişim
05-19-2009	2.3%	0.2%
04-21-2009	2.9%	0.2%
03-24-2009	3.2%	0.9%
02-17-2009	3.0%	-0.7%
01-20-2009	3.1%	-0.4%
12-16-2008	4.1%	-0.1%
11-18-2008	4.5%	-0.2%
10-14-2008	5.2%	0.5%
09-16-2008	4.7%	0.6%
08-12-2008	4.4%	0.0%
07-15-2008	3.8%	0.4%
06-17-2008	3.3%	0.4%
05-13-2008	3.0%	0.5%
04-15-2008	2.5%	0.6%
03-18-2008	2.5%	0.8%
02-12-2008	2.2%	-0.6%
01-15-2008	2.1%	0.5%
12-18-2007	2.1%	0.3%
11-13-2007	2.1%	0.3%
10-16-2007	1.8%	0.3%
09-18-2007	1.8%	0.4%
08-14-2007	1.9%	-0.2%
07-17-2007	2.4%	0.2%
06-12-2007	2.5%	2.6%

Kaynak:(Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economiccalendar/?dir=next&mark=46300963-2ee6-420a-b9e9-047addc89e21>, (Erişim Tarihi: 19/05/2009).

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi aylık değişim bazında bakıldığında 2007'deki ilk eksi değerler ekonomideki bir türbülansın belirtisini göstermiştir. 2008 yılının Eylül ayından itibaren üst üste eksi değerler kaydedilmiştir. Son döneme bakıldığında hafif bir toparlanmanın yaşandığını söylemek mümkündür.

2.1.3.2. GSYİH

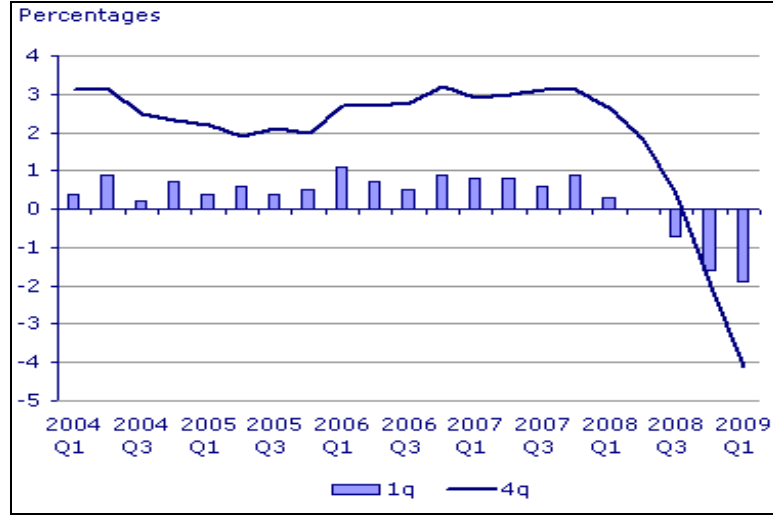
İngiltere'nin genelinde geniş anlamda büyümenin bir indikatörüdür. Sağlıklı bir GSYİH büyümesi, ekonomik faaliyetlerin arttığına dair sinyaller verdiği için para talebini de arttırmaktadır. Ekonomik genişleme aynı zamanda enflasyonist baskılarla ilgili endişeleri de arttırmaktadır, bu açıdan da özellikle para otoritelerinin faiz oranlarını belirlerken dikkate aldığı bir gösterge niteliğindedir. Bu da piyasaları düşüş ve yükseliş yönünde etkilemektedir.

Veri önemine rağmen biraz zamansız bir veridir, çünkü GSYİH bileşenleriyle ilgili veriler daha önceden geldiği için bu veri genellikle beklendiği düzeyde gerçekleşmektedir. Fakat gerçekleşen GSYİH rakamını piyasaların da genel hareketi ile doğrulaması ya da beklenmeyen bir rakam geldiğinde piyasaların alt üst olması kaçınılmazdır.

İngiltere de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla üç yöntemle hesaplanmaktadır. Bunlara; harcama yaklaşımı yöntemi, gelir yaklaşımı yöntemi ve üretim yaklaşımı yöntemidir.¹¹⁷ GSYİH verileri çeyrek dönemler itibariyle ve yıllık olarak açıklanmaktadır.

Aşağıdaki grafikte İngiltere GSYİH'sinin çeyrek dönemler itibariyle ve yıllık olarak seyri verilmiştir.

¹¹⁷ (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=56>, (Erişim Tarihi: 19/ 02/2009).



Grafik 40. İngiltere GSYİH, (2001 1. Çeyrek – 2009 1. Çeyrek)

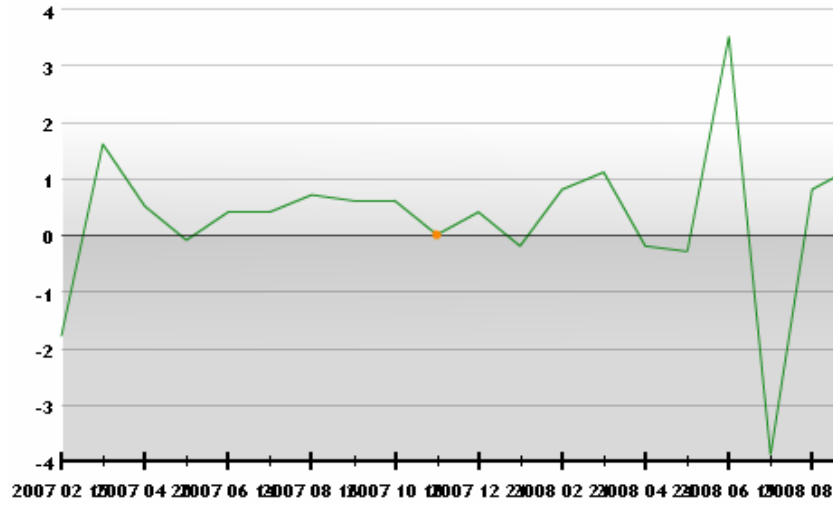
Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=192>
(Erişim Tarihi: 24/04/2009).

İngiltere’de GSYİH 2009 ilk çeyreğinde %1.9’luk düşüş göstermiştir. Grafiğin geneline bakıldığında yıllık bazdaki düşüş 2007’nin üçüncü çeyreğinden itibaren kendini göstermiştir. Çeyrek dönemler itibariyle 2008’in üçüncü çeyreğinde eksi değerler kaydedilmiştir. Bununla beraber yine aynı dönemde yıllık bazda olan geri çekilme de hızlanmıştır.

2.1.3.3. Parakende Satışlar

İngilteredeki parakendeciler tarafından oluşturulan satış hacmini ifade etmektedir. Veriler büyük parakendecilerden ve küçük parakende işletmelerinden seçilen bir örnek içerisinde toplanıp aylık anket şeklinde sunulmaktadır. Yüksek parakende satış hacmi güçlü tüketici talebini ve ekonomik büyümeyi yansıtmaktadır. Değişim genellikle bir önceki çeyrek döneme göre ve bir önceki yıla göre verilmektedir. Bu veri ekonominin sürecini aynı zamanda da tüketici harcamaları verisini önceden tahmin etmeye yardımcı olmaktadır. 4 ya da 5 haftalık periyodlarla katılımcılar tüm satış mağazalarında gerçekleştirdikleri satışlar internetin de aracılığıyla ya da mail order yoluyla bildirilmektedir. Veriler Katma Değer Vergisini (KDV) de kapsamaktadır. Bu veri hesaplamada baz yıl 2000 olarak belirlenmiştir.

Retail Sales (MoM) (Apr) last releases:



Grafik 41. İngiltere Parakende Satışlar (Ocak 2008 – Mart 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.fxstreet.com/fundamental/economic-calendar/>, (Erişim Tarihi: 24/04/2009).

Tablo 40. İngiltere Parakende Satışlar (Nisan 2008- Nisan 2009)

04-24-2009	0.3%
03-26-2009	-2.0%
02-20-2009	0.8%
01-23-2009	1.6%
12-18-2008	0.3%
11-20-2008	-0.3%
10-23-2008	-0.5%
09-18-2008	1.2%
08-21-2008	0.8%
07-24-2008	-3.9%
06-19-2008	3.5%
05-22-2008	-0.3%
04-24-2008	-0.2%

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.fxstreet.com/fundamental/economic-calendar/>, (Erişim Tarihi: 24/04/2009).

Yukarıdaki grafikten ve tablodan görüldüğü parakende satışlar verisi 2008 ikinci yarısında çok sert bir düşüş yaşamıştır. Ardından toparlanma hareketleri yaşanmaya çalışılmıştır. Ama yaşanan toparlanma hareketlerinde gözle görülür bir artış olsa da parakende satışların eski seviyelerine dönmesi mümkün olmamıştır

2.1.3.4. ILO İşsizlik Oranı (Interntional Labour Organisation – ILO)

İngilterede işsizliğin ölçülmesinde iş gücü anketi kullanılmaktadır ve Uluslararası Çalışma Örgütü (Interntional Labour Organisation – ILO)’nün uluslararası işsizlik tanımı içinde yer alan kişileri kapsamaktadır. Buna göre¹¹⁸;

- İşsiz kalmış, çalışmak isteyen, aktif olarak son 4 haftadır iş arayan ve gelecek iki hafta içinde de çalışmaya başlayabilecek kişiler veya,
- İşsiz kalmış, yeni iş bulmuş fakat başlamak için gelecekteki iki haftayı bekleyecek olan kişiler işsiz sayılmaktadır.

İşsizlik yaşa, cinsiyete ve işsizliğin süresine bağlı olarak üç şekilde bulunmaktadır. İngiltere’de çalışma yaşı erkekler için 16-64, bayanlar için 16-59 olarak hesaplanmaktadır.¹¹⁹

Aşağıdaki grafiklerde İngiltere’deki işsizlik oranı ve iş oranının seyri gösterilmiştir.

¹¹⁸ (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/hub/labourmarket/peoplenotinwork/unemployment/index.html>, (Erişim Tarihi: 19/02/2009).

¹¹⁹ (Çevrimiçi) http://www.statistics.gov.uk/downloads/theme_labour/employment.pdf, (Erişim Tarihi: 19/02/2009).



Grafik 42. İngiltere'deki Çalışma Çağındaki İstihdam Oranı (Ocak 2007- Mart 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/pdffdir/lmsuk0509.pdf>, (Erişim Tarihi: 13/05/2009).



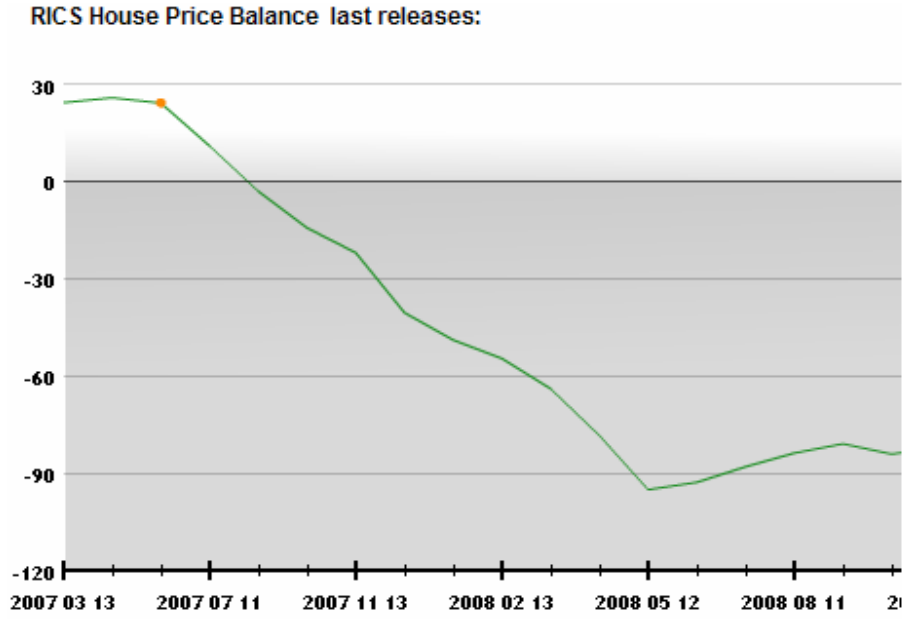
Grafik 43. İngiltere İşsizlik Oranı (Ocak 2007 – Mart 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.statistics.gov.uk/pdffdir/lmsuk0509.pdf>, (Erişim Tarihi: 13/05/2009).

Yukarıdaki grafiklerden de görüldüğü gibi 2008 Mart ayından itibaren istihdam oranı düşerken işsizlik oranı artmıştır. Çalışma çağındakilerin istihdam oranı %73.5'lere gerilerken, işsizlik oranı da %7'lerin üzerine çıkmıştır.

2.1.3.5. RICS Konut Fiyatı Dengesi (RICS House Price Balance)

RICS Konut Fiyatı Dengesi Royal Institution of Chartered Surveyors tarafından açıklanan konut maliyetlerini sunan bir veridir. Bu veri İngilteredeki konut piyasasının gücünü göstermektedir. Özellikle yaşanan küresel krizin mortgage krizi olmasının etkisiyle son dönemlerde biraz daha takip edilen bir veri haline gelmiştir.



Grafik 44. İngiltere RICS Fiyat Dengesi (Mart 2007 – Mart 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economiccalendar/?dir=next&mark=720aa7f1-d8a7-4dab-848d-9a8627523420>, (Erişim Tarihi: 12/05/2009).

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü küresel krizin bir mortgage krizi olarak patlak vermesi RICS verisinde de gerileme yaşanmasına sebep olmuş, kısacası ABD kaynaklı olan bu kriz, krizin kaynağı olan mortgage sektörü açısından da İngiltere'yi etkilemiştir.

2.1.3.6. Faiz Kararı

Bu karar İngiltere Merkez Bankası'nın faiz oranlarını düşürmesi, yükseltmesi veya sabit bırakması yönünde verdiği bir karardır. Merkez Bankası her ay bir kez para politikasını belirlemek amacıyla toplanmaktadır. Toplantıdan sonra da politika kararları

açıklanmaktadır. İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu'nun temel görevi kısa vadeli faiz oranlarını belirlemede kullanılan gecelik borçlanma faiz oranını belirleyerek para tutumunu belirlemektir. Bu mekanizma sayesinde BoE fiyat seviyelerini etkileyerek enflasyonu hedef değerler içinde tutmaya, istikrarlı bir ekonomik büyüme ve istihdam sağlamaya çalışmaktadır. Bu faiz kararının piyasalar üzerinde büyük etkisi vardır.

Aşağıdaki tabloda BoE tarafından gerçekleştirilen faiz oranları verilmiştir.

Tablo 41. BoE Faiz Oranları (Ağustos 2006 – Mart 2009)

2006	3	Aug	4.7500
	9	Nov	5.0000
2007	11	Jan	5.2500
	10	May	5.5000
	5	July	5.7500
	6	Dec	5.5000
2008	7	Feb	5.2500
	10	April	5.0000
	8	Oct	4.5000
	6	Nov	3.0000
	4	Dec	2.0000
2009	8	Jan	1.5000
	5	Feb	1.0000
	5	Mar	0.5000

Kaynak:(Çevrimiçi)<http://www.bankofengland.co.uk/statistics/rates/baserate.pdf>,
(Erişim Tarihi: 10/03/2009).

2007'nin Aralık ayından itibaren BoE sürekli olarak faizleri indirim yoluna gitmiş, küresel krizin derinleştiği 2008 Eylül ayından itibaren faiz indirimlerindeki baz puanı arttırmıştır. ABD'ninkine benzer bir uygulama olan bu uygulama küresel krizin İngiltere'de de etkisinin büyük olduğunu göstermektedir.

2.1.3.7. Diğer Veriler

Tüm bu verilere ek olarak özellikle mali piyasalarda faaliyet gösteren şirketlerin ve banka gibi finans kuruluşlarının mali tabloları ya da kar açıklamaları da piyasalar üzerinde etkili olmuştur.

2.1.4. Japonya Kaynaklı Veriler

Japonya biraz daha kendi iç dinamikleriyle hareket eden bir ülke olduğu için küresel krizden etkilenme oranı diğer ülkelerden daha az olmuştur. Aşağıda Japonya'nın kendi dinamikleri verilecektir.

2.1.4.1. Ulusal Tüketici Fiyat Endeksi

Tüketici fiyat endeksi enflasyonun önemli bir göstergesidir. Enflasyon Yen'in satın alma gücünü düşürmektedir. Tüketici fiyat endeksi satın alma gücündeki değişimi açıkça ortaya koymaktadır. Tüketici fiyat endeksi bir sepet yolu ile hesaplanmakta, bu sepet ise sıradan bir Japonun ihtiyacı olan mal ve hizmetlerden oluşmaktadır. Endeksin artması aynı sepetteki ürünleri satın almak için daha çok yen gerektiği anlamına gelmektedir. Tüketici fiyat endeksi ayrıca tarım ürünleri hariç olarak da açıklanmaktadır. Bunun nedeni ise mevsimsellikten endeksi arındırmaktır. Tüketici fiyat endeksi aylık bazda yüzdesel olarak açıklanmaktadır. Enflasyonun en önemli göstergesi olan Tüketici Fiyat endeksi Japon Merkez Bankası tarafından da yakından takip edilmektedir. Yükselen endeks ekonomi yavaşlatma amacı ile Merkez bankasının faiz arttırma kararı almasına neden olabilmektedir. Artan faizler Yeni yabancı yatırımcılar için cazip kılmakta ve Yene olan talebi dolayısı ile Yen'in fiyatını arttırmaktadır.

2.1.4.2. GSYİH

Gayri safi yurtiçi hasıla, Japon ekonomisinde tüm mal ve hizmetlerin üretim ve tüketimini ölçen bir göstergedir. GSYİH ekonomik refahı gösteren öncelikli göstergeler arasındadır. Japonya'da GSYİH açıklanmadan önce üretimle ilgili pek çok veri yayınlanmaktadır. Bu neden Japonya'da GSYİH açıklamaları genellikle beklentilere

paralel olmaktadır. Her ne kadar beklentiler dışında açıklanan GSYİH rakamları az olsa da, GSYİH'nin ekonominin temel göstergesi olması nedeni ile beklentiler dışında gelen GSYİH piyasaları kolayca etkileyebilmektedir. GSYİH büyüme rakamındaki artış ekonomik aktivitelerin arttığını göstermektedir. Böyle bir artış ise yabancı sermaye yatırımlarını ülkeye çekmekte ve Yen'e olan talebin artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda ekonomik gelişme enflasyon endişelerini de arttırmakta ve para politikası otoritesinin faiz oranlarını artırmasına yol açabilmektedir.¹²⁰Japon GSYİH rakamları harcama bazlı olarak üç ayda bir yayınlanmaktadır. Reel ve nominal GSYİH'deki yüzdesel değişimlerde yıllık olarak açıklanmaktadır.

Tablo 42. Japonya GSYİH (2004-2008)

2004 1-3	4.2
4 - 6	3.2
7 - 9	2.9
10 - 12	0.8
2005 1-3	1.1
4 - 6	2.0
7 - 9	2.0
10 - 12	2.6
2006 1-3	2.5
4 - 6	2.0
7 - 9	1.6
10 - 12	2.0
2007 1-3	3.4
4 - 6	2.3
7 - 9	1.9
10 - 12	2.0
2008 1-3	1.5
4 - 6	0.7
7 - 9	-0.2
10 - 12	-4.3

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/qe084-2/jikei1.pdf> (Erişim Tarihi: 19/02/2009).

¹²⁰ (Çevrimiçi) <http://www.fxstreet.com/fundamental/economiccalendar/?dir=prev&mark=c11ce6b3de53-485d-a7b7-df2055a90443> (19/05/2009)

Japon GSYİH'si 2007'nin son döneminden itibaren düşüşe geçmiş ve 2008'in ikinci yarısından itibaren eksi değerler kaydetmiştir. Kendi iç dinamikleriyle hareket eden Japonyada bile krizin etkileri gözlemlenmiştir.

2.1.4.3. İşsizlik Oranı

Japonya da işsiz sayısı aylık olarak açıklanmaktadır. İşsiz sayısının düşmesi aylık düzenli geliri olan kişi sayısının arttığını ve tüketiminde artacağını göstermektedir. Tüketimin artması ekonomik büyümeyi sağlayacağı gibi enflasyonist baskılara da yol açabilecektir.

Tablo 43. Japonya İşsizlik Oranı (Ocak 2007 – Mart 2009)

10.000 kişi	Toplam	10.000 kişi	Toplam
Dec. 2007	231	Mar. 2009	335
Nov. 2007	246	Feb. 2009	299
Oct. 2007	271	Jan. 2009	277
Sep. 2007	269	Dec. 2008	270
Aug. 2007	249	Nov. 2008	256
Jul. 2007	234	Oct. 2008	255
Jun. 2007	241	Sep. 2008	271
May 2007	258	Aug. 2008	272
Apr. 2007	268	Jul. 2008	256
Mar. 2007	281	Jun. 2008	265
Feb. 2007	270	May 2008	270
Jan. 2007	264	Apr. 2008	275
		Mar. 2008	268
		Feb. 2008	266
		Jan. 2008	256

Kaynak:(Çevrimiçi)<http://www.estat.go.jp/SG1/toukeidb/GH07010201Forward.do>, (Erişim Tarihi: 12/04/2009).

2.1.4.4. Tüketici Güveni

Tüketici güveni Japon Ekonomisi ile beklentileri gösteren popüler bir göstergedir. Bu endeks binlerce Japon tüketicinin kişisel harcama alışkanlıklarına ve enflasyon beklentilerine dayanarak oluşturulmaktadır. Genel olarak artan tüketici güven endeksi, tüketici harcamalarının gelecekte de artacağına işaret etmektedir. Artan tüketici harcamaları da ekonomik büyümeyi ve enflasyonu körüklemektedir.

Japon ekonomisi ihracata dayalı olmasına rağmen tüketici güven endeksi Japonya'nın genel ekonomik durumunu ve gelecekteki enflasyonist baskıları göstermesi bakımında önemlidir. Tüketici güven endeksinin 50'nin üzerinde olması olumlu beklentileri gösterirken 50'nin altındaki endeks rakamları beklentilerin kötü olduğunu ifade etmektedir. Aşağıdaki tabloda Japonya'ya ait tüketici güveninin seyri verilmiştir.

Tablo 44. Japonya Tüketici Güven Endeksi (Şubat 2007 – Mayıs 2009)

	Gerçekleşen
05-18-2009	33.2
04-17-2009	29.6
03-13-2009	27.6
02-10-2009	27.0
01-20-2009	26.7
12-12-2008	28.7
11-12-2008	29.8
10-14-2008	31.8
09-16-2008	30.5
08-12-2008	31.6
07-11-2008	32.9
06-13-2008	33.9
05-15-2008	35.4
04-18-2008	37.0
03-12-2008	36.4
02-13-2008	37.9

Tablo 44. Japonya Tüketici Güven Endeksi (Devamı)

01-14-2008	38.3
12-14-2007	40.0
10-12-2007	44.1
09-13-2007	44.1
07-11-2007	45.2
06-12-2007	47.4
05-16-2007	47.4
04-17-2007	46.8
03-12-2007	48.4
02-13-2007	48.4

Kaynak:(Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economiccalendar/?dir=prev&mark=c11ce6b3de53-485d-a7b7-df2055a90443> (19/05/2009).

Yukarıdaki tablodan da anlaşıldığı gibi, 2007 yılının başından itibaren 50'lerin altında seyreden tüketici güveni verisi, Özellikle 2007'nin sonlarından düşüşünü hızlandırmış, 2008 Eylül ayından itibaren 20'li değerler kaydedilmiştir. 2009'un son ayına bakıldığında hafif bir toparlanma sürecinin yaşandığını söyleyebiliriz.

2.1.4.5. Parakende Ticaret

Japon Ekonomi, Ticaret ve Endüstri Bakanlığı tarafından açıklanan perakende ticaret verileri, ay boyunca perakende olarak satılan tüm mal ve hizmetlerin tutarını göstermektedir. Bu endeks tüketimi ve tüketici güvenini göstermektedir. Japon ekonomisinde tüketici harcamaları en önemli öncü göstergeler arasındadır. Endeksin yükselmesi tüketici güvenini ve ekonomik büyümeyi gösterirken, yüksek tüketime bağlı enflasyonun da habercisidir. Rakamlar nominal değerleri ile aylık bazda yüzdesel olarak açıklanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda Japonya'ya ait perakende ticaret verileri verilmiştir.

Tablo 45. Japonya Parakende Ticaret (Nisan 2007 – Nisan 2009)

	Gerçekleşen
04-27-2009	-1.1%
03-26-2009	-0.2%
02-26-2009	-0.1%
01-28-2009	-1.9%
12-25-2008	-0.1%
11-27-2008	-0.6%
10-27-2008	-0.5%
09-28-2008	0.7%
08-28-2008	0.0%
07-28-2008	0.0%
06-26-2008	0.2%
05-28-2008	-0.1%
04-27-2008	0.5%
03-27-2008	-1.0%
02-27-2008	0.8%
01-28-2008	-0.8%
12-27-2007	0.3%
11-27-2007	0.3%
10-28-2007	-1.5%
09-27-2007	3.9%
08-29-2007	-2.5%
07-26-2007	-0.8%
04-26-2007	-1.3%

Kaynak: (Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economic-calendar/?dir=prev&mark=cb1a29f9-e673-46c6-9190-b59fcf60a3d7>, (Erişim Tarihi: 30/04/2009).

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi Japonyadaki perakende ticaret verilerinde de küresel krizin ortaya çıkmasından itibaren eksi değerler yaşanmıştır. Haziran 2008’de hafif düzelme yaşayan ticaret , Ağustos 2008’de tekrar gerileme yaşamış ve o dönemden bu yana yedi dönem boyunca eksi değerler kaydetmiştir.

2.1.4.6. Nomura Üretim Satın Alma Yönetici Endeksi (Nomura/ JMMA Manufacturing Purchasing Manager Index)

Nomura endeksi Japon imalat sanayinin durumunu göstermektedir. Endeks Japonyadaki iş durumunu ve genel ekonomik durumu gösteren önemli bir göstergedir. 50’nin üzerinde Yen’i yükseltici, 50’nin altındaki endeks rakamları ise Yen’i düşürücü etki göstermektedir.

Tablo 46.Nomura Üretim Satın Alma Yönetici Endeksi, (Aralık 2007 –Nisan 2009)

04-29-2009	41.4
03-30-2009	33.8
02-26-2009	31.6
01-29-2009	29.6
12-25-2008	30.8
11-19-2008	36.7
10-29-2008	42.2
09-30-2008	44.3
08-28-2008	46.9
06-29-2008	46.5
05-29-2008	47.7
04-29-2008	48.6
03-30-2008	49.5
02-28-2008	50.8
01-30-2008	52.3

Kaynak:(Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economic-calendar/?dir=prev&mark=8c79e059-0835-4c8f-a658-497583a1f630>, (Erişim Tarihi: 04/05/2009).

Aralık 2007’de 52 seviyelerinde seyreden endeks özellikle 2008 Ağustos ayından geri çekilmiş, 2008 Kasım ayından 2009’un Ocak ayına kadar olan dönemde endeksteği gerileme artmıştır. 2009 Nisan ayında ise bir toparlanma gözlemlenmektedir.

2.1.4.7. Faiz Kararı

Japon Merkez Bankası (BOJ) politika kurulu ayda bir kez ülke içindeki ve dışındaki ekonomik gelişmeleri görüşmek üzere iki günlüğüne toplanmaktadır. Toplantı sonucunda faiz oranlarında yapılan değişiklikler ve para politikası ile ilgili diğer görüşler açıklanmaktadır.

Diğer Merkez bankaları gibi Japonya Merkez Bankası’nın da görevi ekonomik büyüme, işsizlik ve hükümetin tavsiyelerinin göz önünde bulundurarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Japonya Merkez Bankası her toplantı sonrasında “Para Piyasası İşlemleri için Kılavuz” yayınlamaktadır. Faiz oranların yapılan değişiklikleri, tüketici ve mortgage kredileri, bonolar ve Yen üzerinde kapsamlı sonuçları olmaktadır. Bildiride Japonya Merkez Bankasının ekonomiye toplu halde bakışı ile gelecekteki para politikası kararlarına yönelik ipuçları yer almaktadır. Genellikle faiz oranlarını gelecekteki yönü açıklanan faiz oranından daha önemli olmaktadır.

Tablo 47. BOJ Faiz Oranları (2001 – 2008)

	The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate
2001. 1. 4	0.50
2.13	0.35
3. 1	0.25
9.19	0.10
2006. 7.14	0.40
2007. 2.21	0.75
2008.10.31	0.50
12.19	0.30

Kaynak: (Çevrimiçi) http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/discount.htm, (Erişim Tarihi: 20/02/2009).

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi BOJ 2007'nin başından itibaren faizleri düşürmeye başlamış ve 2008'in son döneminde 20 baz puanlık indirime gitmiştir.

2.1.5. Avrupa Kaynaklı Veriler

ABD kaynaklı küresel krizin etkisi Avrupa piyasalarında da etkisini göstermiştir. Hatta zaman zaman bu krizin ABD piyasalarında derinleştiğinden daha fazla Avrupa'da etkisini gösterdiği üzerinde durulmaktadır.

2.1.5.1. TÜFE

Diğer ülkelerde olduğu gibi Euro Bölgesinde de TÜFE verisi enflasyon bir göstergesi olarak algılanmaktadır. Gerçekleşen TÜFE verilerine göre Avrupa Merkez Bankası (ECB) faiz oranlarını belirlemektedir. Kural olarak ECB faiz politikasını kullanarak TÜFE'yi 0 ve 2 yüzdeleri arasında tutmaya çalışmaktadır. TÜFE çekirdek Tüfe olarak da verilmekte, aylık ve yıllık olarak yüzde değişim şeklinde açıklanmaktadır. Çekirdek olmayan TÜFE Avrupa Birliğine üye ülkeler tarafından "Uyumlu Hale Getirilmiş Fiyat Endeksi (Harmonized Price Index)" olarak da isimlendirilmektedir.¹²¹

Tablo 48. Euro Bölgesi TÜFE, (Ocak 2007 – Nisan 2009)

2009Apr	0,6
2009Mar	0,6
2009Feb	1,2
2009Jan	1,1
2008Dec	1,6
2008Nov	2,1
2008Oct	3,2
2008Sep	3,6
2008Aug	3,8
2008Jul	4,0
2008Jun	4,0
2008May	3,7

¹²¹ (Çevrimiçi) <http://sdw.ecb.europa.eu/>, (Erişim Tarihi: 20/02/2009)

Tablo 48. Euro Bölgesi TÜFE (Devamı)

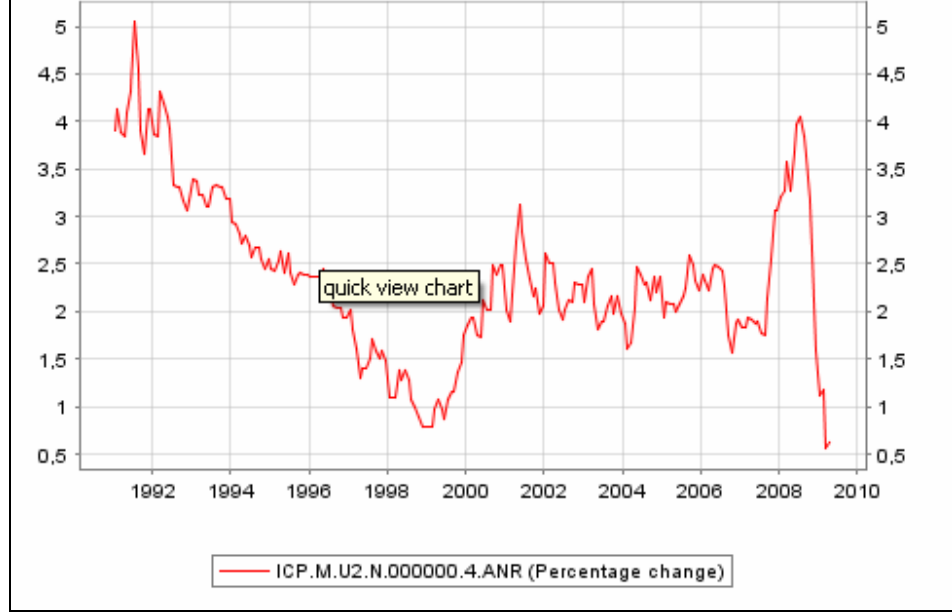
2008Apr	3,3
2008Mar	3,6
2008Feb	3,3
2008Jan	3,2
2007Dec	3,1
2007Nov	3,1
2007Oct	2,6
2007Sep	2,1
2007Aug	1,7
2007Jul	1,8
2007Jun	1,9
2007May	1,9
2007Apr	1,9
2007Mar	1,9
2007Feb	1,8
2007Jan	1,8

Kaynak:(Çevrimiçi)

http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR&, (Erişim Tarihi: 04/05/2009).

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı gibi küresel krizin kaynağını oluşturan ABD'nin bile bazı verilerinde toparlanmalar yaşanırken Avrupa piyasalarındaki toparlanma henüz başlamamıştır. Hatta Euro Bölgesi TÜFE verisinde son iki aydır kaydedilen % 6 oranındaki değer 1999'dan beri gerçekleşmeyen bir değerdir.

Aşağıdaki grafikte de son dönemlerde yaşanan sert düşü göze çarpmaktadır.



Grafik 45. Avrupa Bölgesi TÜFE (1992 – 2009)

Kaynak:(Çevrimiçi)http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR&#top, (Erişim Tarihi: 04/05/2009).

2.1.5.2. GSYİH

GSYİH, euro bölgesinde belli bir süre içinde üretilen mal hizmetlerin toplam piyasa değerlerinden üretim sürecinde en fazla kullanılan mal ve hizmetlerin maliyetlerinin düşülmesi ile elde edilmektedir. Aşağıdaki tabloda Euro Bölgesi GSYİH'sinin değişimi gösterilmiştir.

Tablo 49. Euro Bölgesi GSYİH, (2.Çeyrek 2008 – 1.Çeyrek 2009)

	Percentage change compared with the previous quarter				Percentage change compared with the same quarter of the previous year			
	2008			2009	2008			2009
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
EA16	-0.2	-0.2	-1.6	-2.5	1.5	0.6	-1.4	-4.6
EU27	-0.1	-0.3	-1.5	-2.5	1.7	0.7	-1.4	-4.4
EA15	-0.3	-0.3	-1.6	-2.5	1.4	0.6	-1.5	-4.6

Kaynak:Eurostat, “[newsreleasEUROINDICATORS](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15052009-BP/EN/2-15052009-BP-EN.PDF)” (Çevrimiçi)
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15052009-BP/EN/2-15052009-BP-EN.PDF,
(Erişim Tarihi: 16/05/2009).

2.1.5.4. Faiz Kararı

ECB faizleri indirmek, yükseltmek ve sabit bırakmak yönündeki kararı veren kurumdur. Faiz oranlarını kontrol etmek para politikasının önemli bir kısmıdır. ECB'nin hedefi enflasyonu %2 seviyesinde tutmaktır, bu yüzden de faiz kararları enflasyonu belirlemede kullanılan önemli bir araçtır. Aşağıdaki tabloda ECB belirlediği faiz oranları verilmiştir.

Tablo 50. ECB Faiz Oranları (2000 – Mayıs 2009)

2009	13 May.	1.00
	8 Apr.	1.25
	11 Mar.	1.50
	21 Jan.	2.00
2008	10 Dec.	2.50
	12 Nov.	3.25
	15 Oct.	3.75
	9 Oct.	-
	8 Oct.	-
	9 Jul.	-
2007	13 Jun.	-
	14 Mar.	-
2006	13 Dec.	-
	11 Oct.	-
	9 Aug.	-
	15 Jun.	-
	8 Mar.	-
2005	6 Dec.	-
2003	6 Jun.	-
	7 Mar.	-
2002	6 Dec.	-
2001	9 Nov.	-
	18 Sep.	-
	31 Aug.	-
	11 May	-

Tablo 50. ECB Faiz Oranları (Devamı)

2000	6 Oct.	-
	1 Sep.	-
	28 Jun.	-
	9 Jun.	4.25
	28 Apr.	3.75
	17 Mar.	3.50
	4 Feb.	3.25

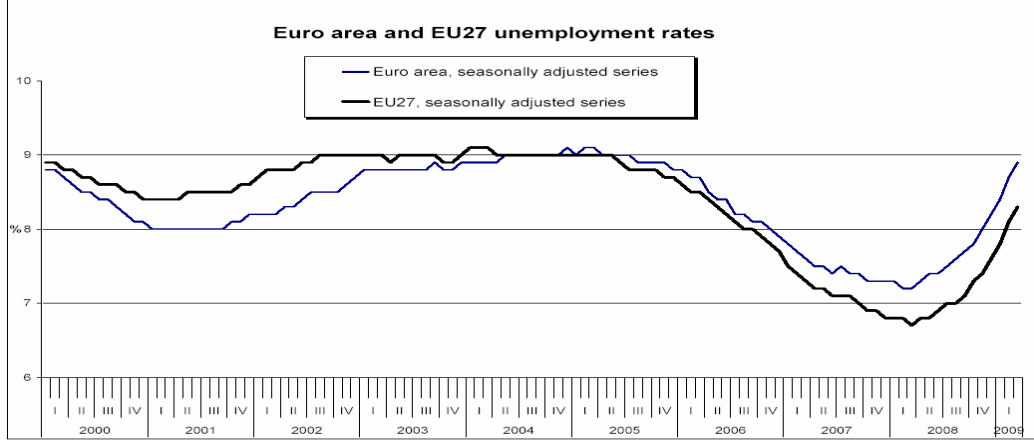
Kaynak:(Çevrimiçi)<http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, (Erişim Tarihi: 15/05/2009)

Avrupa Merkez Bankası da küresel krizle birlikte tıpkı Fed'in uyguladığı politika gibi faiz indirim politikası uygulayarak piyasayı canlandırmaya çalışmıştır. 2008'in Ekim ayına kadar faiz indirimine gitmeyen ECB küresel krizin derinleştiği Ekim ayından sonra zincirleme olarak faiz indirimine gitmiştir.

2.1.5.3. İşsizlik Oranı

Euro Bölgesinde yaşayan işsiz kişileri yüzde olarak raporlayan bir veridir. Bu rakam işsiz kişi sayısının toplam işgücüne bölünmesi ile bulunmaktadır.

İngiltere'dekine benzer şekilde, 15 yaşın üstünde geride kalan 4 haftada aktif olarak iş arayan ve gelecekteki 2 hafta içinde işe başlayabilecek kişiler işsiz olarak gruplandırılmaktadır. Aşağıdaki grafikte Euro Bölgesi'ne ait işsizlik oranlarının değişimi gösterilmiştir. Ardındaki tabloda da Euro Bölgesi'ne ait işsizlik verilerinin yüzdesel değişimi verilmiştir.



Grafik 46. Euro Bölgesi İşsizlik Oranı (1.Çeyrek 2000 -1.Çeyrek 2009)

Kaynak: (Çevrimiçi) http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-30042009-BP/EN/3-30042009-BP-EN.PDF, (Erişim Tarihi: 04/05/2009)

Tablo 51. Euro Bölgesi İşsizlik Rakamları (Şubat 2007 – Nisan 2009)

04-30-2009	8.9%
04-01-2009	8.7%
02-27-2009	8.3%
01-30-2009	8.1%
01-08-2009	7.9%
11-28-2008	7.7%
10-31-2008	7.6%
10-01-2008	7.5%
08-29-2008	7.4%
07-31-2008	7.3%
07-01-2008	7.3%
05-30-2008	7.2%
04-30-2008	7.1%
04-01-2008	7.1%
02-29-2008	7.1%
01-31-2008	7.1%
01-07-2008	7.2%

Tablo51. Euro Bölgesi İşsizlik Rakamları (Devamı)

12-03-2007	7.2%
10-31-2007	7.3%
10-02-2007	7.4%
08-31-2007	7.4%
07-31-2007	7.5%
07-03-2007	7.5%
06-01-2007	7.5%
05-02-2007	7.6%
03-30-2007	7.6%

Kaynak:(Çevrimiçi)

<http://www.fxstreet.com/fundamental/economiccalendar/?dir=prev&mark=6393657c-0369-4fc6-bc7e-24087eca8e6e>, (Erişim Tarihi: 04/05/2009).

Euro Bölgesi işsizlik rakamlarına bakıldığında küresel krizin patlak verdiği andan itibaren %7'nin üzerinde işsizlik oranları oluşmuştur. 2009 son dönemine bakıldığında diğer ülkelerdeki toparlanmaların aksine krizin etkisini arttırdığını söyleyebiliriz. İşsizlik rakamlarındaki artış ise krizin etkisini arttırdığını kanıtlar niteliktedir.

2.2. Gelişmiş Ülke Borsalarının Belli Başlı Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri

Küresel kriz ABD gibi gelişmiş ülke kaynaklı bir kriz olduğu için ABD dahil diğer gelişmiş ülkeleri etkilemiştir. Krizin temel göstergelerinden birisi olan borsalar da küresel krizden nasibini almıştır. Bu bölümde gelişmiş ülke borsalarının belli başlı endekslerinin küresel kriz boyunca nasıl hareket ettiğine değinilecektir.

2.2.1. Amerika – Dow Jones Industrial Avarage (DJI)

Dow Jones endeksleri tüm dünyanın takip ettiği endeksler olmakla beraber içlerinden en bilineni ve en takip edileni Dow Jones Industrial endeksi olduğundan bu bölümde o endeksten bahsedilecektir.

Genel bir bilgi vermek gerekirse Dow Jones endeksleri 130000'den fazla endeksi içeren, 58 ülkeyi kapsayan ve varlık çeşitliliğine sahip olan endekslerdir.¹²² En çok işlem gören varlıklar hisse senetleri olsa da bunun yanında bonolar, hedge fonları, emtialar, gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin varlığından da bahsedilebilir. Dow Jones piyasalarında gösterge niteliği taşıyan çok sayıda endeks mevcuttur. Daha önce de bahsedildiği gibi bu bölümde DJI endeksi ele alınacaktır.

DJI hisse senedine bakış açısından Amerikan kültürünü ve tüm ülkelerde sermaye piyasaları gözlemcilerinin hareketlerini yansıtan bir özelliğe sahiptir. Bu endeks her ülkede trafik durumu ve hava durumu kadar takip edilmektedir. Bu anlamda bakıldığında Dow 'da oluşan herhangi bir olayda ya da yükseliş ve düşüşte tüm dünyanın gözleri bu endekse çevrilmektedir.

DJI ilk endeks değildir fakat günümüzde en çok takip edilen ve kabul gören endekstir. Bu endeksin temeli şu an Dow Jones Transportation Average olarak bilinen o yıllarda ise 19. yüzyılın en önemli endüstrisi olan demiryolunu kapsayan Dow Jones Railroading Average endeksine dayanır. Piyasayı bir bütün ve özet olarak görebilmek için duyulan endeks ihtiyacını Dow şu şekilde karşılamıştır: Önceleri, dönemin en parlak 9 demiryolu şirketiyle, 1 buharlı gemi şirketi ve önceleri telgraf şirketi olarak kurulmuş, telefonun icadından sonra telgrafın gözden düşmesiyle, para transferi işlemlerine yönelmiş Western Union'dan oluşan bir sepetin aritmetik ortalamasını alarak bir endeks hesaplanmıştır. 26 Mayıs 1896'da da ilk kez Sanayi Endeksi'ni oluşturmuş ve yayınlamaya başlamıştır. Endeksin ilk hesaplanan değeri 40.94'tür. İlk hesaplanmaya başlandığında, yıllık %5.3 gibi bir getiri ortalaması olduğu görülmüştür. 1896 yılında

¹²²(Çevrimiçi) <http://www.dowjones.com/TheCompany/AboutDowJones.htm>, (Erişim Tarihi: 22/02/2009)

endeks 28.48'e düşmüş. Bu değer, tarihe bütün zamanların en düşüğü olarak geçmiştir.¹²³

1896'larda hisse senedi piyasasına girmek ayrıcalıklı ve spekülâtif bir işken, 1920'lere gelindiğinde vatandaşların da hisse piyasasında yatırım yapmaya başlamasıyla işler değişmiştir. Zamanla 100e çıkan hisse sayısı böylelikle 400'lere kadar ulaşmıştır. Fakat ardından 1929 büyük dünya bunalımı yaşanmıştır. Bu çöküş özellikle Dow'un ününü tamamen yok ederken hisse piyasası sadece 1 günde %30'dan daha fazla değer kaybetmiştir. Bu çöküşten önce yatırımcılar sadece bireysel hisselerine odaklanırken, 1929'dan sonra genel anlamda piyasa koşullarına da ilgi göstermeye başlamış, ilgi göstermek zorunda kalmışlardır. 1929'dan 1954 yılına kadar da piyasa 400 puan daha yükselmemiştir. 1930 bunalımı ve 2. Dünya Savaşı'nın uluslararası etkileri piyasanın 25 yıl boyunca yatay bir seyir izlemesine neden olmuştur.¹²⁴

O tarihten bu tarihe kadar da DJI endeksinin seyrinde Irak Savaşı, 11 Eylül saldırısı, yaşanan türbülanslar gibi olaylar etkili olmuştur.

Böylece DJI ilk kurulduğu andan itibaren gerek içerdiği hisseler gerekse teknik yapısı bakımından pek çok değişiklik geçirmiştir. İlk kurulduğu andan itibaren değişmeyen tek şey ise General Electric hisselerinin hala Dow'da işlem görüyor olmasıdır.

Aşağıda Dow tablolarında ilk kurulduğu anda endekste olan firmarla, şu anda Dow'a kote olan şirketler sayılmıştır.

¹²³ (Çevrimiçi) <http://www.dowjones.com/TheCompany/History/History.htm>, (Erişim Tarihi: 22/02/2009)

¹²⁴ a.g.i.s.

Tablo 52. 26 Mayıs 1896'da Dow'da Olan Hisseler

American Cotton Oil
American Sugar
American Tobacco
Chicago Gas
Distilling & Cattle Feeding
General Electric
Laclede Gas
National Lead
North American Utility
Tennessee Coal & Iron
U.S. Leather (preferred)
U.S. Rubber

Kaynak: (Çevrimiçi)

http://en.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Industrial_Average#History, (Erişim Tarihi: 23/02/2009).

Tablo 53. DJI'da İşlem Gören Hisseler

IBM	(IBM)	%7.48	Teknoloji	Teknoloji
ExxonMobil	(XOM)	%5.69	Yağ & Gas	Yağ & Gas
Chevron	(CVX)	%5.66	Yağ & Gas	Yağ & Gas
3M	(MMM)	%5.17	Endüstri	Endüstriyel Mal ve Hizmetler
Caterpillar	(CAT)	%4.97	Endüstri	Endüstriyel Mal ve Hizmetler
Boeing	(BA)	%4.91	Endüstri	Endüstriyel Mal ve Hizmetler
United Technologies	(UTX)	%4.56	Endüstri	Endüstriyel Mal ve Hizmetler
Procter & Gamble	(PG)	%4.54	Tüketici Malları	Kişisel ve Aile için Mallar
Johnson & Johnson	(JNJ)	%4.21	Sağlık	Sağlık
Coca Cola	(KO)	%3.91	Tüketici malları	Yiyecek & içecek
McDonald's	(MCD)	%3.63	Tüketici Hizmetleri	Seyahat & Gezi

Tablo 53 .DJI'da İşlem Gören Hisseler (Devamı)

Wall Mart	(WMT)	%3.54	Tüketici Hizmetleri	Parakende
Dupont	(DD)	%3.16	Temel Ürünler	Kimyasallar
American Int'l Group	(AIG)	%3.03	Finans	Sigorta
Hewlett Packard	(HPQ)	%3.03	Teknoloji	Teknoloji
American Express	(AXP)	%3.01	Finans	Finansal Hizmetler
JPMorgan Chase	(JPM)	%2.98	Finans	Banka
Bank of America	(BAC)	%2.60	Finans	Banka
AT&T	(T)	%2.52	Telekomünikasyon	Telekomünikasyon
Alcoa	(AA)	%2.49	Temel Ürünler	Temel kaynaklar
Merck	(MRK)	%2.47	Sağlık	Sağlık
Verizon Communications	(VZ)	%2.45	Telekomünikasyon	Telekomünikasyon
General Electric	(GE)	%2.44	Endüstri	Endüstriyel mal ve hizmetler
Walt Disney	(DIS)	%2.03	Tüketici hizmetleri	Medya
Home Depot	(HD)	%1.88	Tüketici hizmetleri	Parakende
Microsoft	(MSFT)	%1.87	Teknoloji	Teknoloji
Citigroup*	(C)	%1.57	Finans	Banka
Intel	(INTC)	%1.41	Teknoloji	Teknoloji
General Motors**	(GM)	%1.39	Tüketici malları	Otomobil
Pfizer	(PFE)	%1.38	Sağlık	Sağlık

Kaynak : (Çevrimiçi) <http://money.cnn.com/data/dow30/>, (Erişim Tarihi: 24/02/2009)

*Citigroup'un Dow Jones endeksi içindeki yerini, 2 Haziran 2009 tarihinde Travelers almıştır.¹²⁵

* 2 Haziran 2009 tarihiyle GM'in iflas başvurusunda bulunması sonucu, Dow Jones endeksi içindeki yerini Cisco Systems'e bırakmıştır. ABD'li en büyük şirketin yer aldığı endeksteği değişikliğin 8 Haziran tarihi itibarıyla hayata geçeceği açıklanmıştır.¹²⁶

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi DJIA endeksi 30 şirketin hisse senedinden oluşmaktadır. Bu 30 şirket ağırlıklı olarak sağlık, finans, telekomünikasyon, teknoloji

¹²⁵ (Çevrimiçi) http://www.finanstrend.com/haber_detail.asp?haber_id=28122, (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

¹²⁶ Timesonline, "Citigroup and General Motors out in revamp of Dow Jones" ,(Çevrimiçi) http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article6410339.ece, (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

endüstri ve tüketim mal ve hizmetler üreten sektörler içinde yer almaktadır. Endeks bu 30 şirketin hisselerini ağırlıklandırılmış haliyle hesaplamaktadır. Bu açıdan bakıldığında, endeks içinde %7,48 ağırlığa sahip olan IBM ait olumlu ya da olumsuz haber, endekste önemli değişimlere yol açabilmektedir.

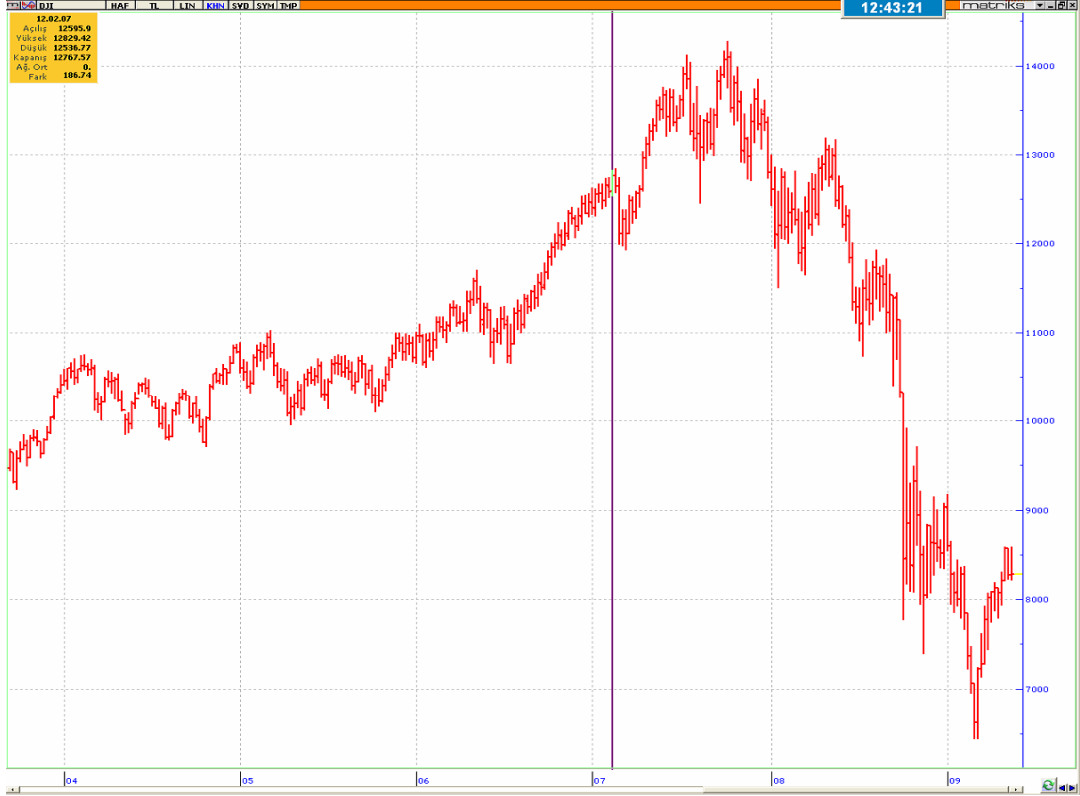
ABD kaynaklı bu krizde diğer ülke borsalarının da odak noktası ABD borsaları haline gelmiştir.DJI endeksinin genel bir seyrine bakıldığında küresel krizin seyrini neredeyse birebir yansıttığını görmemiz mümkündür. Aşağıdaki grafik 2007 yılından itibaren DJI endeksinin genel bir seyrini göstermektedir.



Grafik 47. DJI Seyri (2007- 2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdn çizilmiştir.

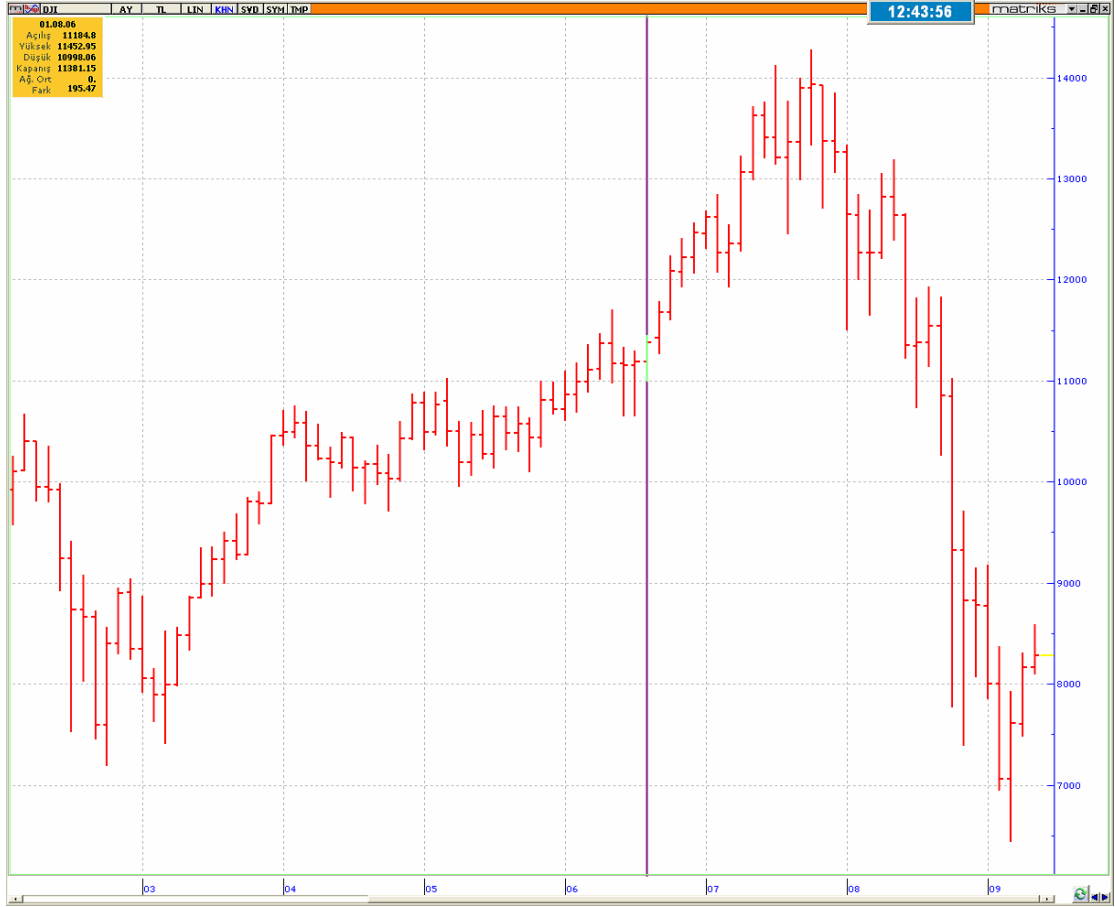
Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi, 2007'nin ortasından itibaren aşağı yönlü bir seyir izlenmiştir. Özellikle 2008'in sonlarına doğru DJI'da çok sert düşüşler yaşanmıştır. Endeksin seyrine haftalık olarak baktığımızda düşüşlerdeki keskinliği daha net görmemiz mümkündür.



Grafik 48. DJI Haftalık Seyri, (2007-2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi özellikle 2007'nin sonundaki ve 2008'in son dönemine ait kırılmayı net bir şekilde görmemiz mümkündür. Özellikle 2008'in son dönemine doğru olan kırılmadan sonra göze çarpan bir toparlanmanın olmadığını söylemek mümkündür. Aşağıdaki grafik hangi aylarda kırılmaların yaşandığı göstermektedir. Bu aylarda ya da kırılmaların yaşandığı dönemlerde gerçekleşen olaylara daha sonra değinilecektir.

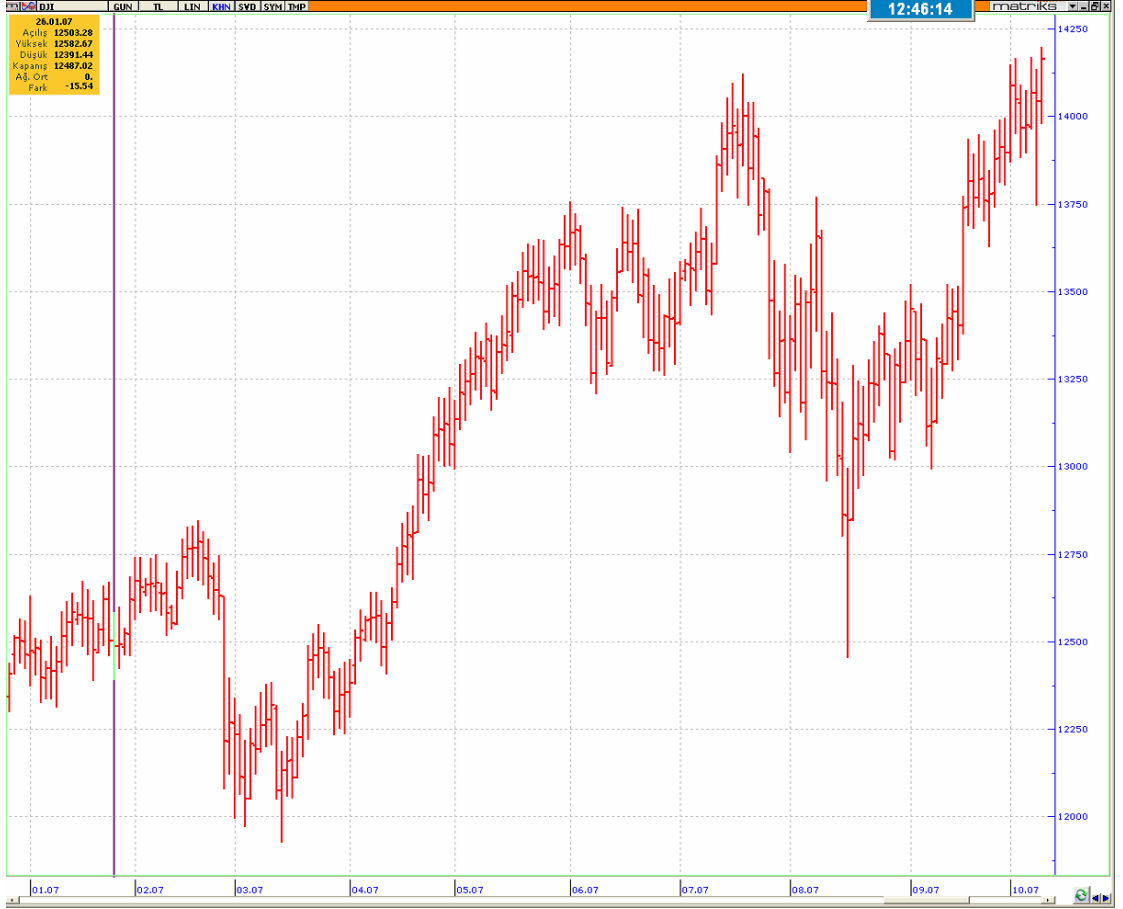


Grafik 49. DJI Aylık Seyri (2007-2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi, 2007 yılının Ağustos ayındaki ilk düşüş yaşanacak olan küresel mali krizin ilk sinyalleri olarak algılanabilir. Yine aynı yılın Kasım ayındaki düşüşünün ardından gelen düşüşler Ağustos ayındaki düşüşten daha şiddetli olmuştur. Özellikle 2008 yılının Eylül ve Ekim aylarında yaşanan düşüş göze çarpmak niteliktedir.

Aşağıda sırasıyla Ocak 2007 - Eylül 2007, Eylül 2007 - Haziran 2008, Haziran 2008 – Mayıs 2009 dönemlerinde DJI endeksinde yaşanan kırılmalara nedenleriyle birlikte değinilecektir.



Grafik 50. DJI Endeksinin Seyri (Ocak –Eylül 2007)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten takip edilebileceği gibi ilk göze çarpan düşüş Şubat ayının son dönemine denk gelen 27 Şubat tarihindeki düşüştür. 27 Şubat'ta yaşanan bu çöküşün önemli nedeni ABD Eski Merkez Bankası Başkanı Greenspan'ın “ Amerikan ekonomisinin reseyona girmesi mümkündür.” şeklindeki demecidir.¹²⁷ Şubat ayında yaşanan bu düşüşün önemli olan bir başka nedeni de, Çin Hükümetinin tahvil piyasalarında yabancılara uygulanan vergileri artıracığı ve kırsal alan harcamalarını yeniden yapılandıracağına dair söylentilerdir. Neden de anlaşılacağı üzere zaten reseyon konusunda hassas olan piyasalar Çin hükümetinin bu açıklamasıyla sert bir

¹²⁷ (Çevrimiçi) http://www.moralhaber.net/haber_detay.php?haber_id=10655, (Erişim Tarihi: 09/03/2009).

düşüş yaşamışlardır. Bu açıklamanın ardından toparlanan endeks toparlanmadaki ikinci darbesini Haziran ayının 6'sında ve 8'inde arka arkaya gelmiştir. Haziran ayının 6'sında ABD ve Avrupa'nın faizlerinin sonraki dönemlerde de indirmeyeceğine dair söylentiler piyasaların gevşemesine yol açmıştır. Ayın 6'sı ve 7'sinde sürmüş ayın 8'inde artan endişelerle düşmeye devam etmiş ve ABD gösterge tahvilinin kritik bir nokta olarak gösterilen %5 seviyesinin üstüne çıkması sermaye piyasalarında endişe yaratmış ve satışlar artmıştır. 12 Temmuz'a kadar hafif dalgalı seyreden endeks 315 bin beklenen işsizlik başvurularının 308 bin gelmesi piyasalar tarafından iyi algılanmış ve endişelerin yersiz olduğu düşüncesiyle bir yükseliş yaşanmıştır. Fakat Temmuz ayının 26'sında otomotiv üreticisi Chrysler'in ve sağlık hizmeti şirketi Allianca Boots'un özel sermaye şirketleri tarafında alımında sağlanacak finansmanın zora girmesi kredi piyasalarında çöküş yaşanacağına dair beklentileri körüklemiştir.¹²⁸ Aynı gün gelen ve %2,5 gerçekleşmesi beklenen dayanıklı mal siparişleri verileri %1,4 olarak gerçekleşince belirgin bir düşüş daha yaşanmıştır.

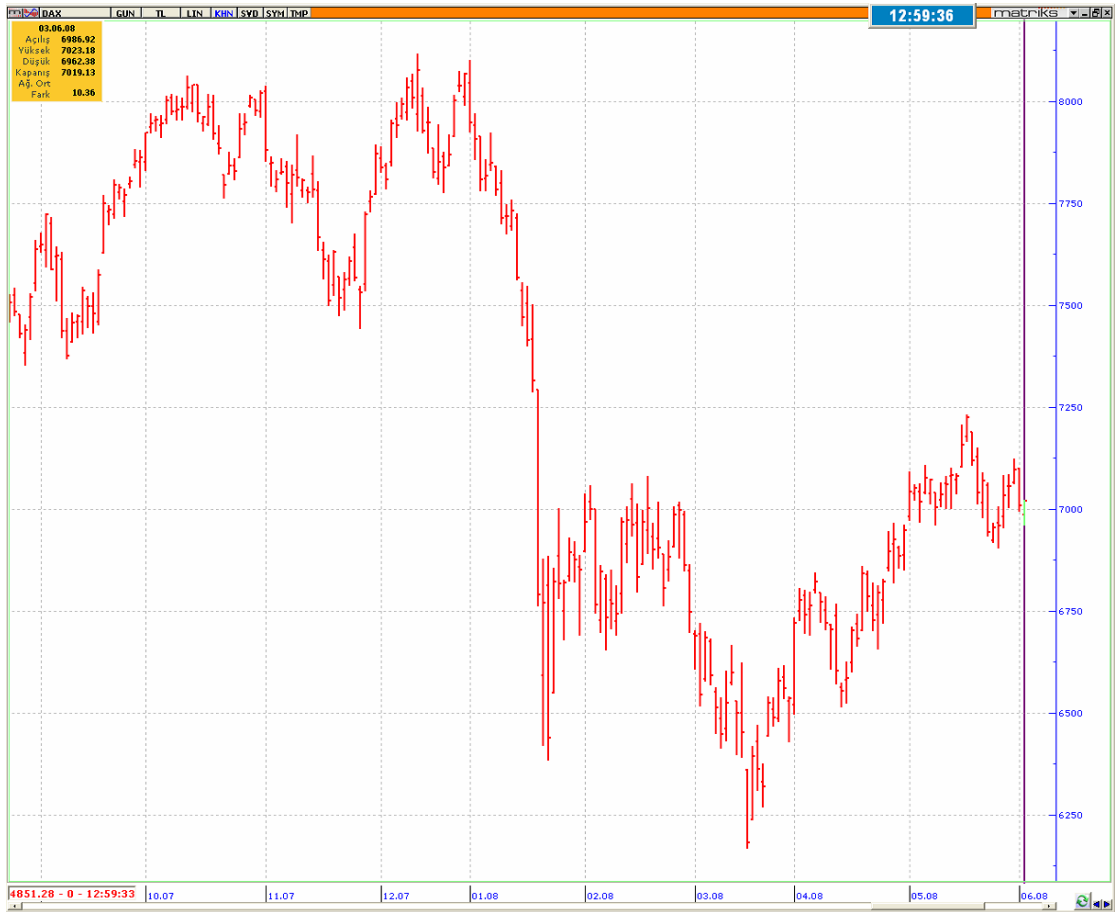
Ağustos'un ilk günü, mortgage sağlayıcısı American Home Mortgage Investment Corp şirketinin konut kredilerini artık finanse edemediğini ve varlıklarını tasfiye edebileceğini açıklaması piyasaların yeniden düşmesine neden olmuştur. Aynı gün iki hedge fonunun çökmesiyle sıkıntı yaşayan Bear Sterns'in yatırımcılarının para çekmek istemesinin ardından üçüncü hedge fonunun da itfalarını durduğunu açıklaması zaten oluşmakta tereddüt eden güveni yok etmiştir. Endeks toparlanmaya çalışırken 9 Ağustos'ta Fransa'nın en büyük bankası BNP Paribas, ABD yüksek riskli mortgage sektöründeki sorunlar nedeniyle üç fonunun değerinin hesaplanmasını geçici olarak durduğunu açıklamıştır. Aynı gün ABD tarafında da 310 bin beklenen işsizlik başvuruları, 316 bin gerçekleşince tedirgin olan Euro Bölgesi piyasalarını yatıştırmak için piyasaya 94,8 milyar euro enjekte etmiştir.¹²⁹ Ağustos ayının ortasında ABD'de açıklanan konut satışlarının son 4 yılın en düşük seviyesine gerilemesiyle birlikte otomotiv ve elektronik hisselerinde bile geri çekilmeler yaşanmıştır. 16 Ağustos'ta Avusturyalı konut kredisi

¹²⁸ (Çevrimiçi) Finansonline şirket içi bilgi servisi, <http://app2/wtys/FIComments.aspx> (Erişim Tarihi: 10/03/2009).

¹²⁹ a.g.i.s

kuruluşu Rams Home Loans Group LTD'nin 54 milyar dolar tutarındaki borcunu refinanse edemediğini açıklamasıyla şiddetli bir düşüş daha yaşamıştır.¹³⁰

Aşağıdaki grafikte ise 2007 Eylül ve 2008 Haziran dönemine ilişkin gelişmelere değinilecektir.



Grafik 51. DJIA Endeksinin Seyri (Eylül 2007 – Haziran 2008)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten gözlemlenebileceği gibi, Eylül ayının başında Northern Rock ile ilgili endişelerin artmasıyla birlikte düşme eğiliminde olan piyasalar, 18 Eylül'de İngiliz hükümeti yaşanan endişelerin bankacılık sektörünün geneline yayılmasını önlemek için

¹³⁰ Bu dönemdeki gelişmeler Bloomberg, Reuters, Forex, Euroline, Matrix haber sağlayıcıları kanalından geçen haberlere istinaden tarafımdan derlenmiştir.

Northern Rock'a para yatıran yatırımcılara ait mevduatların devletin garantisi altında olduğunu açıklamıştır. Bu haberle birlikte yükselen piyasa trendi petrolde rekor seviyelerin test edilmesiyle yerini tekrar düşüşe bırakmıştır. Özellikle Caterpillar şirketinin konut piyasalarındaki kötüleşmenin ABD ekonomisine yayılmakta olduğu yönündeki açıklaması düşüşü hızlandırmıştır. Piyasada kötüleşen algılamalar FED'den daha önce beklenenden daha yüksek oranda faiz indirimi geleceği yönündeki beklentiye dönüşmüş ve piyasa yönünü kısa süreliğine de olsa yukarıya çevirmiştir.

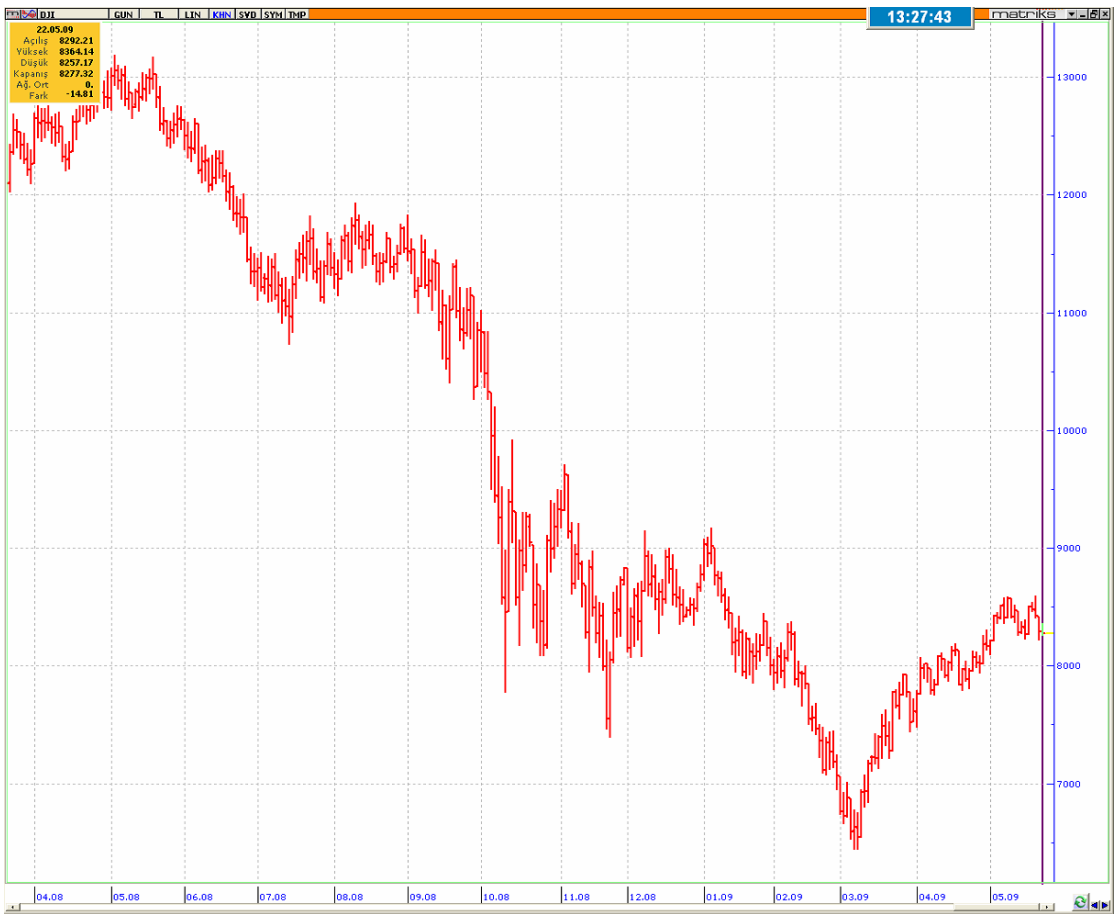
Fakat 1 Kasım itibariyle FED'den gelen 0,25 baz puanlık indirim piyasaları tatmin etmeyince düşüş başlamıştır. Faiz indiriminin ardından yükselişe geçen petrol fiyatları 100\$'ın üzerine çıkınca uçak ve otomotiv şirketlerinin hisseleri gerilemeye başlamıştır. Citigroup'un işten çıkarma söylentileri, Fannie Mae hisselerindeki düşüş endekste yaşanan geri çekilmeyi tetiklemiştir. Yine bu dönemde tüketici güveni 2 yılın en düşüğüne gerilemiştir. 28 Kasım'da Citigroup'un 7,5 milyar dolarlık hisse satımının da etkisiyle piyasalara biraz güven aşılarmaya çalışılmıştır. Aralık ayının 12'sine kadar yükselen piyasa trendini FED'in faiz oranlarında 25 baz puanlık indirimle gitmesi trendi aşağı çevirmiştir. Yeni yılın ilk haftasında 70 bin beklenen ve 18 bin gerçekleşen tarımdışı istihdam ve %5 olarak gerçekleşen işsizlik oranı piyasalardaki tüm güveni sarsmıştır. O tarihten beri endeks eski seviyelerinin çok altında seyretmektedir.

Piyasalardaki güven bunalımını anlayan FED 22 Ocak'ta 75 baz puanlık faiz indirimi yapmıştır. Uzun süredir beklenen faiz indirimini yatırımcılar beklentilerin daha kötü olabileceği endişesiyle iyi bir şekilde algılamamıştır. 52,5 beklenen ISM İmalat Endeksi 41,9 gerçekleşmiş ve düşüşü tetiklemiştir. Mart ayının ortasında hisse başına 84\$ değer biçilen Bear Stearns JP Morgan'a hisse başı 2\$'dan satılacağıyla ilgili haberler piyasalarda düşüşün yaşanmasına neden olmuştur. Bu dönemde Greenspan'ın "Kriz ardında pek çok kurban bırakacak." şeklindeki açıklaması panik havasının artmasına yol açmıştır. Amsterdam borsasında işlem gören Carlyle Capital tasfiyesini istemiştir.

Bir sonraki ay, -41,4 olarak gerçekleşmesi beklenen ZEW endeksi -37,5 gerçekleşince baskı altına giren piyasalar düşüş yaşamış ABD'de açıklanan çekirdek ÜFE verisinin 0,4

ile 1999 yılından beri en yüksek değeri kaydetmesi düşüşü perçinlemiştir.¹³¹ Yine bu dönemde petrol fiyatları 128\$'ın üstüne çıkmıştır. Haziran'ın son dönemlerine doğru Merrill Lynch'in 3-5 milyar dolar civarında zarar yazabileceğini açıklaması net bir düşüşün gerçekleşmesine neden olmuştur.

2008 Temmuz'dan 2009 Mayıs ayına kadar gerçekleşen seyre alttaki grafik eşliğinde aşağıda değinilecektir.



Grafik 52. DJIA Endeksi (Haziran 2008 – Mayıs 2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

¹³¹ Bu dönemdeki gelişmeler Bloomberg, Reuters, Forex, Euroline, Matrix haber sağlayıcıları kanalından geçen haberlere istinaden tarafımdan derlenmiştir.

2008'in Temmuz ayında 55 gerçekleşmesi beklenen ZEW endeksi 63,9 olarak gerçekleşmiş ve bu piyasalara moral vermiştir. Kısa bir sürede olsa yükseliş trendine giren endekste General Motors(GM)'un temettü ödemelerini askıya aldığını açıklaması ve ABD TÜFE verisinin 1,1'le 26 yılın en yükseğini görmesiyle birlikte satış baskısı oluşmuştur.

Eylül ayına kadar hafif dalgalı seyir izleyen endeks Lehman Brothers'ın iflas haberiyle endekste ilk şiddetli kırılmasını yaşamıştır. Lehman Brothers'ın iflas haberi bir domino etkisi yaratmış, Ekim ayının başında Fortis NV'nin bankacılık ve sigortacılık faaliyetlerine son verdiğini açıklaması, Unicredit'in yatırımcılarından sermaye arttırımı istemesi gibi nedenlerle endeks krizden bugüne en sert düşüşünü yaşamıştır. Bu sert düşüşün sertliğini arttıran bir başka unsur da tüm bunlar gerçekleşirken Merill Lynch'in finansal krizin bitmesi 1,5 – 2 yılı alabilir demeciyle, UBS'in ekonominin bir sonraki yıl resesyonda kalmasıyla ilgili beklentilerini açıklamasıdır. Zaten sert düşüş yaşayan endeksi Roubini'nin kötümser açıklamaları ve Barclays'in sermaye arttırım kararları da olumsuz etkilemiştir. Wachovia'nın Citigroup ve Wells Fargo tarafından alınması yönündeki görüşmelerin sonuçsuz kalması Citigroup'un Wachovia'yı almaktan vazgeçmesi piyasalardaki endişeleri arttırmış, GM'e ilişkin endişeleri körüklemiştir. Tüm gelişmelerin üst üste gelmesi 2003'ten beri ilk kez DJIA endeksi ilk kez 9000 puanın altına düşürmüştür. Piyasanın gitgide kötüleşmesi ABD'yi harekete geçirmiş ve ABD hükümeti zor durumdaki bankalara 250 milyar dolar sermaye yardımı yapacağını açıklamıştır. AIG'e de 85 milyar dolarlık kredi verilmiştir. Piyasalar tarafından iyi algılanan bu açılım aynı zamanda durgunluk endişelerinin de artmasına neden olmuştur. Ekim ayıyla birlikte hedge fonların pozisyon kapamaya gitmesi hedge fonların yer aldığı tüm endekslerde düşüş yaşatmış ve hedge fonlar dünya genelinde rekor zararlar açıklamıştır. İngiltere Merkez Bankası 150, Avrupa Merkez Bankası 50 baz puanlık indirimlerini arka arkaya gerçekleştirmiştir. Kasım ayının sonuna doğru, ABD'de işsizlik başvuruları 505 bin beklenirken 542 bin olarak açıklanmış ve bu verinin ardından Goldman Sachs ABD ekonomisi için büyüme tahminini düşürmüştür. Bunun üzerine artan endişeleri frenlemek için ABD hükümeti Citigroup'un 306 milyar dolarlık tahvil menkul kıymetine garanti vermiş ayrıca buna ek olarak 20 milyar dolar sermaye

vereceği de gündeme gelmiştir.¹³² O tarihten bu yana endeks hafif dalgalı seyir izlemekte ve çok sert düşüşler veya yükselişler yaşamamaktadır.

2.2.2. Amerika - Standart & Poors 500 (S&P 500)

S&P ülkesel ve bölgesel olarak her ülkeye göre düzenlenmiş endeksleri olan bir yapılandırılmadır. Kuruluş finansal anlamda, finans dünyasına gerek derecelendirme gerek sistem geliştirme gibi konularda da destek sağlamaktadır. 10.000 çalışanıyla 23 ülkede faaliyet göstermektedir.¹³³

Global çerçevede, S&P kurumu çok çeşitli endekse sahiptir fakat; S&P değerlerinden en çok kabul takip edilen endeks S&P 500 endeksidir. S&P 500 ABD'deki ilk 500 şirketi kapsayan bir endekstir ve aynı zamanda S&P Global 1200 endeksinin ABD açısından performansını gösterir.

Ağırlıklandırılması piyasa kapitolizasyonuna göre yapılır. Bu endekse tabi olabilmek için minimum 3 milyar \$'lık bir kapitolizasyona sahip olmak gerekir.¹³⁴S&P 500'de yer alan ilk 10 şirketin çoğu küresel mali krizle birlikte çok anılmaya başlamıştır.

Aşağıdaki tabloda bu 10 şirket ve şirketlerin sektördeki ve endeksteği ağırlığı verilmiştir.

¹³² Bu dönemdeki gelişmeler Bloomberg, Reuters, Forex, Euroline, Matrix haber sağlayıcıları kanalından geçen haberlere istinaden tarafımdan derlenmiştir.

¹³³(Çevrimiçi)http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/aboutsp_overview/4.1.1.0.0.0.0.0.0.0.0.0.0.0.0.html?lid=us_topnav_aboutoverview, (Erişim Tarihi:25/02/2009).

¹³⁴Standart&Poors, "S&P500Index", (Çevrimiçi)
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SP_500_Risk_Control_10_Percent_Index.pdf,
(Erişim Tarihi:2670272009).

Tablo 54. S&P 500 Endeksinin İçindeki İlk 10 Şirketin Sektör Ağırlıkları ve Endeks Ağırlıkları

Country	Company	Float Adjusted	Index Weight	Sector Weight	Investable	
		Market Cap (\$ Million)			Weight Factor	GICS® Sector
United States	Exxon Mobil Corp	336,525.0	4.86%	37.32%	1.00	Energy
United States	AT&T Inc	148,511.3	2.14%	53.88%	1.00	Telecommunication Services
United States	Johnson & Johnson	145,481.3	2.10%	13.74%	1.00	Health Care
United States	Microsoft Corp	140,454.9	2.03%	11.28%	0.86	Information Technology
United States	Procter & Gamble	138,012.6	1.99%	15.56%	1.00	Consumer Staples
United States	Chevron Corp	134,786.5	1.95%	14.95%	1.00	Energy
United States	Intl Business Machines Corp	129,995.2	1.88%	10.44%	1.00	Information Technology
United States	Wal-Mart Stores	116,488.0	1.68%	13.14%	0.57	Consumer Staples
United States	General Electric Co	106,765.9	1.54%	15.87%	1.00	Industrials
United States	JP Morgan Chase & Co	99,885.6	1.44%	13.34%	1.00	Financials

Kaynak:Standart&Poors,“S&P500Index”,(Çevrimiçi)

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SP_500_Risk_Control_10_Percent_Index.pdf, (Erişim Tarihi:2670272009).

Yukarıdaki tabloda adı geçen pek çok şirket küresel mali kriz boyunca yaşadıkları sermaye sıkıntıları dolayısıyla ya da zarar açıklamalarıyla piyasaların takibini arttırdığı şirketler haline gelmiştir.

S&P 500 Endeksi içinde yer alan hisseler ABD kökenli şirketler olduğu için endeksin seyrini bu şirketlerden gelen haberler ve ABD kaynaklı veriler endeksin seyrinde belirleyici olmuştur. Bu açıdan bakıldığında endeks küresel mali krizin seyrini birebir yansıtabilme özelliğine sahip olmuştur.

S&P 500 endeksi de DJI gibi ABD kökenli şirketlerin hisselerini içerdiği için endeks seyri açısından DJI endeksiyle uyumludur. Aşağıdaki grafik krizin genelinde S&P 500 endeksiyle DJI endeksinin seyri arasındaki ilişkiyi göstermektedir.



Grafik 53. S&P 500 ve DJI Endekslerinin Seyri (2007 -2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi krizin genel seyri boyunca DJI ve S&P 500 endeksleri çakışık seyretmiştir. Genel olarak küresel mali krizin başlangıç zamanı olarak kabul edilen 2007'nin yarısına kadar S&P 500 endeksi DJI için bir gösterge niteliğindeki 2007'nin ortasından itibaren DJI hem S&P için hem de dünya geneli için gösterge olmaya başlamıştır. Eylül 2007'den itibaren yatay seyirlerde çakışık giden S&P 500 ve DJI, düşüşlerde ve yükselişlerde DJI endeksinin öncülüğünde hareket etmiştir. S&P 500 endeksi ve DJIA endeksi arasında bir ayrışma yaşanmamış hareketler birbirleriyle orantılı bir biçimde gerçekleşmiştir. 2008 Haziran sonraki dönemde de endeks düşüşte ve yükselişte DJI endeksinin öncülüğünde gerçekleşmiş ve özellikle son dönemdeki yatay seyirde çakışık hareket etmişlerdir.

2.2.3. Almanya - DAX

Almanya borsası hisse ya da diğer menkullerin alım satımının yapıldığı bir borsa olmakla beraber aynı zamanda da dünyanın en geniş exchange organizasyonlarının yapıldığı bir borsadır. Kullandığı ileri düzey teknolojiyle yatırımcıların ve şirketlerin uluslararası sermaye piyasalarına girmesini sağlamaktadır. Almanya borsası rakiplerinden hem çok çeşitli ürün özelliğine sahip olmasıyla hem de tüm dünya borsalarındaki en gelişmiş teknolojiyi kullanmasıyla daha üstündür. İşlem odaklı yapısıyla, sermaye piyasasının etkinliğini arttırmaktadır. Burda önemli olan şey; yatırımcıların düşük sermaye maliyetini kullanarak yüksek likidite ve düşük komisyon maliyetleriyle gelir elde etmektedirler. 3200 çalışanı Avrupa , Amerika ve Asya'da hizmet verir. Ayrıca Almanya, Luxemburg,Çek Cumhuriyeti ve Amerikada şubeleri olmakla birlikte, Lizbon, Londra, Paris, New York, Hong Kong, Dubai, Singapur, Tokyo ve Moskova'da da tanıtım ofisleri mevcuttur.¹³⁵

Dax Endeksi ise, konuşma dilinde Alman Borsası dediğimiz Frankfurt Menkul Kıymet Borsası'sına kote olan ilk 30 şirketi içerir. Şirketlerin bu endekse tabi olabilmesi için ya ana merkezlerinin Almanya'da olması ya da ana merkezlerinin Avrupa Birliği Bölgesi'nde olması bununla birlikte de Frankfurt Borsası'nda ciro ve hacim bakımından en yüksek paylara sahip olması gerekmektedir.¹³⁶

Dax endeksinin tarihi 1959 yılına kadar gitmektedir.

Aşağıdaki tabloda DAX'a kote olan şirketlerin listesi verilmiştir.

¹³⁵(Çevrimiçi)http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/en/listcontent/gdb_navigation/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/page0_DB_SP_DasUnternehmen.htm, (Erişim Tarihi: 25/02/2009).

¹³⁶(Çevrimiçi)http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/en/isg/gdb_navigation/trading?module=InOverview_Index&wp=DE0008469008&foldertype=_Index, (Erişim Tarihi: 25/02/2009).

Tablo 55. Dax'ta İşlem Gören Şirketler

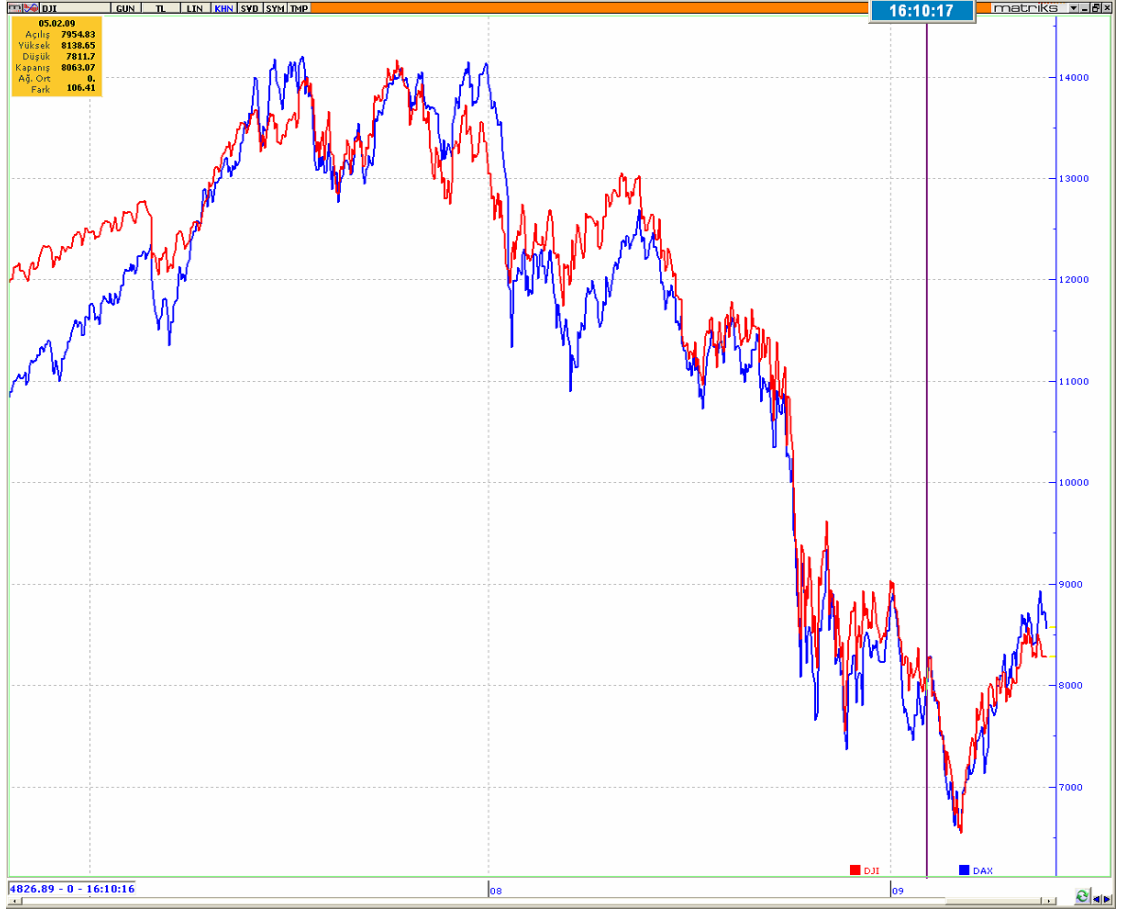
adidas AG	Fresenius SE Vz
Allianz SE	Hannover Rückversicherung AG
BASF SE	Henkel AG & Co. KGaA Vz
Bayer AG	K+S Aktiengesellschaft
Beiersdorf Aktiengesellschaft	Linde AG
BMW AG St	MAN AG St
Commerzbank AG	Merck KGaA
Daimler AG	METRO AG St
Deutsche Bank AG	Münchener Rück AG
Deutsche Börse AG	RWE AG St
Deutsche Lufthansa AG	Salzgitter AG
Deutsche Post AG	SAP AG
Deutsche Telekom AG	Siemens AG
E.ON AG	ThyssenKrupp AG
Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA St	

Kaynak:(Çevrimiçi)http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/en/isg/gdb_navigation/home?active=constituents&module=InConstituents_Index&wp=DE0008469008&wplist=null&foldertype=_Index&wpbpl=ETR, (Erişim Tarihi:25/02/2009)

Dax endeksinin içinde yer alan şirketler de ağırlıklı olarak endüstri, finans ve teknoloji sektöründe yer alan şirketleridir.

Dax endeksinin seyri Euro Bölgesi ve Almanya kaynaklı verilere göre şekillenmektedir. Yaşanan küresel krizle birlikte ABD kaynaklı veriler ve DJI endeksinin seyri de Dax'ın seyrini belirleyebilen önemli datalar haline gelmiştir.

Aşağıdaki grafikte küresel mali krizin boyunca Dax ve DJI endekslerinin seyri verilmiştir.



Grafik 54. DAX ve DJI Endekslerinin Seyri (2007 -2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi sert kırılmaların yaşandığı dönemlerin DJI endeksindeki kırılmaların yaşandığı dönemle neredeyse aynı dönemler olduğunu söylememiz mümkündür. Oysaki 2006 yılının sonlarında ya da 2007 yılının başındaki dönemlerde, henüz küresel mali kriz kendini belli etmemişken Dax ve DJI endekslerinin birbirlerinden biraz daha bağımsız hareket ettiklerini görmekteyiz.

2007'nin sonlarındaki ve 2008'in başındaki DJI'daki ilk düşüş yaşanacak krizin derin olacağını söylentisiyle birlikte tüm dünyayı etkisi altına alırken kendisini en iyi DJI endeksinde hissettirmiştir. Daha sonrasında ise diğer ülkeleri de etkisi altına almaya başlamıştır. 2008'in ilk aylarında ilk düşüşten sonraki düşüşte DAX endeksinde DJI

endeksine göre biraz daha fazla geri çekilme yaşanmasının nedeni Euro Bölgesi kökenli Carlyle Capital'in tasfiyesini istemesidir. Bu olay iki endeksi de etkilemiş fakat DAX'ta etkisi çok az daha belirgin olmuştur. 2008 yılı içindeki 3. sert düşüşten bir önceki hafif düşüşü DAX'ın daha net yaşamasının sebebi ise ZEW Endeksinin -37,5 olan beklentisinin aksine -41,4 olarak değer almasıdır. Bu olayların haricinde iki endeksin birlikte hareket ettiğini söylememiz mümkündür. Sadece 2009 yılının ilk aylarında görülen Dax'ın ABD'ye göre biraz daha fazla düşüş göstermesinin nedeni Chrysler şirketi ile ilgili olumsuz haberlerdir.¹³⁷

2.2.4. İngiltere - FTSE 100

FTSE Grubu (FTSE), 120.000 hisseyi, bonoyu, tahvili ve alternatif varlık sınıfı endekslerini yönetme konusunda dünyanın lider şirketlerinden birisidir. Londra, Frankfurt, Hong Kong gibi şehirlerde şubeleri olup dünya genelinde 77 ülkede faaliyet göstermektedir.¹³⁸ Financial Times ve Londra Borsası'nın ortağı olduğu bağımsız bir şirkettir. FTSE endeksi yatırımcılar, danışmanlar varlık sahipleri, fon yöneticileri, yatırım bankaları borsalar ve brokerlar tarafından takip edilen kapsamlı bir endekstir. FTSE pek çok ülke ve pek çok sektör için oluşturulmuş endekslere sahip olmakla birlikte, ortaklarından birinin Londra Borsası olmasının da etkisiyle en fazla takip edilen endeksleri İngiltereye (FTSE UK Index Series) ait olanlarıdır.

İngiltere'ye ait olan bu endeksler İngiliz şirketlerin performanslarını ölçmek üzere oluşturulmuştur. Bunların içinde de en takip edilen endeks serisi FTSE 100 endeksidir. Bu endeks İngiltere piyasasının neredeyse %81'ini oluşturan yüksek kapitilizasyona sahip büyük ve güvenilir 100 şirketi içermektedir. Bu 100 şirket aynı zamanda da dünyadaki sermaye piyasalarının kapitilizasyonunun % 7,97'sini oluşturmaktadır.¹³⁹

FTSE 100 Endeksinin ilk 10 şirketi aşağıdaki tabloda verilmiştir.

¹³⁷(Çevrimiçi) http://www.dw-world.com/dw/function/0..82223_cid_4141023.00.html, (Erişim Tarihi: 05/03/2009).

¹³⁸ (Çevrimiçi) http://www.ftse.com/About_Us/index.jsp, (Erişim Tarihi: 05/03/2009) .

¹³⁹ FTSE Index Company, "Fact Sheet", (Çevrimiçi) http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/FTSE_100_Index_Factsheet.pdf, (Erişim Tarihi:05/03/2009).

Tablo 56. FTSE 100 Endeksinin İlk 10 Şirketi

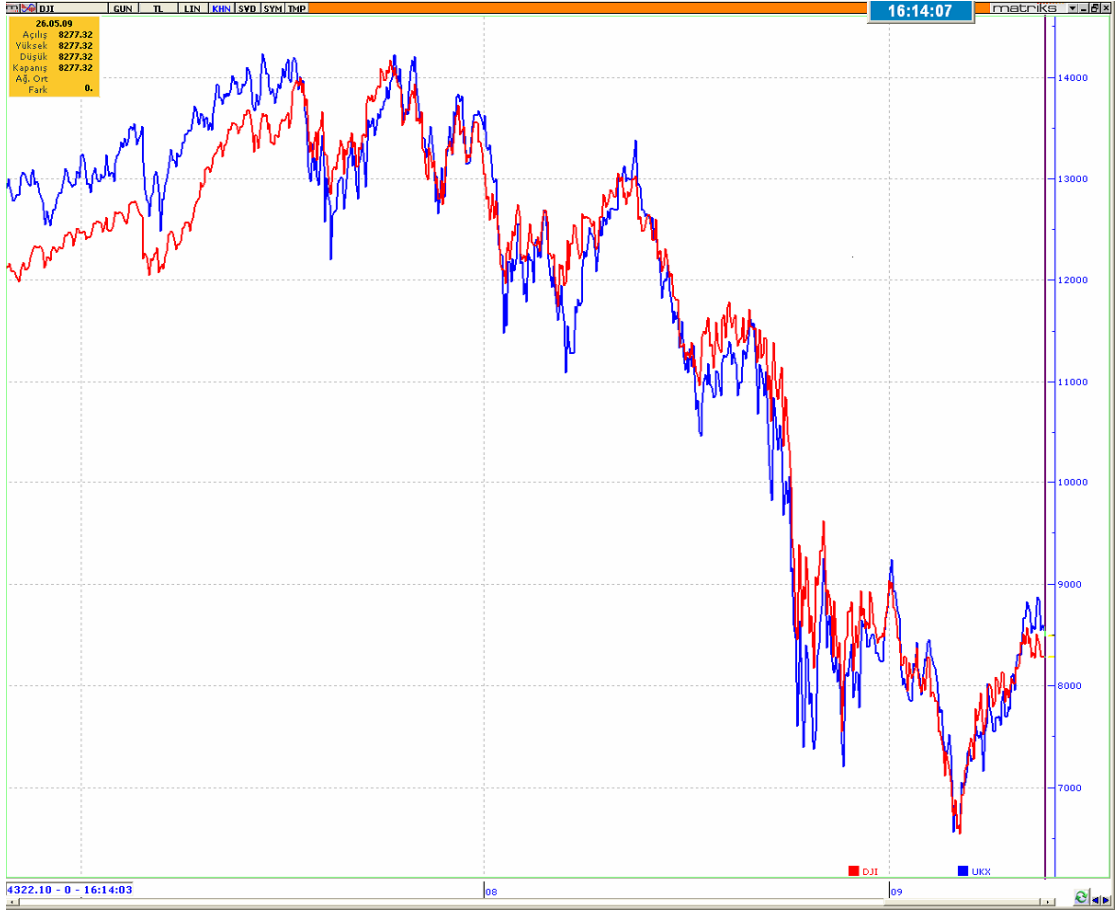
Constituent	ICB Code	ICB Sector	Net Mkt Cap (GBPm)	Weight (%)	
				FTSE 100 Index Index	FTSE All-Share Index
BP	530	Oil & Gas Producers	99,112	9.15	8.06
HSBC Hldgs	8350	Banks	79,471	7.34	6.46
Vodafone Group	6570	Mobile Telecommunications	73,155	6.75	5.95
GlaxoSmithKline	4570	Pharmaceuticals & Biotechnology	67,313	6.22	5.47
Royal Dutch Shell A	530	Oil & Gas Producers	64,030	5.91	5.20
Royal Dutch Shell B	530	Oil & Gas Producers	46,893	4.33	3.81
AstraZeneca	4570	Pharmaceuticals & Biotechnology	40,965	3.78	3.33
British American Tobacco	3780	Tobacco	35,938	3.32	2.92
BG Group	530	Oil & Gas Producers	32,243	2.98	2.62
BHP Billiton	1770	Mining	28,559	2.64	2.32
Totals			567,679	52.42	46.15

Kaynak: FTSE Index Company, "Fact Sheet", (Çevrimiçi)
http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/FTSE_100_Index_Factsheet.pdf, (Erişim Tarihi:05/03/2009)

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi FTSE 100 endeksinin ilk 10 şirketi sadece FTSE 100 Endeksi içinde değil tüm FTSE endeksleri içinde yüksek paya sahip şirketlerdir. Bu şirketlerin kendi sektörleri içinde de en güçlü şirketler olduğunu söylemek mümkündür.

FTSE 100 endeksi hem içerdiği şirketlerle ilgili haberlerden, hem İngiltere kaynaklı verilerden hem de özellikle son dönemde ABD kaynaklı haberler ve ABD kökenli şirketlere ait haberlerden etkilenmektedir.

Aşağıdaki grafikte FTSE 100 ve DJI endekslerinin 2007 ve 2009 dönemleri arasındaki seyri verilmiştir.



Grafik 55. FTSE 100 ve DJI Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi, 2007'nin 3.çeyreğinin son dönemlerinde İngiltere'de Northern Rock ile ilgili endişeler nedeniyle FTSE 100 endeksinin yükselmekte biraz daha temkinli davrandığı söylenebilmektedir. 2008'in Mart dönemine denk gelen düşüşte FTSE 100 endeksinin DJI endeksine göre daha hızlı düşüş göstermesinin bir nedeni; İngiltere'nin en büyük mortgage sağlayıcılarından HBOS'un batacağına yönelik yapılan manipülasyon gösterilebilir.¹⁴⁰ Bir başka neden ise İngiltere'de 2008'in ilk çeyreğinde ilk kez eksi seviyeye inen GSYİH verisidir. 2008 Kasım ayında ise İngiltere Merkez Bankası'nın krizin ilk dönemlerinde daha sağlam

¹⁴⁰(Çevrimiçi) <http://www.ekonometrim.org/forum/londra-borsasinda-dev-banka-batti-skandali-patladi-t7365.0.html>, (30/05/2009).

durmaya çalışıp daha düşük baz puanlık indirimlere gitmesinin aksine 150 baz puanlık indirime gitmesi yatırımcılar açısından panik havasının oluşmasına neden olmuş ve FTSE 100 yine DJI endeksine oranla biraz daha düşmüştür. Bu birkaç olayın haricindeyse iki endeksin birlikte hareket etiklerini söylememiz mümkündür.

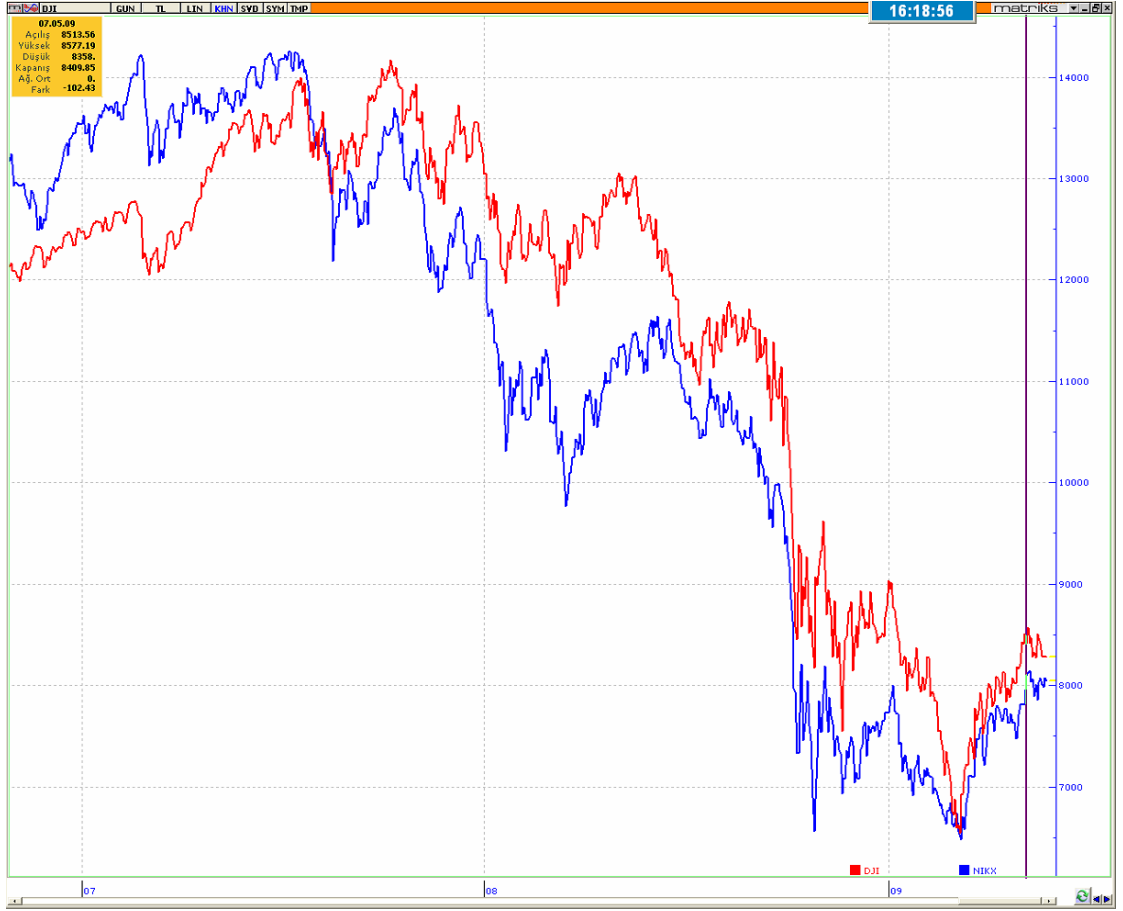
2.2.5. Japonya – Nikkei 225

1 Nisan 1949'da kurulan Tokyo Menkul Kıymetler Borsası (Tokyo Borsası veya TSE) Başbakan'a bağlı anonim şirket statüsündedir. Daha önceleri üyelerin ortak olduğu bir yapıya sahipken, 1 Kasım 2001'den itibaren Sermaye Piyasası Kanununda yapılan değişiklikle anonim şirkete dönüşmüştür. Sermayesi 107 milyon \$ olup 123 ortağı vardır. İştirakleri, Japonya Menkul Kıymetler Takas ve Saklama Kuruluşu, Japonya Menkul Kıymetler Mutabakat Kuruluşu ve Tosho Sistem Hizmetleri'dir. Takas ve Saklama Kuruluşu ve Tosho Sistem Hizmetleri'nin %100'üne, Mutabakat Kuruluşunun %86'sına sahiptir. Bağlı ortaklıkları, NSB Bilgi Hizmetleri, Tosho Bilgisayar Sistemleri ve Japonya Menkul Kıymet Depo/Saklama Kuruluşudur. Tokyo Borsasında hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler ve türev ürünler işlem görmektedir.¹⁴¹

Nikkei 225 endeksi ise fiyat ağırlıklı bir endekstir. Tokyo Borsası I. pazarında yer alan ve en iyi derecelendirmeye sahip ilk 225 şirketi kapsamaktadır. Kapsamdaki şirketler yılda bir gözden geçirilmektedir. Bu endeks 1971 yılından itibaren Nihon Keizai Shimbun gazetesi tarafından hesaplanarak yayınlanmaktadır. Bu gazete, Japonya'nın en önemli medya kuruluşlarından biri olup, finans, endüstri ve ekonomi ağırlıklı haberler yapmaktadır.

Japonya borsasının seyrinde tarih boyunca genellikle iç dinamikleri etkili olmuştur. Fakat yaşadığımız küresel krizin birebir olmasa da Nikkei 225 endeksinde de etkisi olmuştur.

¹⁴¹ (Çevrimiçi) <http://www.tse.or.jp/english/about/history.html>, (Erişim Tarihi: 05/03/2009)



Grafik 56. Nikkei 225 ve DJIA Endekslerinin Seyri (2007- 2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi ana hatlarıyla küresel kriz boyunca iki endeks de aynı trend içerisinde hareket etmiştir. Fakat 2007'nin sonu 2008'in başında hafif çaplı bir ayrışma göze çarpmaktadır. Bu satışın ya da daha sonraki satışların Japonya'da biraz daha sert olmasının bazı nedenleri vardır. Genel bir neden olarak Japon ekonomisinin geneline yayılan geri dönmeyen krediler (NPL) gösterilebilir. Bu anlamda bakıldığında Japon ekonomisinin GSMH'sının %25'ini NPL oluşturmaktadır. Yaşanan küresel krizle birlikte bu NPL'lerin artacağı endişesi borsaya da daha sert satış gelmesine neden olmuştur.¹⁴² İkinci bir neden olarak ise, zaten deflasyona meyilli olan Japon ekonomisi

¹⁴² (Çevrimiçi) <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/182720.asp>, (Erişim Tarihi: 07/03/2009).

için parasal gevşeme* (quantitative easing) bile işe yaramıyorsa küresel krizle birlikte herşey daha kötü olacak endişesinin yatırımcıların ellerindeki daha önceden sattırılmış olma ihtimali hayli yüksetir. Küresel krize indirgeyerek baktığımızda ise 2008 bahar aylarında (Lehman batmadan önce) resesyonun ayak sesleri daha kuvvetli hissedilirken, Japonya gibi ihracatçı bir ülkenin borsasının, şiddetli resesyon beklentileri eşliğinde daha sert satılmış olabileceği ihtimalidir. Buna ek olarak küresel krizin en başında Çin piyasasında kötü giden durumun Çin'in iyi bir ticari partneri olan Japonya'da oluşacağına beklentisi sayılabilir. Bu durum ileride anlatılacak olan Kore borsası içinde geçerlidir. 2008 Ekim ayında yaşanan sert düşüş ise Japonya'nın bu krizle birlikte daha önceden yaşamadığı olayları yaşamasıyla ilgilidir. 2008'in Ekim ayında Japonya küresel bir sigorta şirketini krize kurban vermiştir. Orta ölçekli sigorta şirketi Yamamoto Life Insurance'ın iflas etmesiyle, Tokyo Borsası 1987 yılından bu yana en büyük kaybını Ekim 2008'de ayında yaşamıştır. Bu olayın ardından Nikkei gazetesi, yeniden canlandırma yasasının bölgesel bankalara yardım amacıyla 10 trilyon yen (100 milyar dolar) tutarında bir fon oluşturmak amacıyla kullanılabileceğini yazmıştır. Japon hükümeti 18 milyar dolarlık bir ekonomik teşvik paketi hazırlamıştır. Bu arada Japonya, küresel finansal krizden etkilenecek ülkelerin kurtarılmasında Uluslararası Para Fonu'na (IMF) yardım etmeye hazır olduğunu bildirmiştir.¹⁴³ Ayrıca yine Ekim ayının sonuna doğru Sony'den yapılan açıklamada, şirketin net gelirlerinin geçen senenin aynı dönemine göre yüzde 59 azalacağı belirtilince, hisseleri de yüzde 14 değer yitirmiştir. Sony'nin açıklamasının bütün elektronik hisseleri üzerinde baskı oluşturmuş ve borsalarda gerilemenin yaşanmasına yol açmıştır.

Ekim ayındaki düşüşün ardından Asya ülkeleri ve Avrupa Birliği'nden 50'ye yakın ülkenin devlet ve hükümet başkanları küresel mali krizi ele almak için Çin'in başkenti

* Parasal Gevşeme: Faiz oranlarını düşürerek piyasalarda dönen paranın arttırılmadığı durumlarda, parasal gevşeme modeli kullanılır. Merkez bankalarının bunu yapma şekli, varlıkları satın alarak piyasaya para sürmektir. Teoride bir varlık herhangi birinden alınabilir. Uygulamada ise hazine bonoları ve mortgage bazlı menkul kıymetlerin satın alınması üzerine odaklıdır.

¹⁴³(Çevrimiçi) <http://www.porttakal.com/haber-dunya-borsalarinda-panik-suruyor-yatirimci-parasinin-yarisini-kaybetti-140822.html>, (Erişim Tarihi: 07/03/2009).

Pekin'de bir araya gelmiştir.¹⁴⁴ Ayrıca bu dönemde Güneydoğu Asya'nın GSMH ve kişi başına düşen milli gelir açısından en zengin ülkesi kabul edilen Singapur ikinci çeyrekte yüzde 5.7 küçüldükten sonra üçüncü çeyrekte yüzde 6.3 gerileme yaşamış ve teknik olarak resesyona girmiştir.¹⁴⁵ Japonya 2008 yılının son çeyreğinde -4,3 olan son dönemlerin en düşük GSYİH 'sini kaydetmiştir. Ayrıca küresel ekonomik krizde otomotiv sektörüne olan talebin düşmesi üzerine dünyanın en büyük otomotiv şirketi olan Toyota ile ilgili olumsuz haberler küresel kriz boyunca Nikkei endeksini etkilerken, Toyota'nın 2009 Şubat ayında üretimini kısacağına yönelik açıklaması da endeksin bir miktar geri çekilmesine neden olmuştur.

2.2.6. Amsterdam – Euronext Amsterdam (AEX)

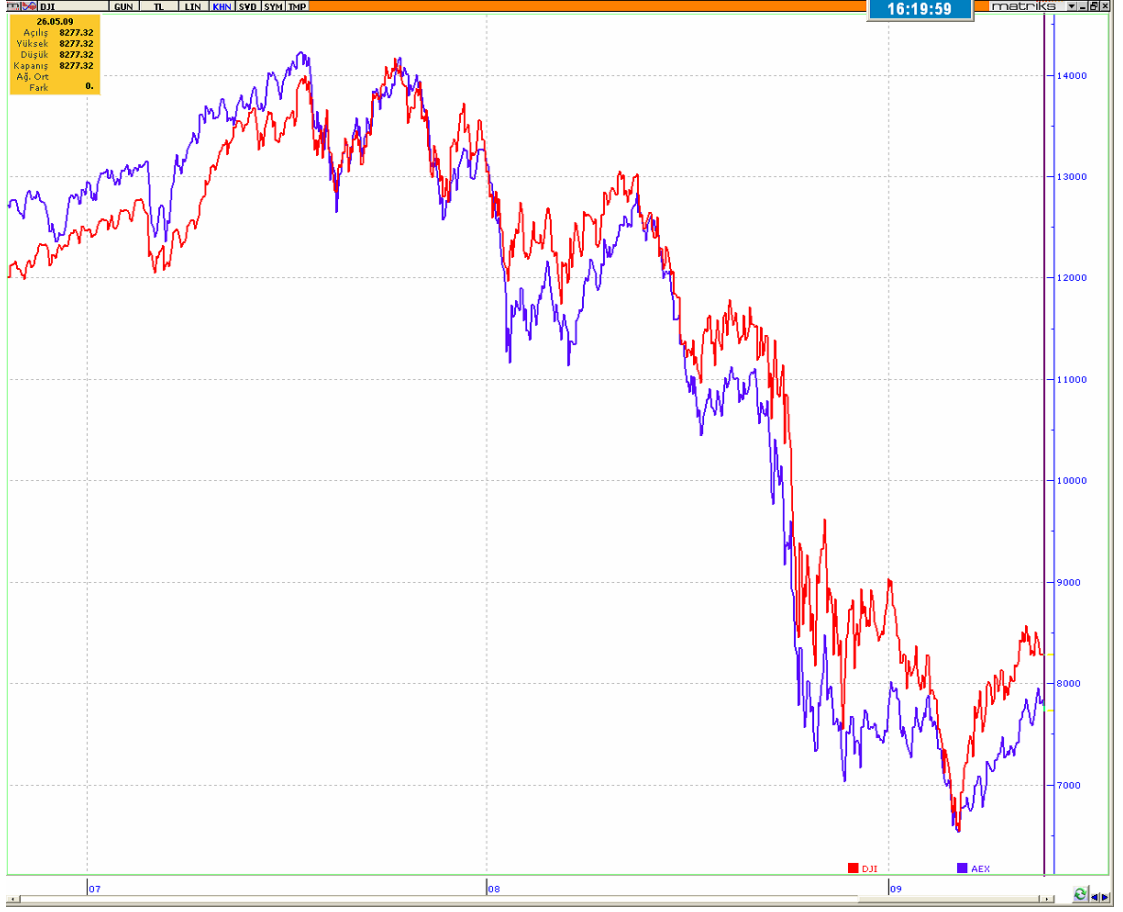
AEX Euronext endekslerine ait bir endeks olma özelliği taşımaktadır. Euronext endeksleri Avrupa endekslerinden ve ulusal endekslerinden oluşan çeşitli endeksleri içermektedir. Bunlardan en çok bilinenleri AEX, BEL20, CAC40, PSI20 endeksleridir.¹⁴⁶ Bu endeksler hisse senedi piyasalarının performansını göstermekle birlikte, bir bakıma ekonominin durumu hakkında yatırımcıların düşüncelerini ve beklentilerini yansıtmaktadır. Euronext endeksleri global endeksler, ulusal endeksler sektörel endeksler ve diğer endeksler olarak gruplandırılmaktadır. AEX, ulusal endekslerin en bilinenidir. AEX Hollanda'nın en aktif 25 hisse senedinden oluşmaktadır. Bu hisseleri, bir önceki takvim yılında en fazla işlem gören ilk 25 hisse oluşturmaktadır.

AEX endeksinin seyrinde Euro Bölgesi ve Almanya kaynaklı verilerin doğrudan etkisi olmakla beraber, endeks ABD'den gelen habelerden de etkilenebilmektedir. Aşağıdaki grafikte DJI ve AEX endekslerinin küresel kriz boyunca seyri gösterilmiştir.

¹⁴⁴(Çevrimiçi) http://www.bbc.co.uk/turkish/news/story/2008/10/081024_markets_beijing.shtml (Erişim Tarihi: 07/03/2009).

¹⁴⁵Ömer Güney, "Küresel Ekonomik Kriz Asya'yı Vurdu" (Çevrimiçi) <http://www.omerguney.com/kuresel-ekonomik-kriz-asyai-vurdu/> (Erişim Tarihi: 07/03/2009).

¹⁴⁶(Çevrimiçi) <http://www.euronext.com/landing/equitiesOP-12701-EN.html>, (Erişim Tarihi: 07/03/2009).



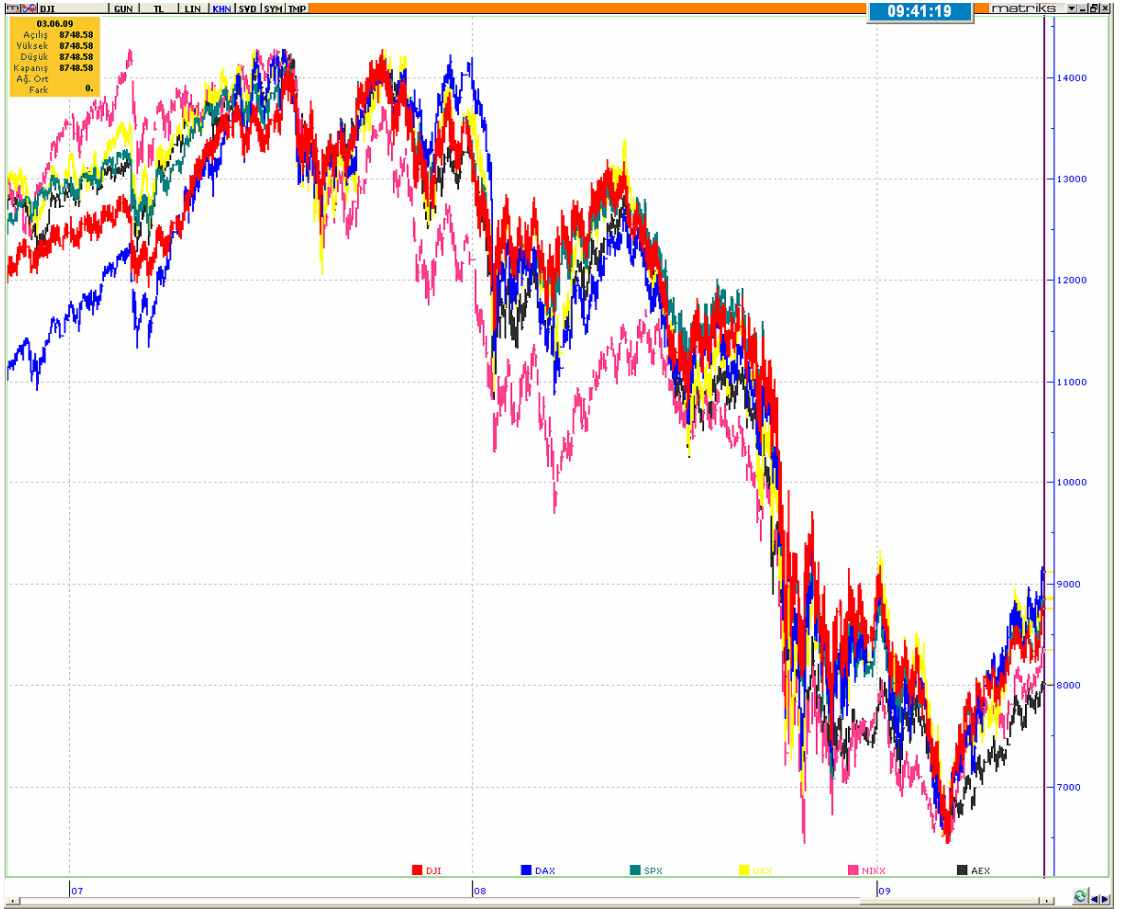
Grafik 57. AEX ve DJI Endekslerinin Seyri (2007- 2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi küresel kriz boyunca DJI ve AEX genellikle birlikte hareket etmişlerdir. 2007'nin Temmuz sonu Ağustos başı dönemindeki geri çekilmede AEX'in çok az daha fazla geri çekilmesinin nedeni Fransa'nın en büyük bankası BNP Paribas'a ait 3. hedge fonun durdurulmasıdır. Bu daha çok Euro Bölgesi endekslerini etkileyen bir gelişme olduğu için AEX'te etkisini biraz daha hissettirmiştir. 2008'in Mart ayındaki düşüşün AEX'te daha fazla olmasının nedeni daha öncede bahsedildiği gibi Amsterdam borsasında işlem gören Carlyle Capital'in tasfiyesini istemesidir. 2008'in son dönemindeki geri çekilmenin AEX'te daha sert hissedilmesinin nedeni ise Fortis'in Hollanda ayağındaki bankacılık ve sigortacılık faaliyetlerine son verdiğini açıklamasıdır. Bu gelişmelerin haricinde son dönemdeki az farkın sebebi ise,

ABD verilerinde hafif bir toparlanma gözlemlenmesine rağmen Avrupa Bölgesi verilerinde toparlanmanın söz konusu olmamasıdır.

Genel olarak özetlemek gerekirse, yukarıdaki gelişmiş ülke borsalarının hepsinin çoğunlukla aynı trend içinde yer aldığını söylememiz mümkündür.



Grafik 58. DJI, DAX, SPX, UKX, NIKX, AEX Endekslerinin Seyri, (2007- 2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi Japonya'daki bazı sert hareketler hariç bu bölümde anlatılan tüm gelişmiş ülke borsalarının uzun vadeli trendi aynı şekildedir.

2.3. Gelişmekte Olan Ülke Borsalarını Etkileyen Veriler

Gelişmekte olan ülkelerin borsalarına etki eden veriler gelişmiş ülke borsalarına etki eden verilere göre daha az sayıdadır. Çünkü gelişmekte olan ülke borsaları kendi iç dinamiklerinden çok gelişmiş ülke borsalarını etkileyen verilerden ve gelişmiş ülke borsalarının seyrinden etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik verileri her ülkeyi kendi iç piyasası açısından etkilemekte diğer gelişmekte olan ülkelere bir etkisi olmamaktadır.

Ekonomik ve istatistiki verilerin açıklanması gelişmişliğin ve şeffaflığın göstergesidir. Gelişmekte olan ülke statüsünde olan ülkelerin ekonomik verilerinin açıklanma tarihleri önceden belli olmamakla birlikte pek çok gelişmekte olan ekonomide de bu veriler açıklanmamaktadır. Açıklanmamasının ardında yatan neden ise kimi zaman hükümet politikaları kimi zamansa verilerin toplanmasında ve kayıt altına alınmasındaki sistemsel zorluklardır. Gelişmiş ülkelerde açıklanan veriler çoğu zaman öncü gösterge niteliği taşımasına karşın gelişmekte olan ekonomilerde açıklanan veriler genellikle öncü olma niteliğini kaybetmiştir.

Ekonomik verilerin yayınlanma miktarı ve düzeni açısından Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha ileri bir seviyededir. Türkiye ekonomisi kendi iç dinamiklerinden etkilenmekle birlikte, Avrupa Birliği(AB) üyesi olma yolunda ilerlemesi, ihracat ve ithalat pazarlarının ağırlıklı olarak Avrupa olması, üretim açısından Avrupa'nın bir üssü kabul edilmesi, Avrupa'nın Türkiye'nin en büyük dış kredi sağlayıcısı olması gibi nedenlerden dolayı Avrupa ekonomisiyle yüksek korelasyon içerisindedir. Bu nedenlerle Avrupa'da ve ekonomik lider olarak gösterilen ABD'de yaşanan ekonomik gelişmeler kısa zamanda Türkiye ekonomisini etkilemekte Türkiye'nin ekonomik verilerine yansımaktadır. Buna örnek olarak TCMB'nin uyguladığı faiz politikası gösterilebilir.

Tablo 57. TCMB Faiz Oranları (Temmuz 2006 – Mayıs 2009)

Tarih	Borç Alma	Borç Verme	Tarih	Borç Alma	Borç Verme
21.07.06	17.50	22.50	18.07.08	16.75	20.25
14.09.07	17.25	22.25	23.10.08	16.75	19.75
17.10.07	16.75	21.50	20.11.08	16.25	18.75
15.11.07	16.25	20.75	19.12.08	15.00	17.50
14.12.07	15.75	20.00	16.01.09	13.00	15.50
18.01.08	15.50	19.50	20.02.09	11.50	14.00
15.02.08	15.25	19.25	20.03.09	10.50	13.00
16.05.08	15.75	19.75	17.04.09	9.75	12.25
17.06.08	16.25	20.25	15.05.09	9.25	11.75

Kaynak: TCMB

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi TCMB faiz oranlarını küresel krizin ortaya çıktığı 2007 Eylül ayından itibaren düşürmeye başlamış, 2008 Mayıs itibariyle tekrar yükseltmiş fakat 2008 Ekim ayında sabit bırakılan faiz oranları Kasım ayında tekrar düşürülmüştür. 2008 Mayıs ayındaki faiz oranının arttırılmasının nedeni olarak ise son dönemde artış eğilimini sürdüren enerji ve işlenmiş gıda fiyatları kısa vadede enflasyonun geçici olarak yükselmesine neden olabileceği olarak gösterilmiştir.¹⁴⁷ 2008 Kasım ayındaki TCMB Para Politikası Kurulu Kararı ise şu şekildedir:

“Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleştiğine işaret etmektedir. Uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi uzunca bir müddet sınırlamaya devam edeceği ve bu nedenle döviz kurlarında gözlenen hareketlerin enflasyona olan etkisinin sınırlı kalacağı anlaşılmaktadır. Ayrıca, petrol ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen sert düşüşler enflasyonu olumlu etkileyecektir. Bu çerçevede, enflasyondaki düşüşün

¹⁴⁷ TCMB, “Para Politikası Kurulu Kararı”, 15 Mayıs 2008.

önceki tahminlere göre daha hızlı olacağını öngören Kurul, borçlanma faizlerinin 50 baz puan indirilmesine karar vermiştir.”¹⁴⁸

Bu kararlardan, 2007 Eylül ve 2008 Kasım aylarında alınan kararlar yurtdışı kaynaklı kararlar olup, 2008 Mayıs ayındaki faiz kararı bir iç dinamik olan enflasyon endişesiyle alınmış bir karardır. Bu anlamda bakıldığında küresel krizin etkisiyle düşürülen faiz oranlarının, enflasyon kaygısıyla tekrar yükseltildiğini ve krizin boyutunun büyüklüğü ve etkilerinin süreceğinin anlaşılmasıyla tekrar faiz indirimine gidildiğini söylemek mümkündür. Yine bir başka ekonomik gösterge kabul edilen ÜFE ve TÜFE verilerinin değişim yönü açısından da Türkiye genellikle ABD ve Avrupa’yla korelasyon göstermektedir.

Tablo 58. Türkiye ÜFE ve TÜFE Rakamları (Eylül 2007 – Nisan 2009)

	ÜFE % Değişim	TÜFE % Değişim
Eyl.07	1.02	1.03
Eki.07	-0.13	1.81
Kas.07	0.89	1.95
Ara.07	0.15	0.22
Oca.08	0.42	0.80
Şub.08	2.56	1.29
Mar.08	3.17	0.96
Nis.08	4.50	1.68
May.08	2.12	1.49
Haz.08	0.32	-0.36
Tem.08	1.25	0.58
Ağu.08	-2.34	-0.24
Eyl.08	-0.90	0.45
Eki.08	0.57	2.60
Kas.08	-0.03	0.83
Ara.08	-3.54	-0.41
Oca.09	0.23	0.29
Şub.09	1.17	-0.34
Mar.09	0.29	1.10
Nis.09	0.65	0.02

Kaynak: TCMB

Bazı gelişmekte olan ülkelerin borsalarının seyirleri ise altın, petrol gibi emtiaların seyirleriyle yüksek korelasyon içerisindedir.

¹⁴⁸ TCMB, “Para Politikası Kurulu Kararı”, 19 Kasım 2008.

2.4. Gelişmekte Olan Ülke Borsalarının Belli Başlı Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri

Küresel kriz boyunca sadece gelişmiş ülke borsaları değil gelişmekte olan ülke borsaları da büyük kayıplar yaşamıştır. Bu bölümde gelişmekte olan ülke borsalarının belli başlı endeksleri incelenecektir. Bu endekslerden bazıları küresel krizin seyrini yansıtmakta olup bazıları ise önceki bölümde bahsedildiği gibi altın ve petrol fiyatlarındaki değişimden etkilenmiştir.

2.4.1. Arjantin – Merval Argentina

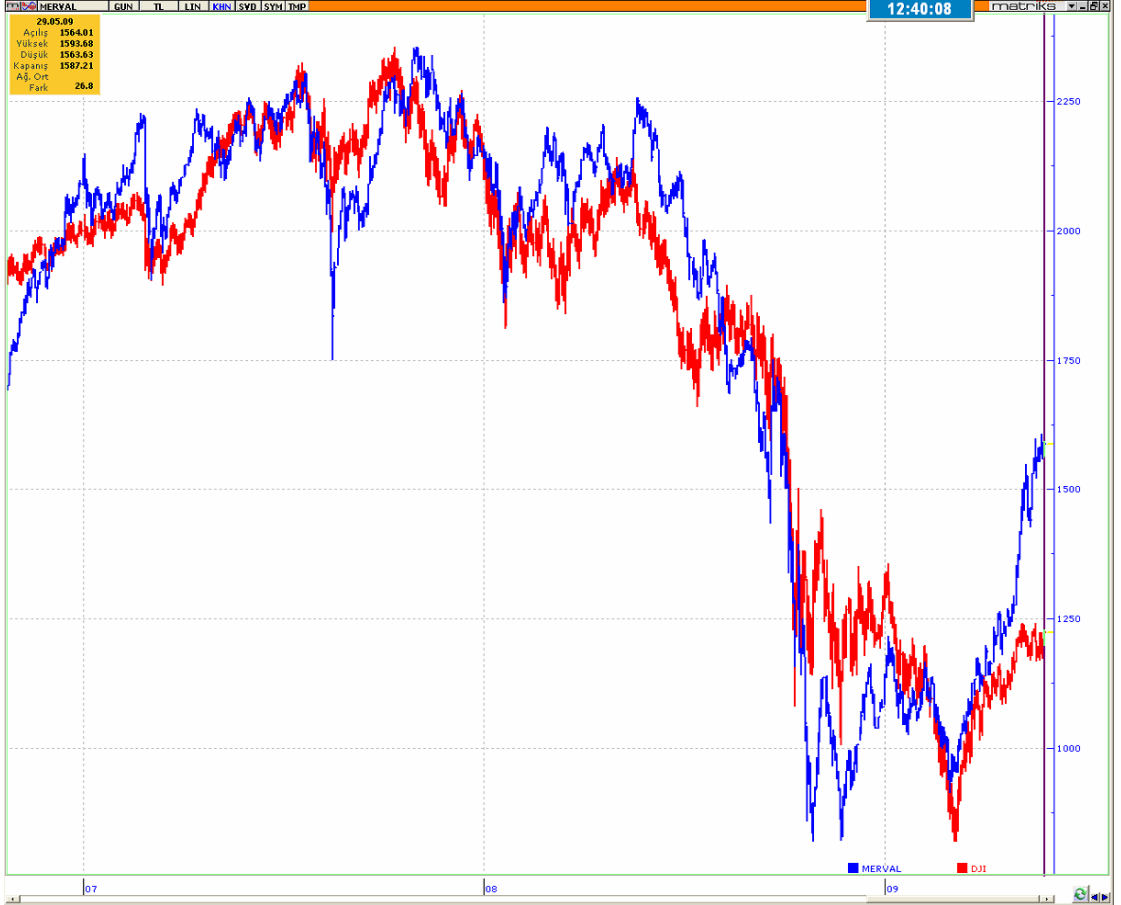
Mercado de Valores de Bs. As. S.A. hisse senedi piyasasında yer alan Arjantinli şirketlerin davranış biçimlerini yansıtmak için bir endeks kurmuştur. Arjantine ait bu endeks oluşturulurken mevcut olan Merval endeksinin içeriğinde bir düzenleme yapılmıştır. Endekste yer alan değişiklikler ise mevcut Merval endeksinin temel yapısını koruyarak, yerel şirketlerin işlemlerini bir kriter haline dönüştürmeye yöneliktir.

Arjantin'e ait bu endeksin güncellenmesi altı ayda bir yapılmaktadır. Endeksin içinde yer alacak olan şirketler en fazla hacme sahip şirketler arasından seçilir ama yabancı şirketler hariç tutulur. Merval Arjantin ilk olarak 1 Ocak 2000'de 550,47 puandan açılmıştır. Merval geleneksel endeksi, Buenos Aires Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören hisse senetlerinin karlılığının göstergesi olarak tasarlanmıştır. Merval Arjantin olarak kurulan yeni endeks ise, Arjantin şirketlerinin hisse senetlerinin karlılığını yansıtan ve her şirketin endeksteği ağırlığının %20'yi geçmeyecek şekilde oluşturulduğu bir endekstir.¹⁴⁹

Merval Arjantin endeksinin genel seyrine bakıldığında, Merval'dan, küresel krizin kendisini hissettirdiği ilk zamanlar olarak nitelendirebileceğimiz 2007'nin ilk aylarından krizin derinleştiği anlaşılan (Lehman'ın batması) 2008 Eylül – Ekim aylarına kadar zaman zaman DJI endeksiyle uyumlu zaman zaman kendi gelişmişlik düzeyindeki

¹⁴⁹ (Çevrimiçi) http://www.merval.sba.com.ar/merval/default_ing.htm, (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

ülkelerden etkilenip seyrini belirleyen bir endeks olarak bahsetmemiz mümkündür.



Grafik 59. Merval Arjantin ve DJI Endekslerinin Seyri (2007 -2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Çoğu zaman DJI endeksiyle aynı trend içinde hareket eden Merval 2008 yılı sonlarına doğru DJI endeksinden kısa vadeli olarak ayrılmıştır. Burdaki neden ise, Arjantin hükümetinin, emeklileri korumak için ülkedeki 30 milyar dolarlık özel emeklilik fonlarına (AFJP) el koyacağını açıklamasıdır.¹⁵⁰ Bu karar üzerine ülke genelinde özel emeklilik sisteminin 3'te 1'ini elinde tutan Banco Frances'in hisselerinde yüzde 15.8'lik

¹⁵⁰ (Çevrimiçi) <http://www.nethaber.com/Ekonomi/78259/KRIZ-NEDENIYILE-Arjantin-ozel-emeklilik-fonlarına-el> , (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

düşüş görülmüştür. Özel emeklilik sistemi AFJP büyük düşüş üzerine hisselerinin 1 hafta süreyle işleme konulması da yasaklanınca endişeler artmıştır. Son döneme bakıldığında Merval'in DJIA endeksten daha pozitif bir seyir sergilediğini söylememiz mümkündür.

2.4.2. Güney Afrika – JSE

Jamaica Borsası 1968 yılında limited şirket olarak kurulmuştur. Afrikanın en büyük ve en eski borsası niteliğindeki Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası, 2004 yılında çıkarılan yasayla menkul kıymet borsası lisansını almış, ismini JSE Ltd. Olarak değiştirmiştir.¹⁵¹ 4 kurucuya sahip olan JSE'nin kurucuları da kendi içlerinde şirket sahibidir. JSE'ye kote olmak için belirli şartlar aranır bunlardan en belirgin olanları şirketin tamamının paylara bölünmüş olması ve ödenmiş sermayesinin 200.000\$ veya üzerinde olması gerekmektedir.¹⁵²

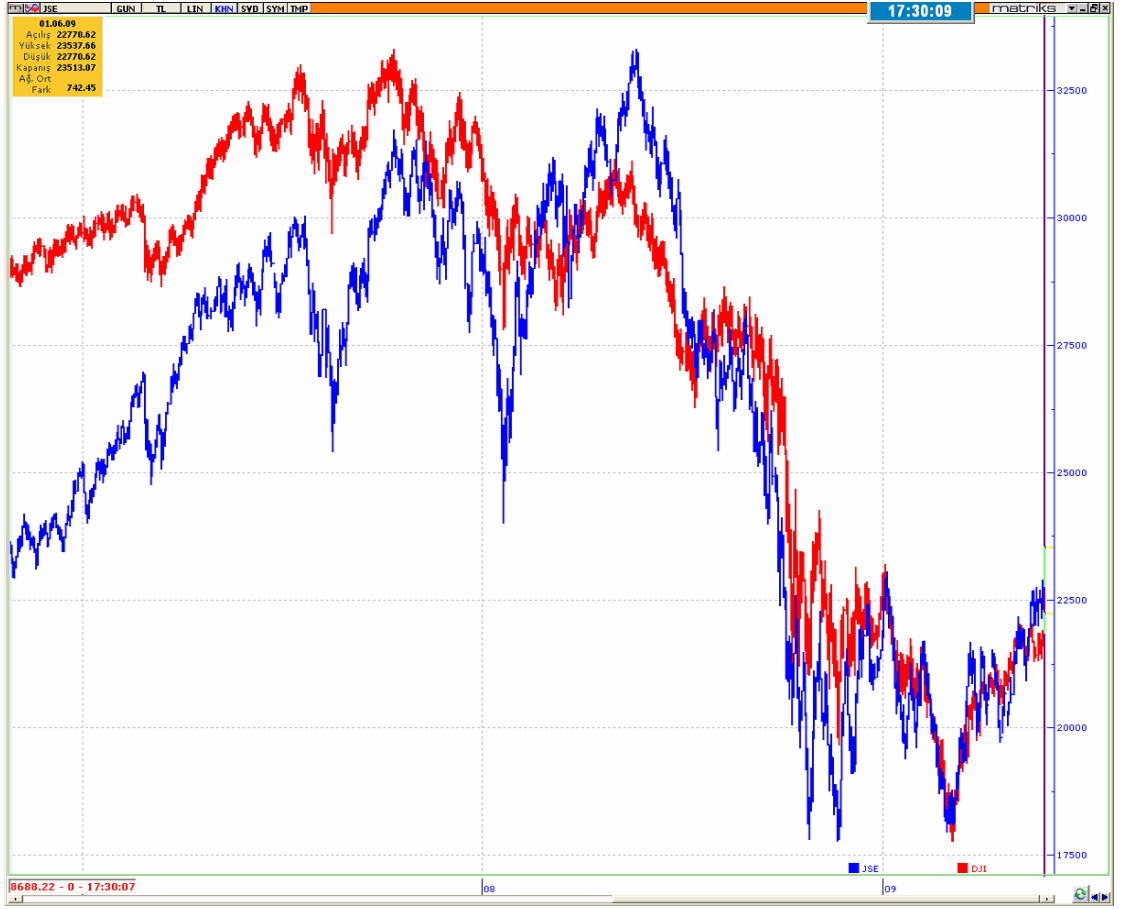
1996 yılında Johannesburg Equities Trading (JET) sistemiyle 108 yıllık tahta sistemine son verilmiş, elektronik ortamda alım satım işlemlerine başlanmıştır. 1997 yılında JSE piyasa bilgilerini anında yayınlamak için SENS sistemini geliştirmiştir. Bu sistemle eşit ve yaygın bir şekilde bilgi dağıtımını amaçlanmıştır. JSE'de yabancı yatırımcıların payı yıllar itibariyle değişmekte olup yaklaşık %20 %25 civarında seyretmektedir.¹⁵³

Aşağıdaki grafikte küresel kriz boyunca JSE ve DJI endekslerinin grafikleri verilmiştir.

¹⁵¹ Gökben Atlas, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", **Sermaye Piyasasında Gündem**, S.68, 2008, s.21.

¹⁵²(Çevrimiçi) http://www.jamstockex.com/controller.php?action=about_exchange, (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

¹⁵³ Atlas, **a.g.e.**, s.23.



Grafik 60. JSE ve DJI Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi, küresel kriz olgusu henüz kendini yeni hissettirmeye başlamışken, Çin'deki çöküşün ardından yavaş yavaş aynı trend içine girmeye çalışan JSE ve DJIA endeksleri çoğu zaman birlikte tepki vermiştir. Lehman Brothers'ın iflasından sonra ise piyasaların küresel krizi kabullenmesiyle birlikte DJI öncü endeks haline gelmiş JSE de dahil olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarını etkilemiştir. Fakat 2008 Ekim dönemindeki Arjantin'in emeklilik fonlarını kamulaştıracağını açıklaması üzerine Arjantin'in büyük bir çöküşe gireceği düşüncesi gelişmekte olan ülkeleri daha fazla tedirgin etmiş ve o dönemde yaşanan düşüşlerin daha sert yaşanmasına sebep olmuştur.

2.4.3. Kore – KOSPI

Kore Birleşik Hisse Fiyat Endeksi (The Korea Composite Stock Price Index) ya da kısa adıyla KOSPI, tıpkı ABD'deki DJI endeksi gibi göster niteliğinde bir endekstir.¹⁵⁴ KOSPI sadece hisse senetlerindeki dalgalanmaları gösteren bir göstere değil aynı zamanda da ülkenin ekonomik göstergesi olma özelliğine sahiptir.

11 Şubat 1956 yılında kurulan ilk organize Kore piyasası hisse senetleri için değil bonolar için bir göstere niteliğindeki bir piyasa olmuştur.1962'nin başında bu piyasa hisse senedi piyasasına dönüştürülmüştür. Bu piyasada işlem görecekt hisse senetlerine ortalama bir fiyat oluşturulmuş ve 4 Ocak 1964 yılında 17 şirketi içeren ve Dow Jones yöntemiyle hesaplanan bir endeks oluşturulmuştur. Bu piyasanın ardından 1972 yılında 35 şirketi içeren KSCPI adı altında bir endeks kurulmuştur. Fakat kurulan bu endeksinde piyasa performansının tamamını yansıtmayacağı anlaşılmıştır. Hem nitelik hem de nicelik yönünden büyüyen hisse senedi piyasası için KOSPI endeksi oluşturulmuştur.¹⁵⁵ Kospı endeksi 700'den fazla şirketi içermektedir. Bunların en bilinenleri; Samsung, Hyundai ve LG olarak sayılabilir.

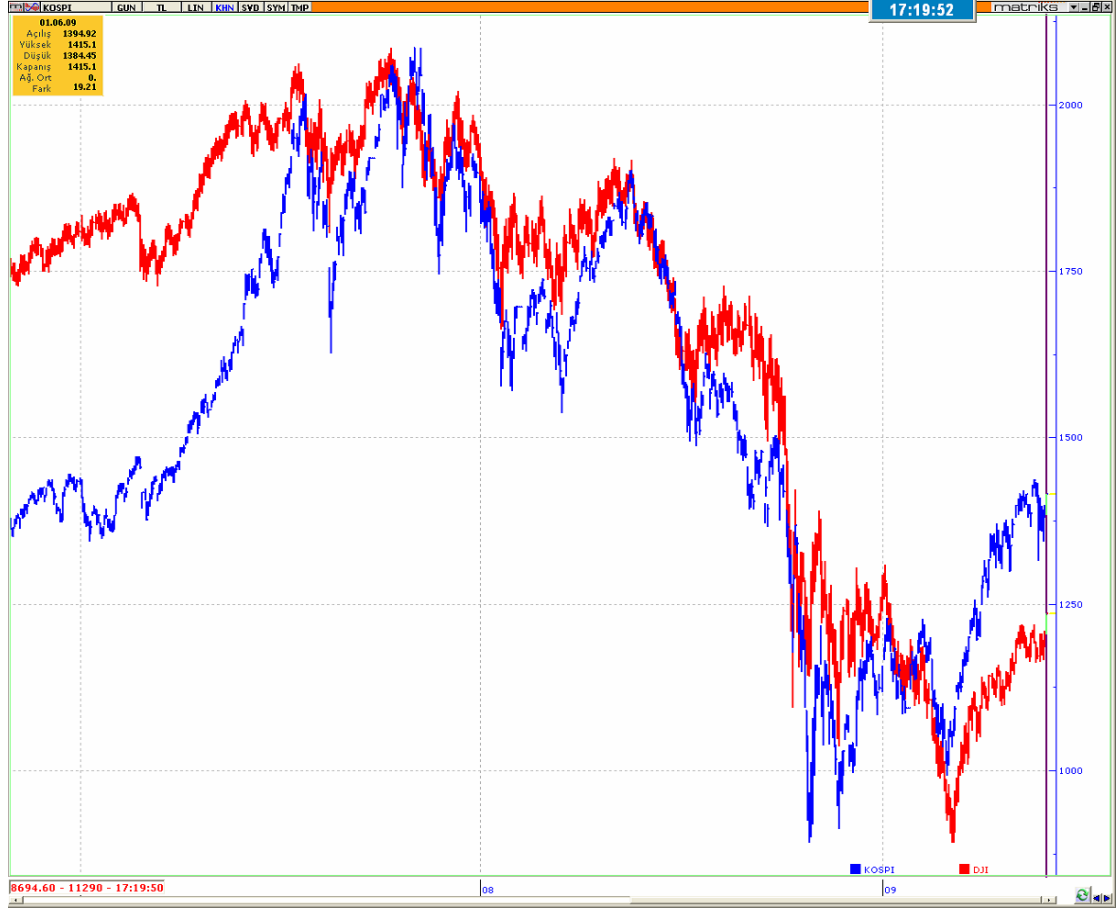
Güney Kore Borsasına genel anlamda bakıldığında, Fortune Dergisi'nin yayın yönetmeni, Vatan Gazetesi ve Finansonline yazarı Ali Ağaoğlu, Güney Kore borsasını küresel kriz boyunca sadece krizin yarattığı daralma değil, Kuzey Kore etkisi ve Güney Kore'deki ailelerin anlaşmaması ve bu anlaşmazlığın yarattığı politik karışıklığın etkili olduğunu söylemektedir. Ağaoğlu'nun "G.Kore'de bizdeki Sabancı,Koç, Eczacıbaşı tarzında ancak çok daha güçlü aileler etkili. Onlar hükümet yapar, hükümet bozar, kimin nereye yatırım yapacağına karar verir, ekonomiyi aralarında bölüşürler. Ne zaman ki aralarında anlaşmazlık çıkar, Kore düşer, 98-2001'de de bu olmadı mı zaten..." şeklindeki cümlesi Kore'nin gerek borsa anlamında gerekse ekonomi anlamında güçlü ailelerle hareket ettiğini göstermektedir.¹⁵⁶

¹⁵⁴ (Çevrimiçi) http://www.stock-trkr.co.uk/indices/korean_kospi_live_chart, (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

¹⁵⁵ (Çevrimiçi) http://eng.krx.co.kr/kic/idc/idc_d_004_01.jsp, (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

¹⁵⁶ Ali Ağaoğlu, Kişisel Görüşme, 2009.

Aşağıdaki grafikte KOSPI ve DJI endekslerinin küresel kriz boyunca seyri verilmiştir.



Grafik 61. KOSPI ve DJIA Endekslerinin Seyri (2007-2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Küresel krizin başlangıcı olarak kabul edilen 2007 yılının ortalarına kadar daha çok kendi dinamikleriyle hareket eden KOSPI ve DJI endekslerinin 2007 yılının ortalarından sonra biraz daha aynı trend içine girmeye çalıştığını gözlemleyebilmekteyiz. Fakat özellikle 2008 yılının Eylül ayından sonra (Lehman battıktan sonra) yaşanan en sert geri çekilmenin KOSPI’de etkisi daha fazla hissedilmiştir. Çünkü KOSPI’deki bu geri çekilme sadece ABD ve Avrupa kaynaklı bir geri çekilmeye değil, aynı zamanda Sony’nin zarar açıklamasıyla düşen Tokyo borsasıyla da ilgilidir. Güney Kore, Japonya ve Çin ticari anlamda ilişkide olma ülkeleri olduğu için herhangi birisindeki dalgalanma

diğer ÷lkerden önce ve diğer ÷lkelerden daha büyük oranda bu ÷lkeleri etkilemektedir. Yine 2008'in Ekim ayında Sony'den gelen zarar açıklamalarının ardından Güney Kore'nin önemli elektronik şirketi, Samsung'un yılın üçüncü çeyreğinde karlarının azaldığını açıklaması KOSPI endeksinde düşüşe neden olmuştur. Piyasalardaki durumu anlayan Güney Kore Merkez Bankası piyasaya müdahale kararı almıştır. 10 yıl önceki Asya Krizi'nden bu tarihe kadar ÷lkenin para birimi olan Von'un %5 oranında bir günde yaşadığı en büyük değer düşüklüğünü kaydetmesi üzerine Merkez Bankası piyasaya müdahale ederek dolar satmıştır. Asya kıtasının dördüncü büyük ekonomisi olan Güney Kore'de Maliye Bakanı Kang Man-soo, ABD'li bankerler ile görüşerek yerel bankaları için likidite yolları aradığı belirten açıklamalar yapınca tedirginlik artmıştır.¹⁵⁷ Ardından Güney Kore'de hükümetin ekonomik durgunluğa karşı 11 milyar dolar tutarında yeni bir plan açıklaması KOSPI'nin biraz toparlanmasını sağlamıştır.

Son döneme bakıldığında genel olarak DJIA endeksinde göre daha pozitif yönlü seyir izleyen gelişmekte olan ÷lke borsalarının aksine KOSPI endeksinin seyri Mayıs ayının sonunda Kuzey Kore'nin yaptığı nükleer denemenin şoku ve Güney Kore'de 6 milyon dolar rüşvet aldığı iddialarını gururuna yediremeyen Güney Kore'nin önemli ailelerinden birinden olan eski cumhurbaşkanı Roh Moo Hyun, uçurumdan atlayarak intihar etmesi gibi nedenlerle seyrini pozitiften negatife çevirmiştir.

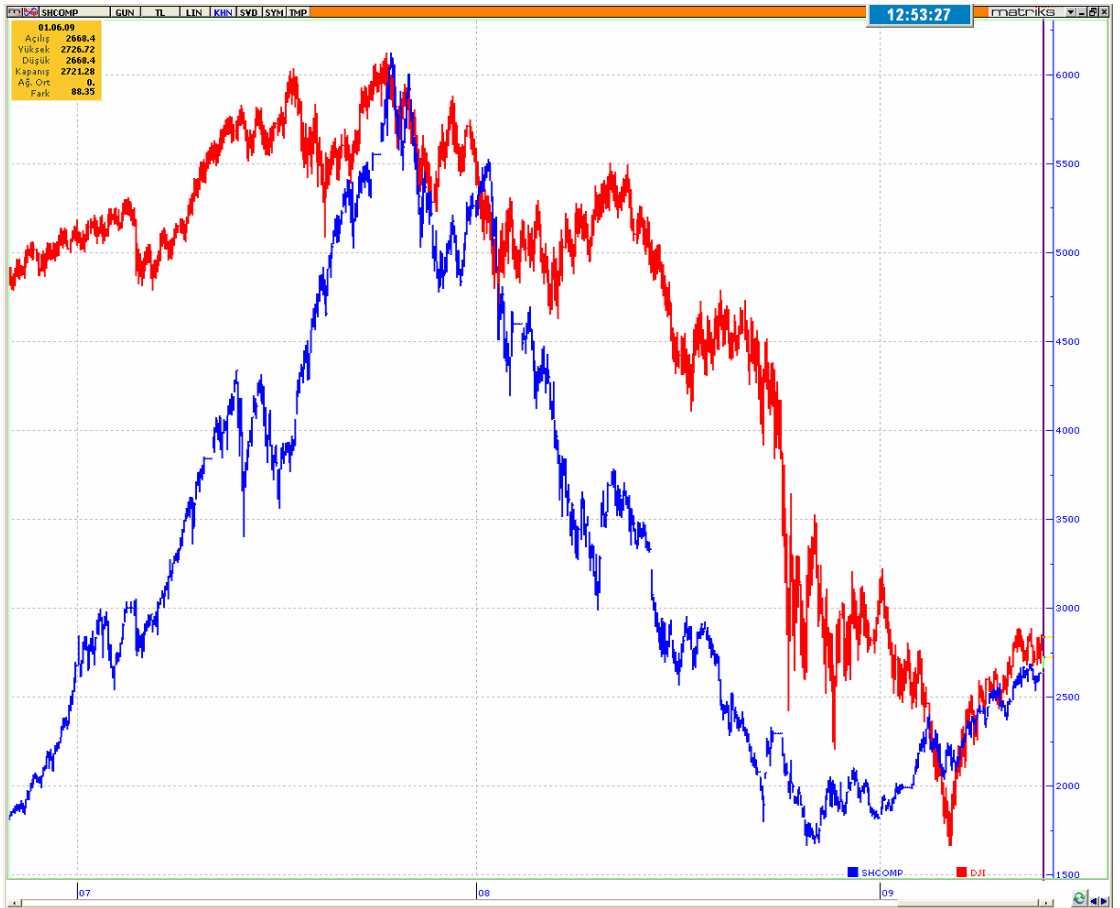
2.4.4. Çin – SHCOMP

Şangay Menkul Kıymet Borsası (SSE) 26 Kasım 1990 yılında kurulmuş ve aynı yılın Aralık ayının 19'unda faaliyete geçmiştir. Bu kuruluş doğrudan Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu (CSRC) tarafından yönetilmektedir. Şangay Borsası, “yasama, denetim, düzenleme ve standardizasyon” prensipleriyle birlikte piyasadaki şeffaflığı, açıklığı, güvenliği ve etkinliği geliştirmeye çalışmaktadır.¹⁵⁸ Şangay Borsası faaliyete geçmesinden birkaç yıl sonra, gerek borsadaki şirket sayısı, gerek listelenen hisse senetleri açısından, gerek toplam piyasa değeri, gerek hacimsel piyasa değeri açısından

¹⁵⁷ (Çevrimiçi) http://www.realist.web.tr/haber/67215/kriz_guney_koreyi_de_etkiledi.htm, (Erişim Tarihi: 08/03/2009)

¹⁵⁸ (Çevrimiçi) http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/about/bi.shtml, (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

Çin'in en üst derecedeki borsası haline gelmiştir. Özellikle son dönemde borsa büyük fırsatlarla birlikte büyük tehditlerle de karşı karşıya kaldığı için düzenlemeler de arttırılmaktadır. Şangay Borsası'nın kullandığı bilgisayar sistemi birkaç kez geliştirilerek dünyanın en ileri standartlarına kavuşturulmuştur. Bu sistem emirleri eşleştirirken fiyat ve zaman önceliği kuralını uygulamaktadır.¹⁵⁹Çin hem ülke ekonomisi anlamında hem de endeks anlamında, diğer gelişmekte olan ülkelerden ya da gelişmiş ülkelerden ayrı bir trende sahiptir. Aşağıdaki grafik 2007 yılının başlangıcından 2009 yılının Mayıs ayına kadar geçen DJI ve SHCOMP endekslerinin seyri verilmiştir.



Grafik 62. SHCOMP ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007-2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

¹⁵⁹ a.g.i.s.

Yukarıdaki grafikten söylenebileceği gibi 2007 yılının ikinci yarısında kendini her şekilde belli etmeye çalışan küresel krizle birlikte SHCOMP endeksinde şiddetli bir geri çekilme görülmüştür. 2007'nin ilk döneminde Çin'de yaşanan düşüş Çin'den çok diğer ülkelerde etkili olmuştur. Çin Hükümetinin tahvil piyasalarında yabancılara uygulanan vergileri artıracığı ve kırsal alan harcamalarını yeniden yapılandıracağına dair söylentiler borsadaki ani düşüşün gerekçesi olarak gösterilmiştir. Şangay borsasının 2006 ve 2007 yılında %300 değer kazandığıyla kıyaslanacak olursa yaşanan küresel krizin Çin'i 2008 yılında etkilediğini söylememiz mümkündür. Aslında küresel krizin Çin'i etkilemesinin en önemli nedeni ABD'de konut piyasasındaki gerilemenin tüketici harcamaları ve sanayi üretiminde küresel çapta büyük azalışlara yol açması, yabancı firmaların borçlarını ödemek için Asya'daki yatırımlarını geri çekmesi olarak özetlenebilmektedir.¹⁶⁰ Küresel piyasalarda talebin düşmesi, Asya'nın Çin gibi ihracata dayalı ekonomilerine büyük darbe indirmiştir. 2007'nin ilk aylarından sonra Çin'in 2007'nin Mayıs ayında belirgin bir düşüş yaşanmasının nedeni ise, Pekin yönetiminin borsa işlem vergilerini üçe katlayacağını açıklamasıdır. Tüm bu sarsıntıların ardından küresel krizin Çin'e de sıçrayacağı ile ilgili beklentilerin artmasıyla kötümserlik hakim olmaya başlamıştır. Global ekonomiyle bütünleştiği için devletin artık himaye edemediği Çin'in, ikili ticarete büyük fazlalar elde ettiği ABD'deki krizden etkilenmeye başladığı dikkat çekmeye başlayınca Morgan Stanley'in eski baş analisti Andy Xie oldukça karamsar bir açıklama yapmıştır. Xie: "Yaz olimpiyatlarının ardından uzun bir resesyon geçireceğiz. Çünkü Şangay borsası hisse senetlerinin gerçek değerini yansıtmıyor. Balon şimdilik tepeden hava kaçırıyor. Ama kaçak derinlere inecek."¹⁶¹ demiştir. Northern Rockla birlikte derinleşen resesyon kaygıları tüm dünyada da kendini hissettirmeye başlamış ve git gide azalan tüketim Çin'i etkisi altına almıştır. 2008 Eylül ayına kadar düşüş trendi için giren Çin borsası, Lehman Brothers'ın iflas haberiyle % 10'un üzerinde düşmüş ve borsada işlemler durdurulmuştur. Bunun üzerine Çin hükümetinin borsa istikrarını sağlamak amacıyla özel bir fon kuracağı söylentileri dip

¹⁶⁰ (Çevrimiçi)

<http://www.milliyet.com.tr/Ekonomi/SonDakika.aspx?aType=SonDakika&ArticleID=1041402&Date=26.05.2009&Kategori=ekonomi&b=Borsalar%20bu%20yil%20rekor%20oranda%20dustu> , (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

¹⁶¹ (Çevrimiçi) <http://www.deutsche-welle.de/dw/article/0,,3082764,00.html> , (Erişim Tarihi: 08/03/2009)

noktasını yukarı çekse de, Kasım ayında açıklanan 600 milyar dolarlık ekonomik destek planı da endeksi dip noktasından yukarı yönlü harekete geçirmiştir.

2.4.5. Rusya – RTS

RTS ilk olarak 1995'te sadece mal piyasası işlemleri için kurulmuş bir borsa iken bugün itibariyle başta hisse senedi olmak üzere çok çeşitli finansal enstrümanlara sahiptir. Rusya ekonomisi için önemli bir yere olan RTS'de 50 tane en likit şirketin hissesi işlem görmektedir.¹⁶² RTS Borsası'nda 3 endeks mevcuttur. Bunlar:

- RTS endeksi
- RTS-2 Endeksi
- Sektörel Endeksler 'dir.

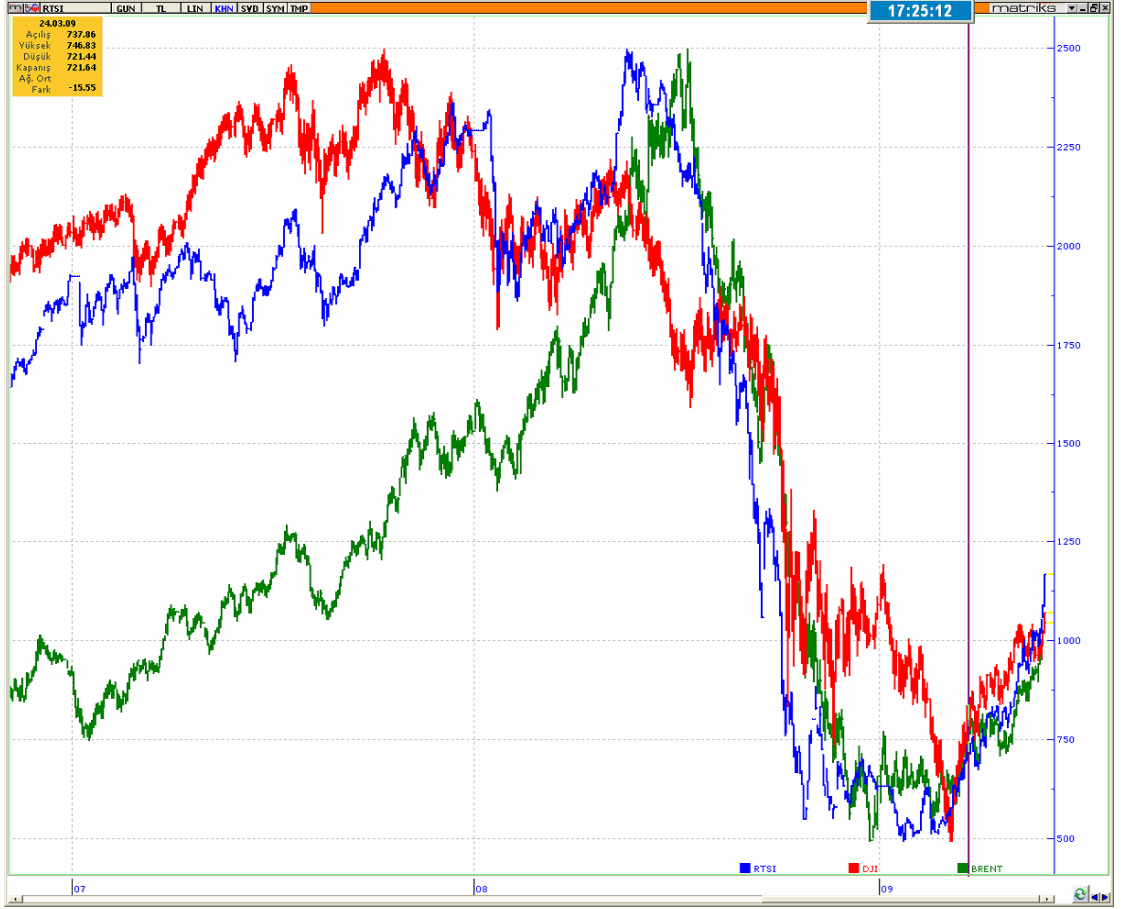
RTS ve RTS -2 'deki hisseler aynı olmasına rağmen endeksin hesaplanış biçimi farklıdır. Ama uluslararası piyasalarda takip edilen endeks RTS endeksidir.¹⁶³

RTS endeksinin seyri Rusya'nın kendi iç dinamiklerinden ve yurtdışı piyasalarının seyrinden etkilendiği gibi petrol fiyatındaki değişimlerden de etkilenebilmektedir.

Aşağıdaki grafikte RTS, DJI endekslerinin ve Brent petrolün seyri verilmiştir.

¹⁶² (Çevrimiçi) <http://www.rts.ru/s602>, (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

¹⁶³ (Çevrimiçi) <http://www.rts.ru/s615>, (Erişim Tarihi: 08/03/2009)



Grafik 63. RTSI, DJI Endekslerinin ve Brent Petrolün Seyri, (2007-2009)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir.

Küresel krizin etkileriyle birlikte Brent petrolde yüksek seyreden fiyatlar da sağlam durmaya çalışan RTS endeksini düşüşe geçirmiştir. Uluslararası mali krizle birlikte, petrol fiyatlarında yaşanan gerileme ve Gürcistan savaşının Rusya'yı on yıl önce 1998'de yaşanan krize benzer bir krize taşıdığı düşüncesini uyandırmıştır. Gürcistan'a yönelik operasyonun yabancı yatırımcıları ürküterek kaçırdığına dikkat çeken ekonomistler, Rusya'da son bir ayda 30 milyar dolar paranın kaçtığını kaydetmişlerdir.¹⁶⁴ 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflası Rusya'da borsanın kapanmasına neden olmuştur. Maliye Bakanlığı'nın 1,13 trilyon ruble (44 milyar dolar) Sberbank, VTB ve Gazprombank verdiği borç da borsanın düşüşünü durduramamıştır. Bankacılık

¹⁶⁴ (Çevrimiçi) <http://www.guncel.net/ea/32191> , (Erişim Tarihi: 08/03/2009)

sisteminin tam oturmadığı Rusya ekonomik krizin etkilerini en çok hisseden ülkeler arasında yer almıştır. Ekim itibariyle, Belçika Fortis Bankacılık sisteminin tam oturmadığı Rusya ise ekonomik krizin etkilerini en çok hisseden ülkeler arasında yer alıyor. Almanya'nın mevduata tam güvence getirmesi, İngiltere'nin özel bankalardan hisse satın alınacağını açıklaması, petrol fiyatlarındaki düşüşün de etkisiyle Rusya borsası yüzde 15'in üzerinde düşünce gün içinde bir kaç kez tatil edilmiştir. Rusya'da kriz yüzünden yeni mali tasarruf tedbirleri açıklayan şirketlere her gün yenileri eklenmiş, özellikle inşaat, otomobil endüstrisi, medya ve hammadde üreticileri krizden en çok etkilenen branşlar arasına girmiştir. Krizle birlikte Rusya borsası, Rus RTS endeksinde 2008 Mayıs ayında ulaşılan tavan değerinden yüzde 70 oranında kayıp yaşanmıştır. Kriz Rusya'da reel ekonomiye sıçramış, otomobil fabrikaları, hammadde üreticileri prodüksiyonlarında kesintiye giderken hizmet sektöründe de kitlesel işten çıkarmalar yaşanmıştır.

2.4.6. Türkiye – XU100

1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. İMKB'nin de açılışı bu gelişmelerden birisidir. İMKB açılana kadar da alt yapı hazırlanması için değişiklikler yapılmıştır. Ekim 1983 Türkiye'de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıkmıştır. Ekim 1984'de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edilmiş ve 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuştur.¹⁶⁵

İMKB'de yer alan endeksler içinde, İMKB Ulusal 100 Endeksi hem borsa performansı açısından hem de uluslararası piyasalarda kabul edilebilirlik açısından en fazla takip edilen endekstir. İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin ABD borsası ile ilişkisi 3. bölümde ele alınacaktır.

¹⁶⁵ (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/genel/tarih.htm> , (Erişim Tarihi: 08/03/2009).

3. AYRIŞMA (DECOUPLING) KAVRAMI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

“Decoupling” ya da Türkçeleştirilmiş haliyle “ayrışma” hipotezi küresel kriz boyunca tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. Bu hipotezle ilgili tanımlara ve tartışmalara geçmeden önce küresel ekonominin ve ayrıışmış ekonominin tanımını yapmak gerekmektedir.

3.1. Küreselleşmiş Dünya Ekonomisi – Ayrıışmış Dünya Ekonomisi

Kökeni aslında çok eski dönemlere gitmesine karşılık, küreselleşmeyi yeni kılan, onun nitel ve nicel boyutlarındaki değişim olmuştur. Niteliksel boyutta, ekonomik, politik ve sosyal süreçleri kapsayan küreselleşme, niceliksel boyutta sermaye akımları, ticaret, yatırımlar ve insanların ülkeler arasındaki dolaşımında gözlenen artışı ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, küreselleşmede yeni olan şey, dünya genelindeki birbirine bağımlı ağların daha belirgin ve kompleks olması, çeşitli bölgelerden ve toplumsal sınıflardan daha fazla insanı kapsaması olmuştur.¹⁶⁶ Politik, teknik ve ekonomik alandaki değişimlerin beraberinde getirdiği dinamik bir süreç olarak küreselleşme, ulusal sınırların ekonomik açıdan taşıdığı önemi azaltmaktadır.

Finansal boyutu açısından bakıldığında küreselleşme, akışkan fonlar halinde mali piyasalar arasında hareket eden parasal sermaye dolaysız yabancı sermaye hareketlerinin her türlü devlet denetiminden arındırılarak serbestleştirilen sermayeyi kapsamaktadır.¹⁶⁷ Dolayısıyla küreselleşme kavramı, sermayenin uluslararasılaşmasındaki hızlanmanın ve genişlemenin artık uluslararasılaşma kavramına sığmayan bir seviyeye geldiğinin ifadesi olarak kullanılmaktadır.

Küreselleşmiş ekonomide, her ülke diğer ülkelerle, doğrudan ya da dolaylı, iktisadi ilişki içindedir. Burada doğrudan ilişki iki ülkenin birbiriyle mal ve hizmet ticareti yapması,

¹⁶⁶ Atakişi, Civelek, Doğan vd., a.g.e.,s. 17.

¹⁶⁷ a.g.e. s.21.

bu ülkeler arasında sermaye akımlarının olması gibi faaliyetlerdir. Dolaylı ilişki ise şöyle: A ülkesi C ülkesi ile iktisadi ilişkide bulunmuyor olabilir ama, örneğin, B ülkesinden ithal ettiği malların üretiminde C ülkesinden temin edilmiş girdiler olabilir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı açısından baktığımızda bunu daha da net görmek olanaklıdır. Bir kere dünya ticareti hızla artmaktadır. 2007 dünya ticaret hacmi, 2001'deki düzeyine oranla yüzde 51 daha yüksektir. Oysa aynı dönemde dünya gelirinin yüzde 31,2 artmıştır. Bu olguya gelişmekte olan ülkelerin katılımı da giderek artmaktadır. Bu ülkelerin ihracatlarının GSYİH'ye oranı 1990'larda yüzde 25 düzeyinde iken şimdi yüzde 50'yi aşmış durumdadır.¹⁶⁸ Sermaye hareketlerinin, son yıllarda, artış hızı çok daha belirgin bir hal almıştır. Diğer alanlarda da benzer gelişmeler yaşanmakta ve zaman zaman endişe verici boyutlara ulaşabilmektedir.

Aşağıdaki tabloda finansal küreselleşmenin sonuçları verilmiştir.

Tablo 59. Finansal Küreselleşmenin Sonuçları

Piyasalarda Oynaklık (Volatilité) ve Bulaşma Etkisi	Yapısal Sorunlar: Sistemik Risk ve Finansal Güç Dengesinde Kayma
<p>Finansal piyasalardaki fiyatlarda ve miktarlarda oynaklık ve ayrıca, ortaya çıkan etkilerin uluslararası düzeyde yaygınlaşma eğilimi söz konusu olmaktadır.</p> <p>Uluslararası düzeyde menkul kıymetler piyasasının oluşması ve teknolojik gelişmeler sonucunda, finansal piyasalar arasında karşılıklı bağımlılığın oluşması nedeniyle, bir piyasada yaşanan dalgalanma, ulusal sınırları aşarak diğer piyasalara bulaşmaktadır.</p> <p>Piyasadaki oynaklık, iktisadi etkinliği azaltmakla ve bu riskten korunmayı sağlayan birçok araç olsa da, sermaye birikiminin</p>	<p>Finansal piyasalar, döviz kuru dalgalanmaları gibi risklere karşı firmaların ve finansal kuruluşların korunmalarına yönelik çeşitli finansal araçlar sunsa da, bunlar riskleri yok etmek veya azaltmak yerine, sadece dönüştürmekte ve yeniden dağıtmaktadır. Ancak bunu yaparken sistemik riskin artmasına neden olmaktadır.</p> <p>Uluslararası işlemlerin büyük oranının az sayıda banka arasında yapılması, bunlardan biri ya da daha fazlasının karşılaştığı finansal güçlüklerin, diğerlerini de etkilemesine neden olmaktadır. Finansal kuruluşların, işlemlerin</p>

¹⁶⁸(Çevrimiçi) http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=92518&KTG_KOD=258 , (Erişim Tarihi: 15/03/2009).

<p>maliyeti yükseltmektedir. Bu olumsuz gelişmeler, tüm sistemi tehlikeye atacak biçimde yayılma eğilimi göstermekte ve otorileri önlemler (likidite enjekte etmek, finansal garantiler sağlamak vb.) almaya zorlamaktadır. Bu önlemler, özel kesim kuruluşlarının karşılaştıkları risklerin, toplam sosyal riske göre düşük kalması sonucunu doğurmaktadır. Bu durum aşırı risk alma hususunda özel kuruluşları özendirerek, ahlaki tehlike (moral hazard) sorununa neden olmaktadır.</p>	<p>finansmanını sağlayacak miktarları zamanında ödeyememeleri de , likidite sorunlarına yol açabilmekte ve sağlam durumdaki kuruluşlar likidite kriziyle dolayısıyla iflasla karşı karşıya kalabilmektedir. Bir bankanın karşılaştığı likidite krizi, tüm sistemin üzerindeki sistemik etkilere yol açabilmektedir. Bu sistemik riski ülkeler tek başına çözme gücüne sahip olmamakla birlikte, kendilerini bu riskten ayrı tutacak imkanı da olmamaktadır.</p> <p>Giderek artan sistemik riskle birlikte, hükümetler ile piyasalar arasındaki güç dengesindeki yapısal kayma da gözlemlenmektedir. Finansal liberalizasyonla beraber, küresel finans sisteminde otorite piyasalara ve özel finansal kurumlara kaymaktadır.</p>
<p>Makroekonomik Politikalar Üzerindeki Etkiler</p>	<p>Döviz Kurlarının Yönetimi</p>
<p>Temel etki, hükümetlerin para politikasını diledikleri gibi kullanabilmeleri imkanını ortadan kaldırmasıdır.</p> <p>Piyasalardaki oynaklık ve bağımlılık nedeniyle, hükümetlerin ekonomide düşündükleri bir değişikliğin, öngörülemeyen yansımaları olmakta ve özellikle para arzı ve faiz oranları üzerinden uygulanacak ince ayar politikalar etkisizleşmektedir. Sermaye hareketleri, liberalleşme ve finansal yenilikler, hükümetlerin yurt içi para arzı ve enflasyon düzeyini belirlemede yeteneklerini yok etmektedir. Ulusal otoriteler kısa vadeli faiz</p>	<p>Finansal küreselleşmeyle, merkez bankalarının ulusal düzeyde kontrol gücünün azalması dolayısıyla, örneğin para arzında ya da faiz oranlarında değişiklik yapmaya yönelik politikalar tüketim, yatırım ve istihdam gibi reel ekonomik değişkenler üzerinde çok daha hızlı ve öngörülemeyen etkiler oluşturulabilmektedir.</p> <p>Ülkeler döviz kuru politikası veya para politikası uygulayabilmekte; ancak her ikisini birlikte uygulama imkanına sahip olamamaktadır.</p> <p>Yurtiçi faiz oranları söz konusu politikaların</p>

oranlarını kontrol edebilirken yatırım kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranlarında, hükümetlerin dolaylı şekilde ve gittikçe azalan düzeyde etkileyebildikleri küresel piyasalar belileyici olmaktadır. Büyük ölçekli ani sermaye çıkışlarıyla krizlerin yaşandığı bir ortamda, bir ülkede bütçe açıkları ve kamu borç miktarı ne oranda yüksekse, uzun vadeli faiz oranları da o oranda yüksek olmaktadır.	biri için uygun bir araç olurken her ikisi için aynı anda kullanılamamaktadır. Uluslararası rekabet gücü düşük bir ülke, ithalatını daraltıp, ihracatını arttırmak için faiz oranlarını düşürmek ya da piyasadan döviz satın alarak (piyasada kendi parasını satarak) parasının dış değerini düşürmek zorundadır. Her iki durum da, para arzının gevşetilemsi anlamına gelmektedir.
---	---

Kaynak: Ahmet Atakışi, Uğur Civelek, Seyhun Doğan vd., **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, İstanbul: Literatür yay.,1.b., 2009, ed. Sadi Uzunoğlu, ss. 21-25.

Bu gelişmeler neticesinde, son yıllarda, tarihsel süreç içerisinde gitgide büyüyen dünya çapındaki ekonomik bağımlılığın, yarardan çok zarar getirdiği düşüncesi yaygınlık kazanmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin bir istikrarsızlık kaynağı olabilmesi (kısa vadeli sermayeden oluşan istikrarsız sermaye piyasası), özellikler son dönemlerde küresel kriz niteliğindeki mali/ekonomik krizlerin tüm dünyayı derinden etkilemesi ve hükümet politikalarını etkisiz kılması, küreselleşmeyi sorgulanması gerekli önemli bir kavram haline getirmiştir.

Ayrılmış ekonomilerde, ülkeleri gruplamak olanaklıdır. Söylenmek istenen, belli bir grup içinde yer alan ülkelerin kendi aralarında iktisadi ilişkiler kurmalarıdır. Ancak dikkat edilmesi gereken bir nokta; ayrışma kavramının işaret ettiği olgunun birden fazla biçimde ortaya çıkabilmesi ve bunların farklı sonuçlar doğurmasıdır. Bu bağlamda iki farklı yapı önem kazanmaktadır:¹⁶⁹

- Bloklamış dünya ekonomisi: Dünyada iki (gelişmiş ve gelişmekte olan gibi) ya da daha çok (Doğu Asya, Latin Amerika, Avrupa Birliği vs.) ülke grubundan oluşmaktadır. Bunlar sadece kendi içlerinde iktisadi ilişkiler kurar. Bu durumda

¹⁶⁹ a.g.i.s.

her ülke kendi içinde bulunduğu gruptaki ülkelere iktisaden bağımlı, diğerlerinden ise bağımsızdır. Bu tür bir düzene en yaklaşabilecek örnek, soğuk savaşın doruğa çıktığı yıllarda NATO ve Varşova Paktı üyelerinin içinde buldukları durumdur. Bu paktların üyeleri kendi aralarında iktisadi ilişki kurmakta, ama öbür paktın içinde yer alan bir ülke ile iktisadi ilişkilerini geliştirememektedir. Tabii bu örnek o yıllarda bile gerçekleşen durumu tam yansıtmaktadır. En azından dünya sadece bu iki ülke grubundan değil, bir de üçüncü dünyanın varlığından oluşmaktadır. Her iki paktın üyeleri de bu ülkelerle iktisadi ilişkiler kurmaya çalışmışlardır.

- Küresel Önemi farklılaşmış blokların olduğu dünya ekonomisi: Dünyadaki ekonomilerin bazıları diğer tüm ekonomileri doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyebilecek konumdayken, diğer bazılarının etkisi sadece bir grup ülkeyle sınırlı kalabilmektedir. Bu farklılığın nedeni olarak akla teknoloji ya da doğal kaynak bağımlılığı gelebilir. Örneğin gelişmiş ülkelerin sahip olduğu teknolojiyi kullanmak geliştirmekte olan ülkeler için zorunlu olabilir. Ya da petrol örneğinde olduğu gibi, petrol üreten ülkelerin tekele yakın konumları diğer ülkeleri etkileme güçlerini çok artırabilir.

Yukarıdaki açıklamalardan sonra dünyadaki değişimi tanımlamak daha mümkündür. Tümüyle küreselleşmiş dünya ekonomisinde herhangi bir ekonomideki bir değişiklik küresel dengeyi, az ya da çok, etkilemektedir. Dolayısıyla küreselleşmiş bir dünya ekonomisinde ABD gibi önemli bir oyuncuyu etkileyen bir gelişme, dünya ekonomisinin büyüme hızını, kar oranlarını, göreceli fiyatlarını ve dünya ülkelerinin borsa endekslerini etkileyecektir. Bloklaşmış dünya ekonomisinde ise durum biraz farklı olacaktır. Eğer dünyada birbiriyle iktisadi ilişki içinde olmayan iki blok varsa, bu bloklardan birisinde yer alan bir ülkede ortaya çıkan bir yapısal değişim, sadece o bloğun büyüme oranını, kar oranını, o blok için geçerli göreceli fiyatlarını ve o blok ülkelerinin borsalarının endekslerini etkileyecektir. Diğer blok (ya da bloklar) bundan etkilenmeyecektir. Blokların küresel etki açısından önemlerinin farklılaştığı durumda ise olayın ne tür blokta olduğuna göre durum değişecektir. Eğer olay küresel açıdan etkili blokta olmuşsa,

o zaman sonuç tümüyle küreselleşmiş dünya ekonomisindeki gibi olacaktır. Değilse, o zaman bloklaşmış dünya ekonomisinde ele alınan durum ortaya çıkacaktır. Bu anlamda bakıldığında, yaşanan ABD kaynaklı küresel krizin gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde hem yapısal değişim anlamında, hem büyüme ve kar oranları anlamında, hem de fiyat endeksleri ve borsa endeksleri anlamında etki yarattığını söylememiz mümkündür.

Üçüncü kısmın bu alt bölümünde, küreselleşmiş ve ayrılmış ekonomi tanımlarının da yardımıyla krizle birlikte gündeme gelen “decoupling” ya da “ayırışma” kavramları incelenmeye çalışılacaktır.

3.2. De-coupling ve Coupling Olguları

De-coupling yani ayırışma, küresel mali krizin sinyallerini vermeye başladığı 2007 yılı başından beri hatta 2007'nin sonunda bile tartışılan bir hipotez olmuştur. Bu hipotez ekonomilerin artık birbirine bağlı olmaktan çıktığı ve aralarında bir çeşit ayrılma olduğuna dayanmaktadır.¹⁷⁰ Buna göre ABD'de bir sıkıntı yaşansa bile, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin örneğin Çin'in, Rusya'nın büyümesi bundan fazla etkilenmeyecek ve bu ekonomilerdeki gelişme ABD'deki gerilemeyi dengeleyerek dünyada bir daralma yaşanmasının önüne geçebilecektir.

Ayırışma kavramı ilk defa IMF'nin 2007 yılının Nisan ayında yayınladığı “Spillovers and Cycles in the Global Economy” başlıklı World Economic Outlook (WEO) raporunun “Decoupling the Train? Spillovers and Cycles in the Global Economy” isimli dördüncü bölümünde yer almıştır. Aynı raporun özetinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyümeleriyle ilgili rakamlar verilirken aslında sorulması gereken sorunun “eğer ABD ekonomisi beklenildiğinden daha fazla ve daha sert küçülürse global ekonominin bu durumdan ayırışıp ayırışamayacağı ile ilgili olduğu” belirtilmiştir.¹⁷¹ Yine aynı raporun ilk bölümünün “Cross-Country Spillovers: Can the Global Economy

¹⁷⁰ Eğilmez, a.g.e., s.113.

¹⁷¹ IMF, “Spillovers and Cycles in the Global Economy”, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf>, WEO, Nisan 2007, (Erişim Tarihi: 29/07/2009), s.iv.

Decouple from U.S Slowdown?” başlıklı bölümünde ise sınırötesi yayılmanın ticari ve finansal kanallar yoluyla gerçekleştiği özetlenmiştir. Son 20 yıldır artan entegrasyonla birlikte yayılmanın etkisi de artmıştır. Bu raporun ikinci bölümünde ele alınan ülkeler çerçevesinde, dördüncü bölümde ayrışma kavramına değinilmiştir. Bu bölümde Amerikan ekonomisinde nasıl bir yavaşlama olabileceğinin ve yaşanan herhangi bir yavaşlamanın diğer ülke ekonomileri üzerinde de etkili olabileceğinin yönündeki tartışmalar ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu anlamda da “Amerika hapsirirsa dünya nezle olur sözü” nün geçerliliğinden bahsedilmiştir.

2007 yılına kadar olan dönemde ABD ekonomisinde küçük çaplı bir yavaşlama olsa bile diğer ülke ekonomilerinin büyümesi üzerinde etkisi büyük olmamıştır. Gözlemciler durumu değerlendirmek için birkaç neden öne sürmüştür. Bu nedenlere göre¹⁷²,

- ABD’de yaşanan önceki durgunluklar ABD ekonomisinde daha geniş tabanlı, yani tüm dünya için ortak faktörler olan petrol fiyatları, sermaye piyasaları gibi gelişmelerden daha çok konut piyasasında olan düzeltmeler ya da imalat sektöründeki olaylar gibi sektörel gelişmelerden ortaya çıkmış olmasıdır.
- İkinci olarak, ABD’deki bu gelişmeler küresel talep üzerinde bir etki yaratmamış olabilir çünkü ABD ile ticaret bağlantılar zayıf olan ülkeler mevcut.
- Üçüncü olarak bazı yorumcular, ABD dışındaki gelişmiş ekonomilerdeki ve gelişmekte olan ülkelerdeki iç talebin güçlenen momentumuyla büyüme sağlandığını ama küresel büyümenin daha esnek olması gerektiğini söylemişlerdir.

İlk olarak şunu belirtmek gerekir ki, ekonomik faaliyetlerin dönüm noktaları için büyümede yavaşlama sıklıkla görülür ve konjontürel dönüm noktalarını tahmin etmek güçtür ve ABD konut piyasasındaki düzeltmenin beklendiğinden daha derin olması da bir risk unsuru oluşturmuştur. Üstelik ABD’de yaşanan yavaşlamanın daha yoğunlaşmış hali de diğer ülkelerde hissedilmiştir. İkinci olaraksa ABD ile olan

¹⁷² a.g.e., s.121.

ticaret bağlantıları göreceli olarak düşse bile finans sistemi anlamında artan sınırlar ötesi finansal bağlantılar vardır ve ABD'nin küresel mali sistemin çekirdeği laduğu da su götürmez bir gerçektir. Ayrıca Avrupa ne kadar ivme kazanmış olsa da ABD hala dünyanın en gelişmiş ekonomisidir. Başka bir açıdan bakıldığında, beş büyük gelişmekte olan ülke ekonomisi küresel GSYİH'nin satın alma gücü paritesinde dörtte bir oranında rol oynasa da bu ülkeler küresel ticarete öncülük etmek için henüz yeterli değildir.¹⁷³ Bu durumda da ekonominin motoru kabul edilen ABD'nin yerini almalarına olanak yoktur ve ABD'de yaşanan herhangi bir türbülans etkilenmek durumundadırlar. Aşağıdaki tabloda gelişmiş ülkelerin küresel ekonomi içindeki paylarını görmemiz mümkündür.

Tablo 60. Gelişmiş Ekonomilerin Küresel Ekonomi İçindeki Rolü
(GSYİH'nin yüzdesi olarak)

	GDP						Merchandise Trade		
	At PPP exchange rates			At market exchange rates			Exports		
	1971-75	1986-90	2001-05	1971-75	1986-90	2001-05	1971-75	1986-90	2001-05
United States	22.5	21.5	20.5	27.9	27.0	30.1	15.7	13.2	11.6
Euro area ¹	21.3	18.4	15.7	20.2	22.0	21.9	21.2	20.1	18.5
Japan	8.0	8.4	6.7	7.5	14.0	11.6	8.5	10.9	7.4
United Kingdom	4.3	3.5	3.1	3.7	4.1	4.9	6.9	6.2	4.7
China ²	3.0	5.8	14.0	2.6	1.9	4.6	1.2	2.0	7.2
Canada	2.1	2.0	1.9	2.7	2.5	2.4	5.7	4.7	4.4
Mexico	1.7	1.9	1.8	1.3	1.0	1.8	0.5	0.9	2.7
Korea	0.6	1.1	1.6	0.3	1.0	1.7	0.7	2.3	3.1
India	3.5	4.0	5.7	1.7	1.5	1.6	0.7	0.6	1.0
Brazil	2.7	3.2	2.7	1.2	1.9	1.5	1.3	1.3	1.2

Sources: IMF, *Direction of Trade Statistics*, and World Economic Outlook database.

¹Excluding intra-euro area trade.

²Data in 1971-75 column are for 1976-80.

Yukarıdaki tablodan da görülebileceği gibi ABD ekonomisi PPP kurlarıyla hesaplandığında küresel GSYİH beşte birini oluşturabiliyor. Piyasa değerleriyle hesaplandığında ise bu oran artıp küresel GSYİH'nin neredeyse üçte birini oluşturabilecek, bir büyüklüğe sahiptir. Bu anlamda bakıldığında da küresel GSYİH'nin büyük bölümünü ABD ekonomisi oluşturmaktadır.

Aşağıdaki tabloda ise ithalat oryantasyonunun bölgelere göre dağılımı verilmiştir.

¹⁷³ a.g.e., s.122.

Tablo 61. İthalatın Bölgelere Göre Oryantasyonu
(GSYİH'nin yüzdesi olarak)

Exports from	Destination							
	United States		Euro area		Japan		Intraregional	
	1981-85 ¹	2001-05 ¹	1981-85 ¹	2001-05 ¹	1981-85 ¹	2001-05 ¹	1981-85 ¹	2001-05 ¹
Industrial countries								
United States	...	...	1.0	1.1	0.6	0.5	...	...
Euro area	1.5	2.4	...	...	0.2	0.4	8.3	15.5
Japan	4.0	2.9	1.1	1.3	...	...	...	...
Other industrial countries	6.0	7.9	6.0	7.6	1.0	0.9	3.6	3.3
Emerging markets and other developing countries								
Emerging Asia	4.8	7.1	1.7	4.5	3.5	3.9	5.2	16.2
China	0.8	5.9	0.8	3.8	2.1	3.6	3.5	9.1
NIEs and ASEAN-4 ²	10.5	10.3	3.2	6.1	6.6	5.6	9.7	29.0
Latin America	4.5	11.8	2.4	2.0	0.7	0.4	2.4	3.6
Argentina	1.1	2.1	2.1	3.0	0.3	0.2	1.7	7.7
Brazil	2.4	3.1	2.2	2.6	0.6	0.4	1.3	3.2
Mexico	6.7	23.0	1.8	0.8	0.8	0.2	0.9	1.0
Sub-Saharan Africa	3.0	5.9	5.9	6.2	0.3	1.1	0.9	3.1
Nigeria	8.6	18.7	17.0	8.8	0.1	1.2	1.1	3.6
South Africa	...	2.1	...	4.9	...	1.8	...	3.0
Emerging Europe and CIS ³	0.6	1.3	6.0	14.5	0.3	0.3	6.1	8.8
Hungary ³	1.0	1.8	15.5	34.9	0.3	0.3	5.8	9.0
Poland ³	0.5	0.6	9.4	14.4	0.1	0.1	2.9	5.5
Russia ³	0.7	1.4	3.8	10.1	0.5	0.6	5.4	9.6

Sources: IMF, *World Economic Outlook*; World Bank, *World Development Indicators*; and IMF staff calculations.

¹Period average.

²The countries in the group of newly industrialized economies (NIEs) comprise Hong Kong SAR, Korea, Singapore, and Taiwan Province of China. The countries in the group ASEAN-4 comprise Indonesia, Malaysia, the Philippines, and Thailand.

³Values in the columns for 1981-85 are period averages for 1991-95. CIS = Commonwealth of Independent States.

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi Euro Bölgesi, Japonya, Çin, Latin Amerika ya da tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin en büyük ithalatçısı yine ABD olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu anlamda yayılma kavramının ticari kanallarla da oluşması kaçınılmaz bir hal almaktadır. Alıcısı olmayan bir malın üretilmeyeceği de göz önünde bulundurulsa ABD'nin dünya ticareti ve büyümesinde rolünü anlamak zor olmayacaktır.

Tüm bu verilere dayanan raporda 2007'nin ortalarında herkesin ağzında dolanan "ayrışma" kavramına bir soru ile değinilmiştir. Bu soru, diğer ülkelerin ne kadar daha ABD ekonomisinden "ayrışmış" kalabileceği ve ABD'de yaşanan yavaşlama karşısında ne kadar daha güçlü büyümelerini sürdürebileceklerine dairdir.¹⁷⁴

¹⁷⁴a.g.e.

Bu sorudaki temel amaç öncelikle ABD kaynaklı yaşanan yayılmanın büyüklüğünü içindeki bulunulan durup için tespit ederken riskleri algılamak ve aynı zamanda da mevcut durumda uygulanan politika sorunlarını değil aynı zamanda da geleceğe yönelik fikir sahibi olabilmek olarak açıklanmıştır.

2007 yılının ortalarına kadar hemen hemen bütün piyasa yorumcuları gelişmekte olan piyasaların gelişmiş piyasalardan ayrışacağını söylemiş, bu piyasalara yatırım yapmanın tam zamanı olduğunu dile getirmiştir.

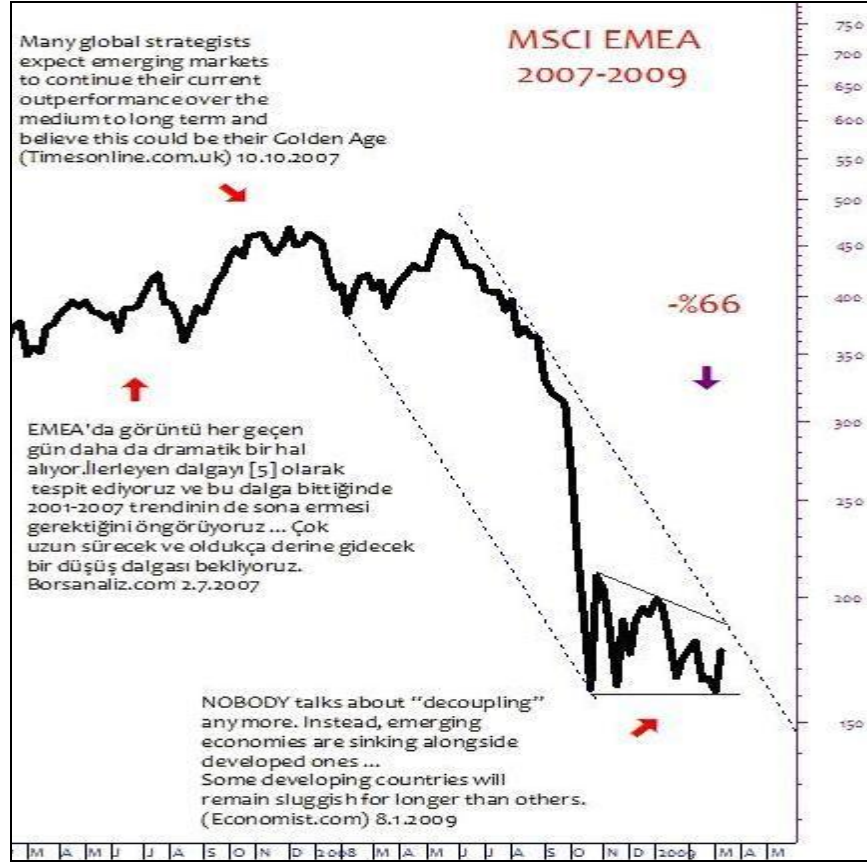
Hızını alamayan bazı yorumcular, gelişmekte olan piyasaların “Altın Çağı”ndan bahsetmiştir. Örneğin Times Online’da yayınlanan 10 Ekim 2007 tarihli bir makalenin başlığı Golden Age of Emerging Markets’te: “Küresel stratejistlerin çoğu, orta ve uzun vadede gelişmekte olan pazarların müthiş performansının devam edeceğini düşünüyor ve bunun bir Altın Çağ olacağına inanıyor.”¹⁷⁵ denmiştir.

Oysa bazı yerel internet siteleri 10 Ekim’den daha önceki bir tarihte bile gelişmekte olan piyasalarda çöküş beklediklerini yazmışlardır. Yani 2007 ortalarında de-coupling hala tartışılan bir kavram olarak karşımıza çıkmıştır.

Fakat 2008 Eylül’den sonra yaşanan çöküş tüm dünya piyasalarını etkisi altına almıştır. Gerçeklerle yüzleşildiğinde Economist.com’da “Emerging markets: Stumble or fall” başlıklı bir makalede yapılan yorum şu olmuştur: “Artık hiç kimse ayrışmadan bahsetmiyor. Bunun yerine, gelişmekte olan ekonomiler, gelişmiş ekonomilerle beraber batıyor. Bazı gelişmekte olan ülkeler diğerlerinden çok daha uzun süre hareketsiz kalabilir.”¹⁷⁶

¹⁷⁵Timesonline, “Golden Age for Emerging Markets”, (Çevrimiçi)
<http://www.timesonline.co.uk/tol/money/investment/article2630050.ece>, (Erişim Tarihi: 17/03/2009).

¹⁷⁶The Economist, “Emerging Markets Stumble or Fall?”, (Çevrimiçi)
http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12896793 , (Erişim Tarihi: 17/03/2009).



Grafik 64. MSCI EMEA Endeksinin Seyri (2007 Mart – 2009 Mart)
Kaynak: (Çevrimiçi) <http://blog.borsanaliz.com/?s=EMEA>, (Erişim Tarihi: 20/03/2009).

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi kriz boyunca pek çok kişi pek çok yazılı basın kaynağı, değişik kriz teorilerinden söz etmiştir.

Bunlardan biri olan ayrışma teorisinden Kemal Derviş, TÜSİAD'ın Anayasa Konvansiyonu toplantısında bahsetmiştir. Derviş'e göre, Asya, ABD'deki ve olduğu kadar AB'yi kapsayacak krizden ayrılmış durumdadır. Bu "ayrışma" iddiasıyla, haliyle, yüksek büyüme hızlarına sahip bu ekonomilerde işlerin yolunda gideceğini dolayısıyla, krizin tüm dünyayı sarmayarak lokal, zamanla da geçici olacağını iddia etmiştir. Derviş, bu toplantıda Türkiye için de müjdel vermiş ve kriz alevinin henüz Türkiye'ye ulaşmadığını ve neredeyse hafif yaralarla geçirilebileceğini öne sürmüştür.¹⁷⁷

¹⁷⁷ (Çevrimiçi) <http://www.medyakronik.com/haber/805/>, (Erişim Tarihi: 18/03/2009).

Son yıllarda sanayileşmiş ülkelerde yaşanan durgunlukların gelişmekte olan piyasaları etkilemeyeceğini savunan "Ayrışma Teorisi (Decoupling Theory)", 2007 yılının son aylarından itibaren özellikle 2008 yılının ilk aylarında ABD'deki durgunluğun salgına dönüşeceği korkusuyla borsalarda hızlanan düşüşlerin ardından çürümeye başlamıştır. Bu teorinin bazı kesimler tarafından savunulmasının nedeni ise, ABD ve Avrupa borsalarında mortgage krizinin patlak vermesi ile sert satışlar yaşanması, ama gelişmekte olan ülke borsalarının bu kayıplardan çok etkilenmemesidir.

Bir başka bakış açısıyla Durmuş Yılmaz, gelişmekte olan piyasaların ABD'deki ekonomik sorunlardan kendilerini koruyamayacaklarını söylemiş, bu ekonomilerin ihracatta ABD'ye bağlı olduğuna dikkat çekmiştir.¹⁷⁸

İhracatın ayrışma teorisi için önemi ülkelerin büyüme oranlarındaki etkisinden kaynaklanmaktadır. Çünkü ayrışma teorisine göre, dünya artık Amerika'ya bağımlılıktan kurtulmuştur gelişmekte olan ülkeler hızla büyüyerek dünya ekonomi pastasının yarısını kapmıştır. Hatta, son birkaç yılda Amerika'ya inat büyümüşlerdir. Ayrışma teorisine inananlar "Amerika tökezleyebilir, ama Çin şahlandı ve ayağa kalkan Çin artık durmaz!" düşüncesine kapılmışlardır. Halbuki Çin ekonomisi ihracata dayalı bir ekonomidir.

Morgan Stanley verilerine göre 1970-2000 yılları arasında, Amerikan ekonomisi ile gelişmiş ülkeler arasındaki ortalama korelasyon (bağımlılık) yüzde 50 iken, gelişmekte olan ülkeler arasında yüzde 30'dur.¹⁷⁹ Yalnız, son yıllarda iddia edilenin tersine dünya daha fazla 'ayrışmamış', tam tersi 'yaklaşmıştır'. Gelişmekte olan ülkelerin ABD'ye bağlılığı 1980 ortalarında yüzde 33 iken, 2000 başlarında yüzde 68'e çıkmıştır. Yine, bütün dünyanın Amerikan ekonomisine bağlılığı (korelasyonu) 1980 başlarında yüzde 88 iken, 2000'de aynı oran 93'e çıkmıştır.¹⁸⁰ Bu da, dünya ekonomisinin motorunun, hala ABD olduğunu göstermektedir. Dünyanın 'merkeze' bağlılığı her geçen yıl artmıştır.

¹⁷⁸ (Çevrimiçi) <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/461382.asp#storyContinues> (Erişim Tarihi: 18/03/2009).

¹⁷⁹ (Çevrimiçi) <http://www.samanyoluhaber.com/haber-123931.html>, (Erişim Tarihi: 19/03/2009).

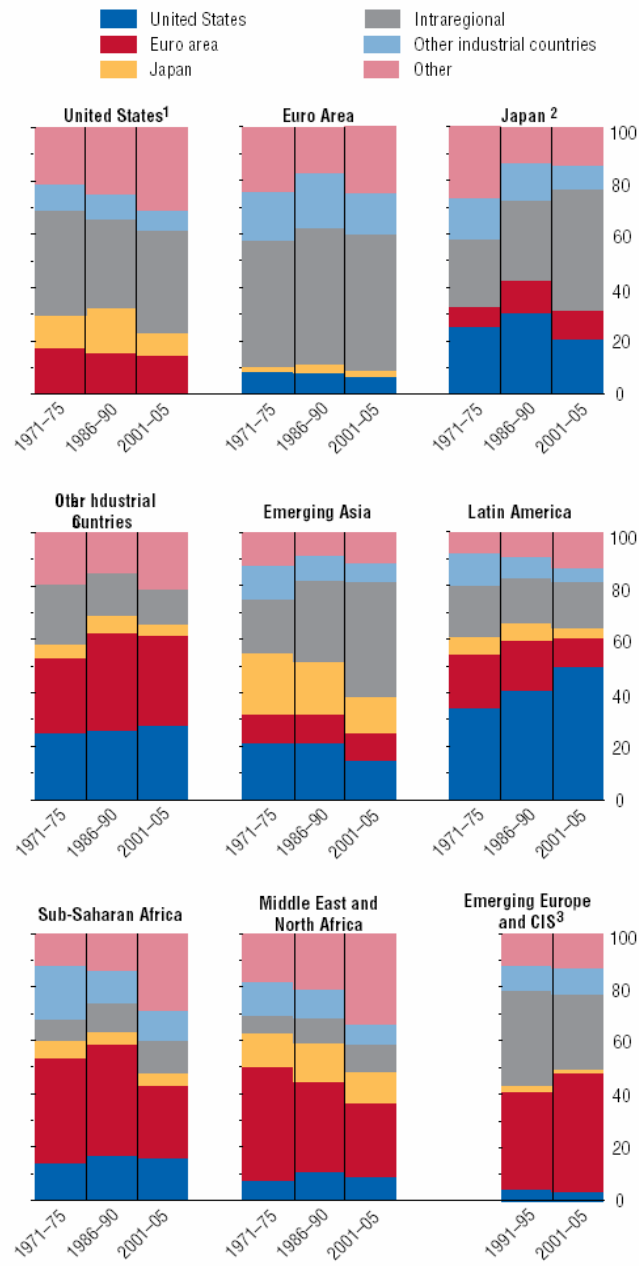
¹⁸⁰ a.g.i.s.

Gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin ABD olan bağılılığı hala bir açıdan artış göstermektedir. Ticaret açısından pek çok ülkede ABD'nin ticaret anlamındaki payı azalırken pek çok ülkede de hala bu pay artış göstermektedir.

Aşağıdaki grafiklerde ticaret oryantasynu açısından ABD, Euro Bölgesi, Japonya ve diğer endüstri ülkeleri ele alınmıştır. Aşağıdaki grafiklerden de görüldüğü gibi ABD'nin ticaret anlamında azalış göstergese de her ülkede yerini koruduğunu söyleyebiliriz. Hatta ABD'nin sahip olduğu bu ticaret oranının her geçen yıl artış gösterdiği ülkeler de mevcuttur.

Euro Bölgesi'nin ABD ile ticareti 2001 ile 2005 yılları arasında bir azalış gösterse de varlığını sürdürmüştür. Japonya'nın ticaretinde de ABD'nin payı azalış göstermiş yerine bölgeler içi ticaret önem kazanmıştır. Diğer sanayi ülkelerinde Euro Bölgesi ve Japonya'nın aksine, ABD'nin payı artış göstermiştir. Gelişmekte olan Asya ülkelerinde ABD ticaretinin payı en fark edilir şekilde azalma göstermiş, bu ülkelerin ticaretinde yine bölgeleri içi ticaret ön plana çıkmıştır. Latin Amerika ülkelerinin ABD ile olan ticari ilişkileri her geçen yıl artış göstermiştir. Afrika'da ve Orta Doğu'da bu oran yıllar tibiyle çok fazla bir değişiklik göstermemiştir.

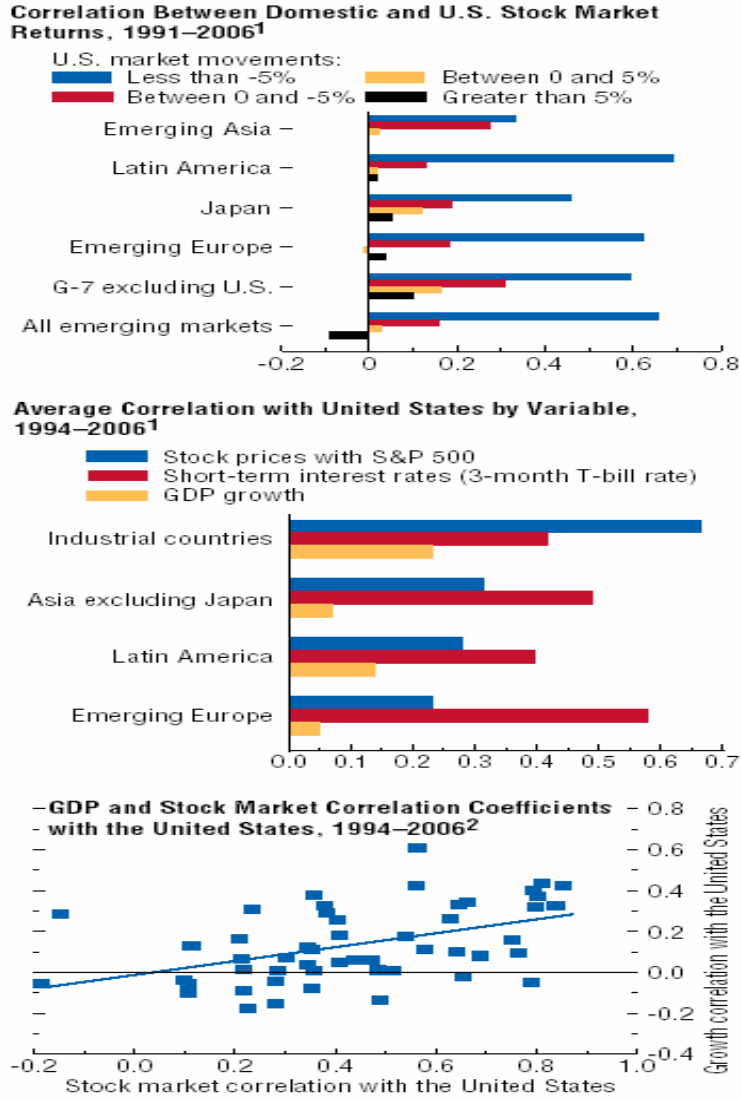
Aşağıdaki grafiklerden ticari ilişkileri anlamamız mümkündür.



Grafik 65. Dünya Ekonomilerinin Ticaret Oryantasyonu

Kaynak: IMF, "Spillovers and Cycles in the Global Economy", (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf>, WOE, Nisan 2007, (Erişim Tarihi: 29/07/2009), s.121.

Ticaret ABD'nin bağılılık sağladığı tek konu değildir. Ülkeler arası bağılılık ve bulaşmanın en fazla olduğu piyasalar finansal piyasalar, yani bir başka ifadeyle sermaye piyasalarıdır.



Sources: Datastream; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

¹MSCI stock market indices in U.S. dollars, monthly returns.

²MSCI stock market indices in local currencies deflated by consumer price index, quarterly returns.

Grafik 66. ABD Değişkenleriyle Korelasyonlar

Kaynak: IMF, “Spillovers and Cycles in the Global Economy”, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf>, WOE, Nisan 2007, (Erişim Tarihi: 29/07/2009), s.131.

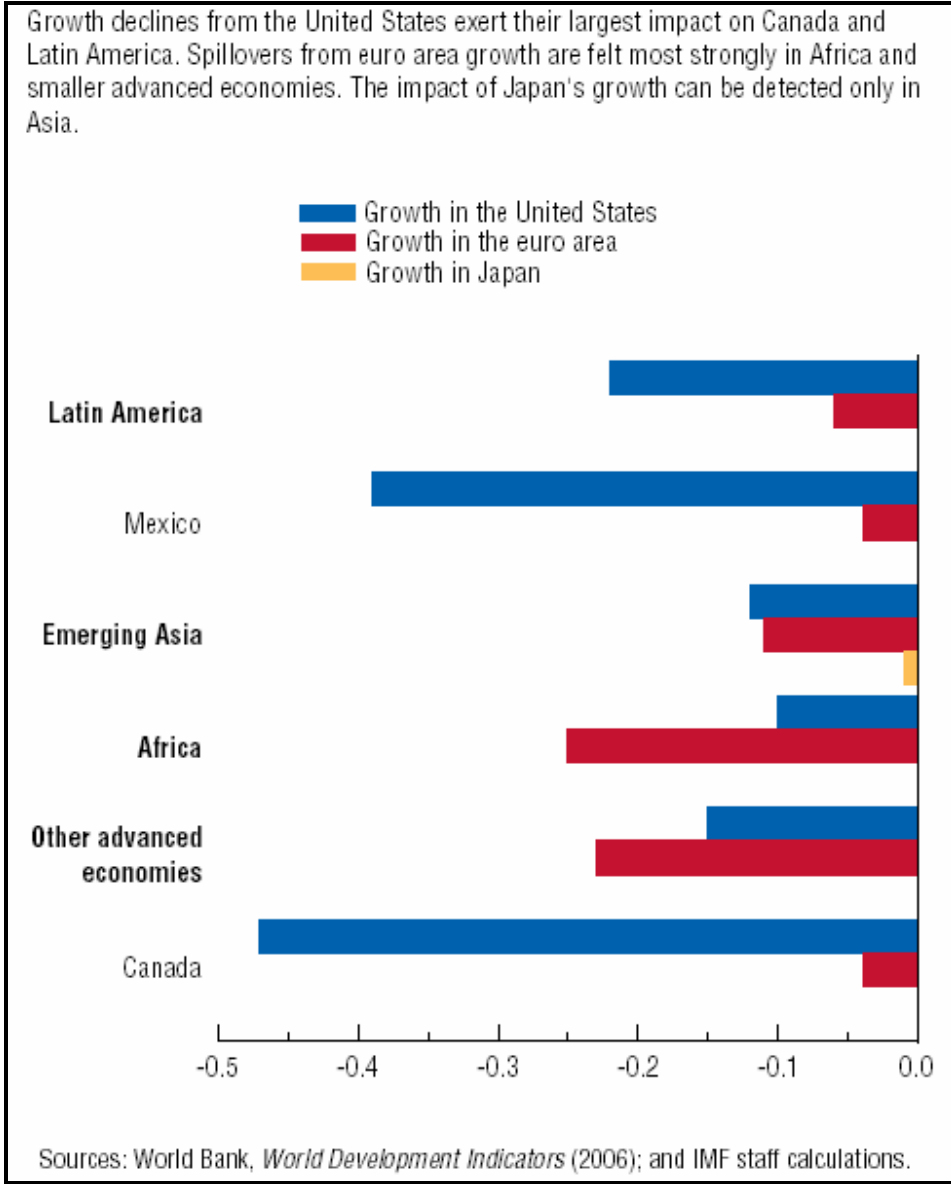
Bu açıdan bakıldığında, küresel mali krizin gösterdiği önemli bir gerçek, makro-ekonomik düzlemde pek çok büyük ekonominin yükselmiş olmasına ve birçok kutupluluk oluşmuş olmasına rağmen finansal piyasalar hala tek kutuplu olduğu ve tek bu kutbunda ABD olduğudur. Avrupa ve Çin-Rusya gibi EM(Emerging Markets) piyasaları önemli mesafe katetmiş olmasına rağmen, halen tüm finansal yatırımların yarısından fazlasını tek başına ABD temsil etmektedir.¹⁸¹ Çünkü ABD yukarıdaki grafiklerden ve IMF'in Nisan 2007 yılında yayınladığı World Economic Outlook raporundan da anlaşılacağı gibi;

- PPP (Public Private Partnership) kurlarıyla hesaplandığında ABD ekonomisinin küresel GSYİH rakamının toplamının beşte birini, piyasadaki değişim oranlarıyla hesaplandığında ise küresel GSYİH rakamının üçte birinden çok hafif aşağıda bir oranda payı olduğunu söyleyebiliriz.
- ABD ekonomisi küresel ekonomideki en büyük ithalatçı olma özelliğine sahip. 1970 yılından beri ABD uluslar arası ticaretin neredeyse beşte birini elinde tutan ülke olma özelliğini korumaktadır.
- Ayrıca bölgeler içi ticarettede ABD ekonomisinin payı her geçen gün artmaktadır.¹⁸²

Ekonomik büyümenin korelasyonu ya da etki ettiği ülke olarak baktığımızda da, pek çok ülkenin ekonomik büyümesinin hala ABD'de ekonomisinin büyümesine bağlı olduğunu söylememiz mümkündür. Bu açıdan bakıldığında da ABD ekonomisindeki büyüme verilerinden hangi ülkelerin daha fazla etkilendiğini aşağıdaki grafik yardımıyla anlayabiliriz.

¹⁸¹ (Çevrimiçi) <http://www.dunyagazetesi.com.tr/haber.asp?id=23688>, (Erişim Tarihi: 18/03/2009).

¹⁸² a.g.e., WOE, s.123.

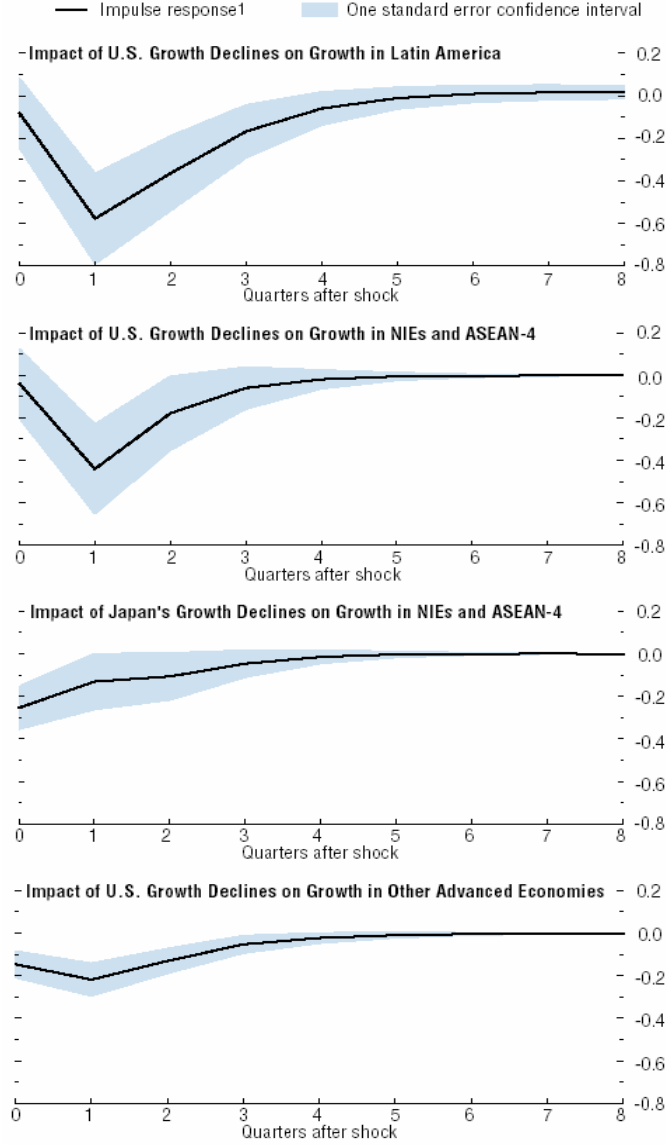


Grafik 67. Büyüme Düşüşleri ve Yayılmaları :Bölgesel Çıkarım

Kaynak: Kaynak: IMF, "Spillovers and Cycles in the Global Economy", (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf>, **WOE**, Nisan 2007, (Erişim Tarihi: 29/07/2009), s.137.

Yukarıdaki grafiğe göre Kanada, Meksika ve Latin Amerika'nın büyüme performansının ABD'nin büyüme performansına bağlı olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz. Aşağıdaki grafik ise ABD ve Japonya'da yaşanan büyüme düşüşlerinin etkilerini daha net görmemiz mümkündür.

Changes in U.S. growth exert a clear impact on growth in Latin America. Shocks to growth in the United States and (to a lesser extent) in Japan exert a significant effect on the newly industrialized economies (NIEs) and ASEAN-4. Growth disturbances in the United States are also positively associated with growth in other advanced economies. The spillovers peak after at most one quarter, and are estimated to die out after three to four quarters, slightly later than the underlying growth shocks.



Sources: Haver Analytics; World Bank, *World Development Indicators*; and IMF staff calculations.

¹In all these impulse responses, the underlying shocks to growth in the United States (or Japan) are normalized to yield a cumulative decline in U.S. (or Japanese) growth after four quarters amounting to 1 percentage point.

Grafik 68.ABD ve Japonya'daki Büyüme Düşüşlerinin Etkisi

Kaynak: Kaynak: IMF, "Spillovers and Cycles in the Global Economy", (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf>, WOE, Nisan 2007, (Erişim Tarihi: 29/07/2009), s.137.

Yukarıdaki grafiklerden görüldüğü gibi ABD ekonomisindeki herhangi bir küçülme Latin Amerika'yı doğrudan etkilerken yeni sanayileşmiş ülkeleri ve Asya Ülkelerini de etkisi altına almaktadır. Buna karşılık Japon ekonomisindeki bir küçülmenin etkisi neredeyse hiç hissedilmemektedir.

ABD finans krizinin neden dünyayı hemen sarıp sarmaladığı sorusunun cevabı iktisadın kendi kuralları içinde yatmaktadır. İktisatta etkilenme, boğazdan geçen şilebin dalgalarının kıyıya vurmasının epey zaman almasına benzer. Krizin dalgaları her ülkeye farklı biçimlerde yansır ve her ülkenin kendi özgün yapısından kaynaklanan savunma mekanizmaları vardır. Bugün de bu süreç yaşanmaktadır.¹⁸³ Her ülke ABD kaynaklı krize kendi özgünlüğü içinde savunma mekanizmaları geliştirmeye çalışmaktadır. Ama, değişmez bir gerçek; Bu krizin, öyle ya da böyle tüm dünyayı etki alanı içine almış olmasıdır.

Ayrışma teorisinin çöktüğü, 2008 yılının başında ABD'de hükümetin ekonomiyi canlandırma paketi açıklamasıyla anlaşılmıştır. Açıklama öncesi umuttan dolayı Dow Jones Endeksi 12.159 puandan 12.442'ye kadar çıkmış ve yüzde 2.3 düzeyinde prim yapmıştır. 145 milyar dolarlık yardım paketinin geç devreye girecek olması ve küçüklüğü pek beğenilmemiştir. Endeks bu açıklamanın ardından yüzde 3.9 düşüşle 11.954 puana kadar inmiştir. Dünyanın en büyük piyasası için böyle bir düşüş ciddi bir kayıp anlamı taşımaktadır. Kararın Cuma günü açıklanması, iki günlük tatilde piyasa profesyonelleri ve yatırımcılar yeterince düşünme fırsatı bulmuştur. Olumsuzluklar birikmiştir, piyasaların açıldığı ilk günde de patlamaya dönüşmüştür.

ABD'nin ekonomiyi canlandırma paketi açıklayacak kadar durumu ciddiye alması, açıklanan verilerle ucu ortaya çıkan resesyonun ihtimalini daha da güçlendirmiştir. Resesyon söz konusu olunca % 20-30'luk fiyat düşüşleri dahi gündeme gelmiştir. Resesyonun satılmasıyla ayrışma teorisi de yıkılmıştır. Yani "ABD resesyona girse bile dünya artık tek ekonomik kutuplu değil, Asya ve gelişmekte olan ülkeler bundan pek

¹⁸³ (Çevrimiçi) <http://www.medyakronik.com/haber/805/>, (Erişim Tarihi: 18/03/2009).

etkilenebilir ve dünya ekonomisinde sert bir durgunluğa girmekten kurtarır" inancı son bulmuştur.

Küreselleşme sonucu piyasaların birlikte hareketi ve ekonomik ilişkilerin etkisi böyle bir ayrışmaya geçit vermemiştir. Bank of China'nın mortgage krizinden etkilendiği ve geçen yılın son çeyrek bilançosunda bunun zarar olarak yansıtacağı haberi, türbülans döneminin en sağlam kalesi Çin piyasasını düşürmüştür.¹⁸⁴ Güney Kore kredi açlığı yaşayan banka ve şirketler için 130 milyar dolarlık bir kurtarma paketi açıklamıştır. Ukrayna donmuş kredi piyasasının ve dibe vurmuş parasının üzerinde büyüyen ulusal krizden ötürü seçimleri iptal etmiştir. Pakistan ekonomisinin daha da kötüleşerek çökmesinden dolayı acil borç bulmak için IMF'ye başvurmuştur.

Bütün bu gelişmeler, Fitch ve Moody's gibi mali derecelendirme kuruluşları tarafından eski yükselen yıldızlar olan Hindistan, Vietnam, Macaristan ve Arjantin gibi ülkelerin görünüm ve değerlendirme derecelerinin düşürülmesinin ardından gelmiştir.¹⁸⁵ Ayrıca bu krizden en fazla gelişmekte olan piyasaların, sermaye piyasalarına akan paranın ana fon sağlayıcıları, yani gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yatırımın ana fonlayıcıları hatta kendileri olan kurumlar zarar görmüştür. Citi Group, HSBC, Merrill Lynch vs vs. Bunlar aynı zamanda geçtiğimiz yıllarda Türkiye'ye doğrudan sermaye yatırımları yapan kurumlardır.

Avrupa Yatırım Bankası Başkanı Phillippe Maystadt, 2008 Eylül çöküşünden sonra yaptığı açıklamada; dünyada decoupling denilen ABD ve Avrupa ekonomilerinin, Çin ve diğer ekonomilerin ayrışacağı teorisinin yanlış olduğunu, küreselleşme nedeniyle bütün ekonomilerin bu krizden mutlaka bir ölçüde etkileneceğini söylemiş, "Hepimiz aynı teknedeyiz. Türkiye de elbette küresel krizden etkilenecektir" demiştir.

¹⁸⁴ Abdurrahman Yıldırım, "Globalleşmenin Negatif Yüzü", (Çevrimiçi) http://arsiv.sabah.com.tr/2008/01/22/haber_A6CA44046A744F929C4F6DA33E99D2CA.html, (Erişim Tarihi: 19/03/2009).

¹⁸⁵ Türkiye Newsweek, "Olgunlaşmış Kriz", (Çevrimiçi) <http://www.newsweekturkiye.com/haberler/detay/13660/Olgunlasmis-kriz>, (Erişim Tarihi: 19/03/2009).

Ayrıca diğer bir yanılgı da son 15 yılda Türkiye'nin yerli yapım birçok ekonomik kriz ürettiği için, sanki Türkiye ekonomisi hep dünya ekonomisinden ayrı bir seyir izlemiş gibi bir izlenime kapılmış olmasıdır. Son yıllarda artan korelasyon ise küreselleşme sürecine ve Türkiye'nin bu sürece giderek daha fazla katılmasına bağlanmıştır.¹⁸⁶ Oysa Türkiye ekonomisi küreselleşme sürecinin çok öncesinde de dünya ekonomisinde yaşanan gelişmelerden etkilenmiştir. Dünya ekonomisinin motoru olan ABD'deki resesyonlar da elbette diğer ülkelere olduğu gibi zaman zaman Türkiye'ye de yansımıştır.

Tablo 62. ABD Resesyonlarının Türkiye ve Dünyaya Etkisi

ABD resesyonları dünyayı ve Türkiye'yi nasıl etkiliyor?					
ABD resesyonları	Başlangıç	Bitiş	Süre (ay)	Dünya ekonomisine etkisi	Türkiye ekonomisine etkisi
1923-24	Mayıs 1923	Temmuz 1924	14	Etkilenmedi.	Etkilenmedi.
1926-27	Ekim 1926	Kasım 1927	13	Diğer gelişmiş ekonomiler gelişmeye dönmeye başladı.	Türkiye'de kuraktan kaynaklanan bir daralma vardı.
1929-33	Ağustos 1929	Mart 1933	43	Kısa zamanda tüm dünyaya yayıldı.	Biraz gecikmeli olarak ve daha hafif etkilendik.
1937-38	Mayıs 1937	Haziran 1938	13	Ciddi bir yavaşlamaya yol açtı.	Bizi etkilenmedi.
1945	Şubat 1945	Ekim 1945	8	Dünyada zaten 2. Dünya Savaşı'nın getirdiği daralma vardı.	Sevase kabul modik ama biz de üç yıldır zaten resesyondaydık.
1948-49	Kasım 1948	Ekim 1949	11	Savaşın yaralarını saran dünyayı etkilenmedi.	Kuraktan kaynaklanan resesyona derinleştirdi.
1953-54	Temmuz 1953	Mayıs 1954	10	Yavaşlamaya yol açtı.	Biz de resesyona girдик.
1957-58	Ağustos 1957	Nisan 1958	8	Dünyada kasıtlı yavaşlama oldu.	Türkiye'de büyüme oranı daha fazla hız kesti.
1960-61	Nisan 1960	Şubat 1961	10	Dünyada ciddi bir yavaşlama oldu.	Büyüme iyice yavaşladı.
1969-70	Aralık 1969	Kasım 1970	11	Dünya ekonomisini bir miktar yavaşlattı.	Türkiye'de de yavaşlama oldu.
1973-75	Kasım 1973	Mart 1975	16	Resesyona yol açtı.	Bize etkisi olmadı.
1980	Ocak 1980	Temmuz 1980	6	Ciddi bir yavaşlama oldu.	Üç yıl önce başlayan resesyona derinleştirdi.
1981-82	Temmuz 1981	Kasım 1982	16	Resesyona yol açtı.	Yavaşlamaya neden oldu.
1990-91	Temmuz 1990	Mart 1991	8	Dünya ekonomisi yavaşladı.	Türkiye'de hafif bir resesyona yavaşladı.
2001	Mart 2001	Kasım 2001	8	Büyük bir yavaşlama oldu.	Biz zaten resesyondaydık.

Kaynak: BIER, BEA, WorldBank, TEİK ve Angus Maddison (www.ggd.net/maddison).

Kaynak:(Çevrimiçi) http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=4646, (Erişim Tarihi: 20/03/2009)

¹⁸⁶Capital, "Ekonomide ABD Etkisi", (Çevrimiçi)

http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=4646 (Erişim Tarihi: 20/03/2009)

Bu tablo ABD resesyonlarının dünyaya ne ölçüde yansıtacağına şiddeti ve süresiyle yakından bağlantılı olduğunu göstermektedir. ABD’de 1929-33, 1973-75 ve 1981-82’de yaşanan uzun süreli ve şiddetli resesyonlar dünya ekonomisine de resesyon olarak yansımıştır. Süresi ve şiddeti düşük olan bazı ABD resesyonlarından ise dünya ekonomisi biraz yavaşlayarak ve hatta bazen de hiç etkilenmeden kurtulmayı başarmıştır. Mesela oldukça yumuşak geçen ABD’deki 1960-61 resesyonunun dünya ekonomisi üzerinde pek ciddi bir etkisi olmamıştır.

Fakat ABD resesyonlarının Türkiye’ye nasıl yansıdığına baktığımızda biraz değişik bir tabloyla karşılaşmaktayız. Süresi ve şiddeti düşük olduğu için dünyayı az etkileyen ABD resesyonlarının bir kısmından Türkiye’nin daha ağır olarak etkilendiği dikkati çekmektedir. Mesela 1953-54 ABD resesyonu dünyada yavaşlamaya yol açarken Türkiye’yi resesyona sokmuştur. 1957-58 ABD resesyonu dünyada kısmi bir yavaşlamaya yol açarken Türkiye’nin büyümesini daha fazla etkilemiştir. 1960-61 ABD resesyonundan ise dünya hiç etkilenmezken Türkiye ekonomisi iyice durgunlaşmıştır.

Fakat son dönemde yaşanan küresel mali kriz şimdiye kadar yaşanan krizlerden daha derin bir hal almıştır. Dolayısıyla diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkisiz kalması kaçınılmaz hale gelmiştir.

Gelişmiş ülkelerin, bu durum karşısında likidite desteğine ilave olarak kapsamlı tedbirlere yöneldiği görülmektedir. Bu tedbirlerden ilki, ülke hazineleri tarafından finansal kuruluşlara sermaye enjeksiyonunu öngören acil yardım paketlerinin uygulamaya konmasıdır. ABD’de Kongre tarafından onaylanan mali yardım paketi bunların en büyüğünü teşkil etmektedir. İkinci olarak, borçlanma piyasalarındaki aksaklıkların ve güvensizlik sorunun giderilmesi amacıyla, değişen derecelerde olmak üzere finansal kuruluşların yükümlülüklerine devlet garantisi getirilmektedir. Üçüncü tedbir ise maliye ve para politikalarının gevşetilmesidir.¹⁸⁷ Ancak, küresel iktisadi

¹⁸⁷ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, S. 7. , Kasım 2008, s. 4.

faaliyetin hızla zayıflamaya devam etmesi ve finansal kuruluşlara dair güvensizliğin sürmesi nedeniyle söz konusu tedbirler piyasaları yatıştırmakta yeterli olmamıştır.

Tablo 63. Kriz Karşısında Alınan Önlemler

	ABD	AB/ECB	Almanya	Arjantin	Avustralya	Brezilya	Çek Cumhuriyeti	Çin	Endonezya	Fransa	Güney Kore	İngiltere	İsviçre	İtalya	İzlanda	Japonya	Macaristan	Meksika	Rusya	Türkiye
Likidite Desteği	x	x	#	x	x	x		x	x	#	x	x	x	#		x	x		x	x
Faiz İndirimleri	x	x	#		x		x	x		#	x	x	x	#	x	x	x			x
Yurtiçi piy. likidite imkan. ilişkin düz.	x	x	#	x	x	x	x		x	#	x	x	x	#	x	x		x	x	x
Yabancı Para Swap işlem.başlatılması ya da artırılması	x	x	#		x	x			x	#	x	x	x	#	x	x		x		
Teminat Swapları	x											x	x	x						
Banka borç. tam/kısmi garanti	x	x	x		x					x	x	x		*						x
Likit olm. varlık. doğrudan/dolaylı şekilde alımı	x	*	*		*													x		
Sermaye enjeksiyonu	x	x	x						x		x	x	*	x	*					x
Kamulaştırma	x	*										x		*	x					x
Açığa satışlara getirilen kısıt.	x		x		x				x	x	x	x	x	x		x				x
Mevduat güvencelerinin artırılması	x	x	x		x		x	x				x	*	x	*	x			x	*
IMF ile Stand-by Anlaşması															x		x			

Kaynak: Ahmet Atakışi, Uğur Civelek, Seyhun Doğan vd., **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, İstanbul: Literatür yay.,l.b., 2009, ed. Sadi Uzunoğlu, s.135.

Kriz karşısında sadece ABD'nin değil, diğer ülkelerin de önlem almaya çalışması zaten de-coupling teorisinin çöktüğünün başka bir göstergesidir.

Özetlemek gerekirse, küresel krizin başından beri decoupling yani ayrışma tezi oldukça popüler bir hal almıştır. Bu teze göre, sorunların ana kaynağı ABD ekonomisi yavaşlaması, ABD ekonomisindeki durgunluğun dünyanın geri kalan kısmına yayılmayacağı savunulmuştur. Hatta dünyanın geri kalan kısmının ABD ekonomisindeki yavaşlamanın neden olduğu boşluğu kısmen de olsa doldurabileceği söylenmiştir. Bir başka ifadeyle, dünyanın geri kalan kısmı ABD ekonomisinden olumlu yönde ayrışacaktır. Piyasaların tümünde bu görüş fiyatlanmış. Dolar değer kaybetmiş, petrol fiyatları rekor düzeylere yükselmiştir. Dolar, başta euro ve pound olmak üzere parası dalgalanmaya bırakılmış tüm para birimlerine karşı değer kaybetmiştir. Çünkü FED,

yavaşlamanın resesyona dönüşmemesi için faizleri radikal bir şekilde indirmiştir. Dolar cinsi faizler düşerken diğer para birimlerinin faiz oranlarının yükselmesi beklenmiştir. Çünkü ayrışma tezine göre dünyanın geri kalan kısmında yavaşlama sorunu bulunmadığı ve ABD dışındaki ülkelerin tek derdinin enerji ve gıda şoklarından dolayı yüksek seyreden enflasyon olduğu ileri sürülmüştür. Bir başka ifadeyle ABD yavaşlamayla, ABD dışı dünya ise enflasyonla savaacaktır. Bu da dolar faizlerinin düşeceği ve diğer para birimlerinin faizlerinin yükseleceği beklentisini oluşturmuştur. Faiz makasının dolar aleyhine gelişecek olmasından dolayı da dolar hızla değer kaybetmiştir. Ayrışmanın hakim görüş olduğu dönemde dolar değer kaybederken petrol fiyatları da rekor düzeylere tırmanmıştır. Petrolün yükselmesinde, düşen dolar faizlerinin tetiklediği spekülasyon oldukça etkili olmuştur. Ayrıca ABD'deki yavaşlamaya rağmen ABD dışı dünyada büyümenin kuvvetli seyredeceği beklentisinden dolayı petrole talebin azalmayacağı görüşü de petrol fiyatlarının yüksek kalmasını sağlamıştır. Petrol fiyatların yükselmesinde etkili olan bir diğer neden de doların değer kaybıdır. Dolar değer kaybettikçe dolar cinsinden fiyatlanan emtialara dolar fiyatı cinsinden zam yapılmıştır a Dolayısıyla problem, ekonomik yavaşlamadan ziyade yüksek seyreden enflasyon olarak algılanmıştır.

İkinci çeyrek büyüme verileri geldikçe ABD dışı dünyanın ABD ekonomisindeki yavaşlamadan ayrışamadığı ortaya çıkmıştır. Avrupa ve Japonya yılın ikinci çeyreğinde daralmış, İngiltere ekonomisi durgunluk yaşamıştır. ABD ekonomisindeki yavaşlamanın ağırlıklı olarak finansal kanal, kısmen de olsa ticaret kanalı üzerinden diğer gelişmiş ülkelere sıçradığı görülmüştür. Avrupa, Japonya ve İngiltere'den gelen perakende satışları ve PMI endeksleri gibi öncü göstergeler, büyümenin yılın geri kalan kısmında da düşük seyredeceği beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Decoupling (ayrışma) görüşünün çökmesi ve recoupling görüşünün fiyatlanmaya başlamasıyla doların değer kazandığı ve petrolün düşmeye başladığı yeni bir süreç başlamıştır.

ABD'deki yavaşlamanın Avrupa, İngiltere ve Japonya'ya sıçramış olduğunun görülmesiyle Avrupa, İngiltere ve Japonya merkez bankalarının en az enflasyon kadar büyümedeki yavaşlamayla da savaşmak zorunda kalacakları görüşü oluşmuştur.

Piyasalar daha önce faiz artırımını bekledikleri Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırımını yapmak bir yana faiz indirmek zorunda kalabileceğini fiyatlamaya başlamışlardır. Bununla birlikte aynı şekilde, faiz oranlarını sabit tutmakta olan Japon ve İngiltere merkez bankalarının da faiz indirmek zorunda kalacakları beklentisi kuvvetlenmeye başlamıştır. Ayrışma tezinin çökmesi ve recoupling'in fiyatlanmaya başlamasıyla dolar değer kazanmaya başlamıştır. Petrol başta olmak üzere tüm emtia fiyatları da hızla gerilemiştir. Petrol fiyatlarının hızla gerilemesinde hem doların değer kazanması hem de ABD'deki yavaşlamanın gelişmiş ülkelere sıçramasından dolayı petrol talebinin gevşeyeceği beklentisi etkili olmuştur. Sonuç olarak decoupling'in yerini recoupling'e bırakması tüm piyasalarda kendisini hissettirmiştir.

Decoupling hipotezini savunurken bu tezi BRIC (Breziya, Rusa, Hindistan, Çin) ülkelerine sınırlayanlar da gelişmekte olan ülkelerin tümüne yayanlar da savundukları tezde yanılmışlardır. IMF'nin 2007 yılında yayınladığı WOE'de eğer yavaşlama hafif bir şekilde geçerse ABD ekonomisi ile ilişkisi olan pek çok ülkenin bile ABD ekonomisinden “ayrışmış durumda kalabileceği v bu ekonomilerdeki bazı sektörlerin o ülkelerin ekonomik büyümesine ilaç olarak geleceğinden bahsedilirken, eğer konut sektöründeki daralma beklenenden daha fazla genişleyip ABD ekonomisinde sert bir durgunluk yarattırsa diğer ülkelere yayılma etkisinin daha fazla olacağı ve “ayrışma” olgusunun da çok mümkün olmayacağından bahsedilmiştir.¹⁸⁸

Fakat decoupling hipotezinin coupling hipotezine dönüşmesi iki aşamalı bir dönüşüm şeklinde karşımıza çıkmıştır. Bu aynı zamanda ayrışma teorisinin teknik anlamda çöküşü ve temel anlamda çöküşü olarak da değerlendirilebilmektedir. Dolayısıyla ayrışmadan bahsederken bunu teknik yani piyasa performanslarının ayrışması ve temel yani ekonomik performansların ayrışması şeklinde farklı irdelemek daha doğru olabilir. Tabii ki etkin piyasaların, ekonominin temel göstergelerindeki gelişmeleri fiyat hareketlerine hemen yansıtılmaları beklenir ama belli dönemlerde piyasaların yatırımcı psikolojisi veya davranışsal finans öngörülleri ile hareket ettikleri de doğrudur. Yani bu, piyasa

¹⁸⁸ a.g.e., WOE, s.148.

hareketlerinin ötesinde, özellikle Asya ekonomilerinin temellerinin güçlü olması bir nevi temel ayrışmanın (fundamental de-coupling) aslında devam ettiği, piyasalardaki paralel etkilerin teknik birleşme (technical re-coupling) olduğu önermesidir.¹⁸⁹ Buna göre, ne temel ekonomik göstergelerin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için tam olarak ayrıştığı, ne de tamamen birleştiği bir ekonomi yaşanmaktadır. Bu durumda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin piyasalarının performansları da birbirleri ile bir noktaya kadar benzerlik gösterecektir.

Son günlerde uluslararası basının gündeminde, Brezilya-Rusya-Hindistan-Çin'den oluşan ve kısaca BRIC adı verilen ülkeler grubunun kendi aralarında ticareti arttırmak için biraraya gelmelerinden söz edilmektedir. BRIC'in yeni bir uluslararası ticaret düzeninin başlangıcı olacağını vurgulayan ekonomistler de oldukça fazla sayıdadır. Finansal krizden en büyük zararlarla çıkan Batı'nın gelişmiş ekonomileri ile hızla büyüyen gelişmekte olan ülkeler arasında yeni dengelerin kurulması beklenmektedir.

BRIC, bir yatırım bankacısı ve satış ekibi tarafından ortaya konulan ilk çok uluslu blok olma özelliğine sahiptir. Goldman Sachs'in baş ekonomisti Jim O'Neill, BRIC'in önümüzdeki 50 yıl içinde, küreselleşmeye yön vereceği ve küresel ekonomiyi hegenomonisi altına alacağı görüşünü 2001'de ortaya atmıştır. O'Neill'e göre, bu yüzyılın başında yaşanan değişim bizlere yarının sadece ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İngiltere ve İtalya'nın oluşturduğu G-6 tarafından yönlendirilemeyeceğini göstermektedir. Bu ekonomik güç değişiminde gelişmiş ülkelerin yerlerini BRIC ülkeleri alacaktır. Küresel para politikaları, ticaret açıkları ve küresel ısınma gibi dünyayı ilgilendiren konular sadece gelişmiş ülkelerin karar alıp, dünya ülkelerine uygulattığı politikalar olmaktan çıkacaktır.

BRIC tezine göre, Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin; politika sistemlerini küresel kapitalizmi içine alacak şekilde değiştirmiştir. Goldman Sachs, Çin ve Hindistan'ın sanayi ürün ve servislerinin küresel tedarikçisi, Brezilya ve Rusya'nın ise, en büyük ham madde sağlayıcısı olacağı kanaatinde. Böylelikle, bu dört ekonomi arasında mantıklı

¹⁸⁹ Murat Ülgen, "Ayrışma De-coupling Sona Mı Erdi?" (Çevrimiçi) http://www.finanstrend.com/yazi_detail.asp?y=67 , (Erişim Tarihi: 21/03/2009).

bir ticaret akışı doğal olarak oluşmaktadır: ham madde temini Brezilya ve Rusya'dan sağlanırken, üretim Çin ve Hindistan'da gerçekleşmektedir. Brezilya soya ve demir cevheri, Rusya ise, petrol ve doğal gaz zengindir.

BRIC ekonomileri büyüklükleri ve hızlı büyümeleri benzer olsa da, farklı uzmanlık alanlarına sahip ekonomilerdir: Brezilya – tarım, Rusya – ham madde, Hindistan – servis, Çin ise üretim odaklıdır. Dördünü birleştiren bir başka nokta: Amerika'nın dünya ekonomisinde bu kadar dominant rol oynamasına karşı olmalarıdır. Küresel dinamikleri değiştirmek istemektedirler

Fakat BRIC dördüsü de ticari anlaşmazlıklar yaşamaktadır. Çin tamamen tarım liberalizasyonunu savunurken, Brezilya tarım ekonomisi olarak daha korumacı bir çizgide ilerlemektedir. Diğer yandan, Hindistan ve Çin, Rusya'nın doğal kaynaklarına ulaşmakta güçlük çekmektedir. BRIC'in potansiyelini engelleyebilecek etkenler sadece ticari alanda değildir. Özellikle birbirlerine yakın olan Rusya, Çin ve Hindistan arasında politik anlaşmazlıklar sürmektedir. Çinli akademisyenler bu ticari bloğun hayata geçmesinin siyasi engellerle kısıtlanabileceğine ve bloğun işlevsellikten uzak sembolik bir yapıya dönebileceğine dikkat çekmektedir.

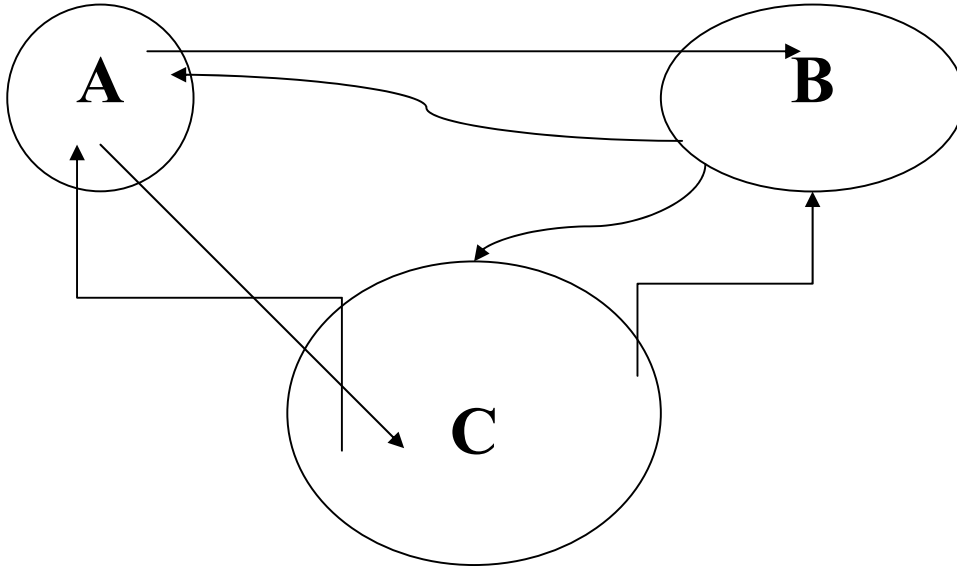
16 Haziran'da BRIC liderleri Luiz Inacio Lula da Silva, Dmitry Medvedev, Manmohan Singh ve Hu Jintao, Yekaterinburg'da biraraya gelerek ilk zirvelerini gerçekleştirmiştir, çok kutuplu dünya düzeni deklarasyonunu açıklamışlardır. Zirvenin ana odağı mevcut küresel ekonomik durumun nasıl düzeltileceği, gelecekte bu dört ülkenin nasıl daha verimli bir şekilde birarada çalışabileceği ve finansal kurumların reformunda neler yapılabileceği üzerine olmuştur. Zirvenin sonunda, diversifiye, stabil ve öngörülebilir yeni bir küresel rezerv paraya ihtiyaç olduğuna dikkat çekilmiş, Amerikan dolarının diğer dünya paralarına karşı düşüşünün bu ihtiyacı doğurduğu belirtilmiştir.

Bir noktaya kadar benzerlik gösterecek olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ki bunlara BRIC bloğu da dahil bir noktadan sonra ne şekilde bir ayrışma gösterecek ya da gösterecek mi bu krizin bitme sinyalleriyle birlikte yaşanacak olan toparlanma da ortaya çıkacaktır.

3.3. Ekonomik Krizlerin Bulaşıcılığı

Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı küresel sistemde krizlerin küreselleşmesi çok daha kolay ve hızlı olmaktadır. Bir başka ifadeyle krizler bulaşı hale gelmiştir. Eskiden bir ülkede yaşanan kriz o ülkeyle ya da en fazla o bölgeyle sınırlı kalırken bugün küresel çapta yaşanabilmektedir. Dünya finansal sistemi çok daha iç içe geçmiş durumda olduğu için bu tür krizler hemen bütün dünyaya yansımakta ve küresel görünüm almaktadır. Krizlerin bulaşıcılık özelliği krizleri kapsam bakımından da ulusal, bölgesel ve küresel gibi ayrımlara götürmüştür.¹⁹⁰ Küreselleşen dünyada bulaşıcılık dış ticaret ilişkileriyle sınırlı kalmaktan uzaklaşmıştır. Küresel sistem hastalık bulaştırmayı finansal ilişkilere taşımış ve dolayısıyla çok daha yaygın ve etkin hale getirmiştir.

Aşağıdaki şekilde küresel sermaye akımları gösterilmiştir.



Şekil 3. Sermaye Akımları

Şekildeki üç ülkede de (A,B,C) sermaye hareketlerinin serbest olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda her üç ülkedeki girişimciler ya da yatırımcılar kendi ülkelerinde olduğu gibi

¹⁹⁰ Eğilmez, a.g.e., s.52.

diğer ülkelerde de sermaye yatırımı yapabilecek demektir. Şekilde A ülkesinden B ve C ülkelerine sermaye akımları düz oklarla, B ülkesinde A ve C ülkesine sermaye akımları kıvrımlı oklarla, C ülkesinden A ve B ülkelerine yönelik sermaye akımları ise dirsekli oklarla gösterilmiştir. Sermaye hareketlerinin akışkanlığı kriz bulaşıcılığını birlikte getirmektedir. Örneğin A ülkesinin girişimcisi C ülkesinde yatırım yapmak için B ülkesindeki bir bankadan kredi almış olsun ve C ülkesinde yaptığı bir yatırım o ülkede çıkan bir krizle zarara dönüşmüş ve girişimciyi iflasın eşiğine getirmiş olsun. Bu durumda girişimci B ülkesinden aldığı bir krediyi ödeyemeyince krizi C ülkesinden B ülkesine bulaştırmaktadır. Bu çok basit bir bulaşıcılık örneğidir.

Asıl bulaşıcılık finansal anlamda ortaya çıkmaktadır. A ülkesindeki yatırımcı B ülkesindeki bankadan aldığı krediyle C ülkesindeki hisse senetlerine yatırım yapmış olsun. C ülkesinde ekonomik kriz çıktığını ve borsanın hızla düştüğünü, yatırımcının hisse senetlerinin değerlerini büyük ölçüde kaybettiğini düşünelim. Bu durumda yatırımcı B ülkesindeki kredisinin ödemeyecektir. Sonuçta A ülkesinin yatırımcısı C ülkesindeki krizi B ülkesine taşımış yani bulaştırmış olacaktır.¹⁹¹

Finansal krizlerdeki bulaşıcılık tabii ki serbestleşme hareketlerine bağlı olarak gelişmiştir. 2000'lerden önce dünyada yaşanan finansal krizlerin altında yatan neden finans sektöründeki düzenleme ve denetim yetersizlikleridir. 1980'lerde özelleştirme finansal liberalizm, deragülasyon ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi çok daha özgür ama aynı oranda hastalık bulaştırıcı bir ekonomik ortamın temellerinin atılmasına yol açmıştır. 1990'lara gelindiğinde bu adımlar daha da hızlanmış, finansal yeniliklerin oluşmasını sağlamıştır. Bunların bir bölümüne finansal buluşlar (financial innovations) adı verilmiştir. Daha yüksek kazanç elde etmeye odaklı finansal enstrümanlar geliştirilmiştir. Bunların en fazla kullanılanları finansal türev ürünler olarak karşımıza çıkmıştır. Finansal türev ürünlerin çıkış noktasında, gelecekte belirli bir zamanda iki taraf arasında ödeme ile sonuçlanması gereken bir sözleşmenin sonucunun önceden satılmasıdır. Yaşanılan küresel mali krizin çıkış nedenlerinden birini

¹⁹¹ a.g.e., s.55.

de bu türev ürünler oluşturmuştur. Türev ürünlerden kaynaklanan kayıplar hem ABD piyasalarında kendisini belli etmiş, hem de hedge fonların gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkışıyla etkisi net bir şekilde görülmüştür.

ABD kaynaklı bu mortgage krizi, kredi krizine dönüşmüş ardından diğer ülkelere de bulaşarak küresel kriz halini almıştır.

3.4. İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin Seyrinin DJI Endeksi ve Morgan Stanley Capital International (MSCI) Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi (EM)'yle Karşılaştırılması

“De-coupling ve Coupling Olguları” başlığında da anlatıldığı gibi ABD kaynaklı küresel krizin etkileri sadece ABD sınırları içerisinde kalmamış, hatta bu etki gelişmiş ülkelerle de sınırlı kalmayarak gelişmekte olan ülkelere de bulaşmıştır. Krizin yaşanan bulaşıcı etkisiyle birlikte ABD borsasında yaşanan düşüşler en sert halleriyle diğer gelişmiş ülkelerin borsalarına da yansımış ve gelişmekte olan ülke borsalarında da gecikmeli olarak da olsa sert düşüşler görülmüştür. Yaşanan düşüşler gelişmiş ülke borsalarıyla gelişmekte olan ülke borsalarının ayrışmadığını göstermiş ve temel anlamda olmasa da teknik anlamda decoupling teorisini recoupling teorisine dönüştürmüştür. Bu bölümde Türkiye'nin temel birkaç ekonomik veri anlamında küresel krizden nasıl etkilendiğine kısaca değinilecek, Ulusal 100 endeksi DJI ve MSCI EM'yle karşılaştırılırken teknik anlamda bir ayrışmanın olup olmadığı açıklanmaya çalışılacaktır.

Son yıllarda küreselleşmenin etkisiyle boyut itibariyle dünya ekonomileri hiç olmadığı kadar birbirine bağımlı hale gelmiştir. Bu çerçevede Amerikan ekonomisinin yaşadığı sıkıntılar diğer ülkeleri de etkilemiştir. ABD kaynaklı bu krizin mortgage sisteminin tıkanmasından kaynaklandığı temeline dayandığımızda, Türkiye'de diğer ülkelerdeki gibi gelişmiş bir mortgage piyasasının olmadığını ve Türkiye'nin yaşadığı sıkıntının bu sistemden kaynaklanmadığını söyleyebiliriz. Türkiye'de konuyla ilgili bu yasa Şubat 2007'de meclisten geçmiştir. Bu nedenden dolayı ABD'de mortgage krizinin başladığı subprime mortgage piyasaları Türkiye'de mevcut olmadığından Türkiye'de gayrimenkul piyasasına yayılan bir etkiden söz edemeyiz. Ancak ABD'de başlayan bu kriz genel

anlamda Türkiye'yi de etkilemiştir. Küresel krizin Türkiye'ye etkisi sadece borsa endekslerinde değil temel ekonomiler verilerde de hissedilmiştir.

Özellikle yatırımlarını geliştirmekte olan ülkelere yönlendiren hedge fonların çıkışının yaşanmasıyla birlikte, carry trade pozisyonlarını kapatan yatırımcıların geliştirmekte olan ülkeleri terk etmeye başlaması yüksek cari açık sorunu bulunan Türkiye için tehlikenin artmasına neden olmuştur.¹⁹² Carry trade pozisyonlarının kapatılması cari açığı zaten yüksek olan ülkelere tekrar para çıkmasıyla açığı arttırıcı etki yaratması ve dış kredi kanallarını kullanan ülkelerin küresel krizin etkisiyle kaynak bulmakta daha da zorluk yaşayacağı mantığıyla bu ülkeler açısından olumsuz algılanmıştır. Aşağıdaki tabloda 2008 yılına ait cari açık aylık olarak verilmiştir.

Tablo 64. Türkiye Cari İşlemler Dengesi (2008)
(milyon ABD Doları)

Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Ocak - Aralık
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.156	3.868	4.279	-5.180	-4.808	-5.523	-4.008	-3.009	-941	2.384	-380	-3.064	41.600

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 03/02/2009).

2008 ortalarından itibaren küresel krizin derinleştiğini net olarak hissedilmeye başladığı söylenebilir. Cari işlemler dengesinin en büyük kalemi olan dış ticaretteki değişimler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 65. Türkiye Dış Ticaret Dengesi (2008)
(milyon ABD Doları)

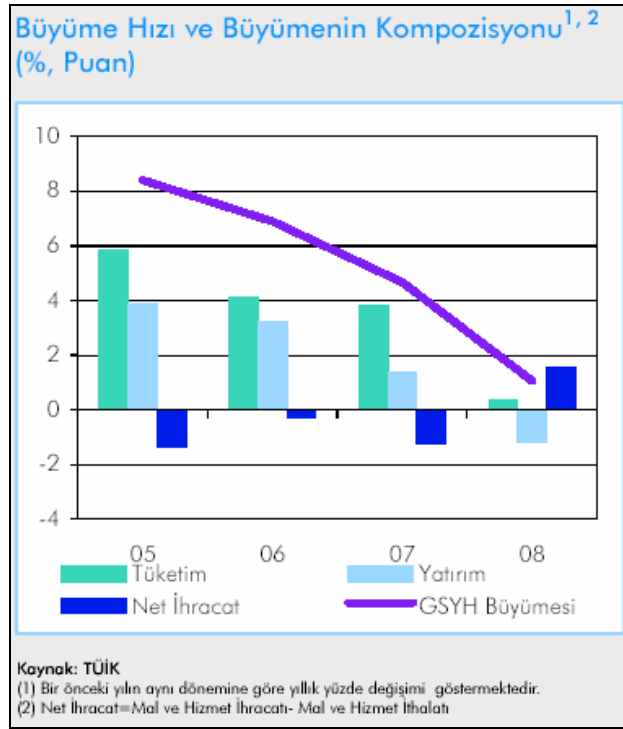
Aylar	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
D.T.DENGESİ	-4.595	-3.432	-4.110	-5.050	-5.389	-6.305	-6.390	-6.380	-3.449	-4.053	-1.286	-2.658
Mal İhracatı	11.220	11.745	12.215	12.018	13.213	12.440	13.343	11.999	13.649	10.494	10.179	8.261
Mal İthalatı	-15.815	-15.177	-16.325	-17.068	-18.602	-18.745	-19.733	-18.379	-17.098	-14.547	-11.465	-10.919

¹⁹² (Çevrimiçi) <http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html>, (Erişim Tarihi: 03/02/2009).

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 03/02/2009).

Küresel krizin derinleşmesiyle birlikte yurtdışında azalan talep Türkiye'yi etkilemiş ihracat rakamları düşen Türkiye üretim problemiyle karşı karşıya kalmış ve çoğunluğu hammaddeye dayanan ithalat rakamlarında da gerileme gözlemlenmiştir. Bu durum Türkiye'nin cari açığında bir azalma yaratsa da bu kabul edilebilir bir azalma değildir.

Küresel krizin ülkemize yansımalarıyla birlikte, GSYİH, 2008 yılının son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre daralmış ve bu daralmaya bağlı olarak GSYİH büyüme hızı, 2008 yılının tamamı için düşüş göstermiştir. 2009 yılında ise ekonominin daralacağı beklenmektedir.¹⁹³ Aşağıdaki grafikte Türkiye'ye ait büyüme hızı ve büyüme kompozisyonu verilmiştir.



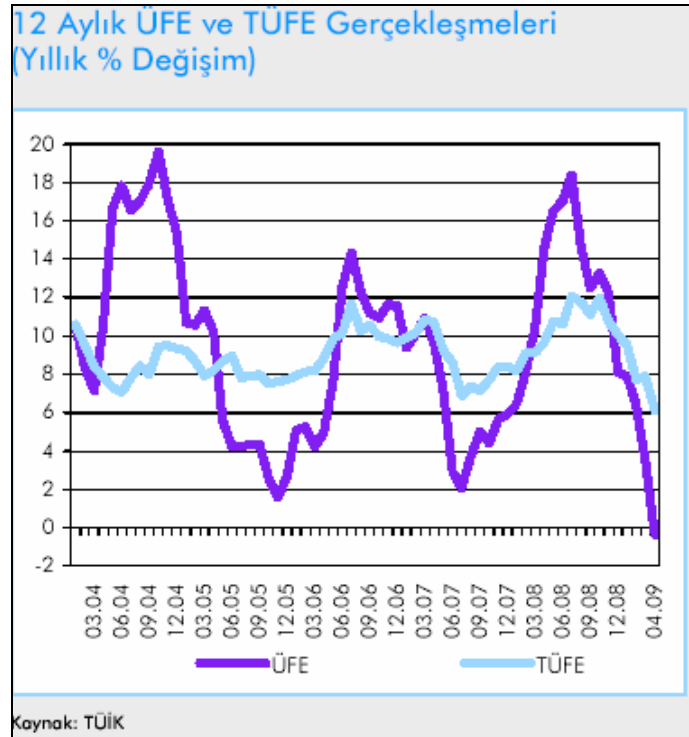
Grafik 69. Türkiye Büyüme Hızı

Kaynak: TCMB

¹⁹³ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, S.8. Mayıs 2009, s.iv.

Küresel krizin ülkemize yansmasıyla birlikte, 2008 yılının son çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 6,2 oranında küçülmüştür. Bu küçülme sonucunda 2008 yılının tamamında GSYİH büyümesi yüzde 1,1'e gerilemiştir. Ekonomik büyüme oranındaki bu düşüş, merkezi bütçenin hem gelir hem de harcama tarafını olumsuz olarak etkilemektedir. Bir yandan ekonomik aktivitedeki daralmaya bağlı olarak vergi gelirleri düşerken, diğer taraftan iç talebi canlandırmak için alınan mali önlemler giderleri artırmaktadır. Bu nedenle bütçe açığı belirgin bir artış eğilimine girmektedir.¹⁹⁴

Hem küresel ekonomik aktivitenin yavaşlaması hem de hammadde ve enerji fiyatlarındaki gerileme enflasyon endişesini deflasyon endişesine dönüştürmüştür.



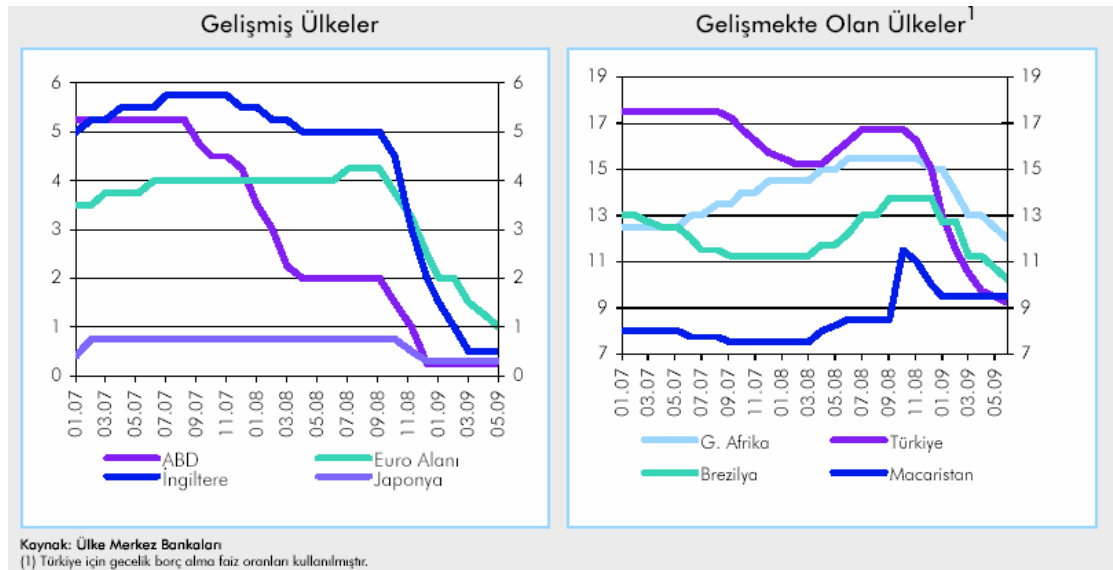
Grafik 70. Türkiye ÜFE ve TÜFE Oranları (Mart 2004 –Nisan 2009)

Kaynak: TCMB

¹⁹⁴ a.g.e., s.4.

2009 yılı ilk çeyreğinde TÜFE yıllık artış oranı maliyet bazlı etkilerin olumluya dönmesi ve ktisadi faaliyetteki yavaşlamanın daha da belirginleşmesine bağlı olarak aşağı yönlü eğilimini korumuş ve Mart ayı itibarıyla yüzde 7,89 olarak gerçekleşerek belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. 2009 yılı ilk çeyreğinde de döviz kurundaki hareketlerin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı kalmaya devam ettiği görülmektedir. Nisan ayında ise özellikle hizmet kalemlerindeki yavaşlama ve özel tüketim vergisi (ÖTV) ve Katma değer vergisi (KDV) oranlarındaki indirimlerin etkisiyle yıllık TÜFE artış oranı yüzde 6,13'e gerilemiştir. Tüketici enflasyonu üzerindeki maliyet yönlü etkilerin değerlendirilmesi açısından önem taşıyan üretici fiyatları endeksi (ÜFE) yıllık değişimi, 2007 yılında yüzde 5,94 iken, 2008 yılı sonunda yüzde 8,11'e yükselmiştir.¹⁹⁵

Yukardaki grafikten de görüldüğü gibi azalan enflasyon endişeleriyle Türkiye dahil olmak üzere tüm merkez bankaları faiz indirimine gitmiştir.



Grafik 71. Seçilmiş Bazı Ülkelerde Politika Faizi Oranları (2007-Mayıs 2009)

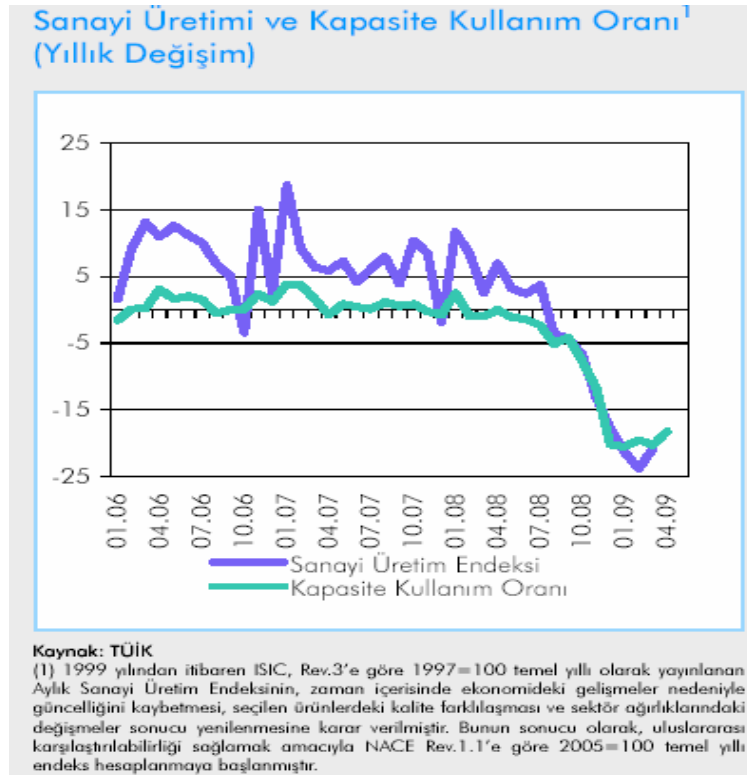
Kaynak: TCMB

İmalat sanayi verilerinde de bir geri çekilme söz konusu olmuştur. Sanayi üretimi, 2008 yılı son çeyreğinde hızla gerilemiş ve 2009 yılı Şubat ayında, geçen yılın aynı ayına göre

¹⁹⁵ a.g.e. s.23.

imalat sanayiinden kaynaklanmak üzere yüzde 23,8 azalmıştır. 2009 yılı Mart ayında ise sanayi üretim endeksindeki küçülme hızının yavaşlayarak yüzde 20,9 olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki grafik sanayi üretimini ve kapasite kullanım oranını göstermektedir.



Grafik 72. Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı (2006- Nisan 2009)

Kaynak: TCMB

Özetlemek gerekirse, küresel kriz diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'yi de büyüme açısından olumsuz etkilemiştir. Küresel krizin etkisiyle talep düşmüş azalan talep enflasyon oranını aşağı çekmiş ve üretimi de kısıtlamıştır. Üretimin kısıtlanmasıyla birlikte sanayi üretiminde ve kapasite kullanım oranlarında düşüş gerçekleşmiştir. Talebi canlandırmaya çalışan Merkez Bankası faiz oranlarında da indirime gitmiştir. Tüm bunlara ek olarak maliye politikaları devreye sokulmuştur. ÖTV ve KDV indirimi gibi tüketimi özendirici kararlar uygulanmıştır. Fakat tüm bu ekonominin temel taşlarındaki

olumsuzluklara rağmen son dönemdeki toparlanmaya bakıldığında Türkiye'nin temel anlamda krizden ABD ya da Avrupa piyasaları kadar etkilenmediğini söylemek mümkündür.

Teknik anlamda bakıldığında dünya çapındaki olumsuzluğu anında tepki verebilme yeteneğine sahip olan borsa, küresel krizin derinleşmesiyle birlikte ABD ve Avrupa borsalarıyla birlikte hareket etmeye başlamıştır. Aşağıdaki grafikte Ulusal 100 Endeksinin 2007 yılının Ocak ayı ile 2009 yılının Mayıs ayı arasındaki seyri verilmiştir.



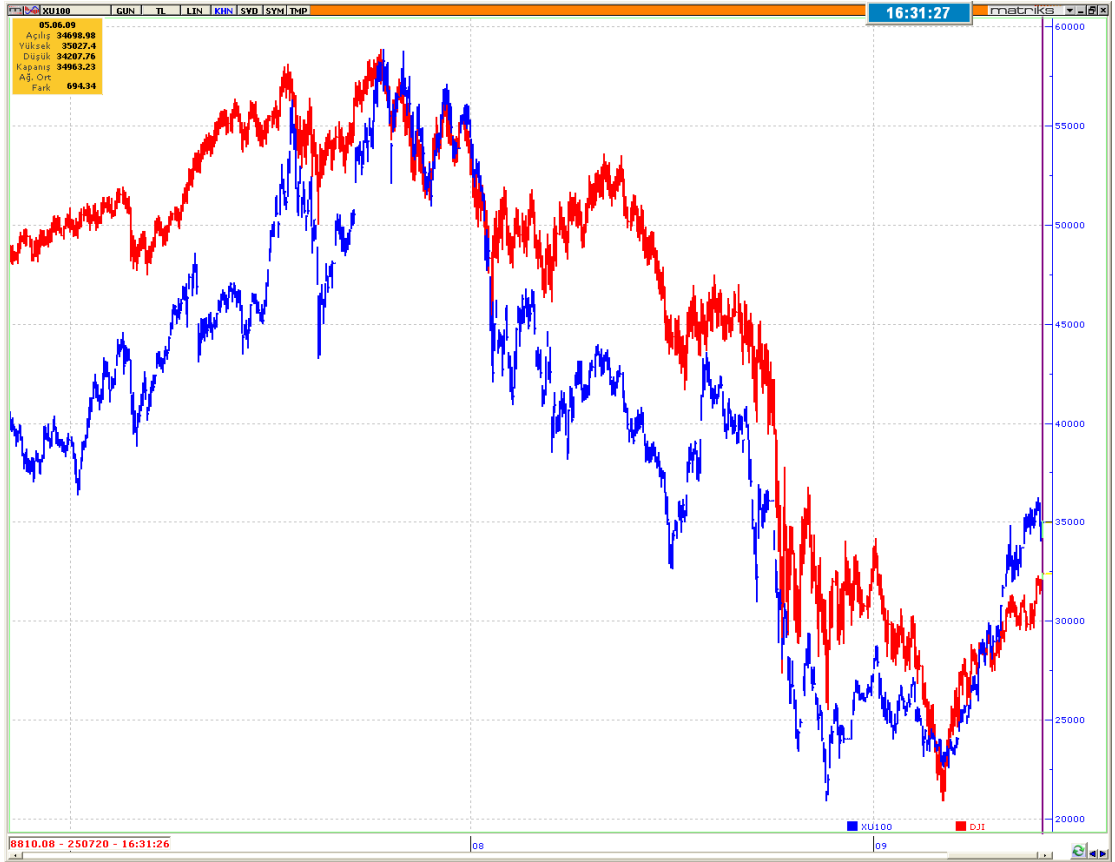
Grafik 73. İMKB Ulusal 100 Endeksinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Mayıs)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

İMKB Ulusal 100 Endeksi küresel kriz boyunca bazen tamamen yurtdışı kaynaklı gelişmelere endeksli bazen de hem yurtdışı hem yurtiçindeki haberlerden etkilenerek

hareket etmiştir. Daha önceki bölümlerde de anlatılmaya çalışıldığı gibi küresel krizin derinleştiği 2008 Eylül ayından itibaren borsalar arası bağımlılık daha belirgin bir hal almıştır.

Aşağıdaki grafikte yine 2007 Ocak ayı ile 2009 Mayıs ayı arasında İMKB Ulusal 100 endeksi ve Dow Jones endeksinin seyri verilmiştir.

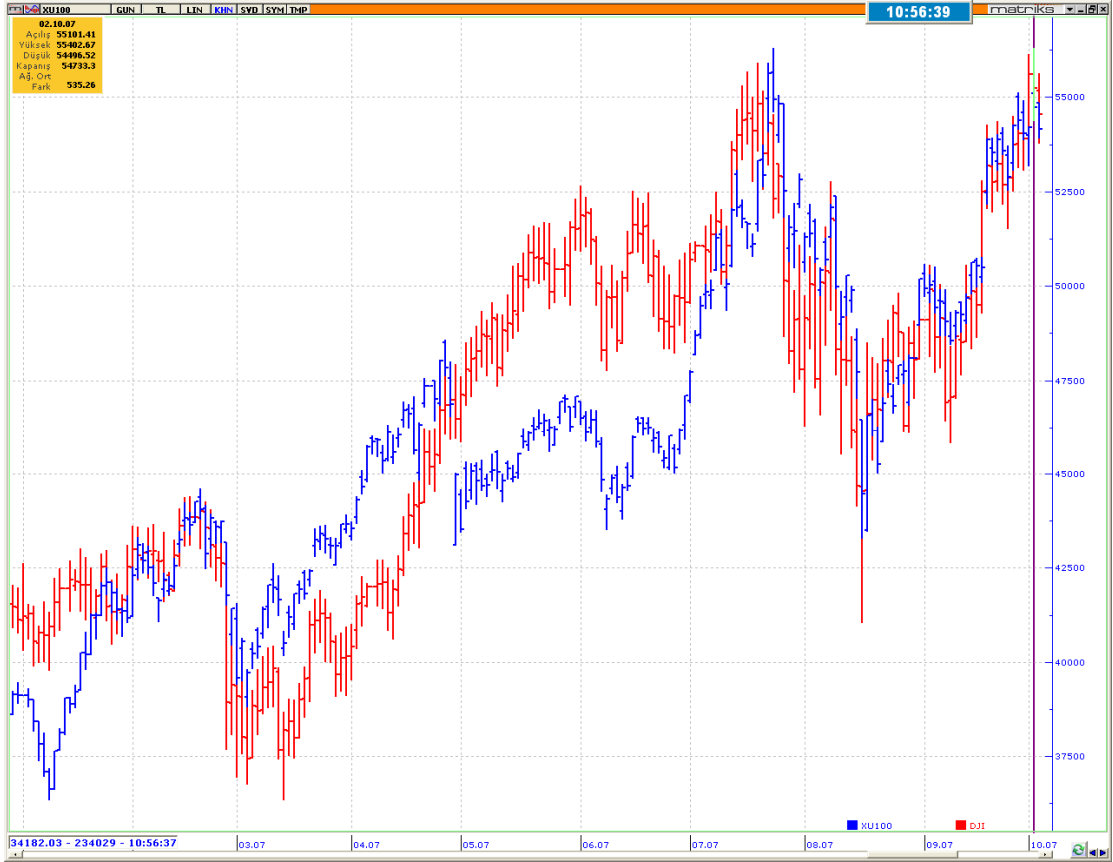


Grafik 74. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Mayıs)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi küresel mali krizin kendisini belli etmeye başladığı 2007 yılının ortalarından itibaren iki endeks arasında korelasyon artmıştır. Özellikle küresel krizin derinleştiği zaman olarak kabul edilen 2008 yılının ikinci yarısından itibaren endekslerin birlikteliği göze çarpmaktadır.

2007 yılı başından 2009 yılı Mayıs ayına kadar geçen süre belirli dönemlere bölünerek ve DJI ve İMKB Ulusal 100 endekslerinin ayrışması gibi düşünülebilecek hareketlere neden olan olaylara değinilerek ele alınacaktır. İlk dönem 2007 yılının Ocak ayından Eylül ayına kadar geçen süredir.



Grafik 75. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2007 Eylül)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

Küresel krizdeki etkileşim açısından önem taşıyan dönem özellikle 2007 yılının ikinci yarısıdır. Ama yine de 2007 Ocak ayı itibariyle ele alınmıştır. Ocak ayının ilk günlerinde bayram dolayısıyla ile kapalı olan İMKB açıldığında ABD'deki kayıpları dengelercesine daha hızlı düşmüş ve de ardından daha hızlı yükselerek iki endeks arasındaki farkı kapatmıştır.

Ocak ayından sonra ABD'nin bir krize sürüklenip sürüklenmediği konusunda gelen olumsuz haberler endeksin seyrinde olumsuz etki yaparken, aksi yönde gelen haberler ise olumlu etki yaratmıştır. Mart ayının ikinci yarısında ABD'de subprime olarak ifade edilen yüksek faizli mortgage kredileriyle ilgili sorunların giderek derinleşmesi, dünya piyasalarında ve ABD piyasalarında düşüslere yol açmıştır. ABD Mortgage Bankalar Birliği'nin sektördeki kötü gidişat ile ilgili açıklamaları ve Massachussets eyaletinin sektörle ilgili inceleme başlatması piyasalardaki tedirginliği arttırınca Dow Jones endeksinde satış hakim olmuş, İMKB de bundan etkilenerek geri çekilmiştir.¹⁹⁶ Fakat İMKB'deki bu geri çekilmenin üzerine ABD Dışişleri Bakanı Condoleezza Rice ve Savunma Bakanı Robert Gates'ın Temsilciler Meclisi'nde bekleyen Ermeni tasarısının geçirilmemesini istemesi ve tasarının geçirilmesinin Türkiye-ABD ilişkilerine ve ABD'nin ulusal çıkarlarına zarar vereceğini belirtmesi Temsilciler Meclisin'de bekleyen tasarının gündeme alınıp alınmayacağı ile ilgili kaygı başlatmış ve endeksteki geri çekilmeyi de arttırmış¹⁹⁷ ve İMKB'nin DJI endeksinden daha fazla düşmesine neden olmuştur. 21 Mart'ta FED'in faiz kararı öncesinde ABD piyasalarında daha net bir yükseliş yaşanırken, Türkiye piyasalarında IMF heyeti ile sosyal güvenlik reformu hakkında bir erteleme söz konusu olması yükselişi biraz daha baskı altına almıştır.¹⁹⁸

Nisan ayının ortasından itibaren DJI endeksinde yükseliş yaşanırken İMKB Ulusal 100 endeksinde bir miktar geri çekilmenin yaşandığını söylememiz mümkündür. ABD piyasalarındaki toparlanmanın nedeni Mart ayında yeni ev başlangıçları verisinin beklentilerin biraz üstünde gelerek konut piyasalarındaki endişeleri biraz olsun gevşetmesidir. Aynı zamanda ABD TÜFE verisinin beklentiler paralelinde gelmesi ve ABD parakende satışlar verisinin beklentilerin üstünde gelmesi durgunluğa dair

¹⁹⁶ Piyasalarda Mortgage Tedirginliği, (Çevrimiçi)
<http://www.serki.com/index.php?bolumsec=haber&id=r00tra>, (Erişim Tarihi: 22/03/2009).

¹⁹⁷ Eczacıbaşı Menkul Değerler, Günlük Bülten, (Çevrimiçi)
<http://www.emdas.com.tr/rapor/GunlukBulten-14Mart2007.pdf>, (Erişim Tarihi: 22/03/2009).

¹⁹⁸ Garanti Yatırım, Güne Başlarken Piyasa Beklentileri, (Çevrimiçi)
http://www.garantiyatirim.com.tr/arastirma_raporlari/GB_21032007.pdf, (Erişim Tarihi: 22/03/2009).

endişeleri biraz yatıştırarak piyasadaki yükselişi desteklemiştir.¹⁹⁹ Türkiye’de ise Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard&Poor's analisti Farouk Soussa'nın, Türkiye ile global piyasalardaki reel faiz farklılığının, carry trade’i teşvik ettiğini ve bu durumun Türkiye açısından cari açıktan daha endişe verici olduğunu söylemesi tedirginlik yaratmıştır. Soussa'nın carry trade için gelen paranın hızlı çıkışı durumunda TRY'nin belirgin şekilde değer kaybedeceğini ve enflasyonun olumsuz etkileneceğini söylemesi Türkiye hisse sendi piyasalarında düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Merkez Bankası'nın faizleri değiştirmemesi ve içteki Cumhurbaşkanlığı konusundaki yetkilendirme konuları ABD piyasaları yükselişe geçerken Türkiye piyasalarında satış yaratmıştır.²⁰⁰ Bu satışlar aynı zamanda DJI endeksine göre daha primli olan İMKB’yi dengelemiştir. Ardından Cumhurbaşkanı adayının açıklanması ile ilgili haberler piyasalara olumlu yansımış ve İMKB yükselişe geçmiştir.

Bundan sonraki en göze çarpan ayrışık hareket Nisan ayının son zamanlarına denk gelen piyasa hareketidir. Cumhurbaşkanlığı için ilk tur oylamada 367 milletvekilinin katılımının sağlanmaması üzerine muhalefet partisinin ilk tur oylamanın iptali ve yürürlüğünün durdurulması istemiyle Anayasa Mahkemesi’ne başvurması cumhurbaşkanı seçim sürecine ilişkin belirsizliklerin devam etmesi endişesiyle İMKB’de sert düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Ayrıca Türk Silahlı Kuvvetleri’nin laiklik karşıtı eylemlere ilişkin bir bildiri yayımlanması piyasaların tansiyonunu yükseltmiştir.²⁰¹ Yaşanılan bu düşüşten hafif yukarı seyreden piyasalar yükseliş ve düşüş anlamında DJI endeksi ile paralel hareket etse bile yaşadığı bu düşüşün etkisiyle DJI endeksini yakalayamamıştır.

¹⁹⁹ Türkiye İş Bankası, Haftalık Ekonomi ve Finans Bülteni, (Çevrimiçi)
<http://www.isbank.com.tr/PDF/EkonomikRaporlar/arsiv/haftalik24042007.pdf>, (Erişim Tarihi: 22/03/2009).

²⁰⁰ HSBC, Günlük Bülten, (Çevrimiçi)
http://www.hsbc.com.tr/hsbcyatirim/arastirma/pdf/sabah_bulteni/19-04-07.pdf, (Erişim Tarihi: 22/03/2009).

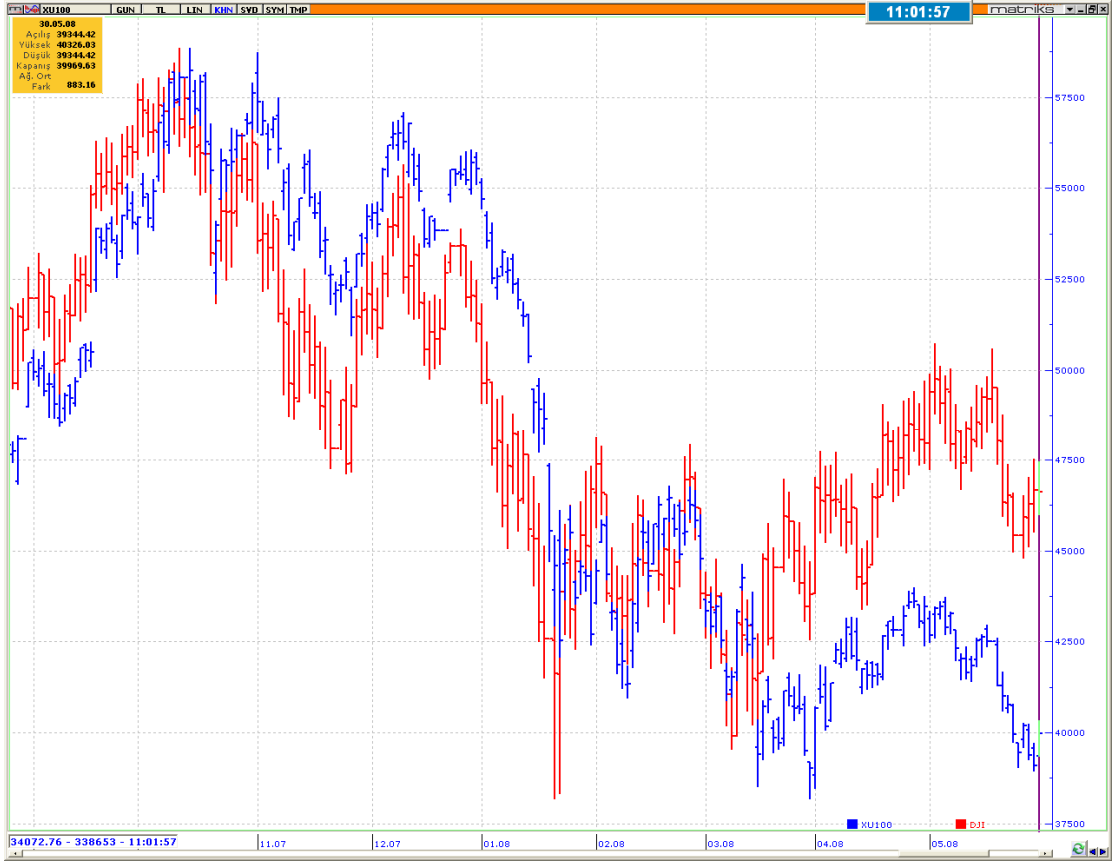
²⁰¹ Türkiye İş Bankası, Haftalık Ekonomi ve Finans Bülteni (Çevrimiçi)
<http://www.isbank.com.tr/PDF/EkonomikRaporlar/arsiv/haftalik30042007.pdf>, (Erişim Tarihi: 22/03/2009).

Temmuz ayında İMKB endeksindeki hızlı yükseliş performansı İMKB ve DJI endeksi arasındaki farkın kapanmasını sağlamıştır. Temmuz ayındaki bu hızlı yükselişin temel nedeni, yatırımcıların İMKB’de seçim sonrasında olumlu bir tablo oluşacağına dair beklentileri olmuştur. Ayrıca ABD tarafından olumlu gelen büyüme rakamları ve enflasyon verilerinin yarattığı iyimserlik de İMKB’de iç piyasalar tarafındaki iyimserlikle birleşince hızlı bir yükseliş kaydedilmiştir. Avrupa Merkez Bankası’nın faizleri değiştirmemesi, İngiltere Merkez Bankası’nın faizleri arttırması işlerin hala yolunda gittiği şeklinde algılanmıştır. Ayrıca Petkim’in %51 hissesinin blok satışından en yüksek teklifin 2,03 milyar dolarla beklentilerin çok üstünde gelmesi yurtdışında yaşanan kar satışlarına rağmen İMKB’nin yükselişini korumasını sağlamıştır. Fakat bu yükselişe seçim tedirginliği de eklenince kar satışları kaçınılmaz olmuştur. Temmuz ‘un ikinci yarısı itibariyle gelen işsizlik verilerinde artış olması ve kapasite kullanım oranının beklentilerin altında gerçekleşmesi de düşüşün yaşanmasında rol oynamıştır. İMKB’de düşüş yaşanırken ABD ÜFE verisinin beklentilerin altında gelmesi ABD piyasaları tarafından olumlu karşılanmış ve yükselişin yaşanmasını sağlamıştır. 23 Temmuz tarihinde seçim sonuçlarından Ak Parti (AKP)’nin tek parti olarak çıkması İMKB’de ralli yaşatmıştır. Piyasalardaki bu yükselişin ardından Moody’s kısa vadede Türkiye’nin notunu değiştirmeyi öngörmediğini açıklamıştır. Gerçekleştirdiği yükselişle birlikte DJI endeksinin performansını yakalayan İMKB Ulusal 100 Endeksi bir süre DJI endeksiyle korelatif bir şekilde hareketini sürdürmüştür.

ABD kredi piyasalarında yaşanan sıkıntıların borç/likidite/ödeme güçlüğü sarmalı ile birlikte global ölçekte bir likidite krizi oluşturacağı beklentisinin Ağustos ayı le birlikte artması üzerine İMKB’de de yükselişte zorluk yaşandığı gözlemlenmiştir. Ağustos’un ortasından itibaren Abdullah Gül’ün Cumhurbaşkanlığı adaylığını açıklaması ile birlikte bir çekişme yaşanabileceği kaygıları piyasa üzerinde etkisini arttırmıştır. ABD’nin faiz oranlarını indirebileceğine ve Bear Stearns’in dışardan fonlanacağına dair spekülasyonlar DJI endeksinde geri çekilmeye İMKB Ulusal 100 endeksinde ise yavaşlamaya neden olmuştur. FED’in faiz oranlarını indirmesi yükselmeye çalışan İMKB Ulusal 100 Endeksi’nde ve düşüş kaydeden ABD piyasalarında olumlu bir havanın yaşanmasını sağlamıştır. Eylül ayında açıklanan ABD TÜFE verisinin

beklentilerin altında gelmesini piyasalar pozitif algılamıştır. TÜFE verisinin FED'den gelen 50 baz puanlık faiz indirimi gelişmekte olan ülkeler tarafından daha olumlu karşılanmış ve yükselişi de beraberinde getirmiştir.²⁰²

Ele alınacak ikinci dönem 2007 yılının Eylül ayıyla 2008 yılının Haziran ayı arasındaki dönemdir. Aşağıdaki grafikte bu dönem arasındaki DJI ve İMKB Ulusal 100 endekslerinin seyirleri birlikte verilmiştir. Bu grafik çerçevesinde belirtilen dönem içindeki gelişmeler ele alınmaya çalışılacaktır.



Grafik 76. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2007 Eylül – 2008 Haziran)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

²⁰² Bu dönemdeki gelişmeler Bloomberg, Reuters, Forex, Euroline, Matrix haber sağlayıcıları kanalından geçen haberlere istinaden tarafımdan derlenmiştir.

2008 Eylül sonu itibariyle yurtdışı kaynaklı verilerden daha fazla etkilenip yükselişe geçen İMKB Ulusal 100 Endeksi Ekim ayında da DJI endeksiyle birlikte hareket etmiştir. Herhangi bir kısa vadeli ayrışmanın gözlemlenmediği Ekim ayındaki gelişmelere genel olarak değinmek gerekirse ilk günlerdeki aşağı yönlü hareketin nedeniyle başlamamız mümkündür.

İsviçreli UBS'in kredi sorunları nedeniyle aktiflerinin değerini 4 milyar İsviçre Frank'ı (3,42 milyar dolar) düşüreceğini açıklaması Ekim ayının ilk günlerinde endekslerde bir geri çekilmenin yaşanmasına yol açmıştır. Credit Suisse'in yatırım bankacılığı bölümünün piyasalardaki kargaşadan olumsuz etkilendiğini açıklaması tedirginlikleri arttırmıştır. Greenspan'ın ABD'de konut fiyatlarının daha da düşecek şeklindeki söylemi piyasalarda mortgage krizinin yaşanacağına dair beklentileri güçlendirmiştir. Ard arda gelen açıklamalar borsalardaki volatilitiyi arttırmış ve bunun üzerine Financial Times (FT) Dow Jones'un rallisi ABD'den çok gelişen piyasalara yarıyor şeklinde bir açıklamada bulunmuştur. Hafif toparlanma göstermeye çalışan endeksler, ABD'de beklenen konut satışları verisinin %2,1 oranında düşüş göstermesi beklenirken %6,5 oranında düşmesi, ABD ISM İmalat endeksinin Mart ayından beri en düşük değeri kaydetmesiyle tekrar yönünü aşağı çevirmiştir.

Bu gelişmelerin ardından Morgan Stanley mortgage faaliyetlerindeki 600 çalışanının işten çıkaracağını açıklamıştır. DJI endeksiyle aynı yönlü fakat biraz daha düşük seyreden İMKB Ulusal 100 endeksi, Citigroup'un Türk banka hisselerinde yukarı yönlü potansiyelin var olduğuna ilişkin açıklamasıyla yükseliş kaydetmiştir. Fakat bir süre sonra Greenspan'den gelen ABD ekonomisi büyüme hızı düşüyor yönündeki kaygı veren demeç her iki endeksin de düşüşüne neden olmuştur. Ayın ortası gibi ABD'den gelen %0.2'lik artış göstermesi beklenen TÜFE'nin %0.32'lik artış kaydetmesi ve verinin ardından Greenspan'ın asıl tehlikenin enflasyon olduğu yönündeki düşünceleri piyasaların moralini bozmuştur. Bunun üzerine düşüşe geçen iki endekse Türkiye'yle ilgili tezkere yönelik haberler eklenince İMKB'deki düşüşün boyutu artmıştır. Kuzey Irak gerginliğinin hafiflemesi ve ABD konut başlangıçları verisinin beklentilerden olumlu gelmesiyle birlikte hem İMKB hem de ABD borsası yükselişe geçmiştir. Fakat

Bank of America'nın karının düştüğünü açıklaması ve Merrill Lynch'in 3. çeyrekte 2.24 milyar dolar zarar açıklaması, Contrywide'ın hisse başına 1,28 \$ olan zarar beklentisine karşın 2,85 \$ zarar yazması piyasaki yükselişi durdurmuştur.

Kasım ayında ise iki endekste de aynı yönlü hareketlerin oluşmasıyla birlikte, ABD'de daha hızlı İMKB Ulusal 100 endeksinde daha yavaş bir düşüşün olduğunu söylememiz mümkündür. Fed Kasım ayına faizleri 25 baz puan düşürerek girmiş ve faiz indirimden sonra gelen açıklamalarda da FED'in faiz indirim döneminin sona erdiğine yönelik sinyaller verilmiştir. Credit Suisse'in net karının %31 oranında gerilemesi endişe yaratırken ABD aracı kurumlarının Citigroup ve Bank of America'nın notlarını düşürmeleri endişeleri arttırmıştır. Bu not düşürmeden sonra İMKB'de de düşüş yaşanmıştır. Citigroup notu düştükten sonra aktiflerinden 11 milyar dolar silebileceğini açıklamıştır. ABD ISM İmalat endeksinin 51,5'lik beklentisinden daha düşük bir değer olan 50,9 değerini kaydetmesi üzerine yatırımcılar güven kaybı yaşamıştır. ISM İmalat endeksinde kaydedilen bu değer 2007 yılının Mart ayından beri gerçekleşen en düşük değer olma özelliğine sahiptir.

Bu gerginliğin üzerine FED'in para piyasalarını yatırtmak için piyasaya 41 milyar dolar nakit enjekte ederek müdahale etmesi yatırımcıların korkularını arttırmıştır. General Motors'un 3. çeyrekte hisse başına 68.85\$ toplamda da 39 milyar dolar zarar açıklaması, Morgan Stanley'nin subprime mortgage riskleri nedeniyle 3.7 milyar dolar zarar yazması, Barclays'in zararının 10 milyon sterline ulaşabileceği yönündeki spekülasyonlar ve ABD'nin 4. en büyük bankası Wachovia Bank'ın 4. çeyrekte zarar yazabileceği beklentisi piyasalardaki düşüşü tetiklemiştir. İngiltere ve Avrupa Merkez Bankaları'nın faizlerini sabit bırakmaları hala çok büyük bir olumsuzluğun yaşanmadığına dair umutları yeşertmiş ve iki endekste de bir miktar yükseliş sağlamıştır. Bu yükselişe ek olarak Türkiye'deki Şekerbank ve Akbank gibi büyük bankalardan gelen kar açıklamaları bankacılık hisselerine alım getirmiş ve İMKB Ulusal 100 endeksinin DJI endeksine göre biraz daha iyi bir çıkış yakalamasını sağlamıştır.

Petrolün 100\$'ın üzerine çıkması DJI endeksi üzerinde negatif bir etki yaratmıştır. Deutsche Bank'ın subprime kaynaklı zararlarının 70 milyar doları bulmasının beklendiğinin haberi ve UBS'in konut piyasası kaynaklı 7,1 milyar dolar zarar yazacağıının beklentisi iki endeksinde geri çekilmesine neden olmuştur. Bu iki olumsuz haberin üzerine Goldman Sachs'ın gelişmekte olan piyasalarda pozisyonlarını azalttığını açıklaması İMKB Ulusal 100 endeksindeki düşüşün boyutunu biraz daha arttırmıştır. Düşüşün ardından ABD'de açıklanan ÜFE verisinin beklentilerin altında ve TÜFE verisinin de beklentilerle uyumlu gerçekleşmesi piyasalardaki morali düzeltmiştir.

Morali düzelen piyasalar ABD'den gelen olumlu perakende satışlar verisiyle yönünü yukarı çevirmiştir. Türkiye Kapasite Kullanım ve İşsizlik Oranı verilerinin beklentiler düzeyinde gerçekleşmesi İMKB'nin yükselişini desteklemiştir. Hatta bu dönemde halka arz edilen Tefken Holding(TKFEN) için beklentilerin dokuz katı oranında teklif gelmiştir. ABD işsizlik maaşı başvurularının ve konut başlangıçları verisinin beklentilerden olumsuz gerçekleşmesi iki endekse de satış getirmiştir. Mortgage finans şirketi Freddie Mac 3. çeyrekte 2 milyar dolar zarar açıklamıştır. Zarar haberi satışları arttırmıştır. Petrolün 100\$ seviyesine dayanmasıyla Avrupa ve ABD borsalarında %1,5'lara yakın kayıplar olmuştur. Kredi piyasasındaki kayıplara bağlı olarak HSBC, Royal Bank of Scotland(RBS) ve Barclay's gibi gruplar büyük kayıpları olduğunu belirtmiştir.

OECD yaptığı açıklamada, ABD mortgage piyasasına ilişki kayıpların 300 milyar doları bulabileceği belirtmiştir. Kredi piyasalarındaki endişeyle birlikte global risk iştahı da azalmıştır. Citigroup'un önemli sayıda işten çıkarma planladığının haberi satış dalagasının boyunu arttırmıştır. Fakat TÜİK'in açıkladığı tüketici güveninde ciddi bir düşüş olmaması Ulusal 100 Endeksindeki düşüşü frenlemiştir. ABD işsizlik maaşı başvurularının beklentiler seviyesinde gelmesi, Almanya IFO endeksinin beklentilerden olumlu gelmesi piyasalarda bir yükselişin yaşanmasını sağlamıştır. Citigroup'un Abu Dhabi hükümetinin yatırım birimine 7,5 milyar dolarlık hissesini satması da şirketin kendisine sermaye sağladığı düşünesiyle olumlu algılanmıştır. Bu olumlu gelişmelerden sonra yükselişe geçen borsalara bir destek de ABD ekonomisinde resesyona ihtimalinin

düşüğünü öngören açıklamasından gelmiştir. Fakat ABD Tüketici Güveni'nin 91,6 olması beklenirken 87,3 gerçekleşerek son 2 yılın en düşük seviyesine gerilemesi ve dayanıklı mal siparişlerindeki düşüş, yükselişin sınırlı kalmasına neden olmuştur. Ardından 2. el konut satışları verisinin beklentilere yakın gelmesi iki endekste de küçük çaplı da olsa yükseliş yaşatmıştır.

Kasım ayının sonuna doğru DJI, Citigroupla ilgili olumlu haberlerin etkisiyle yükselirken, petrolün 94\$'ın altına inmesi de yükselişi desteklemiştir. Fakat bugün İMKB'nin hem ilk hem de ikinci seans teknik bir nedenden dolayı geç açılması DJI endeksinde yaşanan yükselişin yansımalarının sınırlı kalmasına yol açmıştır.

Aralık ayı içinde ise en göze çarpan ayrışık hareket ayın son günlerine doğru olan harekettir. İMKB Ulusal 100 Endeksi bayram süresince işlem görmezken DJI endeksi alüminyum üreticisi Alcoa'nın hisseleri öncülüğünde yükselmiştir. Bayram tatilinden sonrasında ise Türkiye borsası ABD borsasındaki harekete benzer bir yükseliş kaydetmiştir. DJI endeksi Noel tatili nedeniyle zayıflamış ve düşüşe geçmiştir. İMKB Ulusal 100 endeksinde ise ABD borsalarının tatile girmesiyle hacimsiz bir hareket oluşmuştur. Ocak ayındaki hacimsiz ve aşağı yönlü seyir iki endekste de bir süre sürmüştür. Ayın ortalarından itibaren, Deutsche Bank'ın CEO'sundan gelen piyasa fiyatlarındaki çöküşün devam edeceğine yönelik açıklama piyasalardaki satışı teiklemiştir. Zaten satış havasının hakim olduğu endekslere, bir de 9,83 milyar dolarlık Citigroup'un 4. çeyrek net zararı eklenmiştir. Şimşek'in Türkiye'deki ekonomik büyümenin yavaşladığına dair açıklaması Ulusal 100 Endeksindeki satışı hızlandırmıştır. ABD'de perakende satışların düşüş göstermesi, DJI endeksindeki negatif seyrin sürmesine neden olmuştur. Dünya Bankası'nın Türkiye için 2008 yılının daha zor olacağını ve yüksek cari açığın endişe verici olduğunu vurgulaması İMKB'deki sert düşüşün nedenini oluşturmuştur. Aynı dönemde süren Kuzey Irak gerginliğinde Zap bölgesindeki PKK kamplarının savaş uçakları tarafından vurulmasıyla siyasette oluşan gerginlik endekse de yansımıştır.

Şubat ayının tümünde ve Mart ayının ilk yarısında iki endeks arasında tam bir bağılılığın söz konusu olduğunu söylememiz mümkündür. Bu dönem içinde en çok şirketlere yönelik açıklamalar takip edilmiştir.

Mart ayının ikinci yarısında ise DJI endeksi ve İMKB Ulusal 100 Endeks arasında bir kopukluk yaşanmıştır. Ayın yarısından sonra, JP Morgan'ın Bear Stearns'i düşük bir fiyatla satın alma için anlaşması DJI endeksinde Bear Stearns ile ilgili iflas korkularının sonlanmasıyla bir yükseliş yaşanmıştır. Fakat fiyatının değerlendirildiğinin çok altına satılmış olması piyasalardaki olumlu algılamayı olumsuzla çevirmiş ve Bear Stearns hisseleri %87'lik kayıp yaşamıştır. ABD Sanayi üretiminde yaşanan düşüş ABD piyasalarında satışa neden olmuştur. Bu dönemde İMKB'nin DJI endeksine göre daha fazla kayıp vermesinin nedeni AKP'ye yönelik olan kapatma davasıdır. Bu tedirginlikle birlikte Türkiye İşsizlik Oranının da % 10,6 gerçekleşmesi, İMKB'deki satışları arttırmıştır. Nisan ayı boyunca yaşadığı olumsuzluklarla satış baskısı yaşayan Ulusal 100 Endeksi hareket yönü olarak DJI endeksiyle aynı yönde hareket etmiştir, fakat satış baskıları nedeniyle endeksin yükselişi sınırlı kalmıştır.

1 Mayıs itibariyle Almanya, Fransa gibi piyasaların tatil olması nedeniyle düşük işlem hacmiyle birlikte düşüş gözlemlenmiştir. Mayıs ayının ilk on günlük süresinde, ABD ISM İmalat Endeksinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi DJI endeksinde olumlu bir hava yaratırken, Kuzey Irak'a düzenlenen operasyonlar İMKB 100 Endeksi üzerinde baskı oluşturmuştur.

FED tarafından yapılan açıklamada finans kurumları için yapılan nakit ihalelerinin büyüklükleri 5 Mayıs'tan itibaren 50 milyar dolardan 75 milyar dolara çıkarılacağı belirtilmiştir. ABD'den gelen tüketime yönelik ipucu veren fabrika siparişleri verisinin beklentilerin üzerinde gelmesi, ISM Hizmet Endeksinin Aralık ayından beri en yüksek seviyeye ulaşması, verimlilik ve iş gücü maliyetlerindeki yükseliş ABD'de olumlu bir havanın hakim olmasını sağlarken, Türkiye AKP kapatma davasını fiyatlamaya başladığı için sıkışık ve hafif aşağı yönlü bir seyir izlemiştir.

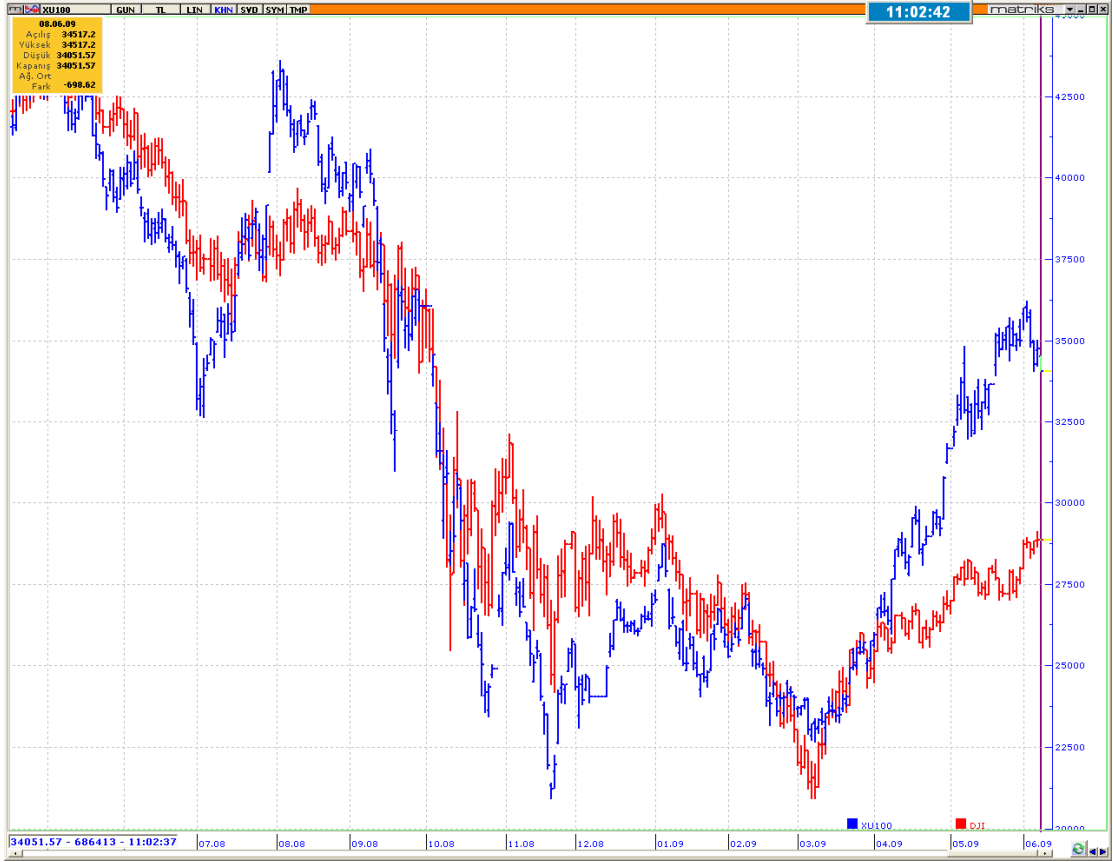
Ayın ortasından itibaren hafif aşağı yönlü seyir izleyen iki endekse de ayın sonuna doğru satış gelmiştir. Fakat İMKB Ulusal 100 endeksindeki satış kendisini daha net ortaya koymuştur. ABD dayanaklı mal siparişleri verisinin beklentilerin oldukça altında gelmesi ABD piyasalarının yönünü aşağı çevirirken yurtdışının etkisi ve yurtiçindeki siyasi belirsizliğin artmasıyla İMKB Ulusal 100 Endeksindeki satış belirginleşmiştir. Bunun üzerine kredi kartı faizlerine ilişkin yeni düzenleme girişimlerinin de olumsuz etkisiyle bankacılık hisselerine gelen satışlar da artmıştır.

Anayasa Mahkemesinin türban düzenlemesinin iptali davasının sonuçlanmasının Haziran ayı başı gibi gerçekleşeceğini açıklaması piyasadaki temkinli davranmayı artmıştır. Ak Partinin kapatma davası ile ilgili gelişmelerde yakından takip edilmiştir. Türkiye'nin enflasyonla ilgili endişelerinin artması gelen satışın devamını sağlarken, ABD'de GSYİH verisinin 0,6'dan 0,9'a revize edilmiş olması resesyon yaşanmasından bir adım daha uzaklaşmış olduğu düşüncesini uyandırmış ve yeni ev satışları verisinin de iyi gelmesi ABD ekonomisinde yaşanabilecek iyileşme sürecine yönelik beklentileri güçlendirip DJI endeksindeki aşağı yönlü hareket yataya dönüşmüştür.²⁰³

Son olarak incelenecek olan dönem, 2008 Haziran'dan 2009 Haziran ayında kadar geçen dönemdir. Bu dönem hem krizin derinleşmesi açısından hem de krizin derinleşmesiyle endeksler arasındaki birlikteliğin artması açısından en önemli dönem olarak kabul edilebilir. Bu dönemdeki gelişmeler, diğer dönemlerde olduğu gibi DJI ve İMKB Ulusal 100 Endekslerinin birlikte yer aldığı grafik yardımıyla anlatılacaktır.

Aşağıdaki grafikte 2008 Haziran ve 2009 Haziran dönemi arasında DJI ve İMKB Ulusal 100 Endekslerinin seyri verilmiştir.

²⁰³ Bu dönemdeki gelişmeler Bloomberg, Reuters, Forex, Euroline, Matrix haber sağlayıcıları kanalından geçen haberlere istinaden tarafımdan derlenmiştir.



Grafik 77. İMKB Ulusal 100 ve DJI Endekslerinin Seyri, (2008 Haziran – 2009 Haziran)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

Ak Parti kapatma davasına ilişkin olumlu beklentiler İMKB Ulusal 100 Endeksinin Haziran ayının başında yükselişine yol açmıştır. Haziran ayı boyunca iki endekste de hareket yönü aynı olmuştur. Fakat, ISM İmalat endeksinin beklentilerin üzerine gelmesi, fabrika siparişleri verisinin %1,1'lik artışla beklentilerin çok üzerinde gerçekleşmesi, perakende satışlar verisinin %1 oranının artması, UBS'in sermaye artırımını tamamlaması, Goldman Sachs'ın 2. çeyrek karının beklentilerin üzerinde gelmesi ABD'deki olumlu havayı desteklemiş ve Haziran ayı boyunca ABD'deki düşüşü sınırlandırmıştır. Fakat ay boyunca Euro Bölgesinden gelen olumsuz haberler ve Ak Parti kapatma davasında bir sonuca ulaşılamaması İMKB Ulusal 100 Endeksinde satış baskısı oluşturmuştur. Haziran ayının sonunda FED'in faizleri 25 baz puan arttırmasının fiyatlanması fakat

FED'in faizleri %2'de oranında bırakması hem ABD borsasında hem de Türkiye borsasında satışa neden olmuştur. Ayrıca beklenen faiz artırımının gelmemesinin ardından FED'den kısa vadeli bir faiz artırımını olabileceğinin beklentilerini azaltan açıklamaların gelmesi piyasalardaki endişeyi arttırmıştır. DJI endeksi artan bu endişeyle düşmüş zaten iç siyasette karışık olan İMKB Ulusal 100 Endeksindeki satış DJI endeksindeki satıştan daha sert gerçekleşmiştir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi, Temmuz ayı İMKB Ulusal 100 Endeksi açısından volatilitesi yüksek bir ay olarak geçmiştir. ABD borsası ve genel olarak tüm dünya borsaları, zor durumdaki otomotiv üreticisi GM'in beklentilerden yüksek satış rakamı açıklamasıyla yükselişe geçmiştir. Yurtdışı kaynaklı bu haberle yükselişe geçen İMKB Ulusal 100 Endeksindeki yükselişi Ak Parti kapatma davasında sonuca varılmaya az zamanın kaldığına dair açıklamalar desteklemiştir. Avrupa Merkez Bankası'nın faizleri çeyrek puan arttırması piyasalardaki olumlu havanın devam etmesini sağlamıştır. Sanayi üretim rakamlarının beklentilerden daha çok artması ve Lehman Brothers'ın Türk bankacılık sektörünün yeterli sermaye yapısına sahip olduğunu belirtmesiyle bankacılık sektöründeki hisseler gelen alımlar İMKB Ulusal 100 endeksinin yönünü yukarı çevirmiştir. Fakat, FED'den gelen enflasyonun kabul edilmeyecek kadar yüksek olduğuna dair açıklamalar, Trichet'nin yüksek enflasyonun Euro Bölgesinde bir süre daha devam edebileceğine dair açıklamaları, olumlu havanın hakim olduğu piyasaları endişelendirmiştir.

Mortgage şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac ile ilgili kaygıların ön plana çıkması Dow Jones'un yönünü aşağı çevirmiştir. Fitch, Merrill Lynch'in varlık silmesinin sürmesi ve karlılık beklentilerinin zayıflaması nedeniyle not düşürebileceğini açıklamıştır. Ayrıca İstanbul'da ABD konsolosluğu yakınında polisler tarafından yapılan silahlı saldırı İMKB Ulusal 100 endeksinde de satışları hızlandırmıştır. Fakat Türkiye'den iç siyasete yönelik iyi haberlerin gelmesi endekste yukarı yönlü bir hareket başlatmıştır. Lehman AK Parti kapatma davası nasıl sonuçlanırsa sonuçlansın Türkiye'de faaliyetlerine devam edeceğini, Moodys', Ak Parti kapatma davasının Türkiye'nin kredi

notunu aŖađı yönlü deđiŖtirmek bir bozulma yaratmayacağını açıklaması İMKB Ulusal 100 Endeksindeki ykseliŖi hızlandırmıŖtır.

Fannie Mae ve Freddie Mac'in ABD hükümeti tarafından devralınacağına dair söylentiler Freddie Mac'in hisselerinde %35, Fannie Mae'nin hisselerinde %27'lik dŖŖe neden olmuŖtur. Bu geliŖmenin hafif dŖŖ yaratmasının ardından petrol fiyatlarındaki gerileme ABD borsasını dengelemiŖtir. ABD Tüketicisi güveninin beklentilerin üstünde gerekleŖmesi, US Steel, Colgate gibi Ŗirketlerden gelen olumlu kar açıklamaları piyasaların yönünü hafif yukarı evirmiŖtir. ABD'de özel sektör istihdamının 60 bin kiŖi dŖmesi beklenirken 9 bin kiŖi artması piyasalarda olumlu bir hava yaratmıŖtır. Ak Parti'nin kapatılması il ilgili olumlu beklentiler İMKB'de ykseliŖin yaŖanmasını sađlamıŖtır. Anayasa Mahkemesi Ak Parti'nin kapatılmaması yönünde karar vermiŖtir. Ak Parti'nin kapatılmamasının haberiyle İMKB Ulusal 100 endeksi birkaç gün yüksek seyretmiŖtir. Ulusal 100 endeksi, Euro Bölgesinden gelen enflasyonun % 4.1 ile rekor kırması, ABD iŖsizlik baŖvurularının 395000 beklenirken 448000 kiŖiyle beklentilerin üzerinde gelmesi, ABD GSYİH verisinin beklentilerin hafif altında gelerek büyümeye iliŖkin endiŖeleri arttırması gibi geliŖmeler ilk önce yurtdıŖına gelen satıŖların da etkisiyle dŖŖ gstermiŖtir. Ağustos ayı DJI endeksi için yatay bir seyirde geçerken AK Parti'nin kapatılmaması yönündeki haberle primli olan İMKB Ulusal 100 Endeksi için aŖađı yönlü bir seyirde gemiŖtir.

Ağustos ayının ilk günlerinde Lehman Brothers'ın 30 milyar \$ mortgage kağıtlarını satmak için grŖmeler yaptığını açıklaması piyasalarda bir kuŖku uyanmasına neden olmuŖtur. İngiltere ve Avrupa Merkez Bankalarının faiz oranlarını deđiŖtirmemesi yatırımcılar tarafından olumlu algılanmamıŖtır. Türkiye cephesinde ise muhalefet partinin de demeçlerinin etkisiyle Ak Parti'ye yönelik yeni davaların aılabilceğine dair korkular Ulusal 100 endeksinin geri çekilmesine neden olmuŖtur. Türkiye sanayi üretiminin %2,5 oranında artması beklenirken sadece %0,8 oranında artıŖ göstermesi İMKB Ulusal 100 endeksine gelen satıŖları hızlandırmıŖtır. Kore Kalkınma Bankası'yla Lehman Brothers'ın grŖmeleri olduğu haberi hem Dow Jones hem İMKB'de olumlu bir havanın oluŖmasına neden olsa da ayın ortasından sonra ilk etapdaki bu grŖmelerin

başarısızlıkla sonuçlanması beraberinde satışı getirmiştir. Yaşanan satışın ardından ABD'li yetkililerin zor durumdaki dev sigorta şirketi American International Group(AIG)'un iflasının önlenmesi için 85 milyar dolar değerinde bir kurtarma paketi hazırlaması piyasalarda bozulan morali yerine biraz yerine getirmiştir. Bu ay boyunca her hafta açıklanan işsizlik maaşı başvuruları verileri beklentilerden kötü gelse de ayın sonuna doğru açıklanan ABD dayanaklı tüketim malı siparişlerinin beklentilerin üzerinde gelmesi ve Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni endeksinin 63 değerini alarak son 5 ayın zirvesine çıkması piyasalar tarafından daha fazla önemsenmiştir. Ayın son günlerinde gelen ABD 2. çeyrek büyüme verisinin %2.7 oranında bir artış göstereceğinin beklenmesine rağmen %3.3'lük artışla beklentilerden daha fazla büyüme göstermesi resesyon endişelerinin azalmasını sağlamıştır.

Eylül ayında ise şiddetli satış dalgası görülmüş ve Lehman Brothers ve Fannie Mae ve Freddie Mac ile ilgili gelişmeler ayın konusu olmuştur. Lehman Brothers'ın Kore Kalkınma Bankası'yla tekrar anlaşmaya yakın olduğu haberi iki endekste de kısa vadeli bir yükseliş yaşatmıştır. Kore Kalkınma Bankası'nın Lehman Brothers için 4.4 milyar \$ önermesi ve Lehman Brothers'ın bu teklifi geri çevirmesi DJI endeksini zayıflatmıştır. İMKB'de ise %5 oranında düşüş kaydedilmiştir. İngiltere ve Avrupa Merkez Bankalarının faiz oranlarını değiştirmemeleri piyasalardaki panik havasını dağıtsa da ABD işsizlik maaşı başvurularının beklentilerden kötü gelmesi ve tarımdışı istihdamın beklentilerden daha çok azalması yeni bir satış dalgasını beraberinde getirmiştir. Fannie Mae ve Freddie Mac ile ilgili sıkıntıların artması üzerine ABD hükümeti bu iki kuruma el koymuştur. İMKB Ulusal 100 endeksinin geleceğiyle ilgili hareketi açısından önemli olan AK Parti davasının gerekçeli kararı beklentisi de bu kamulaştırma olayıyla önemsenmemiştir.

Lehman Brothers'ın hisse başı 3,04 \$ olarak beklenen zararından daha yüksek bir zarar (5,92\$) açıklaması ve stratejik planını en yakın zamanda duyuracağını belirtmesi piyasalardaki kaygıları arttırmıştır. Bu açıklamanın ardından Lehman Brothers'ın hisseleri %40 kayıpla açılmıştır. Yaşanılan bu kaybın ardından Lehman Brothers Holdings iflas başvurusunda bulunacağını açıklaması piyasalarda çok sert satışlar

yaşatmıştır. İMKB Ulusal 100 Endeksinde yaşanan satış, içte de kapasite kullanım oranının, 2. çeyrek büyüme ve cari açık verilerinin beklentilerden çok kötü gelmesi nedeniyle daha da sert olmuştur. Lehman Brothers'ın iflas haberi sadece Avrupa ve ABD borsalarında değil aynı zamanda Asya ve Uzakdoğu borsalarında da sert düşüşler yaşatmıştır.

Lehman Brothers vakasının ardından dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG de zor durumda olduğunu açıklamış ve ABD piyasalarının açılmasıyla hisse değerleri sert şekilde düşmüştür. Tüm bu olayların üst üste yaşanması piyasalardaki güveni yerle bir etmiştir. Greenspan yaptığı bir açıklamada ABD'nin yüzyılda bir yaşanabilecek bir finansal krizin içinde olduğunu belirtmiştir. Olumsuz gelişmelerden etkilenen İngiltere merkezli HBOS Bankası'nın hisseleri likidite kaygıları nedeniyle %51 oranında gerilemiştir. Lehman Brothers'ın iflası yaşanan türbülansların krize dönüştüğü ve tüm piyasalara hızla bulaşmaya başladığı bir dönüm noktası olmuştur. Yaşanan paniği önlemek için FED harekete geçmiş ve AIG'i kurtarmak için 85 milyar dolar kredi sağlamış ve 700 milyar \$'lık bir paket önermiştir. Bu likidite desteği piyasalarda yükselişi sağlamıştır.

Fakat ABD'deki konut başlangıçlarının beklentilerin çok üzerinde düşüş kaydetmesi tekrar satış yaşanmasına neden olmuştur. Morgan Stanley ve Citi'nin birleşme görüşmesinde bulunması ve bir sonuç alınamaması, Amerikan yatırım bankalarından olan olan Goldman Sachs ve Morgan Satnley'nin yaşanan krizden daha az etkilenmek ve ABD hükümetinin hazırladığı 700 milyar dolarlık yardımdan yararlanmak için yatırım bankası statüsünden vazgeçerek FED denetimine girmesiyle sonuçlanmıştır. 700 milyar \$'lık yardım paketinin belirsizliği, 2.el konut satışlarının beklentilerin altına düşmesi, dayanıklı mal siparişlerinin azalması, işsizliğin artması, yeni konut satışlarının son 17 yılın en düşüğüne gerilemesi DJI endeksi için de İMKB Ulusal 100 Endeksi için de ikinci bir sert satış dalgasının yaşanacağını habercisi olmuştur. Dünyanın en büyük bankalarından biri olan HSBC 1100 çalışanının işine son vereceğini açıklamıştır.

Eylül ayının sonu Ekim ayının başında ABD Temsilciler Meclisi 700 milyar dolarlık bu paketi reddetmesiyle İMKB Ulusal 100 Endeksi'nde de DJI endeksinde de satışlar hız kazanmıştır. Fortis NV bankacılık ve Belçika'daki sigortacılık faaliyetlerine son vereceğini açıklamıştır. Merill Lynch global finans krizinin bitmesinin 1,5 – 2 yılı bulabileceğini; UBS global ekonominin resesyone girmesini beklediklerini belirtmiştir. Tüm bu gelişmeler DJI endeksinde de İMKB Ulusal 100 endeksinde de yaşanan satış dalgalarının şiddetini arttırmıştır. ABD basınında küresel krizin yükselen piyasalara yirmi yılın en büyük darbesini yaşattığını yazması özellikle gelişmekte olan ülke endekslerinde satışları hızlandırmıştır. Bu olumsuzlukların üstüne, Merill Lynch'in Türk tahvillerinin ağırlığını düşürdüğünü açıklaması İMKB'de çöküş yaşatmıştır. Almanya 470 milyar Euro'luk bir kurtarma planı açıklamıştır.

Kötümser havanın artmasıyla gözler FED'e çevrilmiştir ve FED 50 baz puanlık faiz indirimi yapmıştır. ABD büyümesi 3.çeyrekte 0,3 oranında daralmıştır. Piyasalardaki güven bunalımının artışı ABD Michigan Üniversitesi tüketici güven anketi gözler önüne sermiştir. Tüketici güveni 57,6 değerini alarak Mayıs 1980 yılında aldığı 51.7 gerçekleşen değerinden sonraki en düşük değer olmuştur.

Ekim ayı ABD'de gerçekleşecek olan başkanlık seçimlerinden sonra piyasaların düzeleceği beklentisiyle olumlu bir havada bitmiştir. Bu olumlu hava DJI endeksi üzerinde net bir şekilde etkisini hissettirirken İMKB Ulusal 100 endeksinde de pozitif seyir oluşmuştur. Buna ek olarak Türkiye'de hisse senetlerinde yerli yatırımcıya stopajı sıfırlayan bir kararname çıkarılmasıyla ve borsa desteklenmeye çalışılmıştır. Olumsuzluklara rağmen S&P Türkiye'nin kredi notuna ilişkin bir değişikliğin söz konusu olmadığını açıklamasıyla İMKB Ulusal 100 endeksinde olumluluğu desteklemiştir. ABD seçimi sonucunda Obama başkanlığa seçilmiştir. Siyahi bir lider olmasıyla tartışmalara konu olsa da, yenilikleri de birlikte getireceği düşüncesiyle desteklenmiştir.

Seçimlerden sonra gelen fabrika siparişlerinin beklentilerin altında kalmasıyla, özel sektör istihdamının azalmasıyla ABD'de seçimlerin öncesinde hakim olan iyimser hava

bozulmuştur. İngiltere Merkez Bankası'ndan 150 baz puanlık ve Avrupa Merkez Bankası'ndan da 50 baz puanlık indirimler ard arda gelmiştir. Ay boyunca negatif yönlü seyir DJI endeksinde de İMKB Ulusal 100 Endeksinde de oluşmuştur. ABD'den gelen işsizlik rakamları son beş yılın zirvesine çıkmıştır. IMF global büyüme tahminini 0,75 puan düşürerek 2.2'ye çekmiştir. JP Morgan'ın Türkiye için olan büyüme tahminini aşağı çekmesi İMKB Ulusal 100 endeksindeki satışları artırmıştır. Türkiye ve IMF arasındaki belirsizlik de İMKB'deki kötümserliği artırmıştır. Tüm piyasaları kötü etkileyen bir diğer gelişme de Almanya GSYİH'sinin %0,5 oranında daralması ve Almanya'nın teknik olarak beş yıl sonra resesyona girmesi olmuştur. Euro Bölgesi de üçüncü çeyrek de daralarak resesyona girmiştir.

Ayın ortasında S&P'nin Türkiye'nin görünümünü negatife çevirmesi İMKB Ulusal 100 Endeksinde 2007 yılı Ocak ayından dibin yaşanmasına yol açmıştır. Küresel kriz dolayısıyla sıkıntı yaşayan Citigroup'un bazı birimlerini satma, hisse satma veya başka bir şirketle birleşme gibi değişiklik seçeneklerini değerlendirdiğini açıklaması ile yeni bir kaybın olmayacağı olasılığı satın alınmış ve DJI endeksinde de İMKB'de de pozitif bir hava yaratmıştır. Ayrıca ABD hükümetinin Citigroup'a 306 milyar dolar büyüklüğünde bir kurtarma paketi sunulmasına karar vermiştir. Bu destek paketi mevcut olan pozitif havayı desteklemiştir. Fakat Moodys'ten gelen IMF anlaşması olmazsa Türkiye'nin 2009'da resesyona girebileceğine ilişkin açıklama, İMKB Ulusal 100 Endeksindeki yükselişi sınırlandırmıştır. Yakın zamanda OECD'nin büyümenin 2008 yılında %3,3; 2009'da %1,6 düşebileceğini açıklaması her iki endekse de tekrar bir satış dalgası getirmiştir. Credit Suisse yatırım bankacılığı alanında 650 çalışanının işine son vermiştir. Kötümser hava kendisini sadece DJI endeksinde ve İMKB Ulusal 100 endeksinde belli etmemiş ayrıca Euro Bölgesi GSYİH'sinin 3. çeyrekte de 0,2 daralmasıyla Avrupa Merkez Bankası da faizleri 0,75 puan indirmiştir. Ardından İngiltere Merkez Bankası'ndan da 1,00 baz puanlık faiz indirimi gelmiştir. Gelen faiz indirimleri piyasalardaki düşüşü sınırlandırmıştır. İMKB Ulusal 100 Endeksi bayram tatili nedeniyle kapalı kalırken yurtdışındaki gelişmeler sürmüştür. ABD'de de otomobil üreticilerine 14 milyar dolara kadar kaynak ayrılmasını öngören teklif Senatoya takılmış ve DJI endeksinde satışa neden olmuştur. Bank of America'nın 35 bin kişiyi işten

çıkacak olması DJI endeksinde yaşanan satışları hızlandırmıştır. ABD perakende satışlar verisindeki düşüşün de yaşanan satışları arttırdığını söylemek mümkündür. İMKB Ulusal 100 Endeksinin bayram tatilinden sonraki ilk işlem gününde IMF'yle anlaşmaya varılmak üzere olduğunun açıklanması endekste sert yükseliş sağlamıştır.

Türkiye borsasının bayram tatili nedeniyle kapalı olması ve tatilin ardından gelen IMF açıklaması İMKB Ulusal 100 Endeksinin yurtdışında yaşanan satıştan uzak kalmasını sağlamıştır. Bu gelişmelerden sonra AIG'in New York FED'in fonuna 39,3 milyar değerinde menkul kıymet satması kendisine sermaye bulduğu düşüncesiyle olumlu karşılanmıştır. Fakat hem DJI Endeksindeki hem Ulusal 100 endeksindeki bu yükseliş İngiltere GSYİH'sinin 3. çeyrekte beklentilerin üzerinde 0,6 oranında daralması ve İngiltere'nin 1992'den bu yana ilk defa daralmış olmasıyla satışa dönüşmüştür. Avrupa Bankaları'nın 4.çeyrek için 14 milyar Euro değer kaybıyla karşılanacağına dair beklentiler endekslerin seyirlerini negatif etkilemiştir. ABD'deki işsizlik maaşı başvuruları 586000 bin ile 26 yılın en yüksek değerini kaydetmiştir. Bu olumsuz havada Citigroup yatırım ve kurumsal bankacılık birimlerini birleştirme kararı almıştır. Noel tatiline girerken oluşan bu olumsuz hava FED'in gösterge faizlerini "0" a indirmesiyle sonuçlanmış ve bu karar piyasaların yönünü yukarı çevirmiştir. Almanya hükümetinin 25 milyar \$ büyüklüğünde ekonomik destek paketi planını açıklaması da olumlu havanın sürmesini sağlamıştır.

Noel tatiline yurtdışı piyasaları olumlu bir havayla girerken, yurtdışının tatil olması İMKB Ulusal 100 Endeksinde hacimsiz bir piyasaya neden olmuş ve yükselişi zayıflatmıştır.

Zayıflayan Ulusal100 Endeksi IMF Heyetinin Türkiye'ye gelmesinin beklentisiyle Ocak ayının ilk günlerinde İMKB Ulusal 100 Endeksinde yükseliş sağlamıştır. ABD'den gelen ISM hizmet endeksinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi hem Ulusal 100 Endeksindeki olumlu havayı desteklemiş, hem de DJI endeksinde yükselişe yol açmıştır. Yükselişin ardından Sony'nin 1,1 milyar dolar ile 14 yılın ilk zararını açıklayabileceğinin tedirginliği ile iki endekste de geri çekilme yaşanmıştır. Türkiye

sanayi üretimi oranı da beklentilerden kötü gelmiştir. Trichet'nin finans sistemi ve dünya ekonomisinin kırılğan durumda olduğuna dair demeçleri piyasalar üzerinde stres yaratmıştır. Ayın son günlerine kadar gelen Deutsche Bank'ın zarar beklentisi, Barclays'in 270 kişiyi işten çıkarması, Morgan Stanley'nin HSBC'nin tavsiyesini düşürmesi, RBS'nin Bank of China hisselerini satması gibi bankacılık sektörüne yönelik endişe yaratmıştır.

Dünyadaki bu olumsuz gelişmeler DJI ve İMKB Ulusal 100 endekslerindeki seyri aşağı yöne çevirmiştir. Bu aşağı yönlü seyir Obama'nın 750 milyar dolarlık paketi 825 milyar dolara yükseltmesi ve oluşturulan paketin Temsilciler Meclisi'nden geçmesiyle her iki endekste de yukarı yönlü harekete dönüşmüştür. Bir kaç gün süren olumlu hava ABD ekonomisinin 4.çeyrekte beklentilerin altında daralmasıyla sona ermiştir. Ford'un 4. çeyrekte beklentilerden daha fazla zarar açıklamasıyla ABD'de otomotiv yan sanayii 25,5 milyar dolar yardım istediğinde bulunmuştur. Bu istek piyasalarda hafif gerginlik yaratmıştır. Yaşanan bu gerginliğin ardından, Moodys'in ABD emlak piyasasının dibinin görüldüğüne dair açıklaması piyasaları biraz rahatlatmıştır. İngiltere Merkez Bankası'nın 50 baz puanlık faiz indirimine gitmesi iki endekste de olumlu havanın sürmesini sağlamıştır. Fakat ABD işsizlik başvurularının 626 bin ile 27 yılın zirvesine çıkması hem İMKB Ulusal 100 endeksinde hem de DJI endeksinde satışa neden olmuştur. Bu günlerde Fitch'in IMF ile anlaşmanın çok önemli olmadığını ancak Türkiye'nin kredi notunu destekleyebileceğine dair açıklamaları İMKB Ulusal 100 endeksinde IMF'e yönelik baskıları arttırmış ve endekste geri çekilme yaşatmıştır. IMF'in Türkiye ekonomisinin 2009 %1,5 daralmasını beklediğini belirtmesi ve IMF Heyetinin Türkiye'ye ne zaman geleceğinin belli olmaması Ulusal 100 Endeksindeki satışların şiddetini arttırmıştır. Ay sonuna doğru Obama yönetiminin 3-4 milyon zor durumdaki konut sahibine 75 milyar dolar kaynak sağlayacağını açıklaması Şubat ayının hafif yukarı/yatay bir seyirde bitmesini sağlamıştır.

Mart ayı, S&P'nin Bank of America'nın notunu bir kademe düşürmesiyle DJI endeksinde biraz daha fazla olmak üzere iki endekste de hafif satış yaşanmasıyla başlamıştır. ABD'nin AIG'e 30 milyar dolar daha vermesi satış havasını dağıtsa da GM

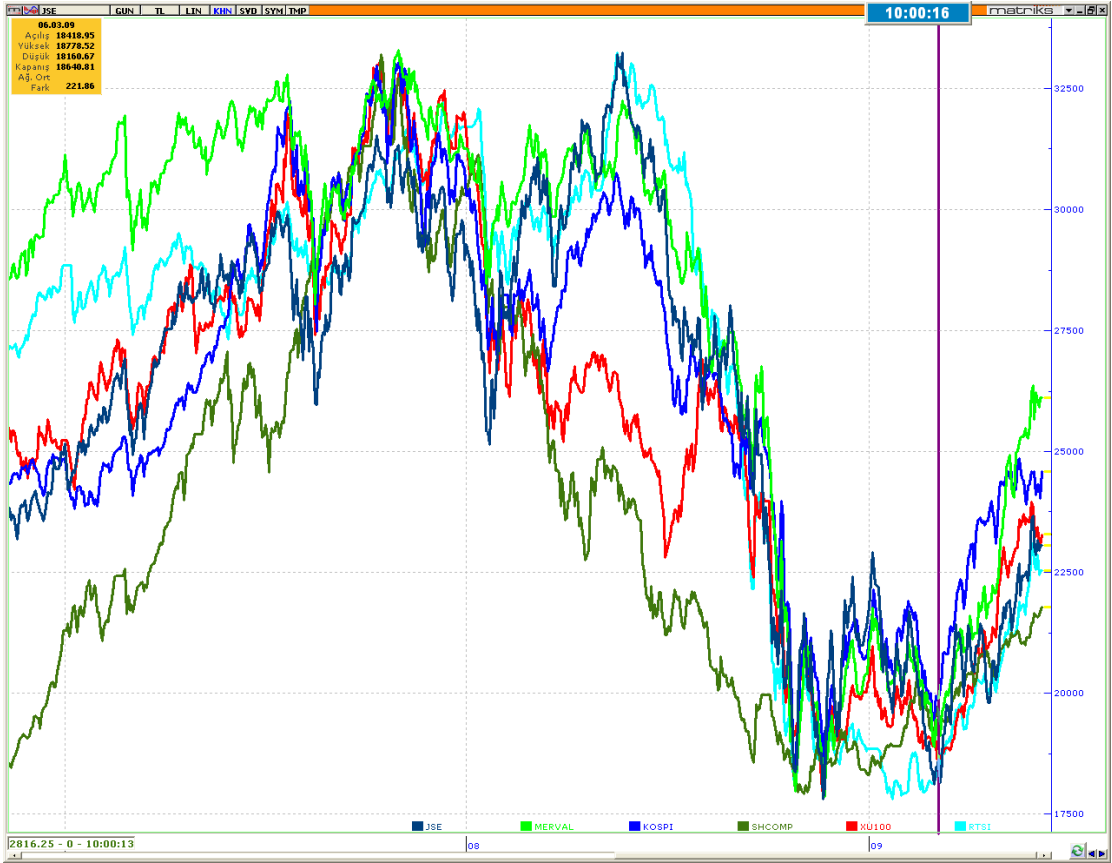
ile ilgili endişeler kaygının sürmesine neden olmuştur. ABD yeni konut satışları ve dayanıklı mal siparişlerinin beklentilerden olumlu değerler alması Ulusal 100 ve DJI endekslerini desteklemiştir. Bir süre devam eden olumlu seyir Obama'nın GM ve Chrysler'in yeniden yapılanma isteklerini reddetmesiyle bozulmuştur. Mart ayında iki endeks arasında iyi bir birlikteliğin olduğunu söyleyebileceğimiz bir ay olmuştur. Nisan ve Mayıs ayları, DJI endeksi için hafif yukarı yönlü hareketlerin olduğu aylar olarak geçerken İMKB Ulusal 100 Endeksi için sert yükselişlerin gözlemlendiği aylar olmuştur. Wells Fargo'nun bilançosunun olumlu gelmesi, JP Morgan'ın beklentilerin üzerinde kar açıklaması, ABD işsizlik maaşı başvurularının gerilemesi ABD ve Türkiye borsasında olumlu hava yaratırken özellikle İMKB Ulusal 100 Endeksi IMF ile ilgili beklentilerin de etkisiyle daha primli seyretmiştir. Bu dönemde TÜİK tarafından açıklanan Tüketici Güven Endeksinin beklentilerden yüksek gelmesi İMKB'deki yükselişi desteklemiştir. Chrysler'e ilişkin endişelerin artması ABD piyasalarını baskı altında tutarken Chrysler'in iflas başvurusunda bulunması DJI endeksinde satışa yol açmıştır. ABD'deki bankalara uygulanan stres testlerinden beklenenden iyi sonuçların gelmesi Nisan ayının olumlu bir havada bitmesini sağlamıştır. ABD özel sektör istihdam verilerinin ve bekleyen konut satışları verisinin beklentilerin üstünde gelmesi olumlu etkisi DJI endeksinden çok İMKB Ulusal 100 Endeksinde görülmüştür. Mayıs ayı içerisinde GM'in iflastan korunma başvurusu yapması iki endekste de hafif satışa neden olmuştur. Satışın ardından ABD piyasalarında hafif yukarı/yatay bir seyir izlenirken, İMKB'de IMF beklentileriyle yukarı yönlü bir seyir izlenmiştir.²⁰⁴

Tüm bölümler incelendiğinde küresel kriz öncesinde ayrılmış olan borsa endekslerinin krizin derinleşmesiyle birlikte hareket ettiğini, özellikle İMKB Ulusal 100 Endeksinin ABD kaynaklı verilerden etkilendiğini, hatta bazen ABD'de piyasalarından daha fazla etkilendiğini söylememiz mümkündür. Krizin şiddetinin hafiflediği düşünüldüğü son dönemlerde biraz daha ayrışmanın yaşandığını söylemek mümkündür. Küresel krizin hafiflemeye başladığı anda İMKB Ulusal 100 endeksindeki yükselişin ve toparlanmanın daha hızlı olması Türkiye'nin temel anlamda ABD'den daha iyi olduğunu yani temel

²⁰⁴ Bu dönemdeki gelişmeler Bloomberg, Reuters, Forex, Euroline, Matrix haber sağlayıcıları kanalından geçen haberlere istinaden tarafımdan derlenmiştir.

olarak ayrıştığını fakat yatırımcıların anlık hareketlerinin temel göstergelerden daha çabuk piyasalara yansması nedeniyle teknik olarak ayrışmadığımızı söylemek mümkündür.

Başka bir açıdan bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerin küresel krizde yaşanan gelişmelere ayrı tepkiler verdiğini söyleyebiliriz. Aşağıdaki grafikte “Gelişmekte Olan Ülke Borsalarının Belli Başlı Endekslerinin Küresel Kriz Boyunca Seyri” başlığında anlatılan endekslerin 2007 Ocak ve 2009 Haziran arasındaki seyri toplu bir şekilde verilmiştir.



Grafik 78. İMKB Ulusal 100, JSE, Merval, KOSPI, SHCOMP, RTS Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Haziran)

Kaynak: Matrix data sağlayıcısı kanalıyla tarafımdan çizilmiştir

Yukarıdaki grafikte ilk göze çarpan seyrin Çin borsasındaki olağan dışı seyir olduğunu söylememiz mümkündür. Küresel krizin derinleştiği 2008 yılındaki düşüşü bazı endeksler daha sert yaşarken bazıları daha yumuşak yaşanmıştır. İMKB Ulusal 100 Endeksinin de 2008 yılının ara döneminde diğer gelişmekte olan ülkelerden farklı seyrettiği söylenebilir. İMKB Ulusal 100 ve DJI endekslerinin karşılaştırmalarında da Ulusal 100'ün DJI endeksine göre bu dönemde biraz daha temkinli olduğu gözlemlenmiştir. Yukarıdaki grafiklerin de yardımıyla, İMKB Ulusal 100 endeksinin kriz çıktığı andan itibaren zaman zaman, kriz derinleştikten sonra ise uzun bir süre DJI endeksiyle birlikte hareket ettiğini söylememiz mümkündür.

Tüm bunlara ek olarak, İMKB Ulusal 100 Endeksinin 2007 yılının başından 2009 yılı Haziran ayına kadar olan performansı gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının performansı ile karşılaştırılmaya çalışılacaktır. Bu karşılaştırmada kullanılacak olan endeks MSCI endeksidir. MSCI endeksleri içerisinde pek çok bölgesel endekse rastlamak mümkündür. Fakat bunlardan en fazla kullanılan; hemen hemen tüm dünyadaki hisse senedi endekslerinin ağırlıklandırılmış halleriyle oluşturulan MSCI World Index, BRIC ülkelerinin hisse senedi piyasalarının performansını ölçmeye yarayan MSCI BRIC Index ve gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi performanslarını ortaya koymaya çalışan MSCI Emerging Markets Indextir.

İMKB Ulusal 100 Endeksiyle karşılaştırılacak olan MSCI endeksi gelişmekte olan ülkelere ait olan endekstir. MSCI Emerging Market Index, 2009 Haziran itibarıyla 22 gelişmekte olan ülkenin borsalarını içermektedir. Bunlar; Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Kore, Malezya, Meksika, Fas, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Tayvan, Tayland ve Türkiye'dir.²⁰⁵

Aşağıdaki grafikte MSCI Emerging Markets (MSCI Gelişmekte olan Piyasalar) Endeksinin 2007 Ocak ayından 2009 yılı Haziran ayına kadar olan seyri verilmiştir.

²⁰⁵ (Çevrimiçi) <http://www.mscibarra.com/products/indices/equity/definitions.jsp>, (Erişim Tarihi: 01/06/2009).



Grafik 79. MSCI EM Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Haziran)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.msibarra.com/products/indices/equity/performance.jsp>, (Erişim Tarihi: 02/06/2009)

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi, MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi 2007 yılında %36,5 oranında değer kazanmıştır. Bu 2006 yılındaki %29,2 olan performansının da üzerinde bir performans sergilediği anlamı taşımaktadır. Fakat 2008 yılında %55,7 değer kaybetmiştir.

Gelişmekte olan piyasalar 2008 yılının başına kadar bazen iyi bazen kötü gelen veriler ve bazen olumlu bazen olumsuz yöndeki gelişmeler mortgage krizinin küresel bir krize dönüşüp dönüşmediği ile ilgili ikilem yaşamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasaları ise tam anlamıyla bir boğa rallisi yaşadıkları için kriz olgusunu ilk başlarda pek hissedememiş ve yükselişlerine devam etmiştir. Morgan Stanley Capital Investment şirketinin Türkiye'nin de dahil olduğu bu endeksinin 2007 Eylül dönemiyle 2007 Ekim arasında % 25 civarında zıplaması, son dalğadan nispeten daha az etkilenmiş olan bu piyasalara yönelik aşırı bir ilginin oluştuğunun bir göstergesi olmuştur. Ancak

gelişmekte olan piyasalardaki bu yükselişi, bazı yorumcular tedirgin edici bulmuştur. Örnek olarak, Merrill Lynch'in önde gelen ekonomist ve stratejistlerinden Michael Hartnett bu yükselişi, 1987 ve 1998 yıllarındaki faiz indirimleri ardından Japon ve ABD teknoloji hisselerinde yaşanan ve birkaç yıl içinde patlayan balonlara benzetmiştir.²⁰⁶ Nitekim 2008 Eylül döneminden sonra MSCI geliştirmekte olan piyasa endeksinde şiddetli düşüş görülmüştür. 2008 Eylül döneminde dünyada yavaşlayan büyüme ve finansal sistem problemlerinin geliştirmekte olan piyasalara getirdiği korkular yatırımcıları çıkışa itmiştir ki zaten bu piyasalar zayıf emtia fiyatları, enflasyon baskıları ve güçlenen dolar yüzünden yeterince sendelemiştir. Morgan Stanley Capital International (MSCI) endekslerine göre, küresel krizin fitilini ateşleyen Lehman Brothers'ın iflasından sonra en büyük düşüşler ham madde ihracatçısı ülke borsalarında görülmüştür. Rusya Borsası'nda kayıplar üç ay içinde yüzde 56'yı geçmiştir. Rusya'yı Arjantin ve Macaristan borsaları izlemiştir. Brezilya para birimi real, dolar karşısında üç ay içinde yüzde 37 gerilemiştir. Türkiye, geliştirmekte olan ülkeler arasında borsası en çok düşen beşinci ülke, para birimi dolar karşısında en çok değer kaybeden altıncı ülke olmuştur.²⁰⁷

İMKB Ulusal 100 Endeksi 2007 yılının başından 2009 yılının sonuna kadar bazen iç kaynaklı bazen de dış kaynaklı nedenlerle MSCI geliştirmekte olan piyasalar endeksinden farklı bir seyir incelemiştir. Ama iki endeks içinde söylenebilecek olan şey krizin gerçek anlamda varlığını 2007 son aylarında benimsemiş olmalarıdır. Lehman Brothers'ın iflasıyla ilgili dönüm noktasında zaten primli seyreden İMKB Ulusal 100 ve MSCI EM endekslerinde sert geri çekilmeler yaşanmıştır.

Aşağıdaki grafikte MSCI EM ve İMKB Ulusal 100 Endekslerinin 2007 Ocak -2009 Haziran dönemi arasındaki seyri birlikte verilmiştir.

²⁰⁶ Melikşah Utku, "Gelişmekte Olan Piyasalardaki Köpük", (Çevrimiçi) <http://yenisafak.com.tr/yazarlar/?t=02.10.2007&y=MelikşahUtku>, (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

²⁰⁷ (Çevrimiçi) <http://www.tumgazeteler.com/?a=4414561>, (Erişim Tarihi:03/06/2009).



Grafik 80. İMKB Ulusal 100 ve MSCI EM Endekslerinin Seyri, (2007 Ocak – 2009 Haziran)

Kaynak: (Çevrimiçi) <http://www.msibarra.com/products/indices/equity/performance.jsp> , (Erişim Tarihi: 02/06/2009)

2008 yılı başından itibaren Ekim ayına kadar geçen sürede MSCI Türkiye endeksi MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksinin (MSCI EM) altında performans sergileyerek rakiplerinin gerisinde kalmıştır. Bu dönemde MSCI gelişmekte olan ülkeler arasında ise Türkiye endeksi, Hindistan'ın hemen arkasından en kötü performansı gösteren endeks olmuştur. Yaşanan bu olumsuz tabloda Türkiye, özellikle AKP kapatma davası nedeniyle Şubat-Temmuz arasında MSCI EM endeksinin altında seyretmiş, Temmuz'da davanın olumlu sonuçlanması MSCI Türkiye endeksinin bu farkı kapatmasına fırsat yaratmıştır. Ekim ayından itibaren ise MSCI Türkiye endeksi MSCI EM'in üstüne çıkmış, yani artık Türkiye, tüm gelişmekte olan ülkelerden (MSCI EM) daha az değer kaybetmeye başlamıştır. Fakat bu iyileşme Türkiye'nin iyileşen performansından dolayı değil, özellikle Rusya gibi MSCI EM endeksinde önemli paya sahip olan rakiplerinin kötüleşen performansından kaynaklanmıştır. Ekim ayında uluslararası kredi

derecelendirme kuruluğu Standard&Poor's Türkiye'nin BB- olan döviz ve BB olan yerel para birimi ülke kredi notunu teyit ettiğini ve görünümünün de durağan olduğunu açıklarken Rusya'nın kredi notu görünümünü ise durağandan negatife çevirmiştir. Mark Mobious, 2008'in ikinci yarısında gelişmekte olan piyasa hisse senetlerinin haklı görülebilecek seviyenin üzerinde düşüş gösterdiğini söylemiştir. Templeton Asset Management'ın Başkanı Mark Mobious, ekonomik büyümeleri ham madde fiyatları ile desteklenmeye devam eden ülkelere dikkat çekerek bu ortamda yaşanan düzeltme hareketinin aşırıya kaçtığını vurgulamıştır.²⁰⁸

MSCI gelişmekte olan piyasalar endeksi, 2008 yılı içinde 28 Ekim'de gördüğü en düşük düzeylerinden şimdiye kadar %35,2 değer kazanırken, MSCI Türkiye endeksi 21 Kasım'da gördüğü en düşük seviyesinden şimdiye kadar yaklaşık %25 değer kazanmıştır. Yıl başından bu yana MSCI Türkiye endeksinde diğer gelişmekte olan ülke piyasalarına göre yaşanan sınırlı düşüş, hatta gelişmekte olan ülkeler endeksi MSCI EM'nin zaman zaman üzerinde sergilenen performans, tamamen, IMF ile yerel seçimler öncesinde anlaşmaya varılacağı beklentisinden kaynaklanmıştır. Son dönemlere bakıldığında gelişmekte olan piyasalardaki otomobil satışları gelişen piyasalardakinden daha hızlı artmaya, sanayi üretimi ise daha hızlı büyümeye başlamıştır. MSCI gelişmekte olan piyasalar endeksinin büyüme oranı yükselişe geçmiştir. Yani gelişen piyasalar finansal anlamda da daha getirili olmaya başlamıştır. Ocak ayından bu yana yükseliş yaşayan, küresel piyasaların dip yaptığı Kara Ekim'den bu yana ise neredeyse yüzde 100 değerlenen gelişmekte olan piyasalar böylece hem kendi aralarında hem de gelişmiş piyasalardan ayrışma sinyalleri vermiştir.²⁰⁹

Özetlemek gerekirse 2007 yılının ilk aylarında küresel krizin varlığına tam olarak inanmayan ya da geçici olduğu düşüncesiyle alım yönündeki hareketlerinden vazgeçmeyen gelişmekte olan ülke yatırımcıları, MSCI endeksinde çđu zaman primli bir seyrin yaşanmasını sağlamıştır. Fakat 2007 yılı sonu, 2008 yılı başından itibaren krizin boyutunun ciddi olduğunun anlaşılmasıyla hem DJI, hem İMKB Ulusal 100 hem de

²⁰⁸ (Çevrimiçi) <http://www.hisse.net/hisse/?p=147> , (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

²⁰⁹ (Çevrimiçi) http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=123644&KTG_KOD=496, (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

MSCI EM endekslerinde geri çekilmeler yaşanmıştır. Lehman Brothers'ın iflası ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarının birbirlerinden ayrıştığı ile ilgili düşüncelere son noktayı koymuştur. 2008 Eylül ayındaki düşüş dahil olmak üzere o dönemden itibaren yaşanan tüm dalgalanmaları genel olarak dünya endeksleri birlikte yaşamıştır. Fakat 2009 Şubat ayından sonra ABD kaynaklı verilerden de düzelme sinyalleri gelmeye başladığından beri gelişmekte olan ülke endeksleri DJI'ya göre daha fazla olumlu tepki vermektedir. Hatta İMKB Ulusal 100 Endeks MSCI EM endeksine göre daha temkinli hareket etmektedir. Bunun nedeni olarak, hem dışa bağımlılığın MSCI EM endeksi içinde bulunan bazı ülkelere daha fazla olduğu hem de bir türlü sonuçlanamayan IMF beklentileri sayılabilir. MSCI Endeksinin ve baskı altında olmasına rağmen İMKB Ulusal 100 Endeksinin 2009 Şubat ayından beri yükselişe geçmiş olması aslında bir anlamda zeminin sağlamlığının göstergesidir. Gelişmekte olan ülkelerdeki daha çabuk ve daha iyi toparlanan makro göstergeler aslında temel anlamda 2007 yılı başından bugüne kadar olan zamanda temel anlamda ayrışmanın yaşanırken, teknik anlamda bir ayrışmanın yaşanmadığını ifade etmektedir. Fakat bundan sonraki dönemde, ABD kaynaklı verilerin iyi gelmeye devam ettiği ve Euro Bölgesi verilerinin de düzelme sinyalleri vermeye başlaması durumunda MSCI EM endeksinin ve İMKB'nin beklentilerin üstünde olumlu yönde ayrışması göz önünde bulundurulması gereken bir öngörüdür.

Farklı bakış açılarını da ortaya koymak için birkaç ekonomi yazarına Küresel kriz boyunca gelişmiş ülkelerin borsaları ile gelişmekte olan ülke borsaları arasında bir ayrışma yaşanıp yaşanmadığı, İMKB 100 endeksi gelişmekte olan ülkelere ve gelişmiş ülkelere ayrışıp ayrışmadığına yönelik sorular sorulmuş ve bundan sonraki dönemde 'ayrışma' tezine ilişkin beklentilerini paylaşmaları istenmiştir.

Bu soruyu ekonomi yazarı Tanju Görgülü, "Bana göre gelişmekte olan ülkelerin borsalarına yatırım yapmanın altındaki motivasyonun derin derin düşünülmesi lazım. Emerging markets konsepti, gelişmiş ülkelerde biriken sermayenin mal bulamaması, ya da bulduğu malın fiyatında gidecek bir yer kalmadığına inanması nedeniyle gelişti. İstanbul'u pahalı bulup Konya'da arazi almak gibi. İşler iyi giderken her iki ilde de arazi

değerlenir ama aynı oranda artmaz. İşler kötü gidince de aynı oranda düşmez. Bu duruma bakıp "vay canına ayrıştık" denmez. Aynı parametrelerle değerlendirmenin yanlış olduğu iki asset class arasında convergence olmaz ki, divergence olsun. İlerleyen dönemler için ayrışma yaşanabilir. Bu kadar sığ bir piyasada hareketin yönünü belirleyen bir genel konjonktür yakalasan bile, hareketin büyüklüğünü kontrol edemediğine göre, convergence istatistiksel bir anomali olmalı.²¹⁰” şeklinde yorumlamıştır.

Soruya cevap olarak Finansbank başekonomisti İnan Demir “Genel bir fikir olarak küresel krizin başlangıcını Ağustos 2007 olarak alırsak krizin "düşük yoğunluklu" seyrettiği 2008'in Eylül'üne kadar ayrışmadan söz etmek mümkün olabilir. Fakat krizin başlangıcını Lehman Brothers'ın iflası olarak alırsak endekslerdeki düşüşlerin boyutu tam olarak aynı olmasa da performansın ayrıştığını söylemek mümkün olmaz. Gelecekte de ayrışma olabileceğini düşünüyorum ama bunun önkoşulu finansal sistemde hala devam eden baskıların "ılımlı" kalması olacak. Lehman'ın iflasından sonra olduğu gibi küresel ölçekte sistemik baskı görülmesi durumunda ayrışma söz konusu olmaz. Ama baz senaryomuzda böyle politika hatalarının tekrarlanması yer almıyor, o yüzden gelişmiş ülkelerden daha hızlı toparlanma şansına sahip gelişen ekonomilerde makro performansa bağlı olarak piyasa performansının da ayrışabileceğini düşünüyorum.²¹¹” demiştir.

Fortune dergisinin genel yayın yönetmeni Ali Ağaoğlu soruyu, Krizin başlangıcında gelişmekte olan ülkelerin krize "direnci olacaklarına" dair bir "ayrışma" senaryosu vardı. Ancak bu çalışmadı. Onlarda bir süre sonra kervana katıldılar. Ancak krizin son aşamalarında ki bu Şubat 2009'dan sonrası için geçerli, gelişmekte olan ülkeler (GOP) görece olarak "güven sorunun" daha az yaşadıklarından dolayı kendi iç talepleri sayesinde daha çabuk toparlanabildiler. Ancak bu da çok uzun süremez. zira gelişmiş ülkeler talep yaratmadığı sürece GOP'lar bu oyunu çok uzun süre devam ettiremezler! İMKB Ulusal 100 Endeksi krizin sonlarına doğru GOP'larla birlikte ayrıştı. Ancak GOP'lar içinde Brezilya ve G.Kore gibi daha iyi performans gösteren GOP'lar da olmadı

²¹⁰ Tanju Görgülü, Kişisel Görüşme, 2009.

²¹¹ İnan Demir, Kişisel Görüşme, 2009.

değil. Geleceğe ilişkin beklentilere gelince, Ayrışma teorisi bence kısa vadeli "kandırmacadan" başka bir şey değildir. günümüz küresel dünyasında bütün piyasalar birbirlerine bileşik kaplar misali bağlanmışken nasıl ayrışabilirler ki? eninde sonunda yeniden kaynaşmak zorundadırlar.²¹²” şeklinde yorumlamıştır.

Boğaziçi Üniversitesi öğretim üyesi Deniz Gökçe'ye göre ise, “Krizin Aralık 2007'de başladığı söyleniyor ama Temmuz 2008'e kadar ABD'de güçlü büyüme vardı. Ama Eylül-Ekim'de finans sektörü çöküp Lehman da batırılınca ABD için 2008 dördüncü çeyrek ve 2009 birinci çeyrek felaket oldu. Bu arada, dünyada sanayi üretimi ve dolar bazında dünya ticaret hacminin % 40-45 civarında daraldığını da ekleyelim. Bu çerçevede, kimsenin ayrışması bence mümkün değil. Mesela, iki tip ülke var. Biri ABD gibi hem çok ithal eden hem de tasarruf etmeyen ülkeler. Bir diğer kategori de Almanya gibi hem ihraç eden hem de tasarruf eden. Ama bu iki tip ülkenin de başı ciddi şekilde belaya girdi. Türkiye ise her iki gruptan farklı. Türkiye için her zaman kriz 'döviz çöküşü' demek. Bu olmadı. Ama biz çok ihraç eden ama ihracatından fazla tüketen ülke olarak, daha evvelki iki gruptan farklıyız. İhracatın daralması nedeniyle, durgunluğa girdiğimiz için tüm ülkelere benziyoruz ama Almanya, Çin, Japonya gibi ihracatlı ülkelere de tasarruf etmememiz ve tüketim hızımız nedeniyle ayrışmış bulunuyoruz.²¹³”

Yukarıdaki görüşmelerden de görüldüğü gibi küresel krizde bir ayrışmanın teknik anlamda yaşanmadığına dair görüşler ağır basmaktadır. Bundan sonraki dönem içinse ayrışma tezi tekrar tekrar gündeme gelecek bir tez olma özelliği kazanmıştır.

²¹² Ali Ağaoğlu, Kişisel Görüşme, 2009.

²¹³ Deniz Gökçe, Kişisel Görüşme, 2009.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Ülke ekonomilerinin yaşadığı değişim sürecinde krizlerin etkisi azımsanmayacak kadar büyük olmuştur. Yerel veya küresel nitelikte yaşanan her kriz, krizin yaşandığı ülkede büyük kayıplara ve/veya değişimlere neden olmuştur. Bu anlamda bakıldığında finansal serbestleşmenin yaşanmadığı dönemdeki krizlerin etkisi o ülkeyle sınırlı kalırken, serbestleşme hareketlerinden sonra krizlerin etkisi sadece o ülkeyle sınırlı kalmamış, bölgesel ardından da küresel bir hal almaya başlamıştır. Sermaye akımlarının ve özellikle menkul kıymet piyasalarının sınır tanımaz hale gelmesiyle birlikte, herhangi bir ülkedeki finansal sistemde çıkan sorun kolaylıkla diğer bir finansal sisteme taşınabilmiş, bir başka ifadeyle sorun bulaşıcı hale gelmiştir.

Son yıllara bakıldığında ABD’de mortgage sisteminde yaşanan aksaklıklardan dolayı piyasalarda yaşanan türbülans, giderek kredi krizine dönüşmüş, ardından ABD’nin tüm mali sistemini etkileyerek diğer ülkelere de bulaşıp küresel mali kriz halini almıştır. 2007 yılında kendisini ABD piyasalarında yavaş yavaş hissettiren bu krizin hafif bir kriz olacağı yönündeki düşünceler, 2008 yılının ikinci yarısında yaşanan Lehman Brothers’ın iflası gibi önemli olayların meydana gelmesiyle yıkılmıştır. Yaşanan bu gelişmelerden sonra oluşan güven bunalımı dünyanın dört bir yanındaki yatırımcıları sarmış ve krizin yayılmasına neden olmuştur. Serbestleşme hareketlerinden sonra yaşanan diğer büyük krizlerin aksine, krizin gelişmekte olan bir ülkede değil de tüm dünyanın lokomotif ekonomisi olarak kabul edilen ABD ekonomisinde patlak vermesi ise, hem ABD ekonomisinin büyüklüğü hem de diğer ülkelerin bağımlılığı anlamında krizdeki yayılmanın boyutunu arttırmıştır. Özellikle Avrupa ülkeleri başta olmak üzere tüm gelişmiş ülkeler krizden neredeyse ABD ile aynı boyutlarda etkilenirken, gelişmekte olan ülkeler de krizden nasibini şüphe götürmez bir şekilde almıştır. Bir başka ifadeyle, “Amerika hapsirse, dünya nezle olur.” deyimini gerçeğe dönmüştür. Hem katlanılan hem de katlanılması mümkün olan maliyetler açısından yaşanan krizin büyüklüğü ortadadır. Küresel mali krizin bitip bitmediği ise hala belirsizliğini korumaktadır.

Bu kriz, ABD'nin ve Avrupa'nın GSYİH, TÜFE, ÜFE, Parakende satışlar gibi pek çok temel göstergesinde tahribata yol açarken, olumsuz etkileri gelişmekte olan ülke ekonomilerinin temel göstergelerinde de görülmüştür. Krizin en belirgin ve hiçbir yatırımcının gözünden kaçamayacak olan etkisi ise borsalarda hissedilmiştir. ABD ve Avrupa piyasaları en başından beri krizle ilgili her gelişmeye tepki verirken ve olumsuzluklarla birlikte büyük kayıp yaşarken, gelişmekte olan ülke borsalarının krize olan tepkilerinin gecikmesi farklı bir tezin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kriz boyunca gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere olumlu yönde ayrışacağına dair olan bu tez "ayrışma" (de-coupling) olgusuyla açıklanmıştır. Fakat 2008 yılının ikinci yarısından sonra yaşanan olumsuz gelişmelerin etkisiyle bu tezi savunanların sayısı azalmış, nitekim yaşanan olumsuzlukların etkisi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında da çok net görülmüştür. Küresel mali kriz boyunca, temel göstergeler anlamında gelişmekte olan ülke ekonomileri ABD ve Avrupa kadar bozuk bir tablo sergilememiş olsa da, teknik açıdan gelişmekte olan ülke borsalarında yaşanan kayıplar ABD ve Avrupa'yı aratmayacak nitelikte olmuştur.

Bu çalışmada da, yaşanan küresel mali krizin global borsalar üzerindeki etkisi anlatılmaya ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası örneğiyle ayrışma (decoupling) teorisi ele alınmaya çalışılmıştır. Çalışmanın amacı kapsamında, gelişmekte olan ülke borsalarının endekslerinin özellikle küresel krizin derinleştiği andan itibaren Dow Jones endeksinden etkilendiği ya da başka bir ifadeyle teknik anlamda bir ayrışmanın yaşanmadığı ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Ayrışma olgusuna geçmeden önce, çalışmanın ilk bölümünde ABD kaynaklı bu küresel mali kriz de dahil olmak üzere 1990 sonrasında yaşanan belli başlı krizler ele alınmış ve küresel mali krizin bu krizlerden farkı ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu krizler anlatılırken küresel mali kriz haricindeki krizler ana hatlarıyla ele alınmış, küresel mali krizin nedenleri, gelişimi ve krize neden olan mortgage sistemi detaylı anlatılmıştır. Birinci bölüm kapsamında, küresel mali krizin herhangi bir ülkede değil de tam anlamıyla ekonominin motoru kabul edilen ABD'de patlak vermiş olması krizin en büyük özelliğini oluşturduğunu söyleyebiliriz

İkinci bölümde ise Dow Jones başta olmak üzere belli başlı gelişmiş ülkelerin en fazla takip edilen endeksleri seçilmiş ve bu endekslerin seyirlerine etki eden verilerle, endekslerin küresel mali krizden nasıl etkilendiği açıklanmaya çalışılmıştır. Endekslerin seyirlerine etki eden veriler belirlenirken, etkisi en fazla görülen verilere ve küresel mali krizin çıkış noktası olan mortgage sistemiyle ilişkili konut verilerine özellikle bölüm ayrılmıştır. Yine bu bölümde, gelişmekte olan ülke olarak kabul edilen belli başlı ülke borsalarının endekslerinin seyirleri de Dow Jones endeksinin seyriyle karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Bu bölümle ilgili genel bir kanı olarak, gelişmekte olan ülke borsalarının küresel krizle ilgili gelişmelere 2007 başlarında ve hatta sonlarında bile çok net tepkiler göstermezken, 2008 yılının Eylül ayından sonra krizin ciddiyetinin anlaşılmasıyla birlikte Dow Jones endeksine bağlılığın da arttığını söylememiz mümkündür.

Üçüncü bölümde ise ayrışma(decoupling) teorisi tanım olarak ele alınıp krizlerin bulaşıcılığı anlatılmıştır. Ayrışma kavramına örnek olarak İMKB Ulusal 100 ve Dow Jones endekslerinin seyirleri ve bu seyirleri belirleyen gelişmeler birlikte ele alınmıştır. Buna ek olarak İMKB Ulusal 100 Endeksi 2007 yılı başından 2009 yılı Haziran ayına kadar olan dönem için Morgan Stanley Capital Investment Emerging Market (MSCI EM) endeksiyle birlikte de karşılaştırılmıştır. Bu bölümden elde edilen sonuca göre, İMKB Ulusal 100 endeksinin 2008 yılının ikinci yarısına kadar yoğun olarak Dow Jones endeksindeki harekete bağlı bir hareket izlediğini ve nadiren Türkiye piyasaları için olumlu/olumsuz etkisi olan haberlerden etkilendiğini söylememiz mümkündür. 2008 yılının Eylül ayından itibaren ise iki endeksin birlikte seyrettiği göze çarpmaktadır. MSCI ve İMKB Ulusal 100 endekslerinin seyirleri içinse yine 2008 yılının Eylül ayına kadar zaman zaman kısa vadeli ayrışmışlık gözlemlense de, 2008 Eylül'ünde krizin ciddiyetinin anlaşılması ile birlikte endekslerde de bir birleşme söz konusu olmuştur. Bu açıdan baktığımızda teknik hareket yönünden bir ayrışmanın değil bir birleşmenin yaşandığı söylememiz daha doğru olacaktır. Fakat 2009 yılının Şubat ayından sonraki dönemde MSCI Gelişmekte olan ülke endeksinin ve İMKB Ulusal 100 endeksinin gelişmiş ülkelere göre daha iyi bir performansla ve daha net bir şekilde kendisini

düzeltilmesi, bu ülkelerdeki temel ekonomik göstergelerdeki bozulmaların çok sert yaşanmadığının bir göstergesi olarak sayılabilir.

Sonuç olarak, küresel mali krizin etkisinin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsaları üzerindeki olumsuz etkisi göz önüne alındığında teknik anlamda bir ayrışmanın yaşanmadığını söylememiz mümkündür. Temel anlamda ise, borsalardaki düzeltme hareketlerinin gelişmekte olan ülke borsalarında daha sağlam yaşanması ve son dönemlerdeki yükselişin desteklenebilir olması bir ayrışmanın yaşanıyor olduğuna dair ipuçları vermektedir. Fakat temel anlamda bir ayrışmanın olmadığını söylemek için temel göstergeler istatistiksel ya da grafiksel olarak karşılaştırmalı şekilde ele alınmalıdır. Bu anlamda ise gelişmekte olan ülke ekonomilerinin pek çoğunun veri yayınlama takvimine sahip olmaması ve pek çoğunda verilerinin düzenli bir şekilde yayınlanmıyor olması temel anlamdaki ayrışmayı araştıma konusunda kısıt oluşturmaktadır. Bundan sonraki toparlanma sürecinde daha hızlı davranabilme olasılığına sahip gelişmekte olan ülke borsalarında teknik anlamda da bir ayrışma yaşanabileceği hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

KAYNAKÇA

- AĞAOĞLU Ali. “ Son Günlerin Klasik Sorusu: Bu Kriz Ne Zaman Biter?”. (Çevrimiçi)
www.finansonline.com (Erişim Tarihi: 16/07/2008).
- AKÇAĞLAYAN Anıl. “Para Krizleri”. **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**. C. 20. S. 230. 2005. ss. 110-123.
- AKDİŞ Muhammet. **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**. İstanbul: Beta Yayınevi. 2000.
- AKTAN Can ve Hüseyin Şen. “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”. **Yeni Türkiye Dergisi**. Ekonomik Kriz Özel Sayısı. Y.7. S.42. 2001(Kasım Aralık). s.1225-1234
- ARIKAN Ahmet Naci. **Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler Nedenleri ve Sonuçları**. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı. 2008.
- ATAKİŞİ Ahmet, Uğur Civelek, Seyhun Doğan vd. **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**,. İstanbul: Literatür yay.1.b. 2009. ed. Sadi Uzunoğlu.
- ATLAŞ Gökben. “Güney Afrika Sermaye Piyasası”. **Sermeye Piyasasında Gündem**, S.68, 2008, ss.21-30.
- AYDIN Üzeyir. **Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi**. İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı. 2006.
- AYDOĞUŞ Osman v.d. **Kriz ve IMF Politikaları**. İstanbul: Alkım yay. 2002.
- BORYAD. “Piyasaların Mortgage Krizi”. (Çevrimiçi)
<http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html> (Erişim Tarihi: 22/01/2009).
- Capital. “Ekonomide ABD Etkisi”. (Çevrimiçi)
http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=4646 (Erişim Tarihi: 20/03/2009).

- DELİCE Güven. “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”. **Erciyes Üniversitesi**. (Çevrimiçi) <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/delice.pdf> (Erişim Tarihi:28/12/2008). ss.57-81.
- DPT.Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Etkileri. **DPT-Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü**'nce yapılan olan "Rusya Krizi Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri" konulu çalışma.(Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (Erişim tarihi 04.01.2009).
- DURANLAR Selçuk. Yaşagül Ekinci ve Recep Zogo, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Fon Hareketleri, Finansal Krizler ve Önleyici Mekanizmalar”. (Çevrimiçi) http://bandirma.balikesir.edu.tr/bildiriler/28_Selcuk_Duranlar_Yasagul_Ekinci_Recep_Zogo.doc (Erişim Tarihi: 30/12/2008).
- EĞİLMEZ Mahfi. **Küresel Finans Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi**. İstanbul: Remzi Kitabevi.5.b. 2009.
- ERÇEL Gazi. 9 Aralık 1999 Tarihli Konuşması. (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 12/01/2009).
- ERDOĞAN Bülent. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**. (Çevrimiçi) http://kutuphane.ksu.edu.tr/etez/sbe/T00526/Bulent_Erdogan_TEZ.pdf (Erişim Tarihi: 10/12/2008).
- ERDÖNMEZ Pelin Ataman. “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”. **Bankacılar Dergisi**. (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi68/pelin.pdf> (Erişim Tarihi: 08/05/2009).
- EREN Aslan ve Bora Süslü. “ Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”. **Yeni Türkiye Dergisi**. Y.7.S.41. 2001 (Eylül - Ekim). s.662 -674.
- EVİRGEN Duygu. “Arjantin Krizinin Nedenleri Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması”. (Çevrimiçi) <http://www.basarmevzuat.com/dergi/2004-05/a/04.htm> (Erişim Tarihi: 14/01/2009).
- Eurostat. “**newsreleaseuroindicators**”. (Çevrimiçi) http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15052009-BP/EN/2-15052009-BP-EN.PDF (Erişim Tarihi:16/05/2009).

- GÜLOĞLU Bülent ve Ender Altunoğlu. “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika,Meksika,Asya ve Türkiye Krizleri”. (Çevrimiçi)
<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf> (Erişim Tarihi: 18/12/2008).
- GÜNEY Ömer. “Küresel Ekonomik Kriz Asya’yı Vurdu”. (Çevrimiçi)
<http://www.omerguney.com/kuresel-ekonomik-kriz-asyai-vurdu/> (Erişim Tarihi: 07/03/2009).
- GÜRSES Uğur. “Krizin Finansal Atıkları”. (Çevrimiçi)
<http://www.radikal.com.tr/Default.aspx?aType=YazarYazisi&ArticleID=899858&Yazar=U%C4%9EUR%20G%C3%9CRSES&Date=22.09.2008&CategoryID=101> (Erişim Tarihi:25/01/2009).
- HACIHASANOĞLU Burçin. **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi.**(Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/burcinhacihasanoglu.pdf>
(Erişim Tarihi: 18/12/2008).
- Hürriyet Gazetesi.** (Çevrimiçi)
<http://arama.hurriyet.com.tr/arsivnews.aspx?id=9960030> (Erişim Tarihi: 20/01/2009).
- IFSL. **Hedge Funds 2008 Report.** (Çevrimiçi)
<http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> (Erişim Tarihi 07/01/2009).
- IMF. “Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures”. **Finance & Development.** 2002. (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/12/eye.htm> (Erişim Tarihi: 28/12/2008).
- IMF. “Spillovers and Cycles in the Global Economy”. **World Economic Outlook.** 2007.(Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf> (Erişim Tarihi: 29/07/2009)
- IŞIK Nihat. “Finansal Krizlerin Ortaya Çıkmasında Sermaye Hareketlerinin Rolü: Rusya, Türkiye ve Arjantin Krizleri”. (Çevrimiçi)
<http://iibfdergi.kmu.edu.tr/userfiles/file/aralik2005/6.pdf> (Erişim Tarihi: 07/01/2009).
- İMKB. **Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ye Etkileri.** İMKB Araştırma Müdürlüğü: İstanbul. 1998.

- İNAN E. Alpan. “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”. **Bankacılar Dergisi**. (Çevrimiçi) http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi42/Alpan%20Inan_.doc (Erişim Tarihi:14/01/2009).
- İTO.“Asya Krizi, Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”.**İMKB Araştırma Müdürlüğü**. İstanbul: 1998. s. 17.
- KARABULUT Gökhan. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**. İstanbul: Der yay. 2002.
- KARABIYIK Lale Erdem. **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri**. Bursa: Marmara yay. 2004.
- KARABIYK Lale Erdem. **Türkiye’de Finans Tarihi**.Bursa: Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı yay. 2001.
- KARLUK Rıdvan, Tonus ve Çatalbaş. “Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye”.(Çevrimiçi) <http://www.econturk.org/tonus.pdf> (Erişim Tarihi:20/01/2009).
- KEPENEK Yakup ve Nurhan Yentürk. **Türkiye Ekonomisi**. İstanbul: Remzi Kitabevi. b.13. 2003.
- KINDLEBERGER Charles P. **Cinnet, Panik ve Çöküş – Mali Krizler Tarihi**. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi yay. 2.b. 2008.
- KİBRİTÇİOĞLU Aykut. “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”. (Çevrimiçi) <http://econpapers.repec.org/paper/wpawuwpm/0401008.htm> (Erişim Tarihi: 29/12/2008), ss. 1-3.
- MALKOÇ Savaş. “Cumhuriyetin 75.Yılında Dünya Ekonomik Krizlerinin Türkiye’ye Yansımaları ve Güncel Bir Örnek: Rusya Krizi”. (Çevrimiçi) [http://www.veribaz.com/viewdoc.html?cumhuriyetin-75.-yilinda-dunya-ekonomik-krizlerinin-turkiye-ye-yansimalari-ve-guncel-bir-ornek-\(rusya-krizi\)-445234.html](http://www.veribaz.com/viewdoc.html?cumhuriyetin-75.-yilinda-dunya-ekonomik-krizlerinin-turkiye-ye-yansimalari-ve-guncel-bir-ornek-(rusya-krizi)-445234.html) (Erişim Tarihi: 07/01/2009).
- MISHKIN Frederic. “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”. **Annual World Bank Conference on Development Economics**. 1996. (Çevrimiçi) <http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf> (Erişim Tarihi: 29.12.2008).
- NEFTÇİ Salih. "Asya Paraları Ne Durumda?" **Hürriyet Gazetesi**. (Çevrimiçi) <http://arama.hurriyet.com.tr/arsivnews.aspx?id=-2782> (Erişim Tarihi: 18/12/2009).

ÖZGÜVEN Ali. ‘İktisadi krizler’. **Yeni Türkiye Dergisi**. Y.7.S.41.2001.ss. 56-63.

Piraeus Bank. **Interest Rates**. (Çevrimiçi)

http://www.piraeusbank.gr/treasury/Documents/Reports/Monthly/Interest%20Rates/2009/EuroRates_May2009.pdf (Erişim Tarihi:24/04/2009).

TCMB. ‘2001 Para Politikası Hedefler ve Uygulama’. 2001. (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 14/01/2009).

TCMB. ‘**Para Politikası Kurulu Kararı**’. 15 Mayıs 2008.

TCMB. ‘**Para Politikası Kurulu Kararı**’. 19 Kasım 2008.

TCMB. **Finansal İstikrar Raporu**. S. 7. Kasım 2008.

TCMB. **Finansal İstikrar Raporu**. S.8. Mayıs 2009.

The Economist. ‘Emerging Markets Stumble or Fall?’. (Çevrimiçi)

http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12896793
(Erişim Tarihi: 17/03/2009).

Timesonline. ‘Citigroup and General Motors out in revamp of Dow Jones’. (Çevrimiçi)

http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_andfinance/article6410339.ece (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

Timesonline. ‘Golden Age for Emerging Markets’. (Çevrimiçi)

<http://www.timesonline.co.uk/tol/money/investment/article2630050.ece>
(Erişim Tarihi: 17/03/2009).

Türkiye Newsweek. ‘Olgunlaşmış Kriz’. (Çevrimiçi)

<http://www.newsweekturkiye.com/haberler/detay/13660/Olgunlasmis-kriz>
(Erişim Tarihi: 19/03/2009).

UTKU Melikşah. ‘Gelişmekte Olan Piyasalardaki Köpük’. (Çevrimiçi)

<http://yenisafak.com.tr/yazarlar/?t=02.10.2007&y=MeliksahUtku> (Erişim Tarihi: 03/06/2009).

ÜLGEN Murat. ‘Ayrışma De-coupling Sona Mı Erdi?’. (Çevrimiçi)

http://www.finanstrend.com/yazi_detail.asp?y=67 (Erişim Tarihi: 21/03/2009).

ÜNDÜL Gonca. ‘Derecelendirme Notları’. **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**. S.373.1997.s.25.

YAY Gülsün Gürkan. "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi". **Yeni Türkiye Dergisi**. Ekonomik Kriz zel Sayısı 2. Yıl 7. S. 42. 2001. ss. 1234 - 1248.

YENTÜRK Nurhan. "Economic Crisis In Argentina: Tango With External Debt". **İktisat İşletme Finans Dergisi**. S. 193.C.17. Y.2002. ss.51-66.

YILDIRIM Abdurrahman. "Globalleşmenin Negatif Yüzü". (evrimii) <http://arsiv.sabah.com.tr/2008/01/22/haber.A6CA44046A744F929C4F6DA33E99D2CA.html> (Erişim Tarihi: 19/03/2009).

Kişisel Görüşmeler

Tanju Görgülü, Kişisel Görüşme, 2009.

İnan Demir, Kişisel Görüşme, 2009.

Ali Ağaoğlu, Kişisel Grşme, 2009.

Deniz Gke, Kişisel Grşme, 2009.

İnternet Siteleri

<http://www.bankofengland.co.uk>

<http://www.bbc.co.uk>

<http://www.bea.gov>

<http://blog.borsanaliz.com>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.bls.gov>

<http://www.boj.or.jp/en/type/>

<http://www.cesifogroup.de>

<http://www.dailyfx.com>

<http://www.destatis.de>

<http://deutscheboerse.com>
<http://www.dowjones.com>
<http://www.dunyagazetesi.com.tr>
<http://www.dw-world.com>
<http://www.ecb.int/>
<http://economics.about.com>
<http://www.ekonometrim.org>
<http://www.emdas.com.tr>
<http://eng.krx.co.kr/>
<http://en.wikipedia.org>
<http://www.esri.cao.go.jp/>
<http://www.euronext.com>
<http://www.federalreserve.gov>
<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com>
www.finansonline.com
<http://www.finanstrend.com>
<http://www.finfacts.com>
<http://www.forexforum.net>
<http://www.ftse.com>
<http://www.fxstreet.com>
<http://www.garantiyatirim.com.tr>
<http://www.guncel.net>
<https://www.hedgefundresearch.com>

<http://www.hisse.net>
<http://www.hsbc.com.tr>
<http://www.isbank.com.tr>
<http://www.jamstockex.com>
<http://mam.econoday.com>
<http://www.medyakronik.com>
<http://www.merval.sba.com.ar>
<http://www.milliyet.com.tr>
<http://money.cnn.com>
<http://www.moralhaber.net>
<http://www.msibarra.com>
<http://www.nethaber.com>
<http://www.newyorkfed.org>
<http://ntvmsnbc.com>
<http://pages.stern.nyu.edu>
<http://www.porttakal.com>
<http://premium.econoday.com>
<http://www.referansgazetesi.com>
<http://www.rts.ru>
<http://sdw.ecb.europa.eu/>
<http://www.serki.com>
<http://www2.standardandpoors.com>
<http://www.statistics.gov.uk>

<http://www.stock-trkr.co.uk>

<http://www.sse.com.cn>

<http://www.taprofessional.com>

<http://www.tse.or.jp>

<http://www.tumgazeteler.com>

<http://useconomy.about.com>

<http://www.yourdictionary.com>