Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizindeki Rolü[1]

Nihat IŞIK[2]
Tuba TÜNEN[3]

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 kıymetleştirmenin ve türev ürünlerin artması sonucunda mali yapının daha riskli hale gelmesidir. Bu denetimsiz büyüme ortamında konut fiyatlarında reel olmayan spekülatif artışlar yaşanmış ve fiyat balonları (köpükleri) oluşmuştur. Türev ürünlerin oluşturduğu balon ekonomilerin, zincirleme etki yaparak bir finansal risk ortamı doğurması ve bu durumun reel kesime yansıması 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, finansal kriz*

[1] Bu çalışma 15-16 Nisan 2010 tarihleri arasında Malatya'da düzenlenmiş olan "Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim" konulu *1. Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi*'nde sunulan bildirinin revize edilmiş halidir.

[2] Doç. Dr., Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, nihatis@hotmail.com

[3] Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi, t.tunen@hotmail.com

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 raised 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. 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, 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[4] 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 spekülatif artışlar 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 yatırım bankası olan

[4] Yüksek riskli konut kredileri

158 yıllık Lehman Brothers ve Merrill Lynch ve sigorta firması American International Group izlemiştir. Washington Mutual ve Wachovia gibi bankalar da iflas ederek diğer bankalara satılmışlardır.[5] Freddie Mac, Fannie Mae, Northern Rock ve Fortis krizin sarstığı devasa kurumlardan diğer bazılarıdır.[6]

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 yansıması 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 rolünü 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

[5] http://tr.wikipedia.org/wiki/2008_Ekonomik_Krizi. Erişim: 16.3.2010.

[6] 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 2500'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. Erişim: 07.02.2010).

incelenecektir. Krizin reel ekonomiye etkileri ve alınması gereken tedbirlere değinilen dördüncü kısmın ardından, çalışma sonuç ve değerlendirme kısmıyla tamamlanacaktır.

2. 2008 Küresel Finansal Krizi

Literatürde ekonomik krizlerin sınıflandırılmasıyla ilgili değişik yaklaşımlar olmakla birlikte, temel bir ayrım, 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.[7] Ekonomi ve finans terimi olarak kriz; mal, hizmet, faktör ve para-döviz piyasalarında tolere edilebilir düzeyi aşan dalgalanmayı anlatır.[8] 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.[9]

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 İkinci Dünya Savaşı sonrası en büyük finansal kriz olarak tanımlamış ve yaşanmakta olan resesyonun çok şiddetli olabileceğini dile getirmiştir.[10]

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, yabancı sermaye akımları ve banka borçlanmaları ise önemli oranda düşmüştür. Uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler karşısında finansal sisteme olan güvenin tekrar artırılması için ABD ve Avrupa'da merkez bankaları ve hükümetler tarafından önemli meblağlara ulaşan kurtarma paketleri açıklanmıştır.[11]

[7] Yusuf Bayraktutan , "Küresel Finansal Krizler ve IMF", Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız (Ed), *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri,* makale derlemesi, Arıkan Yayınları, İstanbul, 2006, s. 25.

[8] Aktaran, Bayraktutan, agm, s. 25.

[9] Frederic S. Mishkin, "Understanding Finanial Crises: A Devoloping Country Perspective", 1996, http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf, Erişim: 30.1.2010.

[10] Neslihan Topbaş, "Finansal Kriz Ortamında Bankaların Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yöntemleri", *Bankacılar Dergisi,* Türkiye Bankalar Birliği, S. 68, 2009, s. 56.

[11] Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", *age,* s. 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 da 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 likidite krizine dönüşmüştür.[12]

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 felaketin 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.[13]

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.[14] Bu patlamanın meydana getirdiği durgunluk ve 11 Eylül 2001 yılında ABD'de gerçekleşen terör saldırılarının sebep olduğu olumsuz hava resesyonun etkilerinin daha şiddetli bir

[12] Faruk Demir ve diğ., "ABD Mortg Krizi", *BDDK Çalışma Tebliği*, S. 3, 2008, s. 1.

[13] Osman Aydoğuş, "2008-09 (?) Küresel Krizinden Geçerken Türkiye Üzerine Bazı Gözlemler ve Değerlendirmeler", *TİSK Akademi Dergisi*, 4(2), 2009, s. 33.

[14] David Mayer-Foulkes, "Long-Term Fundamentals of The 2008 Economic Crises", 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1367918, Erişim: 30.1.2010,

şekilde ABD'de hissedilmesine yol açmıştır. Dönemin FED başkanı Alan Grenspan ABD'yi bu durgunluktan kurtarmak için faiz oranlarında indirime 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.[15] Genel olarak faiz oranının düşük tutulup, piyasada paranın arttırılması enflasyona neden olmasına rağmen, 2001 yılında Çin'in Dünya Ticaret Örgütü'ne katılmasıyla beraber imalat Çin'e kaymış ve ucuz ithal malları Amerika'daki enflasyonu maskelemiştir. Çin ekonomisinin gelişmesi ile petrol ve diğer hammadde fiyatlarının önemli ölçüde artması Amerika'nın dış ticaret açığının yükselmesine zemin hazırlamıştır. 2000–2007 yılları arasında Amerikan ekonomisinde tüketimin devamlı olarak artması, üretimin ya da ihracatın artmasından değil, Amerikalıların borçlarını devamlı arttırmasından kaynaklanmıştır.[16]

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.[17]

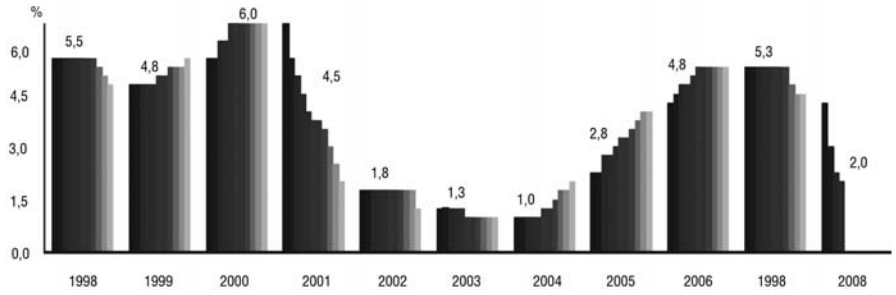
---

[15] Kadir Ünal ve Hüseyin Kaya, "Küresel Kriz ve Türkiye", 2009, http://www.ekopolitik.org/ims/cust_files/090317164507.pdf, Erişim: 14.2.2010.

[16] Yılmaz Erolgaç, *Küresel Krizi Yaratanlar, Amerikan Rüyasının ve Doların Sonu Geldi mi?,* İnkılap Yayınları, İstanbul, 2009, s. 28.

[17] Demir vd., *age*, s. 34.

Grafik 1: FED Gösterge Faiz Oranlarının Gelişimi*



Kaynak: Demir vd. *age,* 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 tanıtılan 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.[18]

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 ve ödeme gücü yüksek bireylerin kullandıkları kredi notu yüksek ve riski düşük ipotek konut kredilerini 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 belgelendiremeyen, geri ödeme riski ve borç/gelir oranı yüksek gerçek veya tüzel kişilere kullandırılan kredileri tanımlar. Subprime ipotekli kredilerin toplam içindeki payı ise %15'tir.[19] Subprime krediler riskli ipotek karşılığı ödünç alıcılara verilmiştir. ABD'de subprime piyasası 15 yıl önce çok küçük olmasına rağmen 2001–2006 arasında bu kredilerin

[18] Cahit Sönmez, "Küresel Krizin Çıkış Kaynağı; Mortg Kredileri", Sadi Uzunoğlu(Ed), *Güncel Ekonomik Sorunlar Global Kriz*, Literatür Yayınları, İstanbul, 2009, s. 79–80.

[19] http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/earastirma/ABD_Konut_Sektorundeki_Gelismeler_ve Etkileri.pdf. Erişim: 17.3.2010.

toplamında yedi kat artış olmuş ve 94 milyar dolardan 685 milyar dolara yükselmiştir.[20]

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 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.[21]

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 açmıştır.[22]

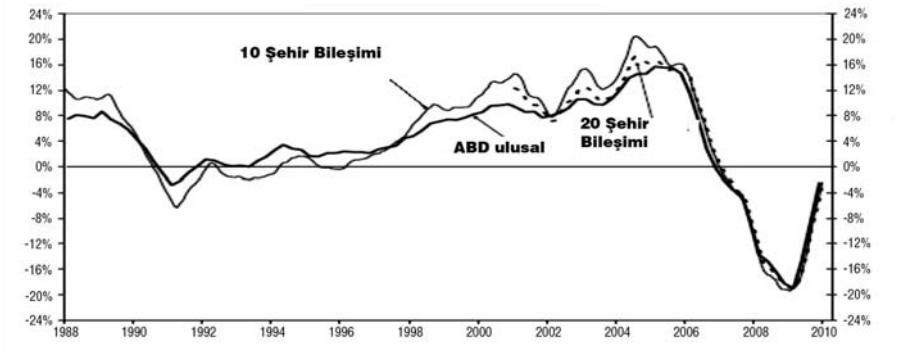
Grafik 2'de görüldüğü gibi ev fiyatları daha önceki yıllara göre özellikle 2004–2005 yılları arasında hızlı bir artış göstermiş ve bu artış 2006'ya kadar yavaşlamış, 2006 yılından itibaren de düşme eğilimine girmiştir.

[20] İlker Parasız, *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz***,** Ezgi Kitabevi, Bursa, 2009, s. 62.

[21] Mükerrem Hiç, *Küresel Ekonomil Kriz ve Türkiye*, Beykent Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2009, s. 3.

[22] Doğan Alantar, "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, Erişim: 17.2.2010.

Grafik 2: Case Schiller Ev Fiyat Endeksi [23]



Kaynak: http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us----, Erişim: 17.3.2010.

Öncelikli olarak konut fiyatlarındaki artış hızının, devamında ise fiyatların kendisinin düşmesi, satın aldıkları konutları teminat göstererek ipotekli konut kredisi alanları zor durumda bırakmıştır. Çünkü konut fiyatlarının yükselişi bu kişileri iflastan kurtarıyordu. Bu kişiler aldıkları krediyi ödeme güçlüğüne düşeceklerini düşündüklerinde kolaylıkla evlerini satabiliyorlar ve evlerin satış fiyatlarının alış fiyatlarından yüksek olması nedeniyle borçlarını rahatlıkla ödeyebiliyorlardı. Ayrıca konut fiyatları artarken konutların değeri, konut kredisi için gerekli olan teminatın üzerine çıkabiliyordu. Teminatı aşan bu kısmı teminat göstererek başka krediler de alabiliyorlardı. Ancak bu avantaj konut fiyatları düşerken geçerli değildi. Konut fiyatları düşmeye başlayınca, özellikle kredi ödeme kabiliyeti daha az olan düşük gelirli gruplar borçlarını ödeyememeye başladılar. Borçlar ödenemeyince evlere el konuldu. El koyanların konutları nakde çevirmeleri gerekiyordu. Bu durum; düşen konut fiyatları- ödeme güçlüğü-el konulan konutlar-konutların daha düşük fiyatlarla satılmaya çalışılması- konut fiyatlarının daha da düşmesi şeklinde süren ve kendi kendini besleyen bir süreç yaratmıştır.[24]

2.1.3. Şeffaflık ve Derecelendirme Kuruluşları

Dünyadaki belli başlı derecelendirme kuruluşları; Moody's, Standart&Poors, Fitch, vb. son on beş yıl içinde meydana gelen üç büyük

[23] ABD'deki ev fiyatlarının gelişimini ölçen en güvenilir endekslerden biri, Case-Shiller adı verilen ve Yale Üniversitesinden Karl Case ve Robert Shiller'in geliştirdiği ABD'deki ev fiyatları endeksidir.

[24] Fatih Özatay, *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, İstanbul, 2009, s. 104–106.

finansal krizin gelişimini görememişlerdir. Bu krizler; 1997 Asya Krizi, 2000 başındaki finansal skandal ve subprime krizleridir. Derecelendirme kuruluşları, finansal enformasyonun şeffaflığını sağlayarak ve ihraçlarla araçlar arasındaki asimetrik enformasyonu azaltarak ve kredi riskinin değerlendirilmesinde referans hizmeti yaparak işlev yapmaktadırlar.[25]

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 olmaları[26] 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 sunmaktı. Ancak ABD Hükümetinin yoğun desteği nedeniyle düşük gelirli gruplar konut alım satımı yoluyla kâr elde etme beklentisine girmiştir. Ancak, piyasada dengelerin bozulmasıyla kullandırılan krediler karşılığında teminat olarak gösterilen konutların değeri düşmüş ve teminat sağlamada güçlükler yaşanmıştır.[27]

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.[28] Yaşanan bu krizde banka ve brokerların varlıklarının çeşitleri ve değerinin ne olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemiştir. Bu durum firmaların iflası sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanmasını ve analiz edilmesini güçleştirmiştir.[29]

[25] Parasız, *age*, s. 124.

[26] Hadiye Aslan, "İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz", http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf, Erişim: 20.2.2010.

[27] Demir vd., *age*, s. 4-5.

[28] TSPAKB, *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, S. 85, 2009, s. 8. http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=151, Erişim: 15.2.2010.

[29] Doğan Alantar, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", http://

2.1.4. Düzenleyici Kuruluşlar

Kriz sürecinde en fazla eleştirilen kuruluşların başında ABD Merkez Bankası FED gelmektedir. 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 beklemediklerini ifade etmiştir.[30] 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 ve Countrywide Financial gibi subprime sektöründeki şirketlerle yasal olmayan ilişkilere girmişlerdir.[31] 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.

Bunların yanı sıra FED, bankalar üzerindeki denetleyici ve düzenleyici yetkilerini kullanmakta pasifleştirilmiştir. İpotekli konut kredilerinin kredi standartlarını tamamen terk etmiş olan menkul kıymetleşme aşaması kefaletçileri ve diğer kreditörler, bunun yerine kredi sağlayanların menkul kıymetleştirme ve sarıp sarmalama kabiliyetlerini öne çıkartan vurgular yapmışlardır.[32]

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.[33]

www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, Erişim: 17.2.2010.

[30] Michel G. Crouhy, Robert A. Jarrow and Stuart M. Turnbull, "The Subprime Credit Crisis of 07", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467, Erişim: 30.1.2010.

[31] Aslan, *age*, Erişim: 20.2.2010.

[32] A.Levent Alkan*, Küresel Sistemik Krizin Anatomisi,* Scala Yayıncılık, İstanbul, 2009, s. 176.

[33] Sönmez, *age*, s. 80.

Banka tarafından kullandırılan krediler aracı kurumlara veya doğrudan olmak üzere yatırım amaçlı yerli/yabancı yatırımcılara uzun vadeli olarak satılmaktadır. Bu menkul kıymetler sistemin nasıl yapılandırıldığına bağlı olarak ya doğrudan yatırımcıya uzun vadeli olarak satılmakta ya da yatırımcı ile banka arasında kurulacak bir mortgage finansman kurumuna satılarak nakde çevrilmektedir. Bu şekilde gayrimenkuller, menkul hale getirilerek menkul kıymet ihracı ve dolaşımı kolaylaştırılmaktadır.[34]

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 başlanmıştı.[35]

Bu menkul kıymetleri alan uluslararası yatırımcıların bu araçları teminat göstererek başka kişi veya bankalardan kredi alması ve kredilere karşı sigorta alınması da görünmez hale gelen ancak içsel olarak mevcut olan riskleri daha da artırmıştı. 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 doğurmuştur.[36]

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.[37]

Bir ya da birden fazla geleneksel üründen türetilmiş olan bu ürünlerin piyasası özellikle 1970'li yıllarda ortaya çıkan finansal riskleri kaldıracak

[34] Demir vd., *age*, s. 6

[35] Sudi Apak ve Ayhan Ataç, *Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009, s. 212.

[36] http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf, Erişim: 15.2.2010.

[37] Cantürk Kayahan, "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları", *Yönetim ve Ekonomi,* 16(1), 2009, s. 24–25.

ürünlere olan talep sonucunda gelişme göstermiştir.[38] 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.[39] 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.[40]

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.[41]

Finansal sistemde geleceğe yönelik kararları güçleştiren iki temel olgu vardır. Bunlar, belirsizlik ve oynaklık (volatilite)'tır. Türev ürünler başta korunma (hedging) ya da belirsizliklerle mücadelede kullanılabilecek 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 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

[38] Cengiz Yavilioğlu ve Güven Delice, "Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme", *Maliye Dergisi,* S. 151, 2006, s. 66.

[39] Turhan Korkmaz, "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü", *İMKB Dergisi,* S. 17, 2001, s. 78.

[40] Yavilioğlu ve Delice, *age*, s. 64 ve 66.

[41] Çetin A. Dönmez ve Mustafa K.Yılmaz, "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?" *İMKB Dergisi,* 3(11), 1999, s. 50.

değildir ve ekonomik risklerin yönetilmesi amacıyla binlerce yıl önceleri de kullanılmıştır.[42]

Yaşanan dünya finansal krizlerine bakıldığında en önemli sebep, 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 artması, buna karşın denetim mekanizmasının kurulmamış olmasıdır. Türev piyasalarının gelişmesiyle yaratılan mekanizma 'para sermayesi' için önemli bir işlev kazanmış ve tüketimin araç olmaktan amaç olmaya kaydığı bu dönemde tüketimi körükleyen ve kaynak sağlayan bir piyasa haline gelmiştir. Türev piyasalardaki bu hızlı gelişme ve para piyasasına eklemlenmesi, ABD'de Freddie Mac ve Fannie Mae'de olduğu gibi, 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.[43]

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' inanışı da finansal sistemin aşırı risk almasına yol açmış ve kriz olasılığını görmeyi engellemiştir.[44]

3.1. Türev Ürünlerin Ortaya Çıkış Nedenleri

Finansal risklerden korunma (hedging) amacına ek olarak, türev ürünler yerli ve yabancı yatırımcılara spekülatif 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 Piya-

[42] 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)'ın kurulumuna kadar uzanmaktadır. (Kayahan, "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları", *Yönetim ve Ekonomi*, 16(1), 2009, s. 24).

[43] Arzu Azer, "Büyüme Faktörlerinin Küresel Finansal Dalgalanmalar Üzerindeki Etkisi", http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Azer_econanadolu2009.pdf, s. 4, Erişim: 18.2.2010.

[44] Azize Demet Vardareri ve Gülten Dursun, "Finansal Kriz, Yansımaları ve Değişimin Zorunluluğu", http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Vardareri_Dursun_econanadolu2009.pdf, s. 9, Erişim: 18.2.2010.

salar (TÜSGP) yatırımcılara genellikle daha fazla finansal ürün sunarak, yerli ve yabancı tasarrufların bu piyasalara girişlerini arttırmaktadırlar. Türev ürünlerin varlığı ile yatırımcılar 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.[45]

Bu ürünlerin kullanım nedenleri; dünyanın çeşitli finans pazarları arasındaki arbitraj fırsatlarından faydalanarak kaynak maliyetlerini düşürmek, faiz ve döviz kurlarındaki beklenmeyen değişmelerin oluşturduğu riski önlemek ya da azaltmak, borçlanma kapasitesi ve likidite düzeyini fazlalaştırmak, 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.[46]

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 fazlalaştırarak tüketimi arttırırken, son dönemde yaşanılan dünya krizinde de görüldüğü gibi, varlığın tamamen yok olması da söz konusudur. Böyle bir ortamda yaşanılan, 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.[47]

1987'de Drexel Burnham Lambert tarafından bulunan menkul kıymetleştirilmiş türev ürünler, sanayileşmiş ülkelerde bir anda krizin kaynağı olmuştur. Türev ürünler serisinin, 2001'de Gaussian modeli ile uygulama

[45] Turhan Korkmaz, *age*, s. 71–78.

[46] Rıza Aşıkoğlu ve Cantürk Kayahan, "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(2), 2008, s. 160–161.

[47] Azer, *age*, s. 7–8, Erişim: 18.2.2010.

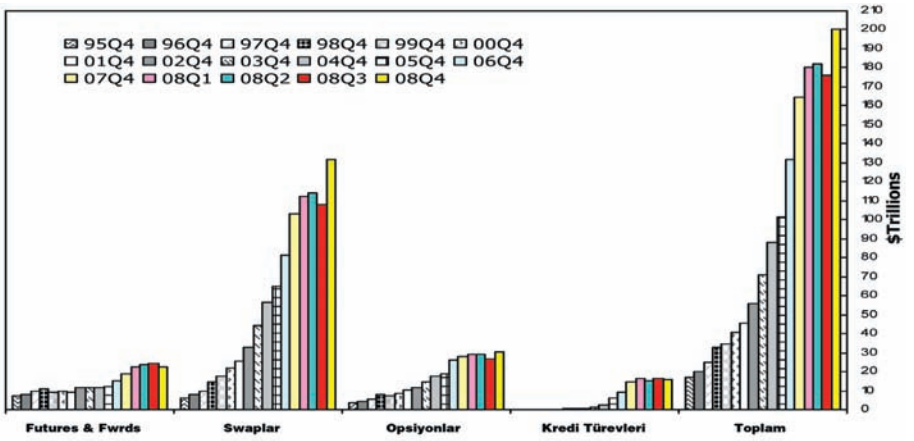
kolaylığı elde etmesiyle pazar derinleşmiş ve şirket yönetimlerinin risk almasını teşvik eden altyapı, yüksek kaldıraç etkisi ve denetimsizlik birleşerek, finansal enstrümanları hak etmedikleri değerlere taşımıştır.[48]

Berkshire Hathaway şirketinin 2002 yılına ait 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*" demektedir.[49]

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. Diğeri 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 görüşmeye dayalı ürünler olarak da ifade edilirler. Bu kontratlar herhangi bir organize borsa bünyesi dışında işlem gören kontratlardır.

Grafik 3: Ürünlere Göre Türev Sözleşmeleri



Kaynak: http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf, Erişim: 8.2.2010

[48] Alkan, *age*, s. 54.

[49] Vardareri ve Dursun, *age*, Erişim: 18.2.2010.

Örneğin; swaplar, exotic opsiyonlar ve forward antlaşmaları en genel tezgah üstü araçlardır.[50] 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.[51]

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.

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

[50] Kayahan, *age*, s. 25.

[51] Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2001, s. 88–108.

da olabilmektedir. Çeşitli türev araçlar kullanılarak, kredi riskinin kaynağı belirlendikten sonra risk transfer edilebilmektedir.[52]

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 bulunmaktadır.[53]

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.[54] 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 2008 küresel krizinin yaygınlaşması ve derinleşmesi üzerinde hızlandırıcı etkisiyle öne çıkmıştır. CDS'ler; menkul kıymetleştirilmemiş, bilanço dışında yer alan ve türevinin türevi şeklinde zincirleme ilişkilerle oluşturulmuş varlıklardır. Üstlenici tarafların belirsizliği, riski artırıcı faktör olarak CDS'i türev ürünler arasında ayrı bir konuma getirmiştir.[55]

CDS'ler, **t**araflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanma-

[52] www.riskfree.com.tr/documents/CreditSwap.pdf, Erişim: 20.2.2010.

[53] Ali Perşembe, "CDS'ler(Credit Default Swaps)", http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm, Erişim: 05.3.2010.

[54] Vardareri ve Dursun, *age*, s. 12, Erişim: 18.2.2010.

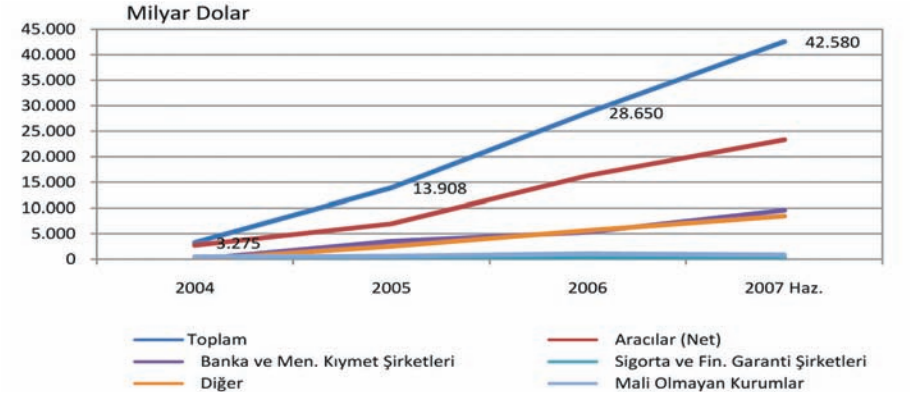
[55] Alkan, *age*, s. 477.

sını 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.[56] Türev ürünlerin en yaygın kullanılanlarından olan CDS'ler sistematik risk yükünü hafifletmeyi, taraflar arasında kredi riskini transfer etmeyi ve bu şekilde piyasa riskini yönetmeyi hedeflemektedir. Bu ürünler Bearns Stearns, AIG gibi kurumların kurtarılmasına sebebiyet veren mekanizmada aktif rol almıştır.[57]

CDS'ler, kredi türevlerinin en yaygın kullanılanı ve likit tipidir ve kredi türevlerinin yarıdan 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.[58]

CDS'ler için birer kredi riski aracı olduğu söylenebilir. CDS'ler gibi kredi türevleri, hem kreditörlerin işlerinin özünde bulunan korunma gereksinimlerine yanıt olurken, hem de daha önce herhangi bir kredi riski taşımayan tarafların da bu pazara katılmalarını sağlar. Kredi türevlerini kreditörler, spekülatörler, arbitrajörler ve piyasa yapıcıları da kullanırlar.[59] Grafik 4'te 2004-2007 Haziran dönemi CDS'lerin gelişimi görülmektedir.

Grafik 4: CDS'lerin Gelişimi



Kaynak: Burçhan Sakarya, "Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları", BDDK, *Çalışma Tebliği*, S. 2, Nisan 2008, s.12

[56] Demir vd., *age*, s. 14.

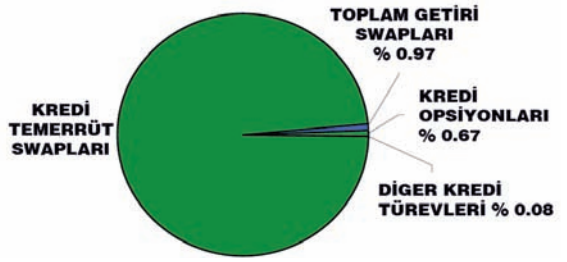
[57] Alkan, *age*, s.477.

[58] Varderi ve Dursun, *age*, s.12, Erişim: 18.2.2010

[59] Perşembe, *age*, Erişim: 05.3.2010.

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.

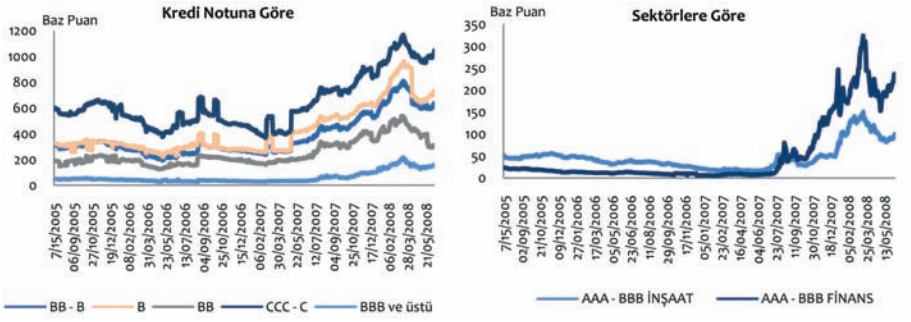
Grafik 5: Ürün Çeşitlerine Göre Türev Kompozisyonu (2008- IV. Çeyrek)



Kaynak: http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf, Erişim: 8.2.2010.

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 azalmıştır.[60]

Grafik 6: ABD CDS Dağılımı



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

Grafik 6'da kredi notuna ve sektörlere göre CDS dağılımları yer almaktadır. Kredi riskinin bir nevi fiyatını gösteren CDS dağılımları krize

[60] http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf, Erişim: 18.2.2010.

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 haiz 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.[61]

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 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 görememişlerdir.[62]

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.[63]

[61] Demir vd., *age,* s. 60.

[62] Perşembe, *age*, Erişim: 05.3.2010.

[63] Austin Murphy, "An Analysis Of The Financial Crises Of 2008: Causes And Solutions", http://papers.

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

CDO'lar varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracıdırlar ve en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO; krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirmekte ve yatırımcılara sunmaktadır. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlamaktadır.[64]

CDO'lar içerdikleri menkul kıymetlerin kredi derecelerine göre; Seniour, Mezzanine ve Equity Tranch olmak üzere üç dilime ayrılırlar ve her dilimi ayrı fiyatlanarak işlem görmektedirler. Seniour, 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 Asyalı yatırımcıların da bu CDO dilimlerine yatırım yaptıklarının ortaya çıkması kredi daralması yaşanmasında etkili olmuştur.[65]

Bir bankanın bilânçosu ele alındığında kredi riskine haiz varlıklar dikkat çekmektedir. Bankanın bilânçosundan 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 kurulsa da banka ile yasal bağı yoktur. Pratik olarak SPV, bankanın bilânçosundan 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 ayrım ayrıca CDO yatırımcısına da

ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295344, 2008, Erişim: 30.1.2010.

[64] Demir vd., *age*, s. 14.

[65] http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/earastirma/ABD_Konut_Sektorundeki_Gelismeler_ve_Etkileri.pdf, Erişim: 17.2.2010.

koruma sağlar. Banka iflas etse bile SPV faaliyetlerine devam edecek ve yükümlülüklerini yerine getirebilecektir.[66]

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 aldığında yaratılmaktadır. Ödeme akışı, daha sonra, altta yatan tut-sat havuzunda oluşan iflaslardan kaynakların seviyesine bağlı olarak birbirlerinden farklılaştırılan çeşitli dilimler haline getirilip 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 mezaninde- 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 göreli risk bilânçosunu yeniden ayarlamaya ve kendi portföylerine dönmeye daha yatkın olmaya izin vermek suretiyle, yatırımcılara daha geniş bir yatırım yelpazesi sunan araçlar olarak teşvik edilmiştir.[67]

Kredi veren kuruluşlar, CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de 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. Serbest fonlar fon büyüklüğünden daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için, normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır. Ancak ABD'de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişince 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.[68] Mevcut krizin diğer finansal krizlerden en

[66] Demir vd., *age*, s. 14.

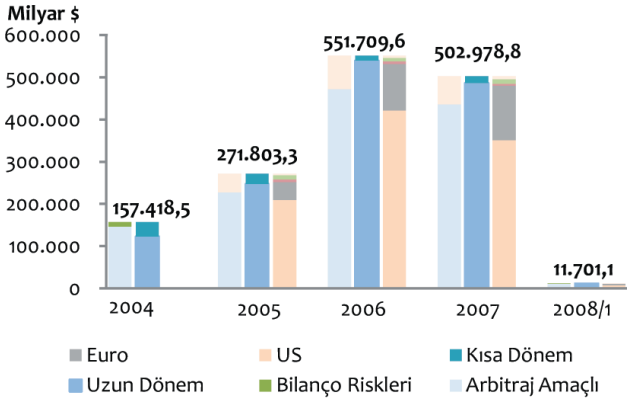
[67] Karl Beitel, "Subprime Yıkım", William K. Tabb ve diğ, *Neoliberalizm ve Kriz,* Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2008, s. 178–179.

[68] Demir vd., *age*, s. 54.

büyük farkı, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ve bu ürünlerin bir havuz içerisinde toplanarak ticaretinin yapılmasıdır.[69] Mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerle birlikte karşımıza çıkan CDO piyasasında toplam ihraç bedeli 2008 Ocak ayı itibarıyla toplam 11 trilyon 710 milyar $'dır.[70]

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 nerdeyse 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.[71] 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.

[69] Varderi ve Dursun, *age*, s. 11, Erişim: 18.2.2010.

[70] Demir vd., *age*, s. 55.

[71] Apak ve Aytaç, *age*, s.212.

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 Söz. Böl.	**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 Söz. Böl.	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 Söz. Böl.	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**
Emtia Swapları Söz. Böl.	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., *age*, s. 45.

Faiz oranı sözleşmeleri içerisinde en büyük pay ise, tüm türev işlemlerinin %60'ının gerçekleştirildiği faiz swaplarınındır. 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 bilânçolarına yansımıştır.[72]

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.

[72] Demir vd., *age*, s. 44.

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, Erişim: .2.2010.

Türev ürün kullanımının artmasının en temel sebebi yatırımcıların risk iştahının artmasıdır. Artan risk iştahına bağlı olarak başta kredi türevleri olmak üzere birçok yapılandırılmış ürün çıkarılmıştır. Bu ürünler, sunulan kaldıraç imkânı nedeniyle yüksek kârlar elde etme imkânı sunmaktadır. Bankacılık sektörü de finansal piyasalarda ürün yelpazesinin genişlemesi ile birlikte türev sözleşmelerinde taraf olmuştur. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, bankacılık sektörünün türev ürünlerde açık pozisyonda olup olmadığıdır.[73]

Tablo 3'te 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 ilk beş banka, (31 Aralık 2008, Milyon $)

Bankalar	Toplam Aktifler ($)	Toplam Türevler($)	Kredi Türevleri($)
JP Morgan Chase Bank NA	1.746.242	78.971.043	8.391.629
Bank of America NA	1.471.631	36.253.960	2.050.604
Citibank National ASNN	1.231.154	29.157.435	2.730.434
Goldman Sachs Bank USA	162.474	28.832.666	1.396.943
HSBC Bank USA National 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	2.419
TOPLAM	**10.814.862**	**184.484.900**	**15.531.469**

Kaynak: http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf, Erişim: 18.2.2010. (Kaynakta yer alan tablodaki 25 banka içerisinden ilk 5 bankanın konuyla ilgili göstergeleri alınmıştır).

[73] *Age*, s. 45.

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 ve ölçülemeyen hacmidir[74].

4. Krizin Reel Ekonomi Üzerindeki Etkisi

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. Bu bağlamda 2008 küresel finansal krizinin derinleşmesindeki en büyük etmenlerden biri olan türev ürünler çeşitli kanallar aracılığıyla riskin yayılmasına neden olarak reel sektörün de krizden önemli ölçüde etkilenmesine ortam hazırlamıştır. Özellikle Eylül 2008'de ABD'nin beşinci büyük yatırım bankası 158 yıllık finans devi Lehman Brothers'ın iflas etmesi bir nevi domino etkisi yaratarak hem ABD'de hem de diğer ülkelerde bankaların ve bankalarla yakın ilişki içerisinde olan şirketlerin batmasına sebebiyet vermiştir.

Türev ürünlerden kredi temerrüt swapları 2008 küresel krizinin yaygınlaşması ve derinleşmesi üzerinde hızlandırıcı etkisiyle öne çıkmıştır. Üstlenici tarafların belirsizliği riski artırıcı faktör olarak CDS'i türev ürünler arasında ayrı bir konuma getirmiştir. 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.[75] Bir diğer türev ürün olan CDO'ların gelişimine bakıldığında ise CDO piyasasında toplam ihraç bedeli 2008 Ocak ayı itibarıyla toplam 11 trilyon 710 milyar dolara yükselmiştir. Neticede ticari bankacılık sektöründe türev ürün kullanımı artmış, türev işlemlerin hacmi 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken, 2007 yılı sonu itibarıyla 4 kattan fazla artarak 166,1 trilyon dolara ulaşmıştır. 2004, 2005 ve 2006 yıllarında artış hızı ivme kazanmıştır. Bu artış içerisinde tutar olarak en büyük pay 2000 yılında 32,9 trilyon dolar-

[74] Durmuş Yılmaz, "Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları", 2009, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_Bogazici.pdf, Erişim: 01.3.2010

[75] Sakarya, *age*, s. 12

dan 2007 yılında 129,5 trilyon dolara yükselmiş olan faiz sözleşmelerine aittir.[76]

Yaşanan kriz mortgage kaynaklı olarak ortaya çıkmış, ancak türev ürünlerin bu denli kontrolsüz kullanımı ve birçok ülkede finans kurumlarının iflas etmesi bu kurumlara olan güveni azaltmıştır. Bunun sonucunda banka kredileri kısıtlanmış ve kredi koşulları daraltılmıştır. Dolayısıyla, güven ortamının tamamen çöktüğü bu süreçte kredi krizi likidite krizine dönüşmüştür. Kredi şartlarındaki bu sınırlandırmalar; yatırımların, tüketimin ve sonuç olarak gelirin azalmasına neden olmuştur. Ekonomik daralma ekonomideki aktörlerin mali dengelerini bozmuş, özellikle bankaların mali dengesinin bozulması onları kredi verme konusunda daha isteksiz yapmıştır.

Dünya ekonomilerinde makroekonomik göstergelerin bozulmasına yol açan kriz, büyüme oranlarının düşmesine ve işsizlik oranlarının artmasına neden olmuştur. 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.

Küreselleşmenin etkisiyle, ülkeler arasında artan bağımlılık ilişkisine paralel olarak başta Avrupa olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına alan ABD kaynaklı finansal krizin diğer ülkelere yayılmasından sonra yaşanan gelişmelerden bazıları aşağıda sıralanmıştır.[77]

• Dünya Bankası Başkanı Robert Zoellick, küresel finans krizinin körüklediği ekonomik sıkıntılardan en fazla yoksul ülkelerin etkilendiğini belirterek, gelişmiş devletleri, bu ülkelere yardım etmeye yönelik yükümlülüklerini yerine getirmeye çağırdı.

[76] Demir vd., *age*, s. 44.

[77] Arif Erman, *Küresel Ekonomik Kriz Sermaye Birikiminin Analizi*, Truva Yayınları, İstanbul, 2010, s. 220–227.

• Küresel krizin aşılması için avro kullanan ülke liderlerinin katılımıyla Fransa'da zirve düzenlendi. Zirve sonunda avro kullanan ülkeler, zor durumdaki bankalara yardım taahhüdünde bulundular.

• IMF, tarihinde ilk kez, bir AB üyesine mali destek vermek için harekete geçti. IMF Başkanı Dominique Strauss-Kahn, Macaristan'a teknik desteğe hazırlandıklarını ve gerekirse mali yardımda bulunabileceklerini bildirdi.

• Almanya Başbakanı Angela Merkel, 'Mali Piyasa İstikrar Fonu' kurulmasını kapsayan banka kurtarma planının Bakanlar Kurulu'ndan geçtiğini söyledi. Kurtarma paketinin 400 milyar avroluk kısmının bankalar için garantilerden, 80 milyar avroluk kısmının bankaların sermayelendirilmesinden ve 20 milyar avroluk kısmının ise garantilerden oluştuğu bildirildi.

• Hollanda Hükümeti, mali kriz içinde bulunduğu bildirilen ING bankasına 10 milyar avroluk devlet desteği sağlayacağını bildirdi.

• Japonya Başbakanı Taro Aso, 26,9 trilyon yen (273 milyar dolar) tutarında yeni bir kurtarma paketi açıkladı.

• Yunanistan Ekonomi ve Maliye Bakanı Yorgo Alogoskufis, hükümetin, uluslararası finansal kriz ortamında Yunan bankacılık sistemini ve ülke ekonomisini güçlendirmek için 28 milyar avro hacminde bir önlem paketi hazırladığını açıkladı.

• FED, küresel kredi krizini dindirmeye yardımcı olmak için Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur ile de Swap Hattı (Döviz Takası) açtı; her ülkenin merkez bankasına 30'ar milyar dolar sağlayacağını bildirdi.

Krizin etkilerini daha net bir biçimde görebilmek için seçilmiş bölgeler, ülkeler ve göstergeler özelinde kriz öncesi ve sonrası ekonomik yapıya yakından bakmakta yarar vardır. Bu amaçla hazırlanan Tablo 4'te; hem dünya genelinde, hem de ABD, AB, Gelişen Asya, Afrika ve Türkiye'de sırasıyla; GSYH'daki 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 %2,8 düzeyine gerilemiş, krizin asıl yıkıcı etkilerinin ortaya çıktığı 2009 yılında ise %0,6'lık

bir daralma yaşanmıştır. 2010 yılı tahminleri ise belirli bir toparlanma ile %4,7'lik bir büyümenin olacağı şeklindedir. Benzer eğilim enflasyon oranlarında da yaşanmış, 2005 yılında %3,7 olan oran 2008'de %6'ya çıkmış, ekonomilerdeki daralmayla birlikte 2009 yılında ise %2,5'e gerilemiştir. 2010 yılı tahmini %3,7'dir. 2005 yılında 34,8 milyar dolar fazla veren cari denge, 2007 yılında 2005'e nazaran yaklaşık 9 kat artarak 310,8 milyar dolara çıkmıştır. 2008 yılına gelindiğinde ise yaklaşık %32'lik bir azalmayla cari fazla 210,7 milyar dolara gerilemiştir. İzleyen yılda 2008'e göre fazla bir değişiklik yaşanmamış ve dünya genelinde 216,6 milyar dolarlık cari fazla gerçekleşmiştir. 2010 yılı tahmini ise 202,3 milyar dolarlık bir fazla öngörmektedir.

ABD'nin verilerine bakıldığında, 2005 yılında %3,1 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %0,4 düzeyine gerilemiş, takip eden yılda ise %2,4 ile dünya ortalamasının 4 katı bir küçülme gerçekleşmiştir. 2010 yılı tahminlerinde krizin ilk yıkıcı etkilerinin azalmasıyla ekonomide %3,1 oranında bir büyüme beklenmektedir. Enflasyon oranları 2005–2008 arasında fazla değişmemiş ve %2,9–3,8 bandında kalmıştır. 2009'da ise durgunluğun etkisiyle enflasyon %-0,3 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı tahmini ise %2,1'dir. Sürekli bir cari açık sorunu olan ABD'de 2005–2007 arasında GSYH'nın yaklaşık %5,7'si olan cari açık, 2009'da %2,9'a gerilemiştir. 2010 yılında %3,3'lük bir açık öngörülmektedir.

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 %0,8 büyümüş, krizin derinleştiği 2009 yılında ise %4,1'lik bir daralma yaşanmıştır. 2010 yılı tahminleri AB'nin %1,6 büyüyeceği şeklindedir. Dış ticaretinde diğer ülkelere nazaran açık ara en büyük paya sahip AB ile ticareti göz önüne alındığında, AB'deki büyüme konusundaki bu olumsuz yapı ülkemizi de ciddi biçimde etkilemiştir.[78] Alman Bundesbank geleneğini takiben, enflasyona karşı aşırı hassasiyeti olan AB'de 2005-2007 arasında %2,3-2,4 bandında kalan enflasyon oranı 2008'de bir önceki yıla göre yaklaşık %55'lik bir artışla %3,7'ye çıkmış, durgunlukla birlikte 2009 yılında %0,9'a gerilemiştir. 2010 yılı tahmini ise %1,9'dur. Cari açık sorunu olmayan AB'de bile 2008

[78] IMF, *World Economic Outlook, Rebalancing Growth*, April, 2010 yayınında AB için büyüme oranı tahmini olan %1,02 rakamını, *World Economic Outlook Database*, October 2010'da %1,6'ya yükseltilmiş olsa da, bu büyüme oranının 2005–2007 ortalaması olan %3 düzeyinin neredeyse yarısı olduğunu belirtmek gerekir.

yılında açık, bir önceki yıla göre yaklaşık 2,6 kat artışla %1,03'e çıkmıştır. 2009 yılında %0,3 olarak gerçekleşen cari açık 2010 yılında %0,1 olarak tahmin edilmektedir.

ABD ve AB kadar olmasa da Gelişmekte Olan Asya ve Afrika kıtası da krizden önemli oranda etkilenmiştir. Son yıllarda dünya ekonomisinin itici gücü olan Asya'da büyüme oranı 2005–2007 ortalaması olarak yaklaşık %10,4 olarak gerçekleşirken, 2008'de %7,7'ye gerilemiş, bir sonraki yıl %6,8 olan büyüme oranının 2010 tahmini ise %9,4'tür.

Tablo 4: Seçilmiş Bazı Makroekonomik Göstergeler

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dünya	GSYH (Yıllık Değişim %)	4,5	5,2	5,3	2,8	-0,6	4,7
	Enf.Oranları (Ort. Tüket. Fiyat.)	3,7	3,7	4,0	6	2,5	3,7
	Cari Denge*	34,8	209,8	310,8	210,7	216,6	202,3
ABD	GSYH (Yıllık Değişim %)	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,4	3,1
	Enf.Oranları (Ort. Tüket. Fiyat.)	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	2,1
	Cari Denge(GSYH % olarak)	-5,9	-6	-5,1	-4,9	-2,9	-3,3
AB	GSYH (Yıllık Değişim %)	2,2	3,5	3,2	0,8	-4,1	1,6
	Enf.Oranları (Ort.Tüket. Fiyat.)	2,3	2,3	2,4	3,7	0,9	1,9
	Cari Denge(GSYH % olarak)	-0,08	-0,3	-0,4	-1,03	-0,3	-0,1
Gelişm. Ol. Asya Ülk. Ort.	GSYH (Yıllık Değişim %)	9,5	10,4	11,4	7,7	6,8	9,4
	Enf.Oranları (Ort.Tüket. Fiyat.)	3,8	4,2	5,4	7,4	3,1	6,1
	Cari Denge(GSYH % olarak)	4,1	6,1	7	5,9	4,1	3
Afrika**	GSYH (Yıllık Değişim %)	5,8	6,1	6,2	5,2	2,2	4,5
	Enf.Oranları (Ort.Tüket. Fiyat.)	7,1	6,3	6,3	7,4	5,9	5,1
	Cari Denge(GSYH % olarak)	1,9	3,1	0,1	1,7	0,9	0,8
Türkiye	GSYH (Yıllık Değişim %)	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,7	7,8
	Enf. Oranları (Ort.Tüket. Fiyat.)	8,2	9,6	8,8	10,4	6,2	8,7
	Cari Denge(GSYH % olarak)	-4,6	-6	-5,9	-5,7	-2,3	-3,2

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook Database,* October 2010.
* Milyar $. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx, Erişim:11.10.2010.
**Afrika'ya ait enflasyon oranları ve cari denge verileri IMF, *World Economic Outlook Database Recovery and Crisis*, April, 2009 yayınından alınmıştır. 2010 yılına ait veriler ise *African Economic Outlook* kaynağından elde edilmiştir. http://www.africaneconomicoutlook.org/en/data-statistics/ Erişim: 27.9.2010.

Enflasyon 2005'teki %3,8 düzeyinden 2007'de %5,4'e yükselmiş, durgunluk sonrası 2009'da %3,1'e gerilemiştir. 2010 yılına ilişkin enflasyon oranı tahmini ise %6,1'dir. Cari fazla 2007'de %7 iken, izleyen yılda %5,9 olmuştur. 2009 gerçekleşmesi %4,1, 2010 tahmini ise %3'tür. Afrika kıtası da krizden etkilenmiş, büyüme oranı 2005–2008 ortalaması olan %6'lardan, 2009 yılına gelindiğinde %2,2'ye düşmüştür. 2010 yılına ilişkin tahmin belirgin bir toparlanmayla dünya ortalamasına yaklaşılacağına işaret etmektedir. Enflasyon oranına bakıldığında, 2005–2009 aralığında ortala-

ma %6,6 düzeyinde bir gerçekleşme varken, bir miktar azalmayı yansıtan 2010 yılı tahmini %5,1'dir. Bölgede 2006 yılında %3,1 cari fazla varken, 2009'da %0,9 düzeyine gerilemiştir. Önemli bir değişiklik göstermeyen 2010 yılı tahmini de %0,8 oranında bir cari fazla öngörmektedir.

Ülkemiz göz önüne alındığında; 2005 yılında %8,4 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %0,7 düzeyine gerilemiş, 2009 yılında ise asıl olumsuz sonuçlar ortaya çıkmaya başlamış ve %4,7'lik bir daralma yaşanmıştır. IMF tarafından açıklanan 2010 yılı Ekim ayı tahmini ise ekonomideki toparlanmaya paralel olarak %7,8'lik bir büyümenin yaşanacağı şeklindedir.[79] Enflasyon oranlarına bakılacak olursa, 2005 yılında %8,2 olan oran 2008'de %10,4'e çıkmış, daralmayla birlikte 2009 yılında %6,2'ye inmiştir. 2010 yılı tahmini %8,7'dir. 2005–2008 ortalamasında yaklaşık %5,5 cari açık yaşanmış,[80] 2009 yılında açık %2,3'e gerilemiştir. 2010 yılı tahmini %3,2'lik bir açık öngörmektedir.

Krizlerin en olumsuz etkilerinden biri işgücü piyasalarında ortaya çıkmaktadır. Tablo 5, seçilmiş ülkelerde 2003–2010 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 %4,2'ye gerilemiş, krizin sonuçlarının daha ciddi bir biçimde ortaya çıktığı 2009 yılında yaklaşık %33'lük bir artışla %5,6'ya yükselmiştir. 2010 yılına ait tahmin ise %5,2'dir. 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. 2010 yılına ait tahmin değeri olan %9,7 işsizlikteki yüksek seviyenin sürdüğünü göstermektedir. Almanya'da 2007 yılında %8,4 olan işsizlik oranı, 2008'de %7,3 düzeyine, izleyen yılda ise küçük bir artışla %7,5 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı tahmin değeri olan %7,1 işsizlik oranındaki azalma eğiliminin sürdüğüne işaret etmektedir. Japonya'da 2006–2008 arasında ortalama %4 olan söz konusu oran 2009'da yaklaşık %25'lik bir artışla %5,1'e yükselmiştir. 2010 yılına ait tahmin bu seviyenin korunduğunu göstermektedir. Rusya'da %8,6'lardan %6,1'lere gerileyen oran,

[79] Nitekim IMF tarafından Nisan 2009 yayınında (IMF, *World Economic Outlook, Crisis and Recovery*, April, 2009) yapılan 2009 ve 2010 yıllarına ait tahminler sırasıyla, %1,2 ve %1,6'lık bir daralmaya işaret ederken, Nisan 2010 yayınında (IMF, *World Economic Outlook, Rebalancing Growth*, April 2010) ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak, 2010 yılı tahmini %5,2 olarak revize edilmiş, en son Ekim 2010'da (IMF, *World Economic Outlook, Database,* October 2010) ise büyüme oranı %7,8 olarak revize edilmiştir.

[80] Cari açığın GSYH'nın %4-5'ini aşması literatürde kriz öncü göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu konuda detaylı bilgi için bknz. Alagöz, Işık ve Delice, "Finansal Krizler İçin Erken Uyarı Sinyali Olarak Cari Hesap Göstergeleri", Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız (Ed), *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, makale derlemesi, Arıkan Yayıncılık, 2006, s.347–374.

2008'de %6,4'e, takip eden yılda ise önemli bir artışla %8,4'e çıkmıştır. 2010 yılı tahmin değeri işsizliğin %7,5 düzeyine ineceği şeklindedir. Güney Afrika'da zaten yüksek seyreden işsizlik oranları 2007–2009 arasında ortalama %23'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. 2010 yılına ait tahminde de %24,8 ile yüksek seyrini korumaktadır. Krizin işsizlik rakamlarına ciddi bir yansımasının olduğu ülkelerden biri de Türkiye'dir. 2003–2007 arasında %10 bandında kalan oran 2008'de %11'e, izleyen yılda ise ekonomideki %4,7'lik daralmadan da anlaşılabileceği gibi %14 gibi oldukça yüksek bir seviyeye çıkmıştır. 2010 yılına ait işsizlik oranı tahmini, büyüme oranı tahminlerine de yansıdığı gibi (%7,8), ekonomide başlayan canlanmanın etkisiyle tekrar 2008 yılı düzeyine dönüleceğine işaret etmektedir. Ancak, 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 kaydedilememiştir.[81]

Tablo 5: Seçilmiş Bazı Ülkelerde İşsizlik Oranları (%)

ÜLKELER	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Avustralya	5,9	5,4	5	4,8	4,4	4,2	5,6	5,2
ABD	6	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,7
Almanya	9,3	9,8	10,6	9,8	8,4	7,3	7,5	7,1
Japonya	5,2	4,7	4,4	4,1	3,8	4	5,1	5,1
Rusya	8,6	8,2	7,6	7,2	6,1	6,4	8,4	7,5
Güney Afrika	28	26,2	26,7	25,5	23	21,8	24,3	24,8
Türkiye	10,5	10,3	10,3	9,9	10,2	11	14	11

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook Database,* October 2010.
* Tahmin. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx, Erişim:11.10.2010.

[81] 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 sitemini sağlamlaştırmasının sonucunda 2008 küresel krizine nispeten daha iyi bir ortamda yakalanmıştır. 1994, 2000 ve 2001 krizi hakkında daha detaylı bilgi için bknz. Işık, Alagöz ve Yıldırım, "1990 Sonrası Türkiye'de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri," Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız (Ed*), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri,* makale derlemesi, Arıkan Yayıncılık, 2006, s. 237–262.

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 Ekim ayı itibariyle tekrar %4,5 düzeyine yükselmiştir. 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 ise %0,25'e çekilmiştir. 2010 Ekim ayında da %0,25 düzeyini sürdürmektedir. Almanya'da ise faizler 2008'de %3,9 iken, bir sonraki yıl %1,25'e çekilmiştir. 2010 yılının Ekim ayı itibariyle de %1'e gerilemiştir. Japonya'da zaten düşük olan faizler %0,46'dan %0,1'e düşmüştür ve Ekim 2010 itibariyle de bu seviyesini korumaktadır. Rusya'da ise faizler, 2008'deki %9,2 seviyesinden takip eden yılda %11,4'e çıkmış, 2010 yılı Ekim ayında ise bir önceki yıla göre önemli ölçüde düşerek %7,75 düzeyine gerilemiştir. Güney Afrika'da faiz oranları 2008'de %11,6 iken, bir sonraki yılda %7,8'e gerilemiş, 2010'un Ekim ayına gelindiğinde ise bu düşüşünü sürdürerek %6 düzeyine inmiştir. 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 de etkisiyle faizlerde düşüş süreci yaşanmaya başlamış, ancak yine de reel faizler arzulanan noktaya düşürülememiştir. Kriz ortamında da Merkez Bankası sık sık ekonomi durgunluğa giderken faizleri düşürmemekle suçlanmıştır. 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. İzleyen yılda ise neredeyse yarı yarıya bir düşüşle %9,2'ye gerilemiştir. 2010 yılında da düşüş trendi devam etmiş ve en son yapılan indirimle Ekim ayı itibariyle %5,75 seviyesine düşmüştür. Ülkemizde siyasi ve ekonomik istikrar ortamı iyileştikçe, tüm diğer göstergeler gibi faiz oranlarının da istikrarlı düşüşü devam edecektir.

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

ÜLKELER	2007	2008	2009	2010*
Avustralya	6,4	6,6	3,2	4,5
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	7,75
Güney Afrika	9,6	11,6	7,8	6,0
Türkiye	17,2	16	9,2	5,75

Kaynak: www.tradingeconomics.com.
*Tüm ülkeler için Ekim ayına ait verilerdir. 2010 yılı verileri ilgili ülkelerin Merkez Bankalarına ait sitelerden alınmıştır.

5. Sonuç ve Değerlendirme

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 spekülatör 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'ın 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 itibariyle türev ürünlerin en fazla ticaretini yapan JP Morgan Chase Bank'ın elindeki toplam türev ürünün 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 yansıması kaçınılmazdı.

Reel kesime bakıldığında, dünya ekonomisi 2008 yılında %2,8 büyürken, izleyen yılda %0,6'lık bir daralma yaşanmıştır. ABD'de de 2005 yılında %3,1 olan büyüme oranı 2009 yılında yerini %2,4'lük bir küçülmeye bırakmıştır. İşsizlik oranları da ABD ekonomisinin durumunu çarpıcı olarak yansıtmaktadır. 2003–2008 arası %4,6–6 aralığında seyreden işsizlik oranları, 2009'da bir önceki yıla göre önemli oranda artarak %5,8'den %9,3'e yükselmiştir. Faizlerin gelişimi incelendiğinde, 2007 yılında %5,05 olan

faiz oranı, 2009'da %0,25'e çekilmiştir. 2010 yılı Ekim ayı itibariyle de bu seviyesini sürdürmektedir. Krizden etkilenen ülkelerden biri de Türkiye olmuştur. Nitekim 2005 yılında %8,4 olan büyüme oranı, 2008 yılına gelindiğinde %0,7 düzeyine gerilemiş, 2009 yılında ise ekonomide %4,7'lik bir daralma yaşanmıştır. Son dönemde ekonomide yaşanan canlanmanın bir yansıması olarak IMF Ekim 2010 tahminlerinde ülkemizin %7,8 büyüyeceğini öngörmektedir. İşsizlik verileri de iç açıcı değildir. 2003–2007 arasında %10 bandında kalan oran 2008'de %11'e, 2009'da ise%14 gibi oldukça yüksek bir seviyeye çıkmıştır. IMF büyüme oranındaki revizyonuna paralel olarak işsizlik oranının da 2010 sonunda yeniden 2008 yılındaki seviye olan %11'e gerileyeceğini tahmin etmektedir. Faiz oranları 2007 ve 2008 yıllarında fazla bir değişiklik göstermezken, 2009 yılında bir önceki yıla göre önemli ölçüde düşerek %16'dan %9,2'ye inmiştir. Faizlerdeki azalma trendi 2010'da da sürmüş ve Ekim ayı itibariyle %5,75 düzeyine gerilemiştir. Siyasi ve ekonomik istikrar oldukça makroekonomik göstergelerdeki iyileşme de devam edecektir.

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 yapı oluşturulmasının 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, uluslar üstü 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 işlemesini 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.

KAYNAKÇA

Alagöz, Mehmet, Nihat Işık ve Güven Delice. "Finansal Krizler İçin Erken Uyarı Sinyali Olarak Cari Hesap Göstergeleri", Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız (Ed), *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, makale derlemesi, Arıkan Yayıncılık, 2006, s. 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, Erişim: 17.2.2010.

Alkan A.Levent. *Küresel Sistemik Krizin Anatomisi,* Scala Yayıncılık, İstanbul, 2009.

Apak, Sudi ve Ayhan Ataç. *Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009.

Aslan, Hadiye. "İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz", http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf, Erişim: 20.2.2010.

Aşıkoğlu, Rıza ve Cantürk Kayahan. "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(2), 2008.

Aydoğuş, Osman. "2008–09 Küresel Krizinden Geçerken Türkiye Üzerine Bazı Gözlemler ve Değerlendirmeler", *TİSK Akademi Dergisi,* 4(2), 2009.

Azer, Arzu. "Büyüme Faktörlerinin Küresel Finansal Dalgalanmalar Üzerindeki Etkisi", http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Azer_econanadolu2009.pdf, Erişim: 18.2.2010.

Bayraktutan, Yusuf. "Küresel Finansal Krizler ve IMF", Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız (Ed), *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, makale derlemesi, Arıkan Yayınları, 2006.

Beitel, Karl. "Subprime Yıkım", William K. Tabb ve diğ., *Neoliberalizm ve Kriz*, Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2008.

Canbaş, Serpil ve Hatice Doğukanlı. *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2001.

Crouhy, Michel G., Robert A. Jarrow ve Stuart M. Turnbull. "The Subprime Credit Crisis of 07", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467, Erişim: 30.1.2010.

Demir, Faruk vd. "ABD ve Mortgage Krizi", BDDK, *Çalışma Tebliği,* S. 3 (Ağustos 2008), http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABDMORTGAGE05082008x.pdf, Erişim: 10.3.2010.

Dönmez, Çetin A. ve Mustafa K.Yılmaz. "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?" *İMKB Dergisi*, 3(11), 1999.

Erdönmez, Ataman Pelin. "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", Türkiye Bankalar Birliği, *Bankacılar Dergisi*, S. 68, 2009.

Erman, Arif. *Küresel Ekonomik Kriz Sermaye Birikiminin Analizi*, Truva Yayınları, İstanbul, 2010.

Erolgaç, Yılmaz. *Küresel Krizi Yaratanlar, Amerikan Rüyasının ve Doların Sonu Geldi mi?,* İnkılap Yayınları, İstanbul, 2009.

Hiç, Mükerrem. *Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye*, Beykent Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2009.

Işık, Nihat, Mehmet Alagöz ve Metin Yıldırım. "1990 Sonrası Türkiye'de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri," Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız (Ed*), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri,* makale derlemesi, Arıkan Yayıncılık, 2006, s. 237–262.

Kayahan, Cantürk. "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları", *Yönetim ve Ekonomi*, 16(1), 2009.

Korkmaz, Turhan. "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü", *İMKB Dergisi,* S. 17, 2001, s. 71–78.

Mayer-Foulkes, David. "Long-Term Fundamentals of The 2008 Economic Crises", 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1367918, Erişim: 30.1.2010.

Mishkin, Frederic S. "Understanding Finanial Crises: A Devoloping Country Perspective", 1996, http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf, Erişim: 30.1.2010.

Murphy, Austin. "An Analysis Of The Financial Crises Of 2008: Causes And Solutions", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295344, 2008, Erişim: 30.1.2010.

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

Parasız, İlker. *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz***,** Ezgi Kitabevi, Bursa, 2009.

Perşembe, Ali. "CDS'ler(Credit Default Swaps)", http://www.persembe.com/MAKALE/Makale73.htm, Erişim: 05.3.2010.

Sakarya, Burçhan. "Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları", BDDK, *Çalışma Tebliği,* S. 2, Nisan 2008.

Sönmez, Cahit. "Küresel Krizin Çıkış Kaynağı; Mortgage Kredileri", Sadi Uzunoğlu(Ed), *Güncel Ekonomik Sorunlar Global Kriz*, Literatür Yayınları, İstanbul, 2009.

Topbaş, Neslihan. "Finansal Kriz Ortamında Bankaların Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yöntemleri", Türkiye Bankalar Birliği, *Bankacılar Dergisi*, S. 68, 2009.

TSPAKB. *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, S. 85, 2009, http://www.tspakb.org.tr/tr/DesktopDefault.aspx?tabid=151, Erişim: 15.2.2010.

Ünal, Kadir ve Hüseyin Kaya. "Küresel Kriz ve Türkiye", 2009, http://www.ekopolitik.org/images/cust_files/090317164507.pdf, Erişim: 14.2.2010.

Vardareri, Azize Demet ve Gülten Dursun. "Finansal Kriz, Yansımaları ve Değişimin Zorunluluğu", http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Vardareri_Dursun_econanadolu2009.pdf, Erişim: 18.2.2010.

Yavilioğlu, Cengiz ve Güven Delice. "Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme", *Maliye Dergisi*, S. 151, 2006.

Yılmaz, Durmuş, "Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları", 2009, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_Bogazici.pdf, Erişim: 01.3.2010.

İnternet Kaynakları

IMF, *World Economic Outlook Database*, October 2010, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx, Erişim: 11.10.2010.

IMF, *World Economic Outlook*, *Rebalancing Growth*, April 2010. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/index.htm, Erişim: 27.09.2010

IMF, *World Economic Outlook, Crisis and Recovery*, April 2009. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/index.htm, Erişim: 27.03.2010

http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1l%C4%B1%20Dalgalanmalar%C4%B1.pdf, Erişim: 10.3.2010.

http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf, Erişim: 15.2.2010.

http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf, Erişim: 18.2.2010.

www.riskfree.com.tr/documents/CreditSwap.pdf, Erişim: 20.2.2010.

http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff-p-us, Erişim: 17.3.2010.

www.tradingeconomics.com**.**

http://www.vakifbank.com.tr/dokumanlar/earastirma/ABD_Konut_Sektorundeki_Gelismeler_ve_Etkileri.pdf, Erişim: 17.3.2010.

http://www.voanews.com/turkish/archive/2008-09/2008-09-26-voa11.cfm?moddate=2008-09-26, Erişim: 07.2.2010.

http://tr.wikipedia.org/wiki/2008_Ekonomik_Krizi, Erişim: 16.3.2010.