

Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizindeki Rolü

Nihat IŞIK¹ Tuba TÜNEN²

ÖZET

Küresel ekonomi, ilk işaretleri 2007 yılının ikinci çeyreğinde konut piyasasındaki bozulmalarla görülmeye başlayan, özellikle Eylül 2008'de ABD'nin beşinci büyük yatırım bankası 158 yıllık finans devi Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle şiddetini daha da arttıran, 1929 Ekonomik Buhranı'ndan bu yana yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilen bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Krizin nedenleri arasında öne çıkan unsurlar; 2000'li yıllardan sonra uygulanan faiz politikası, mortgage piyasasında görülen bozulmalar, risk denetiminde ve şeffaflıkta meydana gelen aksaklıklar, menkul kıymetleştirme ve türev ürünlerin artması sonucunda mali yapının daha riskli hale gelmesidir. Bu denetimsiz büyüme ortamında konut fiyatlarında reel olmayan spekülasyon artışları yaşanmış ve fiyat balonları (köpükleri) oluşmuştur. Türev ürünlerin oluşturduğu balon ekonomilerin, zincirleme etki yaparak bir finansal risk ortamı doğurması ve bu durumun reel kesime yansımaları ise kaçınılmazdır.

Bu çalışmada, küresel krizde türev ürünlerin rolü, reel ekonomiye etkileri ve kriz ortamından çıkış sürecinde alınması gereken önlemler ve çözüm önerileri irdelenmeye çalışılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Türev Ürünler, Kredi Türevleri, Küresel Finansal Kriz

The Role of Derivative Instruments in 2008 Global Financial Crisis

Abstract

Global economy faced so-called the greatest crises that is mentioned after 1929 Great Depression, and that showed its first signals in housing market imbalances in the second quarter of the 2007 and increased seriousness due to bankruptcy of 158 year-old finance giant Lehman Brothers, the fifth largest investment bank.

Interest rate policy post 2000 period, distortions in mortgage market, deficiencies in risk assessment and transparency, increasing risk in securitizations and increasing number of derivatives market make the financial environment riskier. These changes can be mentioned as the causes of the financial crises.

In this uncontrolled expansion period houses prices implausibly rose owed to speculations and price bubbles are happened. Increasing number of derivatives contributes bubble economies and these malfunctions inevitably transmitted to real side of economy.

¹ Doç. Dr., Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, nihatis@hotmail.com.tr

² Arş. Gör., Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, ttunen@kmu.edu.tr

This paper aims at uncovering the role of financial derivatives in Global Financial Crisis, its effects on real economy and trying to find out the ways of overcoming the crisis.

Keywords: Derivative Instruments, Credit Derivatives, Global Financial Crisis

1.Giriş

1980’li yıllardan sonra teknolojinin ilerlemesiyle birlikte bilgiye daha kolay ve ucuz ulaşılabilmesi bilginin daha etkin kullanılabilmesini sağlamış, bu ilerlemelerin yansımalarından biri olan finansal küreselleşme, ulusal finans piyasalarının bir takım kontrol ve sınırlandırmalardan arındırılarak uluslararası bir boyut kazanmasında etkin bir rol oynamıştır. Finansal küreselleşmeyi etkileyen olguların başında finansal serbestleşme gelmektedir. Finansal serbestleşme ise, genellikle hükümetlerin, gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için, bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin; makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı duyarlı olması ülkeleri finansal krizlere açık hale getirmektedir. 1929 buhranından sonra en büyük kriz olarak değerlendirilen 2008 küresel finans krizi birçok ekonomiyi etkisi altına almıştır. 2001 sonrasında ABD ekonomisindeki durgunluğu önlemek için faizler indirilmiş, bunun sonucunda borçlanma ucuz hale getirilmiş ve kredi kullanma talebi artmıştır. Kredilerdeki artış emlak fiyatlarını yükseltmiş, bu yükseliş yeni kredi alınabilmesini sağlamıştır. Düşük gelirli kişilerin de konut sahibi olabilmeleri için, *subprime mortgage*³ kredilerinin artışına göz yumulmuş ve denetimsiz bir yapı oluşmuştur. Bu denetimsiz yapı, kredilerin ipotek gösterilip türev piyasalarda birçok kez paketlenerek el değiştirmesi aşamasında da devam etmiştir. Türev piyasaların kontrolsüz büyümesi fakat yeterince düzenleme yapılamaması sonucunda konut fiyatlarında reel olmayan spekülasyon artışları yaşanmış ve fiyat balonları (köpükleri) oluşmuştur. Bu aşamada iktisadın temel ilkesi işlemiş ve ödenemeyen krediler sonucu saadet zinciri kopmuş ve ABD’den başlayıp başta Avrupa ülkeleri olmak üzere ülkemiz dâhil birçok ülkeyi farklı şiddetlerde etkilemiş ve halen de etkilemekte olan kriz ortamına girilmiştir.

Krizin çıktığı yer olan ABD’de dev kuruluşlar büyük sıkıntıya girmiş, kimi devletleştirilmiş, kimi el değiştirmiştir. Örneğin, elinde çok miktarda yüksek riskli konut kredisi tutan yatırım bankalarından Bear Stearns Mart ayında iflas ederek ABD hükümeti tarafından diğer bir yatırım bankası olan JPMorgan Chase'e satılmıştır. Bu iflası diğer bir

³ Yüksek riskli konut kredileri.

yatırım bankası olan 158 yıllık Lehman Brothers ve Merrill Lynch ve sigorta firması American International Group izlemiştir. Washington Mutual ve Wachovia gibi bankalar iflas ederek diğer bankalara satılmışlardır⁴. Freddie Mac, Fannie Mae, Northern Rock ve Fortis krizin sarstığı devasa kurumlardan diğer bazılarıdır⁵.

Bu krizin geçmişte yaşanmış krizlerden en önemli farkı, klasik bir finans krizi olmaması, karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünlerini kapsamasıdır. Türev ürünler esas itibariyle firmaların bilanço dışı işlemleridir ve bu araçlar genel olarak finansal risklerin yönetilmesi için kullanılan ve aslında bir varlığın değerine bağlı olarak ortaya çıkarılan finansal araçlardır. Türev ürünlerinin yüksek hacmi, mali destek paketlerinin daha önce görülmemiş boyutlara çıkarılmasını zorunlu kılmıştır. Bu ürünlerin karmaşık yapısı paketlerin içeriğine ilişkin teknik zorlukların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu tarz türev ürünlerin oluşturduğu balon ekonomilerin zincirleme etki yaparak bir finansal risk ortamı doğurması ve bu durumun reel kesime yansımaları kaçınılmaz olmuştur.

Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ile türev ürünlerin hacim olarak artması krizin temel nedeni olarak gösterilmektedir. Özellikle de CDS (kredi temerrüt swabı) ve CDO (teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) gibi kredi türevlerinin artması krizin çıkışında temel rol oynamışlardır. Ayrıca bu türev ürünlerinin risklerinin yanlış ölçülmesi ve finansal piyasalardaki denetim eksikliği de krizin ortaya çıkmasına etki eden diğer faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, küresel krizde türev ürünlerin rolü ve reel ekonomiye etkilerini analiz etmektir. Reel ekonomi üzerinde krizin etkileri Türkiye'nin de aralarında bulunduğu seçilmiş bölge ve ülkeler özelinde incelenecek ve kriz ortamından çıkış sürecinde alınması gereken önlemler ve çözüm önerileri irdelenmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın bundan sonraki kısmı şu şekilde tasarlanmıştır. İkinci kısımda, 2008 finansal krizi ve nedenleri üzerinde durulacaktır. Üçüncü kısımda türev ürünler, ortaya çıkış nedenleri, çeşitleri ve kredi türevleri incelenecektir. Krizin reel ekonomiye etkileri ve alınması gereken tedbirlere değinilen dördüncü kısmın ardından, çalışma sonuç ve değerlendirme kısmıyla tamamlanacaktır.

⁴ http://tr.wikipedia.org/wiki/2008_Ekonomik_Krizi, e.t., 16.03.2010.

⁵ Bu kuruluşlardan yüksek riskli ve çoğu geri ödenmeyen konut kredileri nedeniyle ağır mali kriz içine giren WaMu adıyla bilinen Washington Mutual, 19. yüzyılın sonlarında kurulmuş, 15 eyalette 2 bin 500'den fazla şubesi ve 43 binden fazla çalışanı olan bir banka olmasına rağmen, hisselerinin son altı ay içinde yüzde 80 değer kaybetmiş olması krizin büyüklüğünün anlaşılması açısından önemli bir olaydır (<http://www.voanews.com/turkish/archive/2008-09/2008-09-26-voa11.cfm?moddate=2008-09-26>, e.t., 07.02.2010).

2. 2008 Küresel Finansal Krizi

Literatürde ekonomik krizlerin sınıflandırılmasıyla ilgili değişik yaklaşımlar olmakla birlikte, temel bir ayırım, mal-hizmet ve işgücü piyasalarını kapsayan reel sektör krizi ile bankacılık, para-döviz, dış borç-ödemeler dengesi ve borsa gibi türlere ayrılan finansal krizler şeklinde gözlenmektedir (Bayraktutan, 2006: 25). Ekonomi ve finans terimi olarak kriz; mal, hizmet, faktör ve para-döviz piyasalarında tolere edilebilir düzeyi aşan dalgalanmayı anlatır (Aktaran, Bayraktutan, 2006: 25). Finansal krizler ise, yanlış seçim ve ahlâki tehlike sorunlarının giderek kötüleşmesi nedeniyle verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların fonlarını etkili biçimde kanalize etme etkinliklerini kaybetmeleri nedeniyle ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulmadır (Mishkin, 1996: 17).

2008 yılı ABD’de düşük teminatlı ipotek krizi nedeniyle konut piyasasındaki hareketlerle başlamış ve finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucunda büyük bir etki yaratmıştır. Bear Stearns’in zora girmesi ile başlayan süreç, domino etkisi yaratarak Ekim 2008’e kadar Asya piyasalarına yayılmıştır. Önceki FED Başkanı Greenspan Mart 2008’de yaşanan gelişmeleri 2.Dünya Savaşı sonrası en büyük finansal kriz olarak tanımlamış ve yaşanmakta olan resesyona çok şiddetli olabileceğini dile getirmiştir (Topbaş, 2009: 56).

Çünkü kriz gelişmiş ülkelerde başlamasına rağmen 2008 ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamıştır. Bu ülkelerin çoğunda borsalar ciddi değer kayıpları yaşamış, ülke paraları değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarda risk primleri artmış, aynı zamanda bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları ve banka borçları önemli oranda düşmüştür. Uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler karşısında finansal sisteme olan güvenin tekrar artırılması için ABD ve Avrupa’da merkez bankaları ve hükümetleri tarafından önemli meblağlara ulaşan kurtarma paketleri açıklanmıştır (Erdönmez, 2009: 85). ABD’de 2007 yılında subprime mortgage kredilerinde geri ödemelerde yaşanan sıkıntılardan dolayı ortaya çıkan finansal dalgalanma birbiriyle ilişkili ve çok hassas dengeler üzerine kurulu ABD piyasalarında büyük etki yaratmıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile kredi türev ürünlerinin risklerinin yanlış ölçülmesi, zaman zaman finansal mühendislik teknikleri kullanılarak ölçülemez hale getirilmesinden dolayı denetleyici yapının eksiklikleri finansal kurumları etkilemiş ve mortgage kredi krizi olarak ortaya çıkan kriz ilerleyen zamanda küresel bir likitide krizine dönüşmüştür (Demir vd., 2008: 1).

2.1. 2008 Küresel Finansal Krizinin Nedenleri

Bu kısımda krizin nedenleri olarak görülen; finansal yapıdaki değişim ve faiz oranlarındaki uyumsuzluklar, mortgage kredilerinin yapısının bozulması, şeffaflık ve

derecelendirme kuruluşları, düzenleyici kuruluşlar ve menkul kıymetleştirme hakkında bilgi verilecektir.

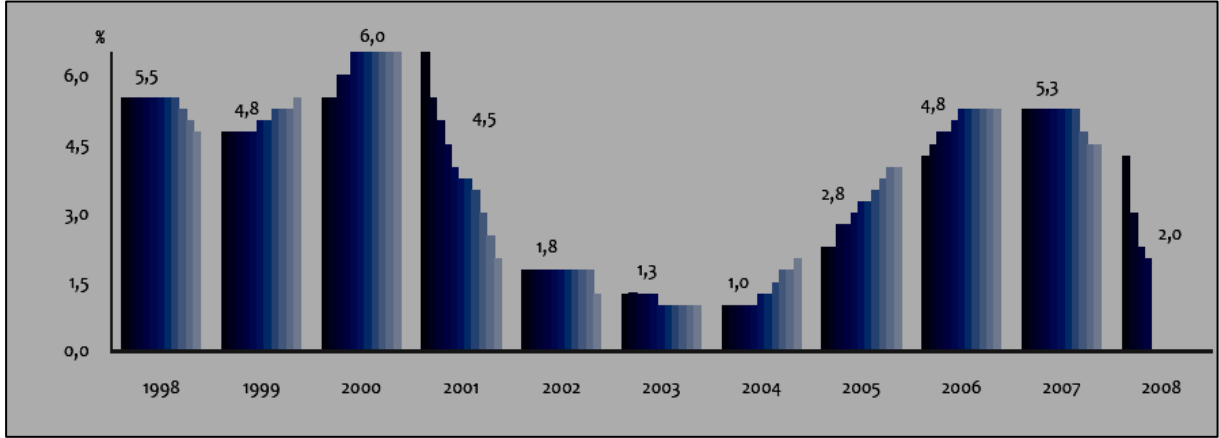
2.1.1. Finansal Yapıdaki Değişim ve Faiz Oranlarındaki Uyumsuzluklar

Bugünkü küresel finansal krizin ve küresel resesyonun kaynağı ABD'nin finans sektörüdür. Krugman, bugünkü finansal felakatin sorumlusu olarak 1982 yılında Reagan döneminde ortaya çıkarılan ve finansal serbestiyi ve denetimin kaldırılmasını (Deregulation) amaçlayan *Garn St.Germain Yasası*nda görmektedir. Bu yasa sebebiyle klasik mevduat bankacılığının dışındaki finansal kuruluşlar üzerindeki düzenleme ve sınırlamalar kaldırılmış ya da hafifletilmiş, bu ise hane halklarının aşırı borçlanmalarına ve de kötü yönetim uygulamalarına ortam hazırlamıştır (Aydoğuş, 2009: 33).

1980'lerde Reagan ve Thatcher dönemindeki finansal serbestleşmeyle başlayan ekonomik genişleme aynı zamanda özellikle bilgisayar, iletişim, internet ve ilgili alanlarda olmak üzere teknolojik gelişmeyi de beraberinde getirmiştir. Bu süreç ilk yavaşlamasını 10 Mart 2000'de meydana gelen dot-com patlaması ile yaşamıştır (Mayer- Foulkes, 2009: 7). Bu patlamanın meydana getirdiği durgunluk ve 11 Eylül 2001 yılında ABD'de gerçekleşen terör saldırılarının sebep olduğu olumsuz hava resesyonun etkilerinin daha şiddetli bir şekilde ABD'de hissedilmesine yol açmıştır. Dönemin FED başkanı Alan Greenspan ABD'yi bu durgunluktan kurtarmak için faiz oranlarında indirim gitmeyi uygun görmüştür. Mayıs 2000 ile Kasım 2001 arasında 11 kez faiz indirimine gidilmiş, faizler %6,5 seviyesinden %1,75 seviyesine düşürülmüştür. Faiz indirimlerine devam eden FED, 2003 Haziran ayında faizi son 45 yılın en düşük seviyesi olan %1'e düşürmüştür. 2003 yılında yaratılan ucuz para ortamı sayesinde ABD ekonomisi hem suni tüketim ve fiyat artışları ile durgunluktan kurtulurken, hem de Irak savaşının finansmanı kolaylıkla yapılabilmekteydi (Ünal ve Kaya, 2009: 4).

Grafik 1'de FED'in gösterge faiz oranlarının gelişimi görülmektedir. Grafikten de izlenebileceği gibi, 2001 yılı 11 Eylül saldırıları sonrası 2002-2004 arasında faizler %1'e kadar indirilmiş ve paraya ulaşmak çok kolaylaşmış, 2008 yılında şiddeti artan krize giden yola önemli bir ortam hazırlanmıştır. 2004 yılından itibaren düşük faiz oranları talep canlanması yaşanmasına neden olmuş, petrol ve hammadde fiyatlarında görülen hızlı artış nedeniyle enflasyon baskısı başlamıştır. Petrol fiyatları 2002 yılında 20 \$ iken 2008'in ilk yarısı itibarıyla 130 \$'a çıkmıştır. 2004-2007 arasında faizler tekrar artmaya başlamış ancak krizin patlak vermesiyle durgunluğu önlemek için faizler tekrar önemli oranda düşürülmüştür. Greenspan enflasyona, faizleri yükselterek müdahale ederken, yerine seçilen Ben Bernanke faizleri % 5,25'e kadar yükseltmeyi tercih etmiştir (Demir vd., 2008: 34).

Grafik 1: FED Gösterge Faiz Oranlarının Gelişimi*



Kaynak: Demir vd., 2008, s.34. *Her yılın Mayıs ayı baz alınmıştır.

2.1.2. Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması

Mortgage (İpotekli Konut Kredisi); Türkiye’de “kira öder gibi ev sahibi olma” olarak tanımlanan uzun vadeli konut kredilerinin finansal tekniklerle desteklenmiş çeşididir. Mortgage kredileri menkul kıymetleştirme süreci ile mali kurumlar aracılığı ile borç veren tarafından yeniden kısa süre içinde nakde dönüştürülmektedir (Sönmez, 2009: 79-80).

Mortgage kredileri krediyi ellerinde bulunduranların risk değerlerine göre sınıflandırılmakta ve üçe ayrılmaktadır. Birincisi *Prime Kredi Dilimi*’dir ve konut kredileriyle ilgili faiz ve anapara ödemeleri için tamamen veya kısmen devlet garantisi veren kuruluşların garantisi altındaki konut kredilerini kapsadığı gibi ödeme gücü yüksek bireylerin kullandıkları kredi notu yüksek ve riski düşük ipotek konut kredilerini de kapsamaktadır. Prime krediler 2006 yılı itibariyle ABD toplam ipotekli konut kredilerinin %80’ini oluşturmaktadır. İkincisi, *Alternatif A(Alt-A)* olarak adlandırılan kredi dilimidir ve prime kredi diliminin öngördüğü tüm şartları yerine getirememekle birlikte, görece ödeme gücü yüksek olan gruba verilen kredileri tanımlar. Bu kredilerin toplam mortgage kredileri içindeki payı ise %5 civarındadır. Subprime konut kredileri ise sürekli geliri olmayan ve gelirini belgeleyemeyen, geri ödeme riski ve borç/gelir oranı yüksek gerçek veya tüzel kişilere kullanılan kredileri tanımlar. Subprime ipotekli kredilerinin toplam içindeki payı ise %15’tir⁶.

ABD’de ev fiyatlarının devamlı yükselmesinden ve bu yükselmenin ileride de devam edeceği varsayımından hareketle ipotekle ev satın almış olan tüketiciler devamlı ek ipotek kredisi almışlar, ayrıca bunun yanında oto kredisi, kredi kartı da dâhil diğer kredilere de

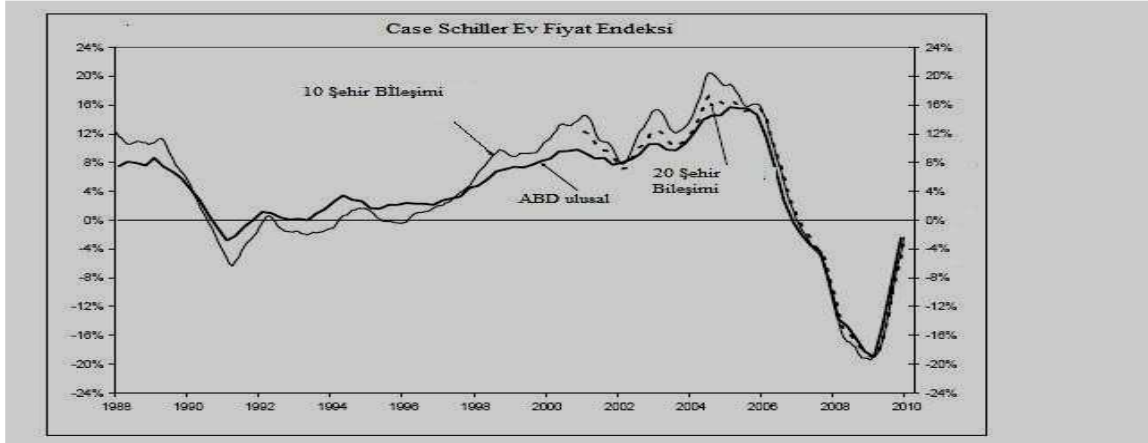
⁶ http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/earastirma/ABD_Konut_Sektorundeki_Gelismeler_ve_Etkileri.pdf
e.t., 17.03.2010.

başvurmuşlardır. Fakat ev fiyatları artışlarının ilerleyen dönemlerde durması ve düşmeye başlamasıyla borçlarını ödeyememe durumuna düşmüşlerdir. Bu şekilde ortaya çıkan yüksek tüketim ve düşük tasarruf eğilimi ciddi bir yapısal risk olarak kendini göstermektedir (Hiç, 2009: 3)

Kamuoyunda NINJA (No Income, No Job, No Asset) kredileri olarak bilinen ve herhangi bir işi, geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi verme uygulamalarından dolayı varlık fiyatları, özellikle de konut fiyatları çok hızlı bir şekilde artmıştır. Bunun sonucunda geri ödenmemeye başlayan konut kredileri ile banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bu konutların tekrar piyasaya arz edilmesi ise konut fiyatlarında bir düşüşe neden olmuştur. Bu durum halen konut kredisini ödemekte olan diğer konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değerinin, kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak kredi kullanıcıları evlerinin anahtarlarını zarflara koyup bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Bankalar ise geri dönen bu kredi ödemelerini diğer mali kuruluşlara satmış ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçları yaygınlık kazanmıştır. Dolayısıyla zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine bulaşarak büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır⁷.

Grafik 2’de görüldüğü gibi ev fiyatları daha önceki yıllara göre özellikle 2004-2005 yılları arasında hızlı bir artış göstermiş ve bu artış 2006’ya kadar yavaşlamış, 2006 yılından itibaren de düşme eğilimine girmiştir.

Grafik 2: Case Schiller Ev Fiyat Endeksi ⁸



Kaynak: <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->, e. t., 17.03.2010.

⁷ Alantar, D., “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuc_ari_MFY81.pdf, e. t., 17.02.2010

⁸ ABD’deki ev fiyatlarının gelişimini ölçen en güvenilir endekslerden biri, Case-Shiller adı verilen ve Yale Üniversitesi’nden Karl Case ve Robert Shiller’in geliştirdiği ABD’deki ev fiyatları endeksidir.

2.1.3. Şeffaflık ve Derecelendirme Kuruluşları

Finansal araçların karmaşık yapısının anlaşılmasındaki zorluk nedeniyle yatırım kararı alanlar derecelendirme kuruluşlarına güvenmişlerdir. Ancak bu kurumların likit olmayan varlıkların fiyatlandırılmasında (değerlendirilmesinde) saydamlık ilkesi göz ardı edilmiştir. Derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymet üreten şirketlerce finanse ediliyor olması ve bu şirketlere danışmanlık hizmetlerinde bulunuyor olmaları⁹ aralarında bir çıkar ilişkisine yol açarak objektif davranamamalarına neden olmuştur.

Diğer taraftan, konut fiyatlarındaki balon artışlar piyasada asimetrik bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcılarının yanlış yönlendirilmesine yol açmış ve konut satın almanın bir yatırım aracı olarak algılanmasına neden olmuştur. Hâlbuki ABD Hükümetinin amacı, düşük gelirli aileler ile azınlıklara konut edinme kolaylıkları sunmaktır. Ancak ABD Hükümetinin yoğun desteği nedeniyle düşük gelirli gruplar konut alım satımı yoluyla kâr elde etme beklentisine girmiştir. Ancak, piyasada dengelerin bozulmasıyla kullanılan krediler karşılığında teminat olarak gösterilen konutların değeri düşmüş ve teminat sağlamada güçlükler yaşanmıştır (Demir vd., 2008: 4-5).

Şirketlerin sermaye yeterliliği gibi koşulları yerine getirmesinin risk yönetimi ve kredi derecelendirme konusunda yeterli olduğu düşünülmüş, fakat, şirket bazında (mikro) denetime odaklanmış olan denetleyici otoriteler, finans sisteminde ortaya çıkabilecek makro riskleri yeterince göz önüne almamışlardır. Bu süre zarfında, riski tam değerlendiremeyen ulusal ve uluslararası düzeydeki düzenleyici otoriteler, verimli bilgi alışverişinde bulunamamış ve koordinasyon kuramamıştır (TSPAKB, 2009: 8). Yaşanan bu krizde banka ve brokerların varlıklarının çeşitleri ve değerinin ne olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemiştir. Bu durum firmaların iflası sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesini güçleştirmiştir¹⁰.

2.1.4. Düzenleyici Kuruluşlar

Kriz sürecinde en fazla eleştirilen kuruluşların başında ABD Merkez Bankası FED gelmiştir. Nitekim FED değişen risk ortamına karşı önlem almada gevşek davranmış, bunun bir örneği olarak FED başkanı Ben Bernanke 2007 baharı sonunda (17 Mayıs 2007) “Subprime (eşikaltı) piyasasından diğer piyasalara endişe verecek bir yayılma olacağını

⁹ Aslan, H., “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”,

http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf, e.t.,20.2.2010.

¹⁰ Alantar, D., “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”,

http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuc_ari_MFY81.pdf, e.t.,17.02.2010.

beklemediklerini ifade etmiştir (Crouhy, Jarrow and Turnbull, 2008: 17-18). Ancak tam tersi olmuş ve bu durum subprime piyasasından reel sektöre uzanan bir küresel kriz halini almıştır.

Örneğin, birçok eyalet aşırı riskli mortgage borçlarının seküritize edilip satılmasına önlem almak istemiş ancak ABD Hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasalar çiğnendiği gerekçesi ile buna karşı çıkmıştır. Bazı politikacılar (Banking committee, Budget committee) Countrywide Financial gibi subprime sektöründeki şirketlerle yasal olmayan ilişkilere girmişlerdir¹¹.

Bu tür ilişkiler ve düzenleyici kuruluşların bunlara göz yumması ahlâkî sorunları da beraberinde getirmiştir. Faizlerin aşırı düşmesi sonucunda kredi temin etmenin maliyetinin azalması ve geri ödeme gücü olmayan insanlara riskli krediler verilmesi tüketicilerin borçlanma düzeylerinin önemli ölçüde yükselmesine yol açmış ve bu sağlıksız yapıya karşı gerekli önlemlerin alınmaması finansal sistemin kırılganlığının artmasına zemin hazırlamıştır.

2.1.5. Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme, işletmelerin sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının, bazı kurumlara (Special purpose vehicle-SPV) transfer edilmesi ile menkul kıymet ihraç edilmesini sağlayan bir finansman modelidir (Sönmez, 2009: 80).

Banka tarafından kullanılan krediler aracı kurumlara veya doğrudan olmak üzere yatırım amaçlı yerli ya da yabancı yatırımcılara uzun vadeli olarak satılmaktadır. Bu menkul kıymetler sistemin nasıl yapılandırıldığına bağlı olarak ya doğrudan yatırımcıya uzun vadeli olarak satılmakta veya yatırımcı ile banka arasında kurulacak bir mortgage finansman kurumuna satılarak nakde çevrilmektedir. Bu şekilde gayrimenkuller, menkul hale getirilerek menkul kıymet ihracı ve dolaşımı kolaylaştırılmaktadır (Demir vd., 2008: 6).

Bankalar kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı olarak kullanmaktaydılar. Kredi veren kuruluşlar karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde edebilmekteydiler. Mortgage kredileri, kredi kartı alacakları, araba kredileri, gibi riskli veya daha az riskli farklı cinsten borçların bir araya getirilip paketlenmesi ile oluşturulan bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni bir rant fırsatı olarak görülmeye başlanmıştır (Apak ve Ataç, 2009: 212).

Bu menkul kıymetleri alan uluslararası yatırımcıların bu araçları teminat göstererek başka kişi veya bankalardan kredi alması ve kredilere karşı sigorta alınması da görünmez hale

¹¹Aslan, H., “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf, e.t.,20.2.2010.

gelen ancak içsel olarak mevcut olan riskleri daha da artırmıştır. Sistemin bu kadar iç içe girmesi, şirketlerin ve yatırımcıların risklerini yayarak hem piyasaların hem de genel olarak ekonominin daha sağlam hale geleceği düşüncesidir. Fakat gayrimenkule endeksli menkul kıymetleri piyasaya sunan bir kısım aktörlerin kârlı olması nedeniyle bu varlıkları bilânçolarında tutmaları da bu krizden daha fazla etkilenmeleri sonucunu doğurmuştur¹².

3. Türev Ürünler

Türev ürünler, finansal bir enstrümanın değerinin, diğer bazı temel varlıkların değerine bağlı olduğu ürünlerdir. Bu ürünler; emtia, hisse senedi, endeks, altın, faiz ve kur gibi birçok finansal varlık üzerine düzenlenebilmektedir (Kayahan, 2009: 24).

Bir ya da birden fazla geleneksel üründen türetilmiş olan bu ürünlerin piyasası özellikle 1970'li yıllarda ortaya çıkan finansal riskleri kaldıracak ürünlere olan talep sonucunda gelişme göstermiştir (Yavilioğlu ve Delice, 2006: 66). Türev ürünler; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerinin geneline verilen isimdir. Oldukça iyi organize olmuş bu piyasalar genellikle gelişmiş ülkeler tarafından yaygın olarak kullanılmakta ve birçok geri kalmış ülke için yatırım aracı olarak algılanmaktadır (Korkmaz, 2001: 78). Finansal türev piyasaları finansal piyasaların deregülasyonu ve finansal yeniliklere tepki olarak 1980'lerde hızlı bir gelişim göstermiştir. Future sözleşmeler, opsiyonlar, para swapları ve faiz oranı swaplarının çevrelediği bu piyasadaki finansal yenilikler bir taraftan ticari işletmelerin risklerden korunmalarına katkı yaparken, diğer taraftan uluslararası ölçekte zirveye çıkan finansal kırılganlık için de zemin oluşturmuştur (Yavilioğlu ve Delice, 2006: 64).

Türev ürünler, özellikle risk yönetimi konusunda tüm piyasa katılımcılarına farklı alternatifler sunmaktadır. Bununla birlikte, son yıllarda bazı büyük sanayi şirketleri ve ticari firmalar, finansal kurumlar ve yerel yönetimlerin türev piyasalarda karşılaştıkları zararlar, profesyonel yatırımcıların bile, türev piyasaları dikkatli kullanmadıkları, amaçlarına uygun stratejiler seçmedikleri ve etkin bir iç denetim mekanizmasını kurmadıkları takdirde büyük zararlarla karşı karşıya kalabileceğini ortaya koymuştur (Dönmez ve Yılmaz, 1999: 50).

Finansal sistemde geleceğe yönelik kararları güçleştiren iki temel olgu vardır. Bunlar, belirsizlik ve oynaklık (volatilite)'tir. Türev ürünler başta korunma (hedging) ya da belirsizliklerle mücadelede kullanılacak temel araç olmak yanında, aynı zamanda oynaklık üzerine spekülasyon amacıyla da kullanılabilen finansal araçlardır. Özellikle organize borsalar bünyesinde işlem gören türev ürünler daha çok spekülasyon amaçlı kullanımla ilgili olmaktadır. Finansal piyasalarda son 30 yıldır artan yenilikler ya da icatlar; teknoloji

¹² <http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf>, e. t., 15.02.2010.

kullanımı, kredi piyasaları, sermaye piyasaları ve yabancı kur piyasalarındaki değişiklikler türev piyasaların gelişmesine önemli katkılar sağlamıştır. Dolayısıyla finansal türevlerin kullanımı özellikle son dönemlerde artmasına rağmen, bu ürünler modern bir olgu değildir ve ekonomik risklerin yönetilmesi amacıyla binlerce yıl önceleri kullanılmıştır (Kayahan, 2009: 24)¹³.

Bugüne kadar dünya üzerinde yaşanan krizlere bakıldığında en önemli sebep olarak sermaye hareketlerinin denetimsiz ve kuralsız bir şekilde akışının kolaylaşması ve dünya finans sisteminde yeni yaratılan türev ürünlerin ekonomik sisteme daha fazla dâhil olarak hacmi ölçülemeyecek seviyede artarken, denetim mekanizmasının kurulmamış olması karşımıza çıkmıştır. Türev piyasalarının gelişmesiyle yaratılan mekanizma ‘para sermayesi’ için önemli bir işlev kazanmaktadır ve tüketimin *araç* olmaktan *amaç* olmaya kaydığı bu dönemde tüketimi körükleyen ve kaynak sağlayan bir piyasa haline gelmektedir. Türev piyasalardaki bu hızlı gelişme ve para piyasasına eklemlenmesi sonucunda ABD’de Freddie Mac ve Fannie Mae’de olduğu gibi, bu aracı kurumların yeni bir fonksiyon kazanmasını sağlamıştır. Bu aracı kurumlar devlet tarafından teşvik edilerek ipoteğe dayalı krediler teşvik edilirken, öte yandan bu ipoteğe dayalı kredi riskleri menkul kıymetleştirilmişler ve böylece kredi riskini transfer edecek bir araç bulunurken aynı zamanda yeni bir para yaratma mekanizması da oluşturulmuştur (Azer, 2009: 4).

ABD hükümetinin desteklediği ikincil piyasa aracı kurumlarının yarattığı asimetrik bilgi yüzünden oluşan ahlaki tehlike ve ters seçim olgusu kriz olasılığını artıracak faktörlere yol açmıştır. ABD hükümetinin piyasaya müdahaleleri sonucu oluşan *batmayacak kadar büyük* inancı da finansal sistemin aşırı risk almaktan kaçınmasını engellemiş ve kriz olasılığını görmeyi engellemiştir (Vardareri ve Dursun, 2009: 9).

3.1. Türev Ürünlerin Ortaya Çıkış Nedenleri

Finansal risklerden korunma (hedging) amacına ek olarak, türev ürünler yerli ve yabancı yatırımcılara spekülâtif ve arbitraj fırsatları da sunmaktadır. Dolayısıyla, çok çeşitli türev ürünlere sahip gelişen ülkeler, türev ürünlere sahip olmayan ülkelere göre daha fazla yabancı yatırımcı çekebilmektedir. Başka bir ifadeyle, Türev Ürünlere Sahip Gelişen Piyasalar (TÜSGP) yatırımcılara genellikle daha fazla finansal ürün sunarak, yerli ve yabancı tasarrufların bu piyasalara girişlerini arttırmaktadırlar. Türev ürünlerin varlığı ile yatırımcılar

¹³ Türev ürünlerin tarihi gelişimi M.Ö. 1800’lü yıllarda Hamburabi kanunlarındaki hasat ödemelerinden; 1600’lü yıllarda Alman lale ticaretine ve oradan 1848’de dünyanın ilk futures borsası olan Chicago Board of Trade (CBOT)’in kurulmasına kadar uzanmaktadır (Kayahan, 2009:24).

menkul kıymetleri daha sık aralıklarla değiştirebilmekte, bu işlemler de piyasada etkinlik, likidite ve derinlik sağlayabilmektedir. Bunun bir sonucu olarak, türev ürünlere sahip gelişen hisse senedi piyasalarının performansları genellikle türev ürünlere sahip olmayanlara göre daha iyidir. Ayrıca, zaman içerisindeki gelişmelere paralel olarak, Latin Amerika, Asya ve Doğu Avrupa gibi dünyanın değişik bölgelerinde bulunan bazı gelişmekte olan ülkeler kendi türev piyasalarını kurmuşlardır (Korkmaz, 2001: 71).

Bu ürünlerin kullanım nedenleri; dünyanın çeşitli finans pazarları arasındaki arbitraj fırsatlarından faydalanarak kaynak maliyetlerini düşürmek, faiz ve döviz kurlarındaki beklenmeyen değişimlerin oluşturduğu riski önlemek ya da azaltmak, borçlanma kapasitesi ve likidite düzeyini fazlaştırmak, mevcut varlık ya da yükümlülükleri ve kesin döviz taahhütlerini riskten korumak, bağlı şirketlerdeki net yatırımları riskten muhafaza etmek, spekülasyon için vadeli kontratları kullanmak, sermaye piyasalarını tamamlamak ve fiyat sinyallerinin etkinliğini artırmak şeklinde sıralanabilir (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 160-161).

Türev piyasalarda, şüphesiz eldeki varlık satılmadan, bir diğer ifadeyle, paraya çevrilmeden ederi yalnızca aktif bir değerden ibarettir. Bu aktif değer, değer artışının yüksek olduğu zamanlarda kişilerde zenginlik hissi duygusunu fazlaştıran tüketimi arttırırken, son dönemde yaşanan dünya krizinde de görüldüğü gibi, varlığın tamamen yok olması da söz konusudur. Böyle bir ortamda yaşanan, var olanın bir anda yok olması, fiyat düşüşleriyle varlıkların değerlerinin erimesi ve bu noktada kişilerin bir anda zenginlik hislerinin gerçek yüzleriyle karşılaşmalarıdır. Bunun doğal sonucu olarak gelirler üstü tüketim mekanizması ters işlemeye başlamakta ve tüketim gerilerken ekonomik büyümede küçülme yaşanmaktadır (Azer, 2009: 7-8).

Berkshire Hathaway şirketinin 2002 yıllık raporunda yatırımcı Buffet, türev araçlarını “zaman bombası” olarak gördüğünü açıklarken; türev araçları, “*kitle imhası için, finansal silahtırlar; şimdi belirti göstermeyen ama büyük tehlike taşıyan potansiyel olarak öldürücü finansal araçlardır*” demiştir (Varderi ve Dursun, 2009: 12).

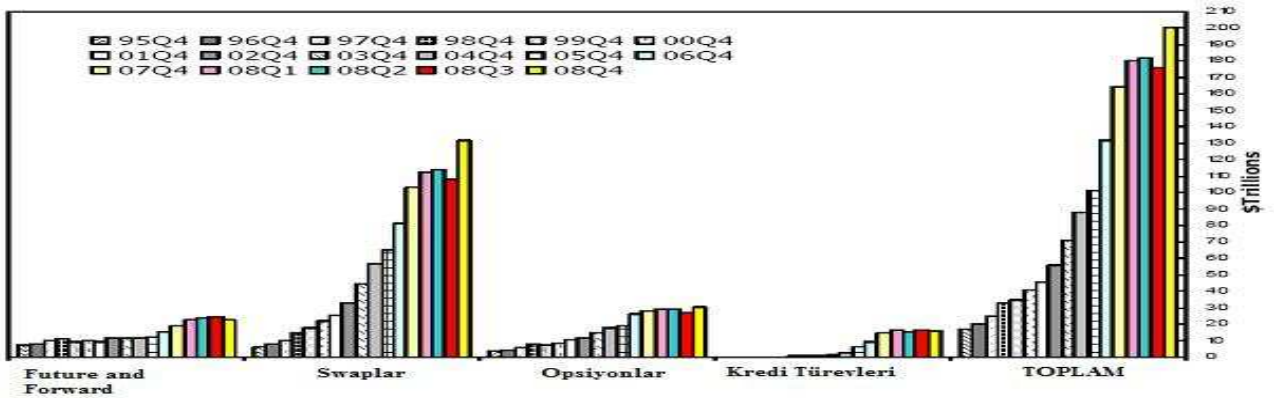
3.2. Türev Ürün Çeşitleri

Türev ürünler temelde üç başlıkta değerlendirilebilir. Birincisi, türev ürünlerin tezgâh üstü (over-the-counter) ve organize borsalarda (Exchangetraded) faaliyet gösteren enstrümanlar olarak iki ana gruba ayrılmasıdır. Diğer ise, forward, futures, opsiyon ve swap kontratlarıdır. Türev ürünlerin işlem gördüğü bir başka piyasa da türev ürün borsaları ya da benzer menkul kıymet borsaları olarak karşımıza çıkar. Tezgah üstü türev ürünler, karşılıklı

görülmeye dayalı ürünler olarak da ifade edilirler. Bu kontratlar herhangi bir organize borsa bünyesi dışında işlem gören kontratlardır. Örneğin; swaplar, exotic opsiyonlar ve forward antlaşmaları en genel tezgah üstü araçlardır (Kayahan, 2009: 25).

Türev ürünlerin başlıcalarına kısaca değinilecek olursa; futures sözleşmesi, iki grup arasında, belirlenen gelecek bir tarihte, belirlenen bir fiyattan bir para, mal ya da menkul kıymeti satma anlaşması iken, forward sözleşmeleri, iki grup arasında belirlenen gelecek bir tarihte, belirlenen bir fiyattan bir mal, para ya da menkul kıymeti alım-satım anlaşması olarak tanımlanabilir. Opsiyon, alıcısına, bir malın önceden belirlenen koşullarla alınma ve satılma hakkını (yükümlülüğünü değil), bir fiyat (prim) karşılığında veren yasal olarak bağlayıcı bir kontrattır. Sözcük anlamı olarak değişim demek olan swap işlemi, bir paranın ya da finansal varlığın, aynı anda spot piyasalarda ve forward piyasalarda işlem görmesidir. Swap işleminde bir anlamda, bir vadenin değişimi söz konusudur. En çok kullanılanları faiz swapı ve döviz swapıdır (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 88-108). Grafik 3'te 1995 yılından itibaren her yılın dördüncü çeyreği ve 2008 yılının bütün çeyreklerindeki türev ürün çeşitlerinin dağılımı görülmektedir. Grafikten de izlenebileceği gibi, türev ürünler arasında en çok kullanılanı swaplardır. Ancak kredi türevleri olarak adlandırılan ve bir sonraki kısımda incelenecek kredi ürünlerin payı da yıldan yıla artış göstermiştir.

Grafik 3: Ürünlere Göre Türev Sözleşmeleri



Kaynak: <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e. t., 08.02.2010

Bunların dışında, özellikle 2008 küresel finans krizinde karşımıza çıkan ve bir anlamda krizin arka planında yatan en önemli neden olarak gösterilen türev ürünler ise kredi türevleridir. Aşağıda kredi türev ürünleri üzerinde durulacaktır.

3.3. Kredi Türevleri

Kredi türevleri bir varlığın riskinin ve getirisinin, o varlığın mülkiyetini devretmeden bir taraftan diğer tarafa transferi amacıyla yapılan tezgâh üstü araçlardır. Krediler, kredi borçlusunun zamanında ödeme yapamaması, haciz gelmesi, zarar etmesi, sözleşme şartlarına aykırı olarak borcunu peşinen ödemesi veya kur değişiklikleri ya da piyasa faiz değişiklikleri gibi nedenlerle çeşitli riskler de içerebilmektedirler. Dolayısıyla kredilerden beklenen getiri sağlanmayabilir. Transfer edilen kredi riskinin kaynağı, kredi alacakları, özel sektör bonoları veya diğer türev işlemleri gibi tek bir varlığa özgü olabileceği gibi, bir havuzda toplanan birden fazla varlık da olabilmektedir. Çeşitli türev araçlar kullanılarak, kredi riskinin kaynağı belirlendikten sonra risk transfer edilebilmektedir¹⁴.

2000’li yıllarda finansal sistemdeki araçlar açısından en önemli gelişme kredi türevlerinde yaşanmıştır. 1999 yılında ISDA (International Swaps and Derivatives Association)’nın kredi türevlerine ilişkin standartları belirlemesinden sonra bu piyasada önemli bir gelişme gözlenmiştir. Vadeli sözleşmeler, forwardlar, FX opsiyonları, faiz veya döviz swapları gibi türev ürünlerin, dayanak varlık olarak alınan menkul kıymet veya malın fiyatındaki dalgalanmalara karşı oluşturduğu garantiye benzer nitelikte, kredi türevleri de ihraççının performansındaki dalgalanmaya karşı bir garanti oluşturmaktadırlar. Kredi türevleri bir borç yükümlülüğündeki temerrüt olasılığını ortadan kaldırmak veya transfer etmek için geliştirilmişlerdir. Diğer türev ürünlerdeki gibi burada da bir karşı taraf ve bir dayanak varlık bulunmaktadır¹⁵.

Kredi türevlerinin başlıca türleri; kredi temerrüt takası (Credit Default Swap–CDS), teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations–CDO), Teminatlandırılmış mortgage yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations–CMO), varlığa dayalı menkul kıymetler (Asset backed securities–ABS) ve Mortgage’a dayalı menkul kıymetler (Mortgage backed securities–MBS)’dir (Varderi ve Dursun, 2009: 12). Ancak bunlardan krizde daha fazla önem arz ettiği için özellikle CDS ve CDO üzerinde durulacaktır.

3.3.1. Kredi Temerrüt Swapları (Credit Default Swap-CDS)

Kredi Temerrüt Swapları, taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde

¹⁴ www.riskfree.com.tr/documents/CreditSwap.pdf, e.t., 20.02.2010.

¹⁵ Perşembe, A., “CDS’ler(Credit Default Swaps)”, <http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm>, e.t., 05.03.2010.

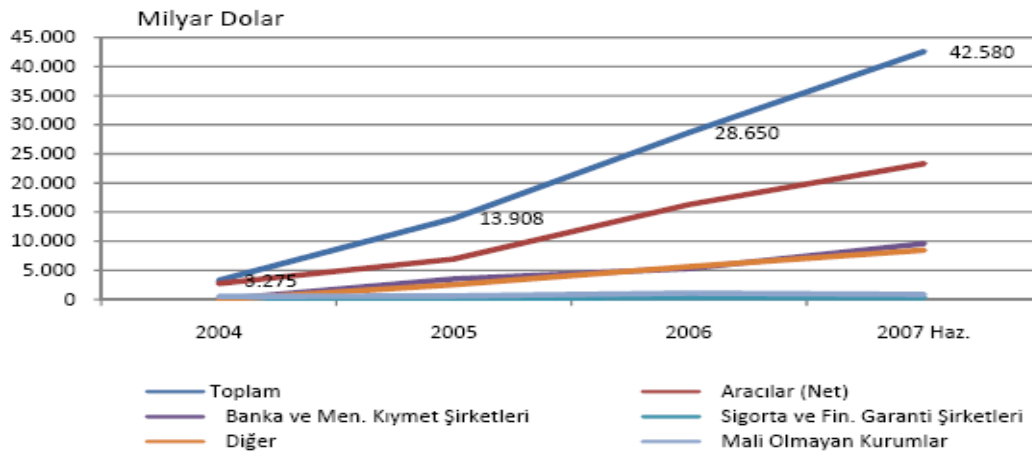
yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. Bu açıdan bakıldığında sigorta poliçesi olarak değerlendirmek mümkündür. Burada sigorta edilen dayanak varlığın temerrüdüdür. Dijital CDS, sepet (basket) CDS, sıralı (n-th to default) CDS, öncelikli sepet (senior and subordinate basket) CDS gibi çeşitleri vardır (Demir vd., 2008: 14).

CDS'ler, kredi türevlerinin en yaygın kullanılanı ve likit tipidir ve kredi türevlerinin yarısından fazlasını oluşturur. Finansal kurumlar, kurallar gerektirdiğinden dolayı sigorta poliçelerini desteklemek için tutmak zorunda oldukları rezerv koşulundan kurtulmada CDS'lerde sigorta kelimesi yerine takas kelimesini kullanmışlardır. Ancak CDS sigortadır ve gerçekte hayat sigortasının ihtiyacı olandan daha fazla rezerv tutulmasını gerektirir (Varderi ve Dursun, 2009: 12).

CDS'ler için birer kredi riski aracı olduğu söylenebilir. CDS'ler gibi kredi türevleri, hem kreditorlerin işlerinin özünde bulunan korunma gereksinimlerine yanıt olurken, hem de daha önce herhangi bir kredi riski taşımayan tarafların da bu pazara katılmalarını sağlar. Kredi türevlerini kreditorler, spekülörler, arbitrajörler ve piyasa yapımcıları da kullanırlar¹⁶.

Grafik 4'te 2004-2007 Haziran dönemi CDS'lerin gelişimi görülmektedir. BIS (Bank of International Settlements) verilerine göre, 2004 yılında yaklaşık 3,3 trilyon dolar düzeyinde olan CDS hacmi, 2007 yılının Haziran ayında yaklaşık 13 kat artarak 42,6 trilyon dolara yükselmiştir. Kredi türevleri özellikle karmaşıklığı ile risk transferi konusunda tarafların riskler ve yükümlülükler konusundaki farkındalık düzeylerini olumsuz etkileyebilecek seviyelere gelmiştir.

Grafik 4: CDS'lerin Gelişimi

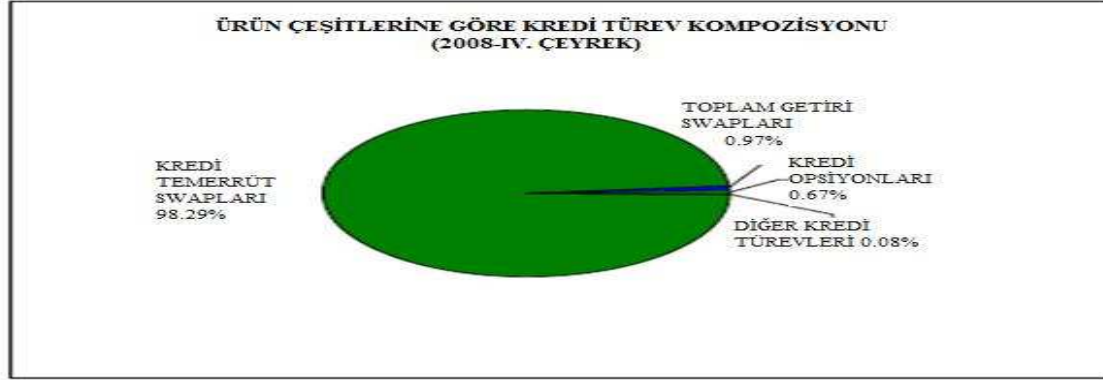


Kaynak: Sakarya, B., 2008, s.12.

¹⁶ Perşembe, A., "CDS'ler(Credit Default Swaps)", <http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm>, e.t., 05.03.2010.

Grafik 5'te ürün çeşitlerine göre türev kompozisyonları gösterilmiştir. En büyük pay %98.29 oranıyla kredi temerrüt swaplarına aittir. Kredi türevleri son yıllarda hızlı bir artış göstermiştir. 2003 yılının sonlarından 2008'e kadar kredi türevi sözleşmelerinin yıllık büyüme oranları %100 olmuştur. Ancak 2008 yılının son çeyreğinde %2 oranında azalmıştır¹⁷.

Grafik 5: Ürün Çeşitlerine Göre Türev Kompozisyonu (2008- IV. Çeyrek)



Kaynak: <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e. t., 18.02.2010.

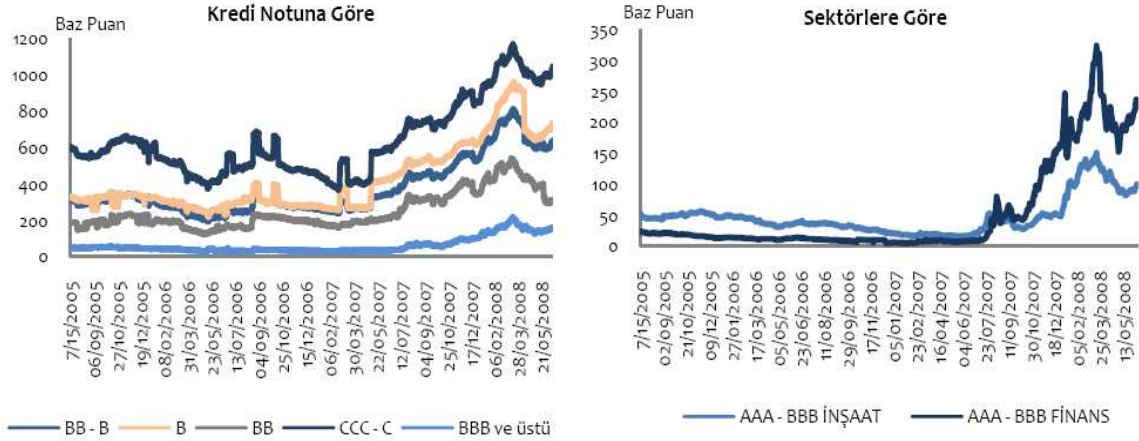
Grafik 6'da kredi notuna ve sektörlere göre CDS dağılımları yer almaktadır. Kredi riskinin bir nevi fiyatını gösteren CDS dağılımları krize bağlı olarak yükselmiştir. 2007 yılı öncesi en düşük seviyelerini gören dağılım, krizin ardından en yüksek seviyelerine yükselmiştir. Yatırımcılar kredi riskini taşımak için daha yüksek prim talep etmektedir. Sektörlere göre CDS'ler incelendiğinde ise yatırım sınıfı (AAA-AA-A-BBB) kredi notuna sahip şirketlerin CDS dağılımlarından finans ve inşaat sektörü CDS endeksleri, krizin finans kesimini etkilediğini daha net göstermektedir. Finans kesiminin kredi risk primi inşaat sektörüne oranla yaklaşık 150 baz puan daha fazla artmıştır. Ayrıca finans sektöründeki kredi riskinin volatilitesi daha yüksek gerçekleşmiştir (Demir vd., 2008: 60).

CDS'lerin kriz döneminde hedging işleminden ziyade spekülasyon güdüsüyle yapılması sonucunda bir kısmı eşik altı konut kredilerini baz aldığı için, emlak piyasasıyla ortaya çıkan küresel kriz CDS balonunu da patlatmıştır. Bu patlama kaçınılmazdı. Çünkü CDS piyasasının neden olduğu kredi riski miktarı CDS'lerin yazıldığı özgün kredileri fazlasıyla aşmıştır. CDS'lerin patlaması ise sadece AIG gibi şirketleri zor durumda bırakmakla kalmamış, aynı zamanda kredi krizini de tetiklemiştir. Krizi atlatabilmek için ihraç ettikleri tahvilleri erken itfa edip sermayelerini güçlendirmek isteyen şirketler aslında

¹⁷ <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e., t., 18.02.2010.

şirketin ayakta kalmasında çıkarları olması gereken tahvil sahiplerini bu konuda ikna edememişlerdir. Çünkü aynı kişiler o tahviller üzerinde CDS satın almışlardı ve eğer şirket batarsa daha fazla kâr elde edeceklerdi. Diğer taraftan sağlam şirketler, ihraç ettikleri tahviller üzerinde yapılan CDS spekülasyonları yüzünden kaynak bulamayarak 2008'in sonunu görememişlerdir¹⁸.

Grafik 6: ABD CDS Dağılımı



Kaynak: Demir vd., 2008, s. 60.

CDS'ler aslında borç sigortası poliçeleridir, fakat sigorta sözleşmeleri üzerinde uygulanan regülasyonlardan kaçınmanın bir yoludur. Düzenlemeden yoksun olan bu piyasa 2000'lerin başında 900 milyar dolarlık bir büyüklüğe sahipken, 2008 yılında 50 trilyon dolarlık bir hacme ulaşmıştır. Bu gelişmenin kaynağı 2000 yılında Kongrenin bu araçları şans oyunları yasasından muaf tutmasıdır. Krizin toplam maliyeti 10 trilyon doları aşmıştır. Krizin maliyetine yönelik tazmin edici ve koruyucu sözleşmeler olduysa da, bu maliyetin ne kadarının tazmin edildiği belirsizdir. Bazı mali kuruluşlar CDS'ler konusunda aracılar gibi davranmışlardır. Belli bir borçluyu hem sigortalamışlar, hem de bu sigortadan aldıkları periyodik sigorta ödemesi ile diğer tarafa ödedikleri prim arasındaki farktan kazanç sağlamışlardır (Murphy, 2008: 3-6).

3.3.2. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO)

CDO'lar varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi araçlarıdır ve en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO; krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirmekte ve yatırımcılara

¹⁸ Perşembe, A., "CDS'ler(Credit Default Swaps)", <http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm>, e.t., 05.03.2010.

sunmaktadır. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlamaktadır (Demir vd., 2008: 14,).

CDO'lar içerdikleri menkul kıymetlerin kredi derecelerine göre; Senior, Mezzanine ve Equity Tranch olmak üzere üç dilime ayrılırlar ve her dilimi ayrı fiyatlanarak işlem görmektedirler. Senior, kredi notu yüksek olan varlığa dayalı menkul kıymetler ve mortgage'a dayalı menkul kıymetler içeren CDO dilimidir. Mezzanine, en çok işlem yapılan CDO dilimidir. Orta düzey kredi derecesine sahiptir. Çoğunlukla risksiz varlıklara yatırım yaptığı bilinen emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve büyük yatırım bankalarının bu çeşit CDO'lara yatırım yaptığı bilinmektedir. Equity Tranch ise en riskli varlıklardan oluşan CDO dilimidir ve finansal piyasalarda yaşanan karışıklıkların sebebi olan riskli ipotekli konut kredilerini (subprime) içerir. Bazı emeklilik fonları ve büyük bankaların yanı sıra, Avrupa ve Asya'lı yatırımcıların da bu CDO dilimlerine yatırım yaptıklarının ortaya çıkması kredi daralması yaşanmasında etkili olmuştur¹⁹.

Bir bankanın bilançosu ele alındığında kredi riskine haiz varlıklar dikkat çekmektedir. Bankanın bilançosundan varlıkların kredi riskinin bir kısmını çıkarabilmek için CDS, büyük bir borç havuzunun riski bilançodan uzaklaştırılmak isteniyorsa CDO kullanılacaktır. Bir CDO'da banka bir tarafta, kredi riskini almak isteyen yatırımcılar da diğer tarafta yer almaktadır. CDO'da üçüncü bir taraf olan SPV (Special Purpose Vehicle-Özel Amaçlı Araç) veya diğer bir adıyla SPE (Special Purpose Entity- Özel Amaçlı Kuruluş) önemli bir role sahiptir. SPV sadece bu CDO işlemi için yaratılmış yasal bir tüzel kişiliktir. Sonuçta yönetimi, aktifleri ve pasifleri olan küçük bir şirkettir. Her ne kadar SPV, kredi riskini uzaklaştırmak isteyen banka tarafından kurulsun da banka ile yasal bağı yoktur. Pratik olarak SPV, bankanın bilançosundan kredileri devralır ve CDO'yu ihraç eder. Aktifleri riskli borçlardır, pasifleri de CDO teşkil etmektedir. Bankanın ve ihraç eden kurumların ayrılması kredilerin tekrar bankanın bilançosuna konsolide edilmesini engeller. Bu ayırım ayrıca CDO yatırımcısına da koruma sağlar. Banka iflas etse bile SPV faaliyetlerine devam edecek ve yükümlülüklerini yerine getirebilecektir (Demir vd., 2008: 14).

CDO'lar olarak isimlendirilen bu kredi türevinin 2000-2006 arasında kaydettiği hızlı büyüme mevcut subprime krizinin kökenini oluşturmuştur. CDO, devlet destekli bir kuruluşun ya da Wall Street yatırım bankasının büyük bir supprime tut-sat havuzunu satın aldığı anda yaratılmaktadır. Ödeme akışı daha sonra, altta yatan tut-sat havuzunda oluşan iflaslardan kaynakların seviyesine bağlı olarak birbirlerinden farklılaştırılan çeşitli dilimler

¹⁹ http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/earastirma/ABD_Konut_Sektorundeki_Gelismeler_ve_Etkileri.pdf, e. t., 17.02.2010

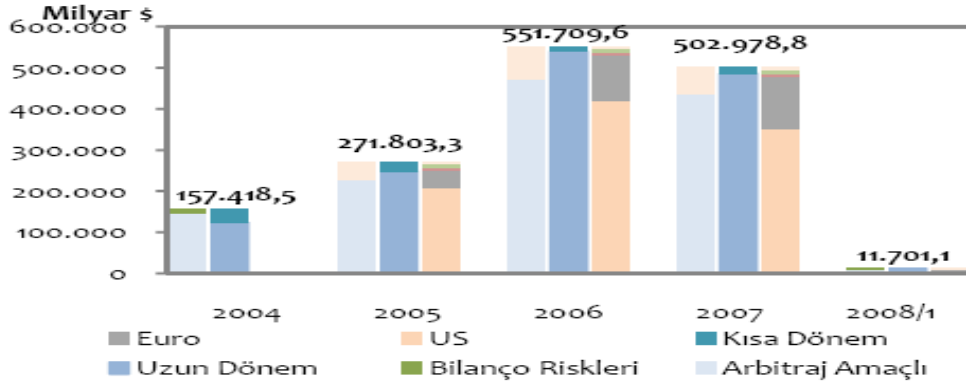
halinde oyulup dağıtılmaktadır. En düşük menkul dilimi, kayıpları ilk emecek olan dilimdir. Bu dilim bir kez tüketildikten sonra, diğer kayıplar bu anapara tükeninceye kadar bir sonraki dilime uygulanarak, yükselen dilim merdiveninde –ya da mezzaninde- yukarı doğru ilerlenir. Bu –teoride- AAA kredi notu alan en üst dilime koruma sağlanacaktır. Kredi riskine daha çok maruz kalan ve daha düşük kredi oranına sahip düşük dilimler yatırımcılara daha yüksek getiri oranı sağlarlar. Dolayısıyla, her dilim, getiri ve risk oranına göre ayrılan farklı bir borç alt-sınıfını temsil eder. CDO’lar sponsorları tarafından, fon yöneticilerinin görelî risk bilançosunu yeniden ayarlamaya ve kendi portföylerine dönmeye daha yatkın olmaya izin vermek suretiyle, yatırımcılara daha geniş bir yatırım yelpazesi sunan araçlar olarak teşvik edilmiştir (Beitel, 2008: 178-179).

Kredi veren kuruluşlar, CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için bu menkul kıymetler yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir, ancak serbest fonların fon büyüklüğünden daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için, normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır. ABD’de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişmiş ve bu fonların varlıklarında ciddi kayıplar olmuş, fon büyüklüklerindeki büyük kayıplar sonrası gelen fon satış talepleri likidite sorununu beraberinde getirmiştir. Büyük bankalar riskli müşterilerine borç vermeyi durdurmuş, likidite krizi oluşmuş ve merkez bankaları piyasaya para enjekte etmeye başlamıştır (Demir vd., 2008: 54). Mevcut krizin diğer finansal krizlerden en büyük farkı, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ve bu ürünlerin bir havuz içerisinde toplanarak ticaretinin yapılmasıdır (Varderi ve Dursun, 2009: 11). Mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerle birlikte karşımıza çıkan CDO piyasasında toplam ihraç bedeli 2008 Ocak ayı itibarıyla toplam 11 trilyon 710 milyar \$’dır (Demir vd., 2008: 55).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının CDO’lara verdikleri notların yüksek olduğu yönündeki eleştiriler zamanla artmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları S&P ve Moody’s 17 milyar dolardan fazla değer taşıyan tahvilin notunu indirmiştir. Paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek zorlaşmıştır. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar neredeyse değersiz hale gelmiştir. Şirketler paralarını almak isteyen yatırımcılara ödeme yapmak için, hatta fonları çevirmek için bile para bulamaz hale gelmişlerdir. Sonuçta fonlar dondurulmuş, bu ürünlere yatırım yapan şirketler büyük zararlar etmişler veya iflasın eşiğine gelmişlerdir (Apak ve Aytaç, 2009: 212).

Grafik 7’de küresel CDO piyasası ihraç verilerinin 2004 ile 2008’in ilk çeyreği arasındaki gelişimi verilmiştir. Grafikten de takip edilebileceği gibi, CDO ihracı 2006 yılında 2004 yılına göre yaklaşık 3.5, bir önceki yıla göre ise 2 katlık bir artış sergilemiştir. 2007 yılında 2006’ya göre küçük bir gerileme yaşanmış ve 2008 yılında piyasa adeta çökmüştür.

Grafik 7: Küresel CDO Piyasası İhraç Verilerinin Gelişimi



Kaynak: Demir vd., 2008, s. 55

Tablo 1’de 2001 ile 2008’in birinci çeyreği aralığında bankacılık sektörü türev ürünlerinde yaşanan gelişim verilmiştir. Ticari bankacılık sektöründe türev işlemlerin hacmi, 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken, 2007 yılı sonu itibarıyla 4 kattan fazla artarak 166,1 trilyon dolara ulaşmış, türev ürün kullanımı artmıştır. 2004, 2005 ve 2006 yıllarında artış hızı ivme kazanmıştır. Bu artış içerisinde tutar olarak en büyük pay faiz sözleşmelerine aittir. 2000 yılında 32,9 trilyon dolardan 2007 yılında 129,5 trilyon dolara yükselmiştir.

Tablo 1: Bankacılık Sektörü Türev Ürünlerdeki Gelişim

(%)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1
TÜREVLER	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Kredi Türev SB	0.9	1.1	1.4	2.7	5.7	6.8	9.5	9.1
Faiz Oranı Söz.	84.1	85.9	86.7	85.5	83.0	81.3	77.9	78.1
Faiz Swapları SB	53.7	55.3	59.0	61.2	61.2	59.3	59.8	60.0
FaizFut.&Forw.Söz.	11.7	13.1	10.1	7.4	6.9	6.5	5.5	6.5
Opsiyon Söz.	18.7	17.5	17.6	16.9	14.9	15.5	12.6	11.9
Döviz Kuru Söz.	12.9	11.1	10.4	10.2	9.5	9.5	10.3	10.9
Döviz Swapları SB.	2.5	2.3	2.5	2.4	2.1	1.9	1.9	1.8
USD&Döviz Taah.	8.7	7.2	6.1	5.8	5.2	5.2	6.1	6.4
Opsiyon Söz.	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3	2.5	2.4	2.6
Emtia Söz.	2.1	1.8	1.5	1.6	1.8	2.4	2.2	1.9
Swapların SB.	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Futur.Forward Söz.	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Opsiyon Söz.	1.5	1.4	1.1	1.2	1.3	1.9	1.6	1.4

Kaynak: Demir vd., 2008, s.45.

Faiz oranı sözleşmeleri içerisinde en büyük pay ise, tüm türev işlemlerinin %60’ının gerçekleştirildiği faiz swaplarıdır. Türev ürünler içinde en dikkat çeken grup kredi türevleridir. 2000 yılında sadece %0,9’luk bir paya sahip olan kredi türevlerinin toplam

içindeki payı 2007 yılında %9,5'e yükselmiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinde de türev ürünlerdeki gelişim 2007 yılıyla paraleldir. 2007 yılında meydana gelen dalgalanmaya bağlı olarak bu ürünlerde ciddi zararlar yaşanmış, bu zararlar bankacılık sektörünün gelir tablosu ve bilançolarına yansımıştır (Demir vd., 2008: 44).

Tablo 2'de, 2008 yılının son çeyreğinde türev sözleşmelerinin ilk beş banka arasındaki dağılımı yer almaktadır. Buna göre, tüm bankalar arasında en çok kullanılan türev ürün yaklaşık %66'lık bir payla swaplar olmuştur. Kredi türevlerinin oranı %7.9 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Türev Sözleşmelerin Bankalar Arasında Dağılımı

2008 /IV.çeyrek	İlk Beş Banka (\$)	Toplam Türevler (%)	Diğer Bankalar (\$)	Toplam Türevler (%)	Tüm Bankalar (\$)	Toplam Türevler (%)
Future ve Forward	19.877	9.9	2.635	1.3	22.512	11.2
Swaplar	127.101	63.4	4.604	2.3	131.706	65.7
Opsiyonlar	28.991	14.5	1.277	0.6	30.267	15.1
Kredi Türevleri	15.529	7.7	368	0.2	15.897	7.9
TOPLAM	191.498	95.6	8.884	4.4	200.382	100

Kaynak: <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e.t., 18.02.2010.

Türev ürün kullanımının artmasının en temel sebebi yatırımcıların riski göze almaları ve bu sebeple de başta kredi türevleri olmak üzere birçok yapılandırılmış ürünün çıkarılmasıdır. Bu ürünler, sunulan kaldıraç imkânı nedeniyle yüksek kârlar elde etme imkânı sunmaktadır. Bankacılık sektörü de finansal piyasalarda ürün çeşitliliğinin artmasıyla birlikte türev sözleşmelerinde taraf olmuştur. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, bankacılık sektörünün türev ürünlerde açık pozisyonda olup olmadığıdır (Demir vd., 2008: 45).

Tablo 3'de 31 Aralık 2008 itibariyle, türev ürünlerin ticaretini yapan en büyük beş bankanın toplam aktifleri, ellerindeki toplam türev ürünleri ve kredi türevleri sunulmuştur. Buna göre, JP Morgan Chase ilk sırada, Bank of America ise ikinci sırada yer almaktadır.

Tablo 3: Türev Sözleşmelerin Ticaretini Yapan İlk Beş Banka, (31 Aralık 2008 ,Milyon \$)

Bankalar	Toplam Aktifler (\$)	Toplam Türevler(\$)	Kredi Türevleri(\$)
JPMORGAN CHASE BANK NA	1.746.242	78.971.043	8.391.629
BANK OF AMERİCA NA	1.471.631	36.253.960	2.050.604
CİTİBANK NATIONL ASSN	1.231.154	29.157.435	2.730.434
GOLDMAN SACHS BANK USA	162.474	28.832.666	1.396.943
HSBC BANK USA NATIONL ASSN	181.620	2.753.635	959.440
Öne Çıkan İlk Beş Bankanın Verileri	4.793.121	175.968.740	15.529.050
Diğer Ticari Bankalar	6.021.741	516.160	2419
TOPLAM	10.814.862	184.484.900	15.531.469

Kaynak: <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e.t., 18.02.2010.(Kaynakta yer alan tablodaki 25 banka içerisinden ilk 5 bankanın konuyla ilgili göstergeleri alınmıştır).

2008 küresel finans krizinin ipotekli kredilerin geri dönüşündeki yavaşlamadan kaynaklandığı şeklinde geniş çaplı bir düşünce hâkimdir. Fakat dikkat çeken ve bu krizi diğer

dünya krizlerinden farklı kılan neden, klasik bir finans krizi olmaması ve türev piyasaların, denetimsiz, karmaşık ölçülemeyen hacmidir (Yılmaz, 2009: 2).

4. Krizin Reel Ekonomi Üzerindeki Etkileri

Kökenleri daha eskilere gitmekle birlikte yıkıcı etkileri 2008 yılı ortalarında kendisini göstermeye başlayan ABD kaynaklı finansal kriz, küreselleşmenin etkisiyle ülkeler arasında artan bağımlılık ilişkisine paralel olarak başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılmıştır. Finans kesimi ile reel sektör arasındaki karşılıklı bağ dikkate alındığında, 1929 buhranı sonrası yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilen böylesi bir krizden reel kesimin de derinden etkilenmesi kaçınılmazdı. Nitekim krizi derinden yaşayan ABD ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere, finans kesiminde yaşanan sorunlar sonrası büyüme oranlarının keskin düşüşler yaşadığı ve bunun doğal bir sonucu olarak işsizlik rakamlarında da çok ciddi artışlar yaşandığı gözlenmiştir. Daralan likidite ortamında ekonomilerin durgunluğa girmesini önlemek için piyasaya kısa sürede trilyon dolarlar sürülmüş, ancak güven bunalımının yaşandığı bu panik ortamında alınan tedbirlere rağmen krizin etkisi oldukça yıkıcı olmuştur. Dünyanın en büyük ekonomilerinden biri olan ABD’de halkın gelir seviyesinde ortaya çıkan gerileme, gerek iç, gerekse de dış tüketime, bunun doğal sonucu olarak da üretime yansımış ve hem ABD, hem de onunla yakın ticari bağları olan ekonomilerin temel makroekonomik göstergelerinde bozulmalara yol açmıştır.

Krizin etkilerini görebilmek amacıyla bu kısımda; seçilmiş bölgeler, ülkeler ve göstergeler özelinde kriz öncesi ve sonrası ekonomik yapı incelenecektir. Bu amaçla, IMF tarafından yayınlanan *World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009*’dan alınan verilerle hazırlanan Tablo 4’de; gerek dünya geneli, gerekse de ABD, AB, Asya, Afrika ve Türkiye’de sırasıyla; GSYH’deki büyüme oranı, enflasyon oranı ve cari denge değişkenlerinin 2005-2010 yılları arasındaki gelişimi verilmiştir. Tablodan da görülebileceği gibi, dünya genelinde 2005 yılında %4,5 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %3,2 düzeyine gerilemiş, krizin asıl yıkıcı etkilerinin ortaya çıktığı 2009 yılında ise %1,3’lük bir daralma beklenmektedir. 2010 yılı tahminleri ise belirli bir toparlanma ile %1,9’luk bir büyümenin olacağı şeklindedir. Benzer eğilim enflasyon oranlarında da yaşanmış, 2005 yılında %3,7 olan oran 2008’de %6’ya çıkmıştır. Ekonomilerde beklenen daralmayla birlikte 2009 yılında %2,6’ya gerilemesi öngörülmektedir. 2010 yılı tahmini %2,9’dur. 2005 yılında 53,7 milyar dolar fazla veren cari denge, 2006 ve 2007 yıllarında artışını sürdürmüştü ve 2008 yılına gelindiğinde yaklaşık 4,6 kat artarak 249,5 milyar dolarlık bir cari fazla ortaya

çıkmiştir. Buna karşın, 2009 yılında dünya genelinde yaklaşık 109 milyar dolarlık cari açık beklenmektedir. 2010 yılı tahmininde ise 12,6 milyar dolarlık bir fazla öngörülmektedir.

Tablo 4: Seçilmiş Bazı Makroekonomik Göstergeler

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Dünya</i>	GSYH (Yıllık Değişim %)	4,5	5,1	5,2	3,2	-1,3	1,9
	Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla)	3,7	3,7	4	6	2,6	2,9
	Cari Denge*	53,7	176,1	243,8	249,5	-108,9	12,6
<i>ABD</i>	GSYH (Yıllık Değişim %)	2,9	2,8	2	1,1	-2,8	0
	Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla)	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	-5,9	-6	-5,3	-4,7	-2,8	-2,8
<i>Avrupa Birliği</i>	GSYH (Yıllık Değişim %)	2,2	3,4	3,1	1,1	-4	-0,3
	Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla)	2,3	2,3	2,4	3,7	0,8	0,8
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	-0,05	-0,3	-0,5	-1,1	-0,8	-0,5
<i>Asya</i>	GSYH (Yıllık Değişim %)	9,0	9,8	10,6	7,7	4,8	6,1
	Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla)	3,8	4,2	5,4	7,4	2,8	2,4
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	4,0	6,0	6,9	5,8	6,4	5,7
<i>Afrika</i>	GSYH (Yıllık Değişim %)	5,8	6,1	6,2	5,2	2	3,9
	Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla)	7,1	6,3	6,3	10,1	9	6,3
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	1,9	3,6	1,0	1,0	-6,5	-4,7
<i>Türkiye</i>	GSYH (Yıllık Değişim %)	8,4	6,9	4,7	1,1	-5,1	1,5
	Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla)	8,2	9,6	8,8	10,4	6,9	6,8
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	-4,6	-6	-5,8	-5,7	-1,2	-1,6

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

* Milyar \$

ABD'nin verilerine bakıldığında, 2005 yılında %2,9 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %1,1 düzeyine gerilemiş, 2009 yılında ise dünya ortalamasının altına düşerek %2,8'lik bir küçülme beklenmektedir. 2010 yılı tahminlerinde 2009'a göre bir iyileşme beklense de ekonomide bir büyüme öngörülmemektedir. Enflasyon oranları 2005-2008 arasında fazla değişmemiş ve %2,9-3,8 bandında kalmıştır. 2009'da ise enflasyon oranının %-0,9 olması beklenmektedir. 2010 yılı tahmini ise %-0,1'dir. Sürekli bir cari açık sorunu olan ABD'de 2005-2007 arasında GSYH'nın yaklaşık %6'sı olan cari açık 2008'de %2,8'e gerilemiştir. 2010 yılında da %2,8'lik bir açık öngörülmektedir.

Krizin beşiği ABD ile yakın ticari bağları olan AB de krizden ciddi şekilde etkilenmiştir. 2005-2007 ortalamasında yaklaşık %3 GSYH büyümesi yaşayan AB, kriz nedeniyle 2008 yılında sadece %1,1 büyümüş, krizin derinleştiği 2009 yılında ise %4'lük bir daralma beklenmektedir. 2010 yılı tahminleri AB'nin %0,3 küçüleceği şeklindedir. Dış ticaretinde diğer ülkelere nazaran açık ara en büyük paya sahip AB ile ticareti göz önüne

alındığında AB'deki bu olumsuz yapı ülkemizi de ciddi biçimde etkilemiştir. Alman Bundesbank geleneğini takiben, enflasyona karşı aşırı hassasiyeti olan AB'de 2005-2007 ortalaması %2,3 iken, enflasyon oranı 2008'de yaklaşık %70'lik bir artışla %3,7'ye çıkmıştır. 2009 yılında %0,8'e gerilemesi beklenirken, 2010 yılı tahmini de %0,8'dir. Cari açık sorunu olmayan AB'de bile 2008 yılında açık bir önceki yıla göre 2 katından daha fazla artışla GSYH'nın %1,1'ine çıkmıştır. 2009 yılında %0,8 olarak beklenen cari açığın, 2010 yılında %0,5 olacağı tahmin edilmektedir.

Asya ve Afrika kıtası da krizden önemli oranda etkilenmiştir. Son yıllarda dünya ekonomisinin itici gücü olan Asya'da 2005-2007 ortalaması alındığında büyüme oranı %10 iken, 2008'de %7,7'ye gerilemiştir. 2009'da büyüme oranı beklentisi %4,8, 2010 yılı tahmini ise %6,1'dir. Enflasyon 2005'deki %3,8 düzeyinden 2007'de %7,4'e çıkmış, 2009'da ise %2,8'e gerilemesi beklenmektedir. 2010 tahmini %2,4'dür. Cari fazla 2007'de GSYH'nın %6,9'sı iken, 2008'de %5,8 olmuştur. 2009 beklentisi %6,4, 2010 tahmini ise %5,7'dir. Afrika kıtası da krizden etkilenmiş, büyüme %6'lardan %2'lere düşmüş; enflasyon %7,1'den %10'lara çıkmıştır. Bölgede 2006 yılında GSYH'nın %2,6'sı oranında cari fazla varken, 2009'da %6,5 açık beklenmektedir. 2010 yılında ise %4,7'lik bir açık tahmin edilmektedir.

Ülkemize bakıldığında, 2005 yılında %8,4 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %1,1 düzeyine gerilemiş, 2009 yılında ise %5,1'lik bir daralma beklenmektedir. 2010 yılı tahmini %1,5'lik bir büyümenin yaşanacağı şeklindedir. Enflasyon oranlarına bakılacak olursa, 2005 yılında %8,2 olan oran 2008'de %10,4'e çıkmış, 2009 yılında ise %6,9 olması beklenmektedir. 2010 yılı tahmini %6,8'dir. 2005-2008 ortalamasında GSYH'nın yaklaşık %5,5'i oranında cari açık yaşanmış²⁰, 2009 yılında ise açığın %1,2'ye gerilemesi beklenmektedir. 2010 yılı tahmini %1,6'lık bir açık öngörmektedir.

Krizlerin en olumsuz etkilerinden biri işgücü piyasalarında ortaya çıkmaktadır. Tablo 5, seçilmiş ülkelerde 2003-2009 arası işsizlik oranlarını yansıtmaktadır. Ülke seçiminde hem farklı kıtalarda olmaları, hem de dünya ekonomilerindeki etkileri göz önüne alınmıştır. Buna göre, Avustralya'da 2003 yılında %5,9 olan işsizlik oranı 2008'de %4,4'e gerilemiş, krizin sonuçlarının daha ciddi bir biçimde ortaya çıktığı 2009 yılında yaklaşık %33'lük bir artışla %5,6'ya yükselmiştir. ABD'de 2003-2008 arası %4,6-6 aralığında seyreden işsizlik oranı 2009'da bir önceki yıla göre önemli oranda artarak %5,8'den %9,3'e yükselmiştir. Almanya'da 2007 yılında %10,1 olan işsizlik oranı, 2008'de 8,7'ye, bir sonraki yılda ise %7,5'e gerilemiştir. Japonya'da 2006-2008 arasında ortalama %4 olan söz konusu oran

²⁰ Cari açığın GSYH'nın %4-5'ini aşması literatürde kriz öncü göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu konuda detaylı bilgi için bkz. (Alagöz, Işık ve Delice, 2006: 347-374).

2009'da %25'lik artışla %5,1'e yükselmiştir. Rusya'da %8'lerden %6,1'lere gerileyen oran, 2008'de %6,3'e, izleyen yılda ise önemli bir artışla %8,5'e çıkmıştır. Güney Afrika'da zaten yüksek seyreden işsizlik oranları 2007-2009 arasında ortalama %22'ler düzeyinde kalmıştır.

Tablo 5: Seçilmiş Bazı Ülkelerde İşsizlik Oranları (%)

ÜLKELER	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Avustralya	5,9	5,5	5	4,8	4,4	4,2	5,6
ABD	6	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3
Almanya	11,6	11,7	13	12	10,1	8,7	7,5
Japonya	5,3	4,7	4,4	4,1	3,9	4	5,1
Rusya	8	7,8	7,2	7,2	6,1	6,3	8,5
Güney Afrika	28	26,2	26,7	25,5	23	22,9	21,9
Türkiye	10,5	10,3	10,3	9,9	10,3	11	14

Kaynak : ILO, Laborsta Internet, Statistic By Country ve www.tradingeconomics.com sitesinden alınıp tarafımızca düzenlenmiştir.

Krizin işsizlik rakamlarına ciddi bir yansımalarının olduğu ülkelerden biri de maalesef ülkemiz olmuştur. 2003-2007 arasında %10 bandında kalan oran 2008'de %11'e çıkmıştır. 2009'da ise ekonomideki %5,1'lik daralma beklentisinden de anlaşılacağı gibi, bir önceki yıla nazaran 3 puanlık bir artışla %14 düzeyine yükselmiştir. Genç nüfusu fazla olan, tarım nüfusunda da son yıllarda yavaşlamakla birlikte bir çözülme yaşanan ve bunun sonucu olarak daha fazla insana istihdam imkânı sağlamak zorunda olan ülkemizde hükümetlerin en fazla kafa yorması ve tedbir alması gereken konuların başında işsizliğin azaltılması gelmektedir. Bu noktada birtakım önlemler alınmaya çalışılsa da henüz anlamlı bir iyileşme kaydedilememiştir²¹.

Tablo 6'da ise aynı ülkeler için gecelik borç alma faizlerinin gelişimi verilmiştir. Tablodan da izlenebileceği gibi, tüm ülkelerde kriz sonrası ekonomide ortaya çıkacak durgunluğun şiddetini azaltmak için büyük faiz indirimleri yaşanmıştır. Avustralya'da faiz oranları 2007-2008 yıllarında sırasıyla %6,4 ve %6,6 düzeyindeyken, 2009'de %3,2'ye inmiştir. 2010'un ilk üç ayında ise tekrar %3,9'a çıkmıştır. Faiz indirimleri özellikle ABD'de dikkat çekici ölçülerde gerçekleşmiştir. İronik bir biçimde, 2008'de yaşanan krizin en önemli nedenlerinden birisi olarak A.Greenspan döneminde faizlerin çok düşürüldüğü birçok kesim tarafından dile getirilirken, krizden çıkış için de faizlerin yüksek oranda düşürülmesi yoluna gidilmiştir. Ülkede faizler 2007 yılında %5,05 iken, 2008'de %1,9'a, izleyen yılda %0,25'e

²¹ 1990'lı yıllarda kısa aralıklarla 1994, 2000 ve 2001 yıllarında krizler yaşayan, özellikle 2001 krizi Cumhuriyet tarihinin en büyük krizi olarak nitelendirilen Türkiye, sorunlarını ertelemesinin sonuçlarını fazlasıyla ödemiştir. 2000'in başlarında tarımda çalışan nüfusun %35 olduğu, sonraki yıllarda çözülme yaşansa bile bugün yaklaşık %25'ler civarında olmasının sıkıntısını toplum olarak çektiğimizi belirtmek isteriz. 2001 krizi sonrası özellikle bankacılık alanında köklü reformlar yapmak zorunda kalan Türkiye, finans sistemini sağlamlaştırmasının sonucunda 2008 küresel krizine nispeten daha iyi bir ortamda yakalanmıştır. 1994, 2000 ve 2001 krizi hakkında daha detaylı bilgi için bkz. (Işık, Alagöz ve Yıldırım, 2006: 237-262).

çekilmiştir. 2010'un ilk üç ayında da aynı seviyesini sürdürmektedir. Almanya'da ise faizler 2008'de %3,9 iken, takip eden yılda %1,25'e çekilmiştir. Azalış trendi devam etmiş ve 2010'un ilk üç ayında %1'e gerilemiştir. Japonya'da zaten düşük olan faizler %0,46'dan %0,1'e düşmüştür. Rusya'da ise faizler diğer ülkelerle kıyaslandığında fazla değişmemiş, 2008'de %9,2'den 2009'da %11,4'e çıkmış, 2010'un ilk üç ayında ise %8,65 olarak gerçekleşmiştir. Güney Afrika'da faiz oranları 2008'de %11,6 iken, sonraki yılda %7,8'e gerilemiş, 2010'un ilk üç ayında ise %7'lik bir oran ortaya çıkmıştır. Siyaset ve ekonomisinde yaşadığı sorunlar nedeniyle yıllarca istikrarı yakalayamamanın doğal bir yansıması olarak yüksek reel faiz ortamı yaşamış olan ülkemizde, 2002 sonrası IMF programının gereklerini yerine getirmenin etkisiyle faizlerde düşüş süreci yaşanmaya başlamış, ancak yine de reel faizler arzulanan noktaya düşürülemedi. Kriz ortamında da merkez bankası sık sık ekonomi durgunluğa giderken faizleri düşürmemekle suçlanmıştı. Bu konuda başlangıçta daha ihtiyatlı davranan merkez bankası ortamın da buna uygun olmasıyla faizleri önemli ölçüde indirmiştir. Nitekim 2007 yılında %17,2 olan faizler, 2008 yılında pek değişmemiş ve %16 seviyesinde kalmıştır. 2009 yılında ise neredeyse yarı yarıya bir düşüşle %9,2'ye gerilemiştir. 2010 yılında da düşüş eğilimi sürmüş ve ilk üç aylık gerçekleşme %6,5 olmuştur. Ülkede siyasi ve ekonomik istikrar ortamı yerleştiğinde tüm diğer göstergeler gibi faiz oranlarının da istikrarlı düşüşünü sürdürmesi ve reel faizlerde en önde gelen ülke olma durumundan kurtulması beklenmektedir.

Tablo 6: Seçilmiş Bazı Ülkelerde Gecelik Borç Alma Faiz Oranları(%)

ÜLKELER	2007	2008	2009	2010*
Avustralya	6,4	6,6	3,2	3,9
ABD	5,05	1,9	0,25	0,25
Almanya	3,5	3,9	1,25	1
Japonya	0,46	0,46	0,1	0,1
Rusya	10,3	9,2	11,4	8,65
Güney Afrika	9,6	11,6	7,8	7
Türkiye	17,2	16	9,2	6,5

Kaynak: www.tradingeconomics.com.*2010 yılının ilk üç aylık oranı

5. Sonuç ve Değerlendirme

1929 ekonomik bunalımından sonra dünyanın yaşadığı en büyük kriz olarak nitelendirilen 2008 finansal krizi sonrasında da tıpkı 1929 sonrası olduğu gibi, mevcut sistemin yetersizliği ve yeni bir yapının oluşmasının zorunluluğu birçok çevre tarafından tartışılmış ve tartışılmaya da devam etmektedir. Dünya ekonomisini derinden etkileyen bu denetimsiz ve başıbozuk yapı sonrası piyasanın sağlıklı işleyişini bozan yönlerin

giderilmesine yönelik çabaların sürmesi ve bir sonuca ulaşılması ilerde daha yıkıcı yeni krizlerin ortaya çıkmasını önlemek için hayati önemdedir.

Her ne kadar kriz ortamında bazı çevreler tarafından bir *ayrışma hipotezinden* bahsedilmeye başlansa da, ekonomilerin birbirleriyle çok bağımlı hale geldiği küresel ortamda, tek tek düzenlemelerin ötesinde koordineli düzenlemeler yapılması ve finansal sistemin, şeffaf ve bağımsız, uluslararası bir yapıda objektif bir denetim yapısına kavuşturulması bir zorunluluk olarak gözükmektedir. Ancak bu düzenlemeler serbest piyasa mekanizmasını zedeleyen, devleti ekonominin merkezine koyan bir anlayışa götürmemelidir. Devletler serbest piyasanın sağlıklı işlemini sağlayacak kuralları koymalı, kuralın dışına çıkanlara hesabını sormalı, bunu yaparken de öncelikle kendisi kural dışına çıkmamalıdır. Piyasada hatayı yapan bedelini ödemedikçe, devlet tekelinde bulundurduğu para basma yetkisiyle ve diğer kesimlere ilave vergiler koyarak adeta hata yapanı ödüllendirdikçe dünya ekonomisi her an krizlere açık olacaktır. Bu noktada önemli olan, krizin ana nedenlerine inmek ve hatalardan ders alarak objektif çözümler ortaya koymaktır. Aksi takdirde, piyasaya trilyonlarca doları sürmekle sadece krizin üstü örtülmüş ve ertelenmiş olur. Mevcut kriz geçmişte yaşanmış birçok krizden biridir ve sonuncusu da olmayacaktır. Rasyonel davranılırsa bu krizden de piyasa sistemi güçlenerek çıkacaktır.

Küresel krizde türev ürünlerin rolü ve reel ekonomiye etkilerinin analiz edildiği bu çalışmada, krizin ortaya çıkardığı sonuçlar grafik ve tablolara dayalı olarak ortaya konmuştur. Buna göre, ünlü spekülör Warren Buffet'in, *zaman bombası* olarak gördüğü türev ürünlerin denetimsiz yapısı krizde önemli bir role sahiptir. Örneğin, BIS verilerine göre, kredi türevlerinin en yaygın kullanılanlarından olan CDS'in 2004 yılında yaklaşık 3,3 trilyon dolar olan hacmi, 2007 yılının Haziran ayında yaklaşık 13 kat artarak 42,6 trilyon dolara yükselmiştir. Bir diğer önemli kredi türev çeşidi olan CDO ihracı 2006 yılında 2004 yılına göre yaklaşık 3.5, bir önceki yıla göre ise 2 katlık bir artış sergilemiştir. 2007 yılında 2006'ya göre küçük bir gerileme yaşanmış ve 2008 yılında piyasa adeta çökmüştür. 31 Aralık 2008 itibarıyla türev ürünlerinin en fazla ticaretini yapan JPMorgan Chase Bank'ın elindeki toplam türev ürününün piyasa değeri yaklaşık 79 milyar dolar iken, ikinci sıradaki Bank of America'nın elinde yaklaşık 36 milyar dolarlık türev ürün vardı. Krizle birlikte aşırı risk alan bu ve benzeri kurumların sıkıntıya düşmeleri ve finans kesimindeki bozulmanın reel kesime de yansımaları kaçınılmazdır.

Reel kesime bakıldığında, dünya ekonomisi 2008 yılında %3,2 büyürken, 2009 yılında %1,3'lük bir daralma beklenmektedir. ABD'de de 2005 yılında %2,9 olan büyüme oranının 2009 yılında yerini %2,8'lik bir küçülmeye bırakması beklenmektedir. İşsizlik oranları da

ABD ekonomisinin durumunu çarpıcı olarak yansıtmaktadır. 2003-2008 arası %4,6-6 aralığında seyreden işsizlik oranının 2009'da bir önceki yıla göre önemli oranda artarak %5,8'den %9,3'e yükselmesi beklenmektedir. Faizlerin gelişimi incelendiğinde, 2007 yılında %5,05 olan faiz oranı, 2009'da %0,25'e çekilmiştir. Türkiye de krizden etkilenmiştir. Büyüme oranı 2005 yılında %8,4 iken, 2009 yılında ekonomide %5,1'lik bir daralma beklenmektedir. İşsizlik verilerine bakıldığında, 2003-2007 arasında %10 bandında kalan oran 2008'de %11'e, 2009 yılı sonunda %14 gibi oldukça yüksek bir seviyeye çıkmıştır. Ülkede 2007 yılında %17,2 olan faizler, 2009 yılında neredeyse yarı yarıya bir düşüşle %9,2'ye gerilemiştir. Tüm bu rakamlar krizin etkisini çarpıcı bir şekilde ortaya koymaktadır.

Kaynakça

- ALAGÖZ, Mehmet, Nihat IŞIK ve Güven DELİCE; (2006), “Finansal Krizler İçin Erken Uyarı Sinyali Olarak Cari Hesap Göstergeleri,” Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri Makale Derlemesi, Halil SEYİDOĞLU ve Rifat YILDIZ (Ed), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Makale Derlemesi, Arıkan Yayıncılık, ss. 347-374.
- ALANTAR, Doğan; “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, 17.02.2010.
- APAK, Sudi ve Ayhan ATAÇ; (2009), Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- ASLAN, Hadiye; “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf, 20.2.2010.
- AŞIKOĞLU, Rıza ve Cantürk KAYAHAN; (2008), “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 10(2), ss.160-161.
- AYDOĞUŞ, Osman; (2009), “2008-09(?) Küresel Krizinden Geçerken Türkiye Üzerine Bazı Gözlemler ve Değerlendirmeler”, TİSK Akademi Dergisi 4(2), s.33.
- AZER, Arzu; (2009), “Büyüme Faktörlerinin Küresel Finansal Dalgalanmalar Üzerindeki Etkisi”, http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Azer_econanadolu2009.pdf, 18.02.2010.
- BAYRAKTUTAN, Yusuf; (2006), “Küresel Finansal Krizler ve IMF”, Halil SEYİDOĞLU ve Rifat YILDIZ (Ed), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Makale Derlemesi, Arıkan Yay., s.25.
- BEITEL, Karl; (2008), “Subprime Yıkım”, Neoliberalizm ve Kriz, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- CANBAŞ, Serpil ve Hatice DOĞUKANLI; (2001), Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- CROUHY, Michel G., Robert A. JARROW, and Stuart M. TURNBULL; (2008), “The Subprime Credit Crises of 07”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467, 30.01.2010.
- DEMİR, Faruk, Ayşegül KARABIYIK, Emine ERMIŞOĞLU ve Ayhan Küçük; (2008), “ABD Mortgage Krizi”, Çalışma Tebliği Sayı 3, http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABDMORTGAGE05082008x.pdf, 10.03.2010.
- DÖNMEZ, Çetin A. ve Mustafa K. YILMAZ; (1999), “Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?”, İMKB Dergisi, 3(11), s.50.
- ERDÖNMEZ, Ataman Pelin; (2009), “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi, Sayı 68, s.85.
- HİÇ, Mükerrerem; (2009), Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye, Beykent Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- ILO; Laborsta Internet, Statistic By Country. <http://laborsta.ilo.org/>, 09.03.2010.

- IMF; (2009), Word Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>, 10.03.2010.
- İŞİK, Nihat, Mehmet ALAGÖZ ve Metin YILDIRIM; (2006), “1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri,” Halil SEYİDOĞLU ve Rifat YILDIZ (Ed), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Makale Derlemesi, Arıkan Yayıncılık, ss.237-262.
- KAYAHAN, Cantürk; (2009), “Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 16(1), ss.24-25.
- KORKMAZ, Turhan; (2001), “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, İMKB Dergisi, Sayı 17. ss.71-78.
- MAYER-FOULKES, David; (2009), “Long-Term Fundamentals of The 2008 Economic Crises”,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1367918, 30.01.2010.
- MISHKIN, Frederic S; (1996), “Understanding Finanical Crises: A Devolving Country Perspective”,
<http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf>, 30.01.2010.
- MURPHY, Austin; (2008), “An Analysis Of The Financial Crises Of 2008: Causes And Solutions”,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295344, 30.01.2010.
- PERŞEMBE, Ali; “CDS’ler(Credit Default Swaps)”,
<http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm>, 05.03.2010.
- SAKARYA, Burçhan;(2008), “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”,Çalışma Tebliği 2
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1%C4%B1%20Dalgalanmalar%C4%B1.pdf,
10.03.2010.
- SÖNMEZ, Cahit; (2009), “Küresel Krizin Çıkış Kaynağı; Mortgage Kredileri”, Sadi UZUNOĞLU(Ed), Güncel Ekonomik Sorunlar Global Kriz, Literatür yayınları İstanbul.
- TOPBAŞ, Neslihan; (2009), “Finansal Kriz Ortamında Bankaların Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yöntemleri, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi, Sayı 68, s.56.
- TSPAKB; (2009), Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, Sayı 85,
<http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=151>, 15.02.2010.
- ÜNAL, Kadir ve Hüseyin KAYA; (2009), “Küresel Kriz ve Türkiye”,
http://www.ekopolitik.org/images/cust_files/090317164507.pdf, 14.02.2010.
- VARDARERİ, Azize Demet ve Gülten DURSUN; (2009), “Finansal Kriz, Yansımaları ve Değişimin Zorunluluğu”,
http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Vardareri_Dursun_econanadolu2009.pdf, 18.02.2010.
- YAVİLİOĞLU, Cengiz ve Güven DELİCE; (2006), “Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi, Sayı 151, ss. 64 ve 66.
- YILMAZ, Durmuş; (2009), “Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”,
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_Bogazici.pdf, 01.03.2010.

http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/earastirma/ABD_Konut_Sektorundeki_Gelismeler_ve_Etkileri.pdf, 17.03.2010.

<http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf>, 15.02.2010.

http://tr.wikipedia.org/wiki/2008_Ekonomik_Krizi, 16.03.2010.

<http://www.voanews.com/turkish/archive/2008-09/2008-09-26-voa11.cfm?moddate=2008-09-26>, 07.02.2010.

<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us--->, e. t., 17.03.2010.

<http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, 18.02.2010.

www.tradingeconomics.com.

www.riskfree.com.tr/documents/CreditSwap.pdf, 20.02.2010.