

**KÜRESEL KRİZİN BULAŞMA
ETKİSİ: MENKUL KIYMET
BORSALARI ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

(Doktora Tezi)

Fatih KIRAC

Kütahya - 2015

T.C.
DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

**KÜRESEL KRİZİN BULAŞMA ETKİSİ: MENKUL KIYMET
BORSALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Danışman:
Prof. Dr. Macide ÇİÇEK

Hazırlayan:
Fatih KIRAÇ

Kütahya – 2015

Kabul ve Onay

Fatih KIRAÇ'ın hazırladığı “Küresel Krizin Bulaşma Etkisi: Menkul Kıymet Borsaları üzerine Bir Uygulama” başlıklı Doktora tez çalışması, jüri tarafından lisansüstü yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği / oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

...../...../2015

Tez Jürisi	İmza	
	Kabul	Red
Prof.Dr. Macide ÇİÇEK (Danışman)		
Prof.Dr. Sezgin AÇIKALIN		
Doç.Dr. Ali ŞEN		
Doç.Dr. Soner AKKOÇ		
Doç.Dr.Ahmet TİRYAKİ		

Doç. Dr. Niyazi KURNAZ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yemin Metni

Doktora tezi olarak sunduğum “Küresel Krizin Bulaşma Etkisi: Menkul Kıymet Borsaları Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmamın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım kaynakların kaynakçada gösterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

30/09/2015

Fatih KIRAÇ

Özgeçmiş

01.05.1980 tarihinde K.Maraş'ın Göksun ilçesinde dünyaya geldi. İlkokulu Göksun, ortaokulu Elbistan ilçesinde, liseyi Kayseri ilinde tamamladı. 1999-2003 yılları arasında G.Antep İktisadi ve idari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünde lisans eğitimini tamamlayarak, 2003 yılında fakülteden mezun oldu.

Nisan 2004 - Nisan 2005 tarihleri arasında yedek subay olarak askerliğini tamamladı. 2005 yılında Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü İşletme Eğitimi Anabilim dalında yüksek lisans eğitimine başlayarak, 2008 yılında yüksek lisans eğitimini bitirdi. 2005 - 2009 yılları arasında bir kamu bankasında uzman pozisyonunda görev yaptı.

2009 Aralık ayında K.Maraş Sütçü İmam Üniversitesi Göksun Meslek yüksekokulunda, Finans-Bankacılık ve Sigortacılık programında öğretim görevlisi olarak başladı. 2011 yılında Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat anabilim dalında doktora eğitimine, devamında 2013 yılında tez çalışmasına başladı. Halen K.Maraş Sütçü İmam Üniversitesi Göksun Meslek Yüksekokulu öğretim görevlisi kadrosunda Finans- Bankacılık ve Sigortacılık bölüm başkanı olarak görevine devam etmektedir.

ÖZET

KÜRESEL KRİZİN BULAŞMA ETKİSİ: MENKUL KIYMET BORSALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

KIRAÇ, Fatih

Doktora Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Macide ÇİÇEK

Ekim, 2015, 215 sayfa

Küreselleşmenin bir sonucu olarak ülkeler arasında sınırların ortadan kalkması, piyasalar arası finansal ilişkilerde yoğunluk ve serbestliği de beraberinde getirmiştir. Bu serbestleşme piyasalarda yaşanan şokların ülkelerarası transferine olanak sağlayan bir yapı ortaya çıkartmıştır. Ekonomik şokların ülkelerarası transferi konusunda literatürde yapılmış birçok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmalara ilave olarak son yıllarda finansal şokların transferi konusunda krizlerin bulaşıcılığı ön plana çıkmış ve birçok araştırmacı tarafından incelenmiştir.

Bu çalışmada da çeşitli ülkelerde yaşanmış ve küresel çapta diğer ülkeleri de etkileyen birtakım krizlere değinilerek, bu krizlerin bulaşıcılığı incelenmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde detaylı olarak küreselleşmeden bahsedilmiştir. İkinci bölümde finansal krizlerin bulaşma etkisi konusunda literatüre uygun bir alt yapı oluşturması için tanımlamalar yapılmış ve çeşitli küresel krizlerin bulaşıcılık etkileri incelenmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise ABD kaynaklı 2007-2009 küresel finansal krizin bulaşma etkisi örneklem seçilen bir grup ülke için ampirik uygulama yapılmak sureti ile incelenmiştir. Ampirik Uygulamada DCC- GARCH modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre kriz döneminde, kriz öncesi döneme göre DCC katsayıları yüksek çıkarak, örneklem seçilen ülkelere 2007-2009 Küresel finans krizin bulaşma etkisi gözlemlenmiştir. Bulaşma etkisi özellikle üst gelir grubu ülkelerde diğer ülkelere göre daha fazla görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, Finansal Kriz, Bulaşma Etkisi, Küresel Kriz, DCC

GARCH

ABSTRACT**CONTAGION EFFECT OF GLOBAL CRISIS: AN APPLICATION ON
THE SECURITIES MARKET****KIRAÇ, Fatih****Ph. D. Dissertation, Department of Economic****Supervisor : Prof. Dr. Macide ÇİÇEK****October, 2015, 215 pages**

The disappearance of borders between countries as a result of globalization has brought about concentration and freedom between financial relationship and market. This cross-border liberalization in the markets also revealed a structure which allows the transfer of shock, though. The economic cross-border shocks found their places in the literature in several studies. In addition to these works, the concept of contagion of the crisis in the transfer of financial shocks has prevailed and become a concept that has been studied by many researchers.

This study examines the global crisis taking place in various countries and in reference affecting a number of other countries due to the contagion of the crisis. The concept of globalization was discussed in detail in the first part of the study. In the second, it was attempted to set some definitions for creating a suitable infrastructure about the impact of the financial crisis contagion and the contagion effects of some global crisis have been examined in this context. In the third and last part of the study, a group of countries were selected and examined by making empirical analysis in the context of the contagion effects of the 2007-2009 global financial crisis beginning in the US. DCC-GARCH model has been used in this study. According to the result of the study, in the crises period DCC coefficients based on high from the pre-crises period, so contagion effect of the 2007-2009 global crises has been watched for the samples countries. Contagion effect has been watched on the income group countries much more than the others.

Keywords: Globalization, Financial Crisis, Contagion Effect, Global Crises, DCC-GARCH

İÇİNDEKİLER

ÖZET	<u>Sayfa</u> V
ABSTRACT	vi
TABLOLAR LİSTESİ.....	xi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL KRİZ KAVRAMLARININ TANIMI VE BOYUTLARI

1.1.	KÜRESELLEŞMENİN TANIMI VE BOYUTLARI	5
	1.1.1. Küreselleşmenin Tanımı	5
	1.1.2. Küreselleşmenin Tarihsel Süreci.....	8
	1.1.3. Küreselleşmenin Boyutları.....	10
	1.1.3.1. Ekonomik Boyut.....	12
	1.1.3.2. Siyasi Boyut	17
	1.1.3.3. Teknolojik / İletişimsel Boyut.....	19
	1.1.3.4. Çevresel / Demografik Boyut.....	20
	1.1.3.5. Kültürel Boyut.....	21
1.2.	KÜRESELLEŞMENİN FİNANS VE ÜRETİM PİYASALARINA ETKİSİ.....	23
	1.2.1. Finansal Piyasalar Açısından Küreselleşme ve Sermaye Hareketleri	24
	1.2.1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Portföy Yatırımları) ve Ülke Ekonomisine Etkileri	25
	1.2.1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Fiziki Yatırımlar) ve Ülke Ekonomisine Etkileri	26
	1.2.2. Üretim Piyasaları Açısından Küreselleşme, Mal ve Hizmet Hareketleri	28
1.3.	KÜRESELLEŞME ENDEKSİ.....	30

1.3.1. Çok Yönlü Küreselleşme Endeksleri	30
1.3.2. Tek Yönlü Küreselleşme Endeksleri	32
1.4. FİNANSAL KRİZ TANIMI VE BOYUTLARI	34
1.4.1. Kriz ve Finansal Kriz Kavramlarının Tanımı	34
1.4.2. Finansal Kriz Türleri	36
1.4.2.1. Döviz Krizleri	37
1.4.2.2. Bankacılık Krizleri	39
1.4.2.3. Sistemik Finansal Krizleri	40
1.4.2.4. Dış Borç Krizleri	41
1.4.2.5. Türev Piyasalarından Kaynaklı Krizler	42
1.4.3. Finansal Krizlerin Nedenleri	43
1.4.4. Finansal Krizlerin Öngörülmesi	45
1.4.5. Finansal Krizlerin Önlenmesi	46

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIK ETKİSİ

2.1. FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI	53
2.1.1. Finansal Bulaşma Temelli Yaklaşımlar	58
2.1.1.1. Çoklu Denge Mekanizması	59
2.1.1.2. Portföy Düzeltme Mekanizması	60
2.1.1.3. Politik Bulaşma	61
2.1.1.4. Artan Farkındalık Yaklaşımı	62
2.1.1.5. Ahlaki Riziko	63
2.1.2. Ekonomik Bağlantılar Temelli Yaklaşımlar	64
2.1.2.1. Ticaret Etkisi	64
2.1.2.2. Muson Etkisi	65
2.1.2.3. Finansal Bağlantılar Kanalı	66

2.2.	ÜLKE SINIFLAMALARINA GÖRE FİNANSAL KRİZLER, ETKİLERİ VE BULAŞICILIĞI	67
2.2.1.	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ayırımı	67
2.2.2.	Gelişmiş Ülkeler Açısından Finansal Krizler ve Bulaşma Etkileri	69
2.2.3.	Gelişmekte Olan ülkeler Açısından Finansal Krizler ve Bulaşma Etkileri.....	72
2.3.	ÜLKE DENEYİMLERİ BAĞLAMINDA FİNANSAL KRİZLER VE BULAŞMA ETKİLERİ	80
2.3.1.	Latin Amerika Krizleri ve Bulaşma Etkisi	83
2.3.1.1.	Meksika Krizi	85
2.3.1.2.	1999 Brezilya Krizi	87
2.3.1.3.	2001-2002 Arjantin Krizi	89
2.3.2.	Güneydoğu Asya Krizi ve Bulaşma Etkisi	91
2.3.3.	1998 Rusya Krizi ve Bulaşma Etkisi	96
2.3.4.	1994 ve 2001 Türkiye Krizleri ve Bulaşma Etkisi	100
2.3.4.1.	1994 Türkiye Krizi.....	100
2.3.4.2.	2001 Türkiye Krizi	103
2.3.5.	Küresel Finansal Kriz ve Bulaşma Etkisi	108

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÜRESEL KRİZİN BULAŞMA ETKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

3.1.	FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞINA YÖNELİK LİTERATÜR ARAŞTIRMASI	117
3.1.1.	Genel Değerlendirme	117
3.1.2.	Finansal Krizlerin Aktarımına İlişkin Yapılmış Ampirik Çalışma Örnekleri	117
3.1.2.1.	İlgili Yurtdışı Literatür Örnekleri	117
3.1.2.2.	İlgili Yurtiçi Literatür Örnekleri.....	138
3.2.	AMPİRİK YÖNTEM VE VERİ SETİ	143

3.2.1. Araştırma Hipotezi	143
3.2.2. Ampirik Yöntem.....	144
3.2.3. Dinamik Koşullu Korelasyon GARCH (DCC-GARCH) Modeli	152
3.3. AMPİRİK BULGULAR.....	155
3.3.1. ARCH LM Testi.	156
3.3.2. ADF & PP Birim Kök Testleri.....	157
3.3.3. DCC-GARCH Modeli Analiz Sonuçları.....	158
3.3.3.1 Ülke Grupları Bazında Ampirik Bulgular	161
3.3.4. Dinamik Koşullu Korelasyon Katsayısı ve Ampirik Yorumları	164
3.3.5. Literatür İle Mevcut Çalışma Sonuçlarının Karşılaştırılması	167
3.3.6. Modellerin Geçerlilik Testi	170
3.3.7. Otokorelasyon Sınaması	171
SONUÇ.....	172
EKLER.....	177
KAYNAKÇA.....	178
DİZİN.....	198

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1: Küreselleşme 2014 KOF Index	16
Tablo 2.1: 2005-2014 Dünya Büyüme Hızı	71
Tablo 2.2: Gelişmekte Olan Ükelere Net Yabancı Sermaye Akımı (Milyar Dolar).....	74
Tablo 2.3: Trende Göre Çıktı Kaybına Yol Açan Krizlerin Maliyeti	76
Tablo 2.4: Yükselen Piyasalarda Kırılganlık Ölçütleri	78
Tablo 2.5: Dünya Ticaret Hacmi(%).....	79
Tablo 2.6: Arjantin Ekonomisini Ait Temel Makroekonomik Göstergeler	91
Tablo 2.7: Güneydoğu Asya Ülkelerinde Özel Tasarruf-Özel Yatırım ve GSYİH 1990-1996)	94
Tablo 2.8 : Kriz Öncesi ve Sonrası Dönemde Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri.....	94
Tablo 2.9 : Rusya Krizinin Ortaya Çıkış Sürecinde Temel Olaylar	97
Tablo 2.10: 1995–1998 Dönemi Rusya Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon ve Bütçe Açığı	99
Tablo 2.11: 1987-1998 Yılları Arasında Türkiye’de Bütçe Açığı ve Faiz Ödemeleri.	103
Tablo 2.12: Kriz Rasyolarına Esas Teşkil Eden Ekonomik Göstergeler	105
Tablo 2.13: TMSF Bünyesine Alınan, Birleştirilen, Satılan veya Tasfiye Edilen Bankalar	106
Tablo 3.1: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Toplam Dönem).....	147
Tablo 3.2: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Kriz Öncesi Dönem).....	147
Tablo 3.3: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Kriz Dönemi).....	148
Tablo 3.4: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Kriz Sonrası Dönemi).....	148
Tablo 3.5 : DCC-GARCH Modeli Öncesi ARCH-LM (1) Test Değerleri	157

Tablo 3.6: ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları	158
Tablo 3.7: DCC-GARCH Modeli Tahmin Sonuçları	160
Tablo 3.8: Dinamik Koşullu Korelasyon Katsayısı	164
Tablo 3.9: DCC-GARCH Modeli Sonrası LM Testi	171
Tablo 3.10: Otokorelasyon Sınaması sonuçları	171

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa

Grafik 3.1: Menkul Kıymet Borsaları Endeks Getiri Serileri	149
Grafik 3.2: Kriz öncesi, Kriz dönemi ve Kriz sonrası Dönemler Bazında S&P500 ve Diğer Piyasalar Koşullu Varyansları	150

KISALTMALAR

ADF	Augmented Dickey Fuller Test (Genişletilmiş Dickey Fuller Testi)
AIG	American International Group
ARCH	Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (Oto regresif Koşullu Değişen Varyans)
BRICS	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika
CCC	Constant Conditional Correlation (Sabit Koşullu Korelasyon)
CCL	Contingent Credit Line (İhtiyatlı Kredi Hattı)
CCS	Comprehensive Consolidated Supervision (Yoğun Konsolide Denetimi)
DCC	Dynamic Conditional Correlation (Dinamik Koşullu Korelasyon)
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
EMS	European Money System (Avrupa Para Sistemi)
ERM	Exchange Rate Mechanism (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması)
FED	Federal Rezerv System (Federal Rezerv Sistemi- ABD Merkez Bankası)
GARCH	Generalized Auto Regressive Conditional Heteroskedasticity (Genelleştirilmiş Oto regresif Koşullu Değişen Varyans)
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IGE	İnsani Gelişme Endeksi
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KFK	Küresel Finansal Kriz
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KOF	İsviçre Ekonomi Araştırmaları Enstitüsü
MDI	Modifiye Edilmiş Küreselleşme Endeksi
MENA	Middle East and North Africa (Orta Doğu ve Kuzey Afrika)
NYSE	The New York Stock Exchange (New York Menkul Kıymetler Borsası)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

PP	Phillips Perron Test (Phillips Perron Testi)
SDR	Special Draft Right (Özel Çekme Hakkı)
SSCB	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TMMOB	Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği
TUSİAD	Türkiye Sanayici İşadamları Derneği
UDY	Uluslararası Doğrudan yatırımlar
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)
UNDP	United Nations Development Programme (Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı)
YPE	Yükselen Piyasa ekonomileri
WDI	World Development Indicator (Dünya Kalkınma Göstergeleri)
WB	World Bank (Dünya Bankası)

TEZ METNİ

GİRİŞ

Dünya genelinde son yüzyıllık süreçte, çeşitli dönemler itibari ile yaşanmış birçok finansal kriz ile karşılaşmıştır. Yaşanan krizlerin her biri bugüne kadar araştırmacılar tarafından kendi içerisinde neden sonuç bağlamında değerlendirilmiştir. Bu krizlerin bir kısmı sadece krizin yaşandığı ülke ve/veya bu ülke ile sınır komşuluğu olan ya da yoğun ticari ilişkileri olan diğer birkaç ülkeyi etkilemiştir. Yaşanan krizlerin bazıları da dünya ölçeğinde bir yayılım göstererek, küresel bazda etkilerini hissettirmiştir. 1980’li yılların sonlarında uygulanan finansal serbestlik yönündeki politikalarda krizlerin artmasına ve küresel boyut kazanmasına sebep olmuştur. Sermayenin önündeki engellerin kalkması, bu krizlerin derinleşmesi ve yayılması yönünde etki göstermiştir.

Ülkelere portföy yatırımı ve fiziki yatırım yapan uluslararası sermaye küçük ekonomik dalgalanmalar, siyasi belirsizlikler ya da değişik kargaşa ortamlarında sermayelerini farklı ülkelere taşıma yolunu seçebilmektedirler. Ülkelerarası sermaye hareketlerinin kolay olması küreselleşmenin bir sonucudur. Bu durum bazen de uluslararası sermaye üzerinde sürü psikolojisi olarak adlandırılabilir bir davranış biçimi şeklinde kendini göstererek krizi diğer ülkelere de yaymaya sebep olmuştur. Dolayısıyla bir ülkede başlayan kriz, diğer ülkelere de sıçramıştır.

Mortgage krizi olarak da adlandırılan 2007-2009 küresel kriz, etkilerini dünya ölçeğinde hissettiren, etki ve sonuçları itibari ile değerlendirildiğinde, 1929 ekonomik buhrandan sonra yaşanan en büyük finansal kriz olarak görülmektedir. Küresel kriz ile birlikte söz konusu diğer krizler, sadece krizin meydana geldiği ülkeyi değil diğer ülkeleri de etkilemiştir. Bu sebeple literatürde krizlerin bulaşıcılığı kavramı önem kazanmıştır.

Küresel kriz her ne kadar etkisini 2007-2009 yılları arasında göstermiş olsa da akademik çalışmalarda kriz sonrası dönem olarak alınan dönem itibari ile günümüze kadar olan etkileri hala güncel tartışma konusu olmaktadır. Bu yönüyle de etki ve sonuçları itibariyle küresel kriz halen güncelliğini korumaktadır.

Küresel krizin bulaşma etkisi konusunda, yabancı çalışmalara göre Türkiye’de yeterli sayıda akademik çalışma mevcut değildir. Bu yönü ile çalışmanın literatüre katkı yapacağı düşünülmektedir. Krizlerin kaynağı konumunda olduğu ülkeden başka ülkelere doğru hangi kanallardan bulaşma etkisi gösterdiği ve finansal sistem içerisinde hangi araçlara ne büyüklükte etki ettiği, incelenmesi gereken önemli konulardır. Krizin bulaşıcılığı ve özelliklerinin her kriz temelinde ayrı ayrı incelenerek ortaya konması, benzer krizlerin tekrar etmesi durumunda şokları önleyebilecek ve bulaşmasını engelleyebilecek tedbirlerin alınması açısından gereklidir.

Bu çalışmanın amacı, Küresel Finansal Krizin, Dünya bankasının Milli Gelir sıralamasına göre oluşturduğu gruplardan üst gelir grubu, üst orta gelir grubu ve alt orta gelir grubu içerisinde, örneklem seçilen ülkelere yönelik bulaşma etkisini araştırmaktır. Bu yönüyle, küreselleşme, kriz kavramı, kriz türleri, bulaşıcılık kavramı açıklanarak, literatür temelinde ele alınmıştır. Bu amaçla ilgili ülkelere ait hisse senedi endeks getirileri kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem bazında veri olarak alınmıştır. Bu çalışmada da olduğu gibi krizlerin bulaşma etkisini inceleyen çalışmaların çoğunda, veri olarak hisse senedi getirileri alınmıştır. Bunu en temel nedeni, bir piyasada görülen şokların diğer piyasalara etkisi ilk önce, en kolay ve görünür biçimde hisse senedi piyasaları üzerinde olmaktadır. ABD S&P 500 endeksi krizin kaynağı konumunda olup, diğer 12 piyasaya doğru bulaşıcılık etkisi ampirik uygulama ile analiz edilmiştir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde küreselleşme kavramının tanımı ve boyutları, küreselleşmenin finans ve üretim piyasalarına etkisi, küreselleşme endeksi, finansal kriz tanımı ve boyutları konuları ele alınmıştır.

İkinci bölümde, finansal krizlerin bulaşıcılığı konusuna değinilmiştir. Bu kapsamda finansal krizler, ülke gelişmişlik düzeylerine göre ve ülke deneyimleri anlamında bulaşma etkisi çerçevesinde incelenmiştir. Latin Amerika krizleri; Meksika, Brezilya, Arjantin krizleri ile açıklanmıştır. Bunların dışında, Güneydoğu Asya krizi, Rusya krizi, 1994 ve 2001 Türkiye krizleri ve son olarak 2007-2009 ABD küresel krizi, krizlerin bulaşıcılığı kapsamında değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde öncelikle finansal krizlerin bulaşıcılığına yönelik yurtiçi ve yurtdışı araştırmaları konu alan literatür incelemesi verilmiştir. Daha sonra Krizin kaynağı ABD'den örneklem ülkelerine (İngiltere, Almanya, Japonya, Rusya, Güney Kore, Çin, Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Endonezya, Hindistan) doğru küresel krizin bulaşma etkileri ampirik bir bakış açısıyla analiz edilmiştir. Çalışmada Dinamik Koşullu Korelasyon (DCC) GARCH modeli kullanılarak, elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM
KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL KRİZ KAVRAMLARININ TANIMI
VE BOYUTLARI

1.1. KÜRESELLEŞMENİN TANIMI VE BOYUTLARI

Küreselleşme kavramı, üzerinde araştırmacıların yoğun bir şekilde araştırma yaptığı ve yapmaya devam ettiği, aynı zamanda da yaşamsal karşılığını bulması adına ortaya çıkmış ve gelişmekte olan bir kavramdır. Birçok kavramın tanımlanmasında söz konusu olan güçlük, “küreselleşme” kavramı için de karşımıza çıkmaktadır. Ancak her araştırmacının farklı bakış açısıyla değerlendirdiği küreselleşme kavramının, birden çok anlama bürünebilmesi söz konusu olabilmektedir.

Değişen dünya koşulları, haberleşme, kitle iletişim, ulaşım vb. araçlar düşünüldüğünde, söz konusu olmaya başlayan teknolojik değişimler ve gelişmeler, bireysel ve toplumsal anlamda birtakım süreçlerin de sorgulanması gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede de artık, belirtildiği gibi hem bireysel hem de toplumsal bazda, bu yenileşme sürecinin dışında kalmak mümkün değildir. Çünkü üzerimizde, daha fazla “evrensel” olmaya yönelik bir baskı ya da zorlama olduğu bir gerçektir.

Bu yönüyle de, son yıllarda üzerinde en fazla konuşulan kavramlardan birisi, küreselleşme kavramıdır denilebilir. Kelime anlamı itibariyle değerlendirdiğimizde küreselleşme; “dünya insanı olma ve evrensel olma” gibi oldukça anlamlı bir tanımlamayla karşılanmaktadır (Çevik, 2003: 216). Sonuçta, “evrensel değerleri” özümseyebilmiş bir insan olabilmek, daha nitelikli bir yaşam sürmemiz anlamına da gelmektedir.

1.1.1. Küreselleşmenin Tanımı

Farklı disiplinler tarafından farklı tanımlamalarla karşılanan küreselleşme kavramı, 1980’li yıllarla birlikte; iletişim, ulaşım ve bilgi alanları ile ekonomik alanlarda yaşanan yüksek ve hızlı gelişmeler neticesinde, insanlar arasındaki ilişki ve etkileşimin artması ve yoğunlaşmasını ifade eden bir süreç olarak tanımlanmaya başlanmıştır.

Özellikle günümüz de, genel anlamda teknolojik, özel anlamda da iletişim ve bilgisayar teknolojisi alanında söz konusu olan gelişmeler ve bu gelişmelere ve değişimlere ayak uydurabilmek adına sarf edilen çabalar, mutlaka küreselleşmeyi daha hızlı ve etkili bir yapı haline getirmiştir. Bu şekilde de, küresel piyasalara yönelik hareketlerin, oldukça hızlanması söz konusu olmaya başlamıştır.

Kongar’a (2001) göre küreselleşme; “Dünyanın yaşadığı Tarım ve Endüstri Devrimlerinden sonra ortaya çıkan üçüncü büyük devrimin, İletişim – Bilişim Devrimi’nin görüntülerinden birisidir”. Bu nedenle küreselleşme; hem siyasal, hem ekonomik hem de kültürel öğelerden oluşan oldukça karmaşık bir yapı arz etmektedir.

Giddens (2000) de küreselleşmeyi şu şekilde tanımlamaktadır;

“Küreselleşme, bir ülkede meydana gelen olayların, başka yerlerde gerçekleşen olaylar üzerinde etkiye sahip olması ya da ulusal sınırlar dışında meydana gelen olaylardan etkilenme bağlamında, sosyal ilişkilerin dünya ölçeğinde yoğunlaşmasıdır”.

Bunun haricinde, “20. yüzyılın sonları itibariyle içerisinde yaşadığımız dünya, gerçekten farklı bir dünya mıdır?” sorusuna Giddens (2000), “*Evet öyledir*” şeklinde cevap verir. Çünkü ona göre, 1960’lardan sonra iletişim sisteminde görülen dev değişiklikler, küreselleşme sürecinin temelini oluşturmakta ve onu tüm boyutlarıyla etkilemektedir. Tarihte ilk defa, artık dünyanın bir ucuyla diğer ucu arasında iletişim kurma imkânı söz konusu olabilmıştır. Bu çerçevede, “anında elektronik iletişim”, sadece aktarımlarda değişikliğe ya da hızlanmaya sebep olmamış, aynı zamanda yaşam biçimlerimizi de tüm dokusuyla değiştirmiş ve yenilemiştir.

Gosoviç (2001)’ de; “Semptomatik olarak bakıldığında, küreselleşmenin geçerli bir tanımı ya da değerlendirmesi, küresel düzeyde erişim imkânları, güçleri ve hırsları olan nispeten az sayıda etkili aktörün tekeli altındadır” demektedir. Yani küreselleşmeye ilişkin tanımlamalar ve değerlendirmeler, bu unsurlar tarafından belirlenmektedir ve söz konusu tüm bu tanımlamalar, diğer tüm ülkeler tarafından da aynı tarzda benimsenmektedir. Bu durumun gerçekleşmesini sağlayan ya da

kolaylaştıran da, mutlaka küreselleşmeyi mümkün kılan mekanizmalar ve teknolojik gelişmeler tarafından sağlanmakta ve desteklenmektedir.

Wolf (2001) “Küreselleşme bir seyahattir” diyor. Ancak Wolf’a göre, bu seyahat ulaşılamaz bir noktaya doğrudur ve bu nokta da, “küreselleşmiş dünyadır. Ayrıca Wolf (2001), bu küreselleşme seyahatinin yeni olmadığını belirtmektedir. Geçtiğimiz beş asır boyunca söz konusu olan teknolojik ilerlemeler, uluslararası bütünleşmelerdeki engelleri azaltmış ve okyanus ötesi iletişim, örnek olarak yelken gücünden buhar, telgrafa, telefona, ticari haberleşme uçaklarına ve şimdi de internete evrim geçirmiştir.

Çoban (2002), küreselleşme konusunda hangi alanlarda karşılaşılabileceği ile ilgili şunları ifade etmektedir;

“Küreselleşme; sermaye akışkanlığı, yatırımların, malların, hizmetlerin ve paranın küresel hareketliliği, ekonomilerin bütünleşmesi, küresel pazar, ulus – devlet sınırlarının ortadan kalkması, ulus – devletin çöküşü, çokuluslu şirketlerin küresel etkinlikleri, toplumsal ilişkilerin dünya çapında yoğunlaşması, insanların küresel hareketliliği, küresel sivil toplumun ortaya çıkışı, küresel kültürün doğuşu, tüketim kalıplarının küresel bir – örnekliliği, ülkeler arasındaki karşılıklı bağımlılığın artması, iletişim ve bilişim sistemleri ağlarının varlığı, bilginin küresel akışkanlığı, paylaşılan çıkarlar, küresel ve ortak sorunların farkına varılması, küresel bilinçlilik, küresel kimlik ve küresel siyasi sistemler ile küresel kurumların işlevselleşmesi vb. olarak ifade edilebilir. Bunların her biri tek tek, üçlü – dörtlü gruplar halinde ya da hepsi birden küreselleşme olarak karşımıza çıkmaktadır”.

Erkal’a (2002) göre de küreselleşme, iki boyutlu bir yapı arz etmektedir;

- **Objelerin Yaygınlaşmasını İçeren Birinci Boyut:**

Giyim–kuşam, fast–food, Coca–Cola, Mc Donalds, GSM teknolojisi, internet, cep telefonu, İngilizce, ABD doları vb.

- **Değerlerin Yaygınlaşmasını İçeren İkinci Boyut:**

Daha çok ekonomi ve kültürel değerlere ait, somut ve fayda kavramını ön plana çıkaran hükümleri içermektedir. Bu öğelerin yanında; demokrasi, demokratik değerler, çevre bilinci, bilginin yaygınlaşması, teknolojik gelişme, mal ve hizmet

kalitesindeki standartlaşma gibi olumlu değerlerin de yaygınlaşması söz konusu olabilmektedir.

Sonuç olarak; küreselleşme sürecine ilişkin ortaya çıkan somut ve soyut değerlere karşı çıkmak ya da süreci tümüyle reddetmek nasıl yanlış bir yaklaşım olursa; aynı şekilde, küreselleşmenin getirdiği bütün kavramları ve yaşamsal karşılıklarını da olduğu gibi kabul etmek doğru olmayacaktır. Bu nedenle, ulusal çıkarları ve değer yargılarını gözeten, milli kültür ve gelenekleri de sorgular bir yaklaşım tarzına sahip olabilmek, her şeyden daha önemli olacaktır. Bu noktada karşımızda iki alternatif yaklaşım çıkmaktadır. Bunlardan bir tanesi küreselleşmenin bir dayatma ve sömürüden ibaret olduğunu savunan küreselleşme karşıtlarıdır. Diğer tarafta da günümüz dünya düzeni içerisinde küreselleşmenin alternatifsiz bir yaşam biçimi olduğunu savunan taraf olarak, bu düzenin dışına çıkılamayacağı inancını savunan küreselleşme yandaşları bulunmaktadır.

Küreselleşmenin, ulus – devlet düzeni içerisindeki oluşumu itibariyle, ulus temelli devlet oluşumlarını; ekonomik, siyasal ve kültürel noktalarda etkileyeceği ve bu unsurlar temelinde tehlikeye düşürebileceği bir ihtimal olarak durmaktadır. Çalışmanı bu aşamasında, küreselleşmenin ekonomik, siyasal ve kültürel platformda, ne denli etkili olduğu ve olabileceği üzerinde değerlendirmelerde bulunulacaktır.

1.1.2. Küreselleşmenin Tarihsel Süreci

“Küresel olma” kavramının ya da nitelemesinin ilk örneğini, İlkçağ Yunan filozofu Platon’un “İdeal Devlet” ütopyasında görmek mümkündür. Bu ütopyanın devamı niteliğinde kabul edebileceğimiz, İngiliz filozofu Thomas More’un “Ütopia”sında ve İtalyan filozofu Tommaso Campanella’nın “Güneş Ülkesi”nde de, kavramın devamı niteliğinde düşünceler görülmektedir.

Thomas More, “Ütopia” adlı eserinde, bir anlamda küreselleşmenin tek ve standart yapılanmanın habercisi durumunda olduğunu ifade etmektedir. Çünkü eserinde, birbirinin aynı 54 ada devletinden bahsedilmektedir ve bu devletlerin her birindeki

şehirlerin, mahallelerin, evlerin ve dahi evlerde yaşayan insanların sayısının bile aynı olması söz konusudur.

Roma ve Osmanlı İmparatorlukları da, dünya üzerinde hâkim güç konumunda bulundukları dönem içerisinde kendi hâkimiyetlerine uygun bir dünya düzeni geliştirmişler ve “Pax Romana” ile “Pax Ottoman” adıyla, 19. yüzyıl öncesinde küreselleşmenin birer örneğini oluşturmuşlardır. Modern anlamdaki ilk küreselleşme örneğine bakıldığında, 19. yüzyılda İngiltere’nin, yukarıda bahsedilen kendi dünya düzenini kurma davranışına uygun şekilde, kendi sistemini geliştirdiği süreç olarak bilinen, “Pax Britannica” sürecidir denilebilir.

Tarihsel süreç içerisinde değerlendirildiğinde küreselleşme, öncelikli olarak; dünyadaki ekonomik anlamda görülen değişimlerin, bu değişimleri yaşayan halk tarafından anlaşılmasını kolaylaştıracak birtakım açıklamalar ve izahatlar getirmek amacıyla kullanılan bir kavram olarak ifade edilebilir. Fakat aynı süreç içerisinde; toplumsal ve bireysel yaşam için zorunlu olan sosyal düzen, sağlık ve güvenlik konularını tehdit eden birçok davranış şekillerinin de küreselleşmeye başladığını söylemek mümkündür.

Dünyanın iki kutuplu dengeden (ABD – SSCB), tek kutuplu küresel güce doğru kayışı, günümüzde küresel egemenlik noktasında, ABD’yi daha fazla belirleyici taraf olarak öne çıkarmaktadır. Bu anlamda, küreselleşmenin ikinci kaynağı olarak nitelendirilebilecek siyasal kaynakta da, Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği’nin (SSCB) çökmesi ve SSCB’nin varlığıyla var olan Soğuk Savaş Dönemi’nin sona ermesi yer almaktadır. Aynı Soğuk Savaş Dönemi, Türkiye’de de olan biten her şeyin ya da tüm dengelerin değişmesine neden olmuştur. Bu anlamda SSCB’nin dağılması, tüm dünya düzeninin değişmesine etki etmiştir denilebilir.

Bu çerçevede, 20. yüzyılın sonlarında, soğuk savaş döneminin iki kutuplu düzeninin çökmesiyle, yerini Amerika Birleşik Devletleri’nin temsil ettiği tek süper güç ve bunun yanında Avrupa Birliği, Rusya, Çin ve Japonya gibi ana güç merkezlerinden oluşan yeni bir uluslararası yapı almıştır. Dünya’da yaşanan hızlı değişim ve yeniden

yapılanma süreci, uluslararası sistemde, barış ve istikrar içerisinde, evrensel hedefler doğrultusunda ilerlenmesi için fırsat ve beklenti yaratırken; belirsizliklerden, yerel çatışmalardan, tarihsel, etnik ve ulusçu gerginliklerden, terörizm ve kitle imha silahlarının yayılması gibi nedenlerden kaynaklanan istikrarsızlıkları, yeni risk ve tehditleri de birlikte getirmekteydi (Yergin, 1993: 427).

Küresel olarak tek güç olmanın vermiş olduğu hâkimiyet arzusu ABD’de olduğu gibi dünya genelinde jandarmalığa soyunma davranışı ile sonuçlanabilmektedir. Bunun sonucu olarak da kendi menfaatlerinin gerektirdiği durumlarda meydana gelen karmaşalara müdahil olma, menfaatinin olmadığı coğrafyalardaki insan hak ve hürriyetlerine aykırı, soykırım noktasına varan karmaşalara müdahale etmeme gibi bir durum doğurmaktadır. Nitekim özellikle 11 Eylül sürecinden sonra, belki 11 Eylül de bahane edilerek İslam coğrafyası üzerinde zengin yer altı kaynaklarının bulunduğu ülkelerde bir ABD hegemonyası oluşmuş, buralara düzen getirme bahanesi ile o topraklara uzun bir süre yerleşildiği görülmüştür. Kargaşanın olduğu zengin kaynaklara sahip olmayan diğer coğrafyalarda ne yazık ki bir müdahale söz konusu olmamıştır. Bu durum aşağıda detaylı bir şekilde açıklanan küreselleşmenin boyutları içerisindeki siyasi boyutu da oluşturmaktadır.

Finansal anlamda düşünüldüğünde tek güç merkezinin olması, bu merkezde meydana gelecek bir ekonomik çalkantının diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere de kolayca etki edebilme ihtimalini doğurmaktadır. Böylece kriz küreselleşip diğer coğrafyaların da ekonomilerinin bozulmasını ya da bu coğrafyalardan başlayarak simetrik bir şekilde güç merkezini de etkileme sonucunu doğurabilmektedir.

1.1.3. Küreselleşmenin Boyutları

Bal (2006)’a göre; “Küresel dönem; ekonominin ulus ötesi aktörlerinin öneminin artması, insanların sınırları daha hızla ve sıklıkla aşması, fikirlerin dünyanın ekseninde yeni teknolojinin olanaklarına paralel olarak şaşırtıcı bir hızla seyahat etmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca küreselleşme, ulusal sınırları farklı bir anlamlandırmaya da tabii tutmaktadır. Bu çerçevede küreselleşme, dünyadaki güvenlik kavramlarını da değiştirmektedir ve artık devletlerin ve toplumların güvenliği, bireyler ve gruplar tarafından daha büyük ölçekte ve sıklıkla tehdit edilebilir ve tehlikeye sokulabilir hale gelmiştir”.

Küreselleşme sürecinin, hemen hemen tüm yaşam alanlarını etkilemesiyle birlikte, finansal olayların dışında hayatın birçok alanında farklı bir yapıya bürünmeye başladığını ve kendisini yaşamın bu farklı alanlarında hissettirerek başkalaşma yaşadığını söylemek mümkündür.

Küreselleşme süreci, özellikle “insan hakları ve demokrasi” kavramlarının yaygınlaştırılması ve etkileri çerçevesinde ele alındığında yaşamın birçok farklı alanında fiilen gerçekleştirdiği tekелci eğilimlerle, sert bir çelişki oluşturmaktadır. Dolaysısı ile küreselleşme birtakım olumsuzlukların tetikleyicisi olabilmektedir. Böylesi çelişkili durumlar, tüm toplumsal, ekonomik, siyasal ve kültürel süreçlerin kaçınılmaz bir yazgısı olarak, her daim karşımıza çıkabilmektedir. (Kongar, 2001:35)

Küreselleşme hakkında, “Küreselleşmenin Yüzleri” adlı eserde Biber (2005) şunları söylemektedir;

“İnsanlık adına ortak bir rüya belirleme yetkisini kendilerinde görenler, çalışmalarına kesintisiz olarak devam etmektedirler. Son yirmi yılın en büyük rüyası ise, küresel bir ekonomik sistem oluşturmaktır. Bu rüyaya yönelik olarak sürdürülen çalışmalar sonucunda; sermaye, küresel ölçekte rahat dolaşım olanağı bulmuş ve bu durum birçok insanı, yeni yüzyılı “refah çağı” ilan ettirecek kadar umutlandırmıştır”.

Bu bağlamda aslında temel düşünce batının ilerici yeni kültürüne uyum sağlayamayan medeniyetlerin, bu duruşlarını değiştirme çabası olarak anlaşılabilir. Bunun bir sonucu da birtakım medeniyetlerin kendi öz kültür ve sosyolojik özelliklerini kaybetmesi ile sonuçlanabilir. Küreselleşmenin batının bu yeni kültür yapısının dünya çapında yaygınlaşması olarak anlaşıldığı varsayımı ile küreselleşme ile birlikte siyasal düşünce ve görüşlerde de değişiklikler görülebileceği ihtimali üzerinde durulması gerekir.

1990’lı yıllar boyunca kendini daha fazla hissettiren küreselleşme süreci ABD dış politikası üzerinde de etkili olmuştur. Bu durum Samuel Huntington gibi ideolog güvenlikçilerin, ABD’nin milli menfaatlerini belirleyemediği görüşünü ortaya atmalarına da neden olmuştur (Demirhan, 2001: 149).

Küreselleşme, üç farklı sınıflandırma yapılarak incelenabilmektedir; (Asan, 2007: 17)

- Kendine has kültür ve değerlerin, en uygun düzeyde olduğunu öne sürerek, diğerlerine bu kültür ve değerleri kabul ettirmeyi çalışanlar;
- Söz konusu baskıcı koşullara şiddetli bir şekilde karşı çıkarak, kendi kültür ve değerlerini savunanlar ile
- Bu koşullar altında, kendilerini savunma gücü olmayanlar.

Küreselleşmenin boyutları genel itibari ile literatürde aşağıda belirtilen ekonomik, siyasi, teknolojik, çevresel ve kültürel boyut başlıkları altında incelenmiştir. Bu çalışmada da ilgili başlıklar altında küreselleşmenin boyutları açıklanmıştır.

1.1.3.1. Ekonomik Boyut

Ekonomik küreselleşmenin sanayi sonrası toplum yapısı üzerinde değişim ve gelişim gösterdiği ifade edilebilir. Bu anlamda, sanayi sonrası toplum yapısının temel özelliklerinden birisi de hizmet ve imalat sektörlerinin karışımından ibaret olmasıdır. Böyle bir ekonomide, teknolojinin yeri ihmal edilemez şekilde önem arz etmektedir.

Küreselleşmenin ekonomik ayağı, siyasi ayağından daha farklı bir çerçevede değerlendirilmelidir. Ekonomik çerçevedeki küreselleşme denildiğinde uluslararası sermaye olgusu dikkate alınması gereken en önemli unsurdur. Uluslararası sermaye; bir ekonominin, bir başka piyasa içerisindeki fiziki ve portföy yatırımlarını, bu yatırımların arkasındaki holdingleri ve büyük uluslararası şirketleri olarak tanımlanabilir.

Özellikle günümüzde de, dünyanın dört bir tarafında neyin üretilmesi ve pazarlanması gerektiğini belirleyen, uluslararası bu sermayenin üretim kararları ve tercihleri bulunmaktadır. Yani bir anlamda, neyi ne kadar tüketeceğimizi ya da tüketmemiz gerektiğini veya neyi ne kadar üretmemiz ya da satmamız gerektiği

konusunda kendi tercihlerimiz kadar, uluslararası sermayeye sahip olan bu otoriteler de etki etmektedir.

Küresel ekonomik sistem içerisinde büyük bir güç olan ABD'nin uluslararası sermaye üzerindeki payı da büyüktür. Dünya Bankası, IMF (International Monetary Fund) vb. uluslararası ekonomik kuruluşların resmi raporlarına bakıldığında Dünya ticaret hacmi üzerinde ABD'nin ağırlığı açıkça görülebilir. 2013 DTÖ (Dünya Ticaret örgütü) raporu incelendiğinde, ABD mal ticaretinde dünya sıralamasında %8.4 ihracat payı ile ikinci, %12.6 ithalat payı ile de birinci sıradadır. Hizmet ticaretinde % 14.1 ihracat, %9.9 ithalat payı ile dünya genelinde birinci sıradadır. ABD'nin, küresel sermaye içerisindeki bu temel dinamiğini göz ardı etmek mümkün değildir.

Küreselleşmenin ekonomik boyutu incelendiğinde üzerinde durulması gereken bir başka nokta da, IMF (Uluslararası Para Fonu) ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarıdır. Bu kuruluşlar küresel ekonomik sistem üzerinde önemli aktörlerdendir. Çünkü gelişmekte olan ülkelere verdikleri kredi ve hibelerle birlikte, koştukları şartlar ekonomik dengelerin değişmesinde etken faktör olarak değerlendirilmektedir.

Bu kuruluşların kredi musluklarını açmak adına öne sürdükleri şartların, dar çerçevede sadece ekonomik küreselleşmeyi, genel anlamda bütün boyutları ile küreselleşmeyi gerçekleştirme amacı taşıdığını söylemek mümkündür. Çünkü ekonomik küreselleşme, daha fazla bağlı olmayı gerektirecek en önemli unsurdur. Ekonomik bağlılık ta, neticede diğer alanlarda da bağlılığı kolaylaştıran ve gerektiren bir süreçtir. Mesela, ekonomik küreselleşme ile kaçınılmaz hale gelen ticari ve mali serbestleştirme, aslında milli hükümetlere ve merkez bankalarına belli sınırlamalar getirme amacını da öngörmektedir.

Söz konusu olan bu sınırlamalar da, devletlerin ekonomik darboğaz yaşamalarına neden olabilmektedir. Bu duruma maruz kalan devletlerin, problemleri tümüyle devre dışı bırakmak yerine, geçici istikrar paketleri adı altında birtakım düzenlemeler yapmaları ve uygulamaları olmuştur. Bu devletlerin aynı zamanda

uluslararası kuruluşlarca da bu paketleri uygulamaya zorlanmaları, hadiseyi çözümlmek bir yana, daha da artmasına neden olduğu yaşanan küresel krizlerle tecrübe edilmiştir. Bu istikrar paketlerinin başarısızlığı da, ülkelerin ulusal başarısızlığı değil, aynı zamanda ve belki de daha çok, küreselleşmenin ekonomik ayağının başarısızlığı olarak değerlendirilmelidir.

Bu konuda IMF’in özellikle uluslararası krizlerde uyguladığı politikalar örnek gösterilebilir. Meksika, Doğu Asya, Rusya, 199 Brezilya, 2001 Türkiye ve Arjantin krizlerinde IMF politikalarının krizi daha da derinleştirmesi ve istikrarsızlığa yol açması eleştirilen konuların başında gelmektedir. Uygulanan kurtarma politikaları, ülkelerin dünya üzerinde ki stratejik konumlarına göre muhakkak kurtarılması gereken ya da krizin diğer ülkelere bulaşma riskinin fazla olmaması dolayısıyla kredi musluklarını yeterince açmayarak gerçek mana da kurtarmaya yönelik olmayan politikalar olarak kendini göstermektedir. Bu da ilerleyen konularda daha detaylı değinilecek olan “Ahlaki Riziko” ya sebep olabilmektedir. Ahlaki Riziko kendisini stratejik bir piyasa olarak gören ülkelerin muhakkak kurtarılacağı düşüncesi ile riskli işlemlere devam etmesi, bu kategoride olmayan ülkelerinde kredi alabilmek için istikrar paketi altında her türlü şartları kabul etmeye yönelmesi sonucunu doğurmaktadır.

IMF, ABD, diğer ülkeler ve uluslararası teşkilatlardan oluşan birlik 1994-1995 yılında kriz nedeniyle Meksika’ya 50 milyar doların üzerinde yüklü bir finansal yardım paketi sağlamışlardır. Ancak yardım Meksika’yı kurtarmak için değil Meksika’ya borç veren yabancı bankaları ve finansal kurumları kurtarmak için yapılmıştır. IMF’ in bu ülkeyi kurtaracağını bilen yatırımcılar kur farklarından doğan riskli işlemler yapmaya devam etmişlerdir. Bu durumda eleştirilmesi gereken yatırımcılar değil, onları bu davranışa iten IMF, ABD ve diğer kurumlar olmalıdır (Friedman, 1998: 18).

Ticari açıdan bakıldığında da küreselleşme; piyasaların dünya ölçeğinde büyümesi ve ekonomik sınırların ortadan kalkma sürecidir denilebilir. Kapitalizmin beraberinde getirdiği vahşi rekabet şartları ile birlikte, kar oranlarında görülen düşüş sonucunda ortaya çıkan ekonomik darboğazlar ya da iktisadi bunalımlar, yeni bir yapılanmayı ortaya çıkarmıştır. İşte küreselleşme de, özellikle 1970’li yıllarda söz

konusu olan ekonomik bunalımların sonucunda ortaya çıkan ve ağırlıklı olarak da 1980’lerin sonlarına doğru küresel bazda hissedilen yeni bir yapılanmadır.

İsviçre ekonomi araştırmaları enstitüsü (KOF)'nün ekonomik küreselleşme, sosyal küreselleşme ve siyasi küreselleşme başlıkları altında incelediği 158 ülke arasında (2014 Yılı) ilk sırayı 92.7 puanla İrlanda alırken, Türkiye 68.20 puanla 46'ncı sıraya yerleşmiştir. KOF'un küreselleşme endeksinde ilk 10 sıra, Kanada dışında Avrupa ülkelerince paylaşıldığı görülmektedir (KOF, 2014). Bu yönü ile Türkiye küreselleşme ölçütünde dünya genelinde geri sıralarda yer alıp, ağırlıklı olarak Avrupa birliği ülkelerinin küreselleşmenin tüm boyutları ile dünyanın geri kalan bölgeleri ile entegre olduğunu söyleyebiliriz.

Küreselleşme endeksinde Türkiye, yabancı yatırımlar ve uluslararası ticaret gibi alt başlıkların dikkate alındığı ekonomik küreselleşmede 53.23 puanla 107'nci sırayı alırken internet kullanıcıları, istihdamda yabancı işçilerin oranı ve uluslararası markaların yaygınlığı gibi verilerin hesaplandığı sosyal küreselleşmede 65.67 puanla 57'nci sırada yer almıştır. Türkiye, uluslararası kuruluşlara üyelik ve diplomatik temsilcilik sayısı gibi verilerin dikkate alındığı siyasi küreselleşmede ise 92.74 puanla 16'nci sırayı almış görülmektedir.

Küreselleşme endeksi ekonomik küreselleşme, sosyal küreselleşme ve siyasi küreselleşme olarak üç grupta incelenerek ülkeler bağlamında bir sıralama yapılmaktadır. Aşağıda görüleceği üzere değerlendirmeler %100'lük bir bütün içerisinde her bir kritere ayrı bir yüzdelik ağırlıklandırma yapılarak değerlendirmeye tabi tutulmaktadır.

Tablo 1.1: Küreselleşme 2014 KOF Index

Endeksler ve Değişkenler	Ağırlıklar
A. Ekonomik Küreselleşme	[% 36]
i) Gerçek Akımlar	(% 50)
Ticaret (GSYH'nin yüzdesi)	(% 21)
Doğrudan Yabancı Yatırım, hisse senetleri (GSYH'nin yüzdesi)	(% 27)
Portföy Yatırımları (GSYH'nin yüzdesi)	(% 24)
Yabancı uyruklular için Gelir Ödemeleri (GSYH yüzdesi)	(% 27)
ii) Kısıtlamalar	(% 50)
Gizli İthalat Bariyerler	(% 24)
Ortalama Tarife oranı	(% 28)
Uluslararası Ticaret Vergileri (Cari gelirlerin yüzde)	(% 26)
Sermaye Hesabı Kısıtlamaları	(% 22)
B. Sosyal Küreselleşme	[% 38]
i) Kişisel İletişim Verisi	(% 33)
Telefon Trafığı	(% 25)
Transferler (GSYH'nin yüzdesi)	(% 4)
Uluslararası Turizm	(% 26)
Yabancı Nüfus (toplam nüfusun yüzdesi)	(% 21)
Uluslararası harfler (kişi başına)	(% 24)
ii) Bilgiler Veri Akışları	(% 35)
İnternet Kullanıcıları (1000 kişi başına)	(% 36)
Televizyon (1000 kişi başına)	(% 37)
Gazeteler Ticaret (GSYH'nin yüzdesi)	(% 27)
iii) Kültürel yakınlık üzerinde Veri	(% 32)
McDonald's'ın restoran sayısı (Kişi başına)	(% 45)
Ikea sayısı (kişi başına)	(% 45)
Kitap Ticareti (GSYH'nin yüzdesi)	(% 10)
C. Siyasi Küreselleşme	[% 26]
Ülke Büyükelçilikler	(% 25)
Uluslararası Örgütlerde üyelik	(% 28)
BM Güvenlik Konseyi Misyonları Katılım	(% 22)
Uluslararası Antlaşmalar	(% 25)

Kaynak: Dreher, 2006: 1091-1110

Ekonomik küreselleşme toplam değerlendirme içerisinde %36'lık bir etkiye sahip olmakta ve kendi içerisinde Gerçek Akımlar ve Kısıtlamalar başlıkları altında belirlenen farklı kriterlere göre %36'lık payın ayrı ayrı ağırlıklandırılmış oranları bulunmaktadır.

Neticede, küreselleşme olgusuna ya da sürecine karşı duyarsız kalmak, söz konusu olamaz. Ancak, özellikle ekonomik çerçevede küreselleşme çerçevesinde düşünüldüğünde, neyi, ne kadar kabul etmek gerekliliği üzerine, Atatürk'ün şu sözlerine kulak vermek oldukça yerinde olacaktır;

“Ekonomik kalkınma için, her memlekette yapılan gayretlerin, makul ve iyi düşünülmüş, beynelmilel toplu tedbirlere tamamlanması zaruri olduğunda tamamiyetle aynı görüşteyiz. Bu yolda milletlerarası emeklerin, her millete ve kendi hususiyetlerine uygun bir gelişme imkânı verecek surette birleştirilmesi gerektiğini ve dünyanın ekonomik refahı hususunda, herkes tarafından umumiyetle kabul olunacak fikrin, her memleketin kendisine has şartlar içerisinde ilerleme ve refaha erişmek hususundaki hakkına riayet etmek olduğunu her zaman ifade etmek gerekir”. (TBMM, Tarihe Düşülen Notlar-1, 2011: 35)

1.1.3.2. Siyasi Boyut

İki kutuplu dünya düzeninin sessiz sedasız kapanmasından sonra, “yeni dünya düzeni”, “tarihin sonu”, “tek kutuplu dünya” gibi nitelemelerle anılan bir sürece girilmeye başlanmıştır (Bayramoğlu, 2002: 85). Bu yeni dönemde, kaçınılmaz olarak dünyadaki siyasal dengelerin de değişmeye başlaması söz konusu olmuştur.

Siyasal dengelerin değişmesi, ülkelerin iktidar yapılarının da değişmesini beraberinde getirmiştir. Değişimle birlikte gelen bu yeni yapılar, küreselleşmenin zorunlu bir süreç olduğundan hareket ederek, devlet ve toplum arasındaki uçurumunda sorgulanması ve ortadan kaldırılması gerektiği anlayışı üzerine durmuşlardır. Bu yeni devlet anlayışının temeline de, vatandaşların devlet ile olan ilişkilerinde daha fazla söz sahibi olabildikleri bir yönetim yaklaşımını içermektedir.

Siyaset teorisyenleri ve sosyologlar, Max Weber’i takiben, genellikle modern devletin kendisine has özelliğinin, verili bir alan dâhilinde şiddet araçları tekeline sahip olması olduğunu ileri sürmektedirler. Bu anlamda modern devlet, iktidar sağlayabilme gücünü, sadece kendi iç çabasıyla elde etmiş bir devlet özelliği göstermemektedir (Hirst ve Thompson, 2001: 127). Bu bakımdan da uluslararası anlaşmaların getirdiği baskın bir güç olma durumu, özellikle günümüz itibarıyla kaçınılmazdır. Uluslararası antlaşmalar çerçevesinde şekillenen uluslararası hukuk boyutunda da, devletlerin egemenlik haklarının şekillendirilmesi söz konusu olabilmektedir.

Devletler, egemen olmaları adına kendi iç ve dış politikalarını ya da adımlarını, kendileri belirleme hakkına sahiptirler. Bu çerçevede de uluslararası ilişkilerin, karşılıklı olarak birbirlerini tanıma ve birbirlerinin iç işlerine karışmama şeklinde

gerçekleşmesine zemin hazırlamıştır. Bu sınırlama da, “bیلardo topu” etkileşimi şeklinde düşünülebilir (Hirst ve Thompson, 1995: 411). Bu anlamda “bیلardo topu” tanımlaması, devletlerin uluslararası arenada eylem ve kararlarını, bir diğer devletin etkisi doğrultusunda belirlemelerini ifade etmektedir.

Küreselleşmenin etkisiyle de şekillenen günümüz modern devlet anlayışını değerlendirdikten sonra, küreselleşmenin harici siyasi etkileri üzerinde durulabilir. Küreselleşmenin siyasi ayağını ya da siyasal çerçevesini, Amerika Birleşik Devletleri’nin, dünyanın siyasi liderliğini ve jandarmalığını yapması oluşturmaktadır denilebilir (www.kongar.org/, 2007). Bu anlamda, ABD’nin söz konusu olan bu siyasal liderlik yapısı çerçevesinde, onun öngördüklerinin tüm dünya genelinde kabul görmesi adına, dünyanın her yerinde neredeyse aynı yol gösterici temel prensiplerin uygulamaya konulması söz konusu olmaya başlamıştır.

Öz (2001)’e göre; “Küreselleşme süreci; milli devletleri ve sınırları geçersiz kılmakta, yerini yeni üst egemenlik biçimlerine bıraktığı için de, değerini kaybetmektedir. Bu durum da, karşı konulamaz bir dinamizmi ve gelişme çizgisi olan küreselleşmenin, siyasi ve ekonomik açıdan bir an önce entegre olmak, daha açıkçası eşleştirmek ve sorgulamak yerine, ona tabi olmayı ya da teslim olmayı gerektirmektedir. Çünkü milli devletlerin direnmesi, sadece boşuna değil, aynı zamanda da anlamsızdır”.

Diğer taraftan küreselleşmenin siyasi boyutu, ekonomik boyutundan ya da uluslararası ekonomik entegrasyondan, oldukça farklı bir yapı arz etmektedir. Her iki olgu benzer ölçütlerle değerlendirilemez ya da ekonomik küreselleşme için alınan mesafeleri, siyasi küreselleşme için söz konusu etmek mümkün değildir.

Örneğin; ulaşım ve iletişim alanında karşılaşılan teknolojik gelişmelerin, ekonomik bütünleşme sürecini etkilediğini söylemek mümkündür. Aynı durum siyasi bütünleşme için de aynı etkiye sahip olmayabilir. Çünkü bilindiği üzere, bir noktada siyaset ile ekonominin kurallarının ya da işleyişlerinin de farklılık göstermesi söz konusudur. Bundan dolayı, önceki anlatımlarda da üzerinde durulduğu üzere, özellikle ekonomik anlamda küreselleşme, 19. yüzyıl itibarıyla kendisini ortaya koymaya başlamıştır. Ancak siyasi anlamda küreselleşme, ancak siyasetin izin verdiği noktada gerçekleşebilir demek yanlış olmayacaktır.

Wolf (2001) bununla birlikte küreselleşmenin, devletleri hiçbir şekilde gereksiz kılmayacağını da belirtmektedir. Aksine ona göre küreselleşme, toplum için uluslararası bütünleşme fırsatlarından başarıyla istifade edilmesini beraberinde getirecektir ki; bu durum zaten, zorunlu olarak devletlere ihtiyaç duyulması anlamına gelmektedir. Bu noktada da sorun, sadece başarısız, düzensiz ve zayıf devletler için olumsuz olacaktır. Çünkü küreselleşmenin temelinde yer alan küresel ekonomik sistem, neticede bu devletlerin “kara deliği” olacaktır.

1.1.3.3. Teknolojik / İletişimsel Boyut

Dünya 1970’li yıllarda, yeni bir teknoloji devrimi ile karşı karşıya gelmiştir. Bu yeni devrimin adı, ‘Bilişim Devrimi’dir (Bozkurt, 2000: 21). Özellikle 1990 sonrası gelişen internet teknolojisi ve bununla birlikte internet temelli dolandırıcılık ve hackleme vakaları, devletlerin ulusal güvenliklerini her yönü ile tehdit eden bir durum haline gelmeye başlamıştır. Toplumsal yaşamı büyük ölçüde etkileyen bu gelişmeler, sanayi ya da teknoloji devrimi sayesinde ve küreselleşme anlamında, bugün yaşamımızın her alanında karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 20. yüzyılın sonlarında ve 21. yüzyılın başlarını içeren günümüzde de bu küresel etkiler, konu ile yakından ilgilenen kişilerin bile takip etmekte zorluk çektikleri bir hıza ulaşmıştır.

20. yüzyılın başlarında, teknolojideki ilerleme esas itibarıyla, altyapı, ulaşım ve iletişim maliyetlerinin de düşmesine sebep olmuştur. Yüzyılın dönüm noktası, telgrafla ve iletişim zamanlarının aylardan dakikalara dönüşmesi ile alakalıdır denilebilir.

Örneğin; Wolf’a (2002) göre, 1930 yılında New York ve Londra arasındaki telefon görüşmesinin maliyeti 250 ABD Doları iken, bugün bu görüşmenin maliyeti birkaç sente kadar düşmüştür. Tüm bunların yanında, bilgi toplama ve dağıtımını sağlayan teknolojik araçlarda da bir devrim olduğunu söylemek mümkündür. Bunun en temel nedeni de mutlaka, bu araçların maliyetlerinde görülen azalmalardır.

Teknolojiye ilişkin yaşanan baş döndüren gelişmelerin, iletişim teknolojisi alanında, özellikle telefonun yaşamımızda daha fazla yer kazanmasıyla başladığını

söyleyebiliriz. Bu süreç, bilişim teknolojisi alanında ortaya çıkan gelişmeler ile birlikte, bilgisayar ile desteklenmiştir. İletişim ve bilişim teknolojilerinin birleşmesiyle de, günümüzde söz konusu olan haberleşme ve yazılım kombinasyonu ortaya çıkmıştır. Bu anlamda telefon ile bilgisayarın birlikte kullanımı ile inovasyon ve girişimcilik anlamında artık önü alınamaz bir sürece girilmiştir.

Telefonun bilgisayarı ve bilgisayarın telefonu desteklemesi ile bugün dünyanın her yerinin bir dokunuş uzaklığına ulaşılabilmesi söz konusudur. Elbette geline bu noktanın, avantajları yanında dezavantajlarından da bulunmaktadır. Çünkü bilindiği üzere birtakım değerler, hangi amaçlar için kullanılırlarsa, ona göre anlam kazanmaktadırlar.

Bilişim ve iletişim teknolojilerinin hız kazanması küreselleşmenin de hız kazanmasına neden olmaktadır. Bundan dolayı, bu hız hayatın her alanına yansımış durumdadır. Daha hızlı bir yaşam temposu, daha fazla tüketim ama buna rağmen artan bir tatminsizlik duygusu gibi durumları örnek gösterilebilir. Netice itibariyle, küreselleşmenin temel kaynağı olarak nitelendirilebilecek, teknoloji ye ilişkin bu süreç söz konusu olmaya devam etmektedir.

Somel (2005)'in de belirttiği gibi teknoloji; küreselleşmenin, kaçınılmaz ve önünde durulamaz bir süreç olarak tarifini mümkün kılan bir rol üstlenmiş görünmektedir. Bir başka ifadeyle, teknolojik gelişmeler küreselleşmeyi karşı konulamaz hale getirmiş, çoğu zaman karşı gelmek adına verilen mücadeleler de, akılcı olmayan davranışlar olarak nitelendirilmiştir.

1.1.3.4. Çevresel / Demografik Boyut

Küreselleşme olgusunun yoğunluk kazandığı 1990'lı yılların başlarından itibaren çevre konusu da önem arz etmeye başlamıştır. Çevresel birçok etki ile meydana gelen, hava kirliliği, atıklar, türlerin yok olması vb. durumlar küreselleşme süreci ile alakalıdır.

Ulaşım alanında da yaşanan gelişmeler çevresel anlamda sağlıklı yapının bozulmasına neden olmaktadır. Ulaşım ağının gelişmesiyle bir bölgede görülen hastalıkların, zararlı bakterilerin dünyanın farklı yerlerine ulaşması, bir yandan toplum sağlığını etkilerken, bir yandan da yerli canlı türlerini tehdit etmektedir. (www.tasam.org/tr, 2006)

İklim değişiklikleri ile birlikte Dünyayı farklı coğrafyalarının kendine özgü doğal yapısında da tahribatlar görülmüştür. Buzulların erimesi, kara parçalarının sürüklenerek yer değiştirmesi ile birlikte haritaların değişmesi, iklim sürelerinin uzaması gibi birtakım sonuçlar buna örnek gösterilebilir.

Bu sorunların temel özelliği ise, belirli bir yer ya da bölgeyi ilgilendirmekten ziyade, küresel ölçekte sonuçlar doğurmalarıdır. Bu sebeple, sorunların çözümü için ulusal çabaların da ötesinde bir gayret gerekmektedir. Küresel düzeyde bir bilinçlenme sonucunda oluşacak bir uluslararası dayanışma ve işbirliğine ihtiyaç duyulmaktadır (Bayar, 2005: 31).

Dünya nüfusundaki hızlı artış kaynaklarında azalmasına sebep olmaktadır. Bu durum ülkeleri yeni kaynak arayışlarına itmektedir. Bu sebeple gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ve doğal kaynakları fazla ülkelere doğru yönelmektedir. ABD'nin dünyanın birçok bölgesinde savaş vb. durumları bahane göstererek müdahil olması ve bu bölgelerin hammadde kaynaklarını işlemesi örnek gösterilebilir.

1.1.3.5. Kültürel Boyut

Kültürel küreselleşme ile ilgili olarak, Huntington'un "Davos Kültürü" olarak adlandırdığı ve adını, yıllık Dünya Ekonomi Zirvesi'nin yapıldığı, İsviçre'nin lüks dinlenme merkezi olan Davos'tan alan bu süreç, oldukça dikkat çekicidir. Huntington (1997) 'a göre;

"Davos kültürü, küresel ekonomik süreçlerin, doğrudan katkısıyla küreselleşmiş bir kültürdür ve uluslararası ticaret tarafından taşınmaktadır. Ekonomik koşulları, içerisinde doğdukları yapının, doğrudan işlevsel olan belirgin davranış özelliklerini taşırlar ve bu

davranışlar da, çağdaş ekonominin aksesuarlarıyla dikte edilirler. Bu kültüre katılanlar; bilgisayarlarla, cep telefonlarıyla, havaalanı programlarıyla, döviz alışverişi ve benzeri işleri uğraş edinmişlerdir. Fakat aynı zamanda benzer şekilde giyinirler, aynı dost canlısı gayri resmiği sergilerler ve gerilimlerinden benzer mizahi yaklaşımlarla kurtulurlar”.

Yani aslında dayatmacı kesim kendi benimsemiş oldukları yaşam tarzını, başkalarına kültürel yaşam tarzı ya da popüler kültür adı altında dayatmaktadır. Bir yönüyle de; küreselleşmenin taşıdığı sosyal dışlanmışlık, sosyo – kültürel yozlaşma ve çözülme, çok hızlı ve yaygın çevre kirliliği, yeni hastalıkların yayılması, fakirliğin ve adaletsizliğin artması, yabancılaşma ve yalnızlaşma, toplumsal ümitsizlik ve memnuniyetsizlik gibi, birbirleriyle ilişkili çok ciddi sosyo – kültürel ve siyasal tehlikeler, küreselleşmenin endişe verici tarafını ortaya koymaktadır (Bodur, 2006: 12-13).

Küreselleşmenin kültür ayağında en çok dikkat çeken nokta, hiç şüphesiz “dünya vatandaşlığı” türünden, en azından günümüz adına hayalden öte bir anlam taşımayan kavramlar üzerinde yükseltelen “küresel kültür” tartışmalarıdır (Göksu, 2014).

Kongar (2001)’e göre de küreselleşme ve özellikle kültürel çerçevede küreselleşme; “Daha fazla yaşayan, ama daha çok risk alan insanlar tarafından üretilmektedir”. Bu nedenle de, küreselleşme sürecinin doğal bir sonucu olarak günümüzde; nüfus artışı, göçler ve dünya nüfusunun yaşlanması karşımıza çıkmaktadır. Bu anlamda da, geleneksel toplumlarda benlik duygusu ile beraber bencillığe doğru kayan davranış kalıpları kendini göstermektedir. Günümüz küresel yaşamda, gelenekselliğin bir anlamda çökmesi ve ben duygusunun ve benlik kimliğinin de yeniden yapılanması söz konusu olmaya başlamıştır.

Kültürel küreselleşmeyle gerçekleştirilmeye çalışılanı, Yeniçeri (2001) şu şekilde değerlendirmektedir;

“Kendisine saygı duyulmasını isteyen kimse, kendisinin aldatılmasına da izin vermemelidir. Bugün küreselleşme ve buna benzer iddialarla; yereli ve yerliyi, özü ve özneyi, daha doğrusu ulus – devlet anlayışını ya da milliyetçiliği aşmaya çalışan çokuluslu şirketlerin asıl amaçları, pazardaki paylarını küreselleştirebilmektir. Milli sınırlar, kotalar, yasalar ve gümrükler, küresel pazarların en büyük handikaplarıdır. Kısacası, bugünün

Birleşmiş Milletleri'nde iki yüz civarındaki ülkeyle temsil edilen bir dünya, tüketici demokrasisinin (!) mantığına terstir”.

Diğer taraftan denilebilir ki, küreselleşmenin kültürel ayağında, sadece etkilenen değil, etkileyen taraf olabilmek adına da, küreselleşmeye yol açan, bilimsel ve teknik gelişmelere yön verebilen, ekonomik anlamda bu durumun ihracatçısı olan taraf olmak gerekir. Çünkü teknolojik değerlerin ortaya çıkmasını sağlayan kültürel yapı, en başından itibaren, süreci de yönlendirebilme imkânına sahip olan taraf olabilecektir.

Sonuç olarak öyle görünmektedir ki; günümüzde hâkim kültürel yapılar, dünyadaki siyasal olarak da egemen güçle birleşmiş olarak var oldukça, ekonomik yönden zayıf, ancak kültürel yönden sadece farklı oldukları için dışlanıp horlanan diğer kültürleri, kendilerine uymaya zorlayacaklardır. Çünkü küreselleşme, sosyal yaşamımızı bütünüyle etkileyen bir yapıdır.

1.2. KÜRESELLEŞMENİN FİNANS VE ÜRETİM PİYASALARINA ETKİSİ

Ekonomik boyut itibari ile küreselleşme mal ve hizmetlerin serbestçe dolaşımı yanında, bilgi ve sermayenin de diğer ülkeler arasında serbestçe dolaşımı sonucunu doğurmaktadır. İktisadi anlamda küreselleşmenin hız kazanmasına sebep olan unsurlar, sermaye ve finans çevrelerinin teknolojiyi de kullanarak artan dolaşım hızı, emek piyasalarının üretimdeki değişen rolü, dış ticaretin yaygınlaşması ve gittikçe de birbirine bağımlı hale gelmesi şeklinde ifade edilebilir. İçinde bulunduğumuz çağda, karşılıklı bağımlılığa dayanan serbest ticaret, ülkeleri benzer menfaatler çevresinde birlikte karar almaya zorlamaktadır.

Küreselleşmeyi konu alan araştırmacılar, literatürde küreselleşmenin iki ayağından söz etmektedir. Bunlardan birincisi finansal piyasaların küreselleşmesi ve sonucunda görülen sermaye hareketleri, diğeri de üretimin küreselleşmesi ve dolayısı ile oluşan mal hareketleridir.

1.2.1. Finansal Piyasalar Açısından Küreselleşme ve Sermaye Hareketleri

Küreselleşmenin en etkili olduğu alan belki de finans piyasalarında görülmektedir. Finansal küreselleşme bir anlamda sermaye faktörü üzerindeki serbest piyasa mekanizmasına uluslararası kapsamda işlerlik kazandırma girişimi olarak düşünülebilir (Karabıyık, 2004: 5).

Finansal küreselleşme; mevduat ve kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının piyasa tarafından serbestçe belirlenmesi, öncelikli sektörler kredi verilmesi uygulamasının ortadan kaldırılması, finans piyasalarına giriş çıkışın serbest hale getirilmesi, finansal sisteme yeni kurumların dâhil olmasına engel olacak uygulamaların ortadan kaldırılması, bankaların özerk hale getirilmesi, yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması, hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırması veya azaltması, ulusal ve uluslararası çapta bankalar arasındaki rekabetin artırılması, finans piyasalarında rekabeti engelleyen uygulamaları önlemeyi amaçlayan çalışmaların hızlandırılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini ifade etmektedir (Dağdelen; 2004: 21).

Sermaye hareketleri; ulusal sınırların aşılmasıyla ülkeye gelen ya da çıkan fonları temsil etmekte olup, yeni teknoloji ve “know-how” dışalımını, yurtiçi tasarruf açığının kapatılması ve ulusal ekonominin dünya ekonomileri arasında liberalizasyonuna yardımcı olması açısından önem arz etmektedir (Karakayalı, 2009: 485).

Küreselleşme ile ülkelerarası sermaye hareketliliği ve serbest piyasa ortamında dünyada yabancı yatırımlara olan talep artış gözlenmektedir. Sermaye, istikrar ve güven ortamını tercih etmekte olduğundan yüksek borçlanma ve yabancı sermayeye ihtiyacın yüksek olduğu dönemlerde daha uygun koşulların olduğu alanlara yönelmektedir. Küreselleşme ile sermaye devlet denetiminden bağımsız olarak serbest hareket etmektedir (Taşçı ve Demirbaş, 2011: 84–85).

Finans piyasalarının küreselleşmesinin iki ayağı vardır. Biri kısa vadeli sermaye hareketleri diğeri ise doğrudan yabancı yatırımlardır (Yürekli, 2004: 48).

1.2.1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Portföy Yatırımları) ve Ülke Ekonomisine Etkileri

Kısa vadeli sermaye, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye akımlarıdır (Çetin, 2008: 21). Yatırımcıların paradan para kazanmak amacıyla tasarruflarını uluslararası sermaye piyasalarında menkul kıymet alım satımı şeklinde değerlendirmeleridir.

Ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrar da yüksek faiz oranları gibi kısa vadeli sermaye hareketlerini özendirici bir unsurdur. Kısa vadeli sermaye hareketleri, literatürde “sıcak para” diye bilinen olguyla da tanımlanabilir. Burada üzerinde durulması gereken esas nokta, bu hareketlerin kısa vadeli spekülatif amaçlı getiri peşinde koşmasıdır (Yörük, 1995: 17).

Gelişmekte olan piyasalar temelinde düşünüldüğünde, uluslararası sermaye hareketlerinin yoğunlaşması son yirmi yıllık bir süreçte birçok krizinde sebebi olmuştur. Bu yapısı ile de son dönemlerin en önemli tartışma konuları arasında yer almıştır. Söz konusu sermaye akımlarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri ülke ve kullanıldığı sermaye piyasası araçlarına göre farklılık göstermektedir.

Sermayenin gittiği ülkenin sahip olduğu ekonomik yapı ve bu anlamda ülke ekonomisinin güçlü ve zayıf yönleri, gelen sermayenin o ülke üzerindeki olumlu ve olumsuz etki göstermesi hususunda belirleyici faktörlerdir. Ülkenin cari açığı, kamu ve özel sektör borçları ile reel faizlerin yüksekliği önemli belirleyici unsurlar arasında yer almaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini belirleyen bir başka önemli husus ise ilgili sermayenin hangi şartlarda ve nerede kullanıldığı konusudur. Gelen sermayenin kullanım alanı önemli belirleyici faktörler arasında yer almaktadır.

Küresel sermayenin gelişmekte olan piyasalar üzerindeki etkilerinin bir kısmı kısa sürede etkisini gösterebileceği gibi, uzun vadeye yayılan etkiler şeklinde de ortaya çıkabilmektedir. Özellikle borçlanma ve yatırım amaçlı kullanılan uluslararası sermaye hareketleri bu türdendir. Örneğin bir ülkede yatırımlar da bulunan girişimci, daha cazip olanaklar sebebi ile başka bir ülkeden kredi kullanabilir. Kredi kullandığı ülkede meydana gelebilecek bir ekonomik kriz sonucu kredilerin geri çağırılması yatırımları bulunan ülkeyi de olumsuz etkileyebilmektedir. Kısa süreli etkilerde özellikle menkul kıymetler piyasaları üzerinde kendini göstermektedir. Borsa ve döviz kurlarındaki aşırı oynaklık sermayenin bir ülkeden diğerine çok kolay bir şekilde çıkışı ya da girişi şeklinde sonuç doğurabilmektedir.

1.2.1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Fiziki Yatırımlar) ve Ülke Ekonomisine Etkileri

Doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yolu ile kişi veya firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Karluk vd, 2001: 3). Bu şekilde oluşan yabancı sermaye eğer mevcut kurulu bir işletmeyi satın alma yolu ile ülkelerarası işlem görüyor ise plasman yatırım olarak da adlandırılabilir. Bu yatırımlar sadece kaynakların bir ülkeden diğerine transferi olarak algılanmamalıdır. Burada kontrol mekanizmasının elden bırakılmaması hususu da vurgulanmalıdır. Doğrudan yabancı sermayenin en önemli özelliği bu tür sermaye hareketlerinin sermaye piyasaları üzerindeki menkul kıymet yatırımlarına benzememeleridir. Bu tür yatırım harcamalarında reel üretim söz konusu olup, yatırımcı her zaman kontrolü elde tutar.

Doğrudan yabancı yatırımların ülkelerarası hareketlerini incelendiğinde, gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaları daha kolay ve kar anlamında birçok fırsat sunması adına, bu ülkelerin yatırım ihracatçısı oldukları söylenebilir. Gelişmekte olan ülkeler ise yabancı yatırımları ülkelerine çekebilme adına

yatırım ithal eden ülkeler konumundadırlar. Gelişmiş ülkelerdeki yatırım maliyetleri, vergiler, rekabet ortamı vb. nedenlerden dolayı, gelişmekte olan ülkelere fazladır. Dolayısı ile gelişmekte olan ülkelere doğru yatırımların gitmesi çok zordur. Böyle bir yatırımın kar etmesi de kendi içerisinde birçok zorluk barındıracaktır.

Doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli ve istikrarlıdır, ülkeden kolayca terk etmemektedir. Yatırım yapılan ülkenin üretim ve istihdamını artırarak genişletici bir etki oluşturduğundan, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşımaktadır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkeler kendilerine yatırım çekebilme adına birçok sübvansiyon imkânları sunmaktadır.

Ülkedeki reel büyüme, dış ticaret oranları, uluslararası vergilendirme prensipleri vb. unsurlar, bir ülkeye giren yabancı yatırımların, o ülkenin GSYİH'ya oranını belirleyen unsurlardan bir kısmıdır. 1980'li yılların sonuna kadar ülkemize giren doğrudan yabancı sermaye belirli bir sınırdan kalmıştır. Yabancı yatırımcılar Türkiye'yi bu anlamda yatırım yapmaya değer ülkeler sıralamasında hep gerilerde tuttukları anlaşılmaktadır. 1980'li yılların sonlarına doğru finansal serbestleşme akımları ile birlikte yabancı yatırımlarda ülkeye girmeye başlamıştır.

Özellikle siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar, içe dönük sanayileşme politikaları, ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi politikası, kambiyo kontrolleri, yoğun bürokrasi, hukuki düzenlemelerin yetersizliği, altyapı yetersizliği, vergi yükünün ağırlığı, kamuoyundaki yabancı sermayeye karşı olumsuz olarak gösterilen tutum gibi faktörler bu olumsuz tabloda büyük rol oynamıştır (Güven; 2008: 92-93).

2002 yılından sonra tek parti hükümetinin kurulmuş olmasının da etkisi ile ekonomik ve politik istikrar ortamı anlamında daha önceki dönemlere göre nispeten olumlu bir zemin hazırlanmıştır. Yürütülen birtakım reform çalışmaları ile birlikte doğrudan yatırımlar ülkeye çekilmeye çalışılmıştır. Özelleştirme çalışmaları ile de bu sürece hız kazandırılmıştır.

Türkiye'deki uluslararası doğrudan yatırım akışı 2006 yılında 20 milyar doları aşan (GSYİH'nın % 5'i) bir seviyeye yükselmiştir. Doğrudan yatırım girişi 2007 yılında 22 milyar doları aşarken, 2009 yılında küresel krizin etkisiyle keskin bir düşüş yaşamış ve 8 milyar dolara düşmüştür (UNCTAD Major FDI Indicators, 2010).

1.2.2. Üretim Piyasaları Açısından Küreselleşme, Mal ve Hizmet Hareketleri

Küreselleşme sonucu oluşan teknolojik gelişmeler emek yoğun üretimin sermaye yoğun üretime doğru kaymasını hızlandırmıştır. Üretimde hızla makinalaşmaya gidilmesi niteliksiz emeğe olan ihtiyacı azaltırken nitelikli işgücüne olan talebi artırmıştır. Niteliksiz emek istihdam dışı kalırken iş gücü piyasasında yer alanlarda düşük ücret düzeyini kabul etmek durumunda kalmaktadır. Bu durum nitelikli ve niteliksiz işgücü arasındaki gelir farklarının açılmasına neden olmaktadır.

Bugünkü dünya ekonomisinin en önemli özelliklerinden birisi üretimin hızla küreselleşmesidir. Küresel üretim, çok uluslu işletmeler ile onların şube veya bağlı şirketleri, taşeron ve ortaklıkları tarafından gerçekleştirilen sınır ötesi üretim olarak tanımlanabilir. Çok uluslu şirketlerin toplam yurtiçi ve yurtdışı üretimleri dünya GSMH' sında önemli bir yer tutmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 685).

Küreselleşme ile birlikte sınırların kalkması gerek ülke içinde gerekse de ülke dışında şirket evliliklerinin de daha sık görülmesine neden olmaktadır. Bu birleşme yerli şirketlerin yabancı şirketlerle rekabet edebilmesi adına ülke içindeki başka işletmeler ile birleşmesi şeklinde olabileceği gibi, yerel bir şirketin diğer ülkelerdeki şirketlerle birleşmesi şeklinde de görülebilmektedir. Küreselleşmeyle birlikte rekabete karşı sadece ulusal bazda değil uluslararası anlamda üretim yapılması söz konusudur.

Mal ve hizmet dolaşımını etkileyen yasal, teknik ve kurumsal engellerin azaltılmasının, dünya ticaretinde tarife ve tarife dışı engellerin indirilmesinin, iletişim ve ulaştırma maliyetlerindeki düşüşün ve bilişim teknolojisindeki gelişmelerin de etkisiyle işlem maliyetlerinin parasal ve zaman bakımından oldukça azalmasının küreselleşme sürecini tetiklemekte olduğu kabul edilmektedir. Bunlara ek olarak, uluslararası

rekabete BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, G. Afrika) ve diğer Asya/Latin Amerika/Doğu Avrupa ülkeleri gibi yeni güçler katılmaktadır (Akman, 2008: 27). Daha önceleri ticarete konu olmayan hizmet alanlarının artık değişen insan ihtiyaçları ve gelişen dünya düzeninde, ekonomik öneme sahip olması gibi faktörlerin de sürece katkısından bahsedilebilir.

Küreselleşmeyle birlikte ortak ticaret antlaşmaları, bilgi, iletişim, ulaşım sistemlerinin gelişmesi, gümrük vergileri, kotaların esnetilmesi gibi teşvik politikaları, finansal sistemin gelişmesi, ülkelerin daha düşük maliyetle ürün üretebilmeleri, yüksek maliyet gerektiren ürünleri daha ucuza başka ülkelere almalarını sağlayan dış ticarete uzmanlaşma politikaları, dış ticaret hacmini zaman içerisinde artırmıştır.

Dış ticaretin artması ile ülkeler bir taraftan büyürken diğer taraftan birbirine bağımlı hale gelmektedir. Bu bakımdan dış ticaretle küreselleşme arasında karşılıklı etkileşim vardır. Dış ticaretin artması küreselleşmeyi küreselleşmenin artması da dış ticareti artırmaktadır (DPT; 2000: 22-25).

Küreselleşen ekonomilerde hizmet sektörü daha fazla ön plana çıkmıştır. Bilgi toplumuna geçişle birlikte önemi artan yüksek nitelikli işgücü hizmet sektöründe istihdam edilmektedir. Hizmet sektörü içinde bankacılık, reklamcılık, tasarımcılık gibi sektörler gelişme göstermiştir. Bilgiye dayalı üretim alanları ortaya çıkarken ağır sanayiye dayalı üretim anlayışı küresel sistemde daha geri planda kalmıştır.

Son yüzyıl içinde dünya ticaretindeki büyüme, küreselleşmenin en fazla göze çarpan yüzüdür. Dünya ticaretini düzenleme ve serbestleştirme girişimlerinin birincil hedefi, uluslararası ticaretin geliştirilmesidir. Bu hedefe yönelik önerme “uluslararası ticareti engelleyen faktörlerin ortadan kaldırılması veya azaltılması, böylece uluslararası ticaretin gelişmesi tüm dünya ülkelerinin yararınadır” önermesidir (Türkkan ve Çubukçu, 1994: 45).

Üretimin küreselleşmesine, teknolojik gelişmelerin yanı sıra etki eden birçok faktör vardır. Bunlardan birisi de gelişmekte olan ülkelerdeki küçük ölçekli firmaların

küresel çapta üretim ve satış ağı bulunan büyük firmalara fason imalat yolu ile dahil olmalarıdır. Bu sayede emeğin uluslararası dolaşımına da katkıda bulunulmuş olmaktadır. Sürecin bu şekilde gelişmesinde, liberal ticaret ve finans politikalarının da önemli etkisi olmuştur.

1.3. KÜRESELLEŞME ENDEKSİ

Küreselleşmenin gösterge ve belirleyenlerinin ölçülmesine yönelik çalışmalar çok boyutlu ve tek boyutlu olmak üzere bir ayrıma tabi olmakla birlikte amaç olarak birbirinden farklılıklar arz etmemektedir. A.T. Kearney, Heshmati, Dreher, Martens-Zywietz ve Randolph küreselleşmenin ölçülmesi konusunda çok boyutlu analiz yöntemi geliştirirken, Sachs-Warner, Andersen-Herbertsson, Brahmabhatt-Dadush ve Dünya Bankası küreselleşmenin ölçülmesi konusunda tek boyutlu ekonomik analiz yöntemi geliştirmişlerdir.

1.3.1. Çok Boyutlu Küreselleşme Endeksleri

A.T. Kearney: A.T. Kearney küreselleşme endeksini oluştururken, bir veri tabanı oluşturmak suretiyle çok boyutlu bir araştırma yapmıştır. Bu endeks, dünya ölçeğinde fikirler, insanlar ve ekonomiler arasındaki bütünleşmeyi sağlayan güçlerin basit bir bileşiminden oluşmaktadır (Heshmati, 2003: 12).

A.T. Kearney küreselleşme endeksini, ekonomik, teknolojik, kişisel ve politik küreselleşme gibi dört temel boyuta dayandırarak hesaplamaktadır.

- Politik (Uluslararası organizasyonlara üyelik, ev sahipliği yapılan yabancı konsolosluklar, Birleşmiş Milletler Komisyonuna katılım sayıları gibi),
- Teknolojik (internet kullanıcılarının sayısı, normal ve güvenli sunucular),
- Kişisel (Uluslararası seyahat ve turizm, Uluslararası telefon trafiği ve sınır ötesi nakliyat)
- Ekonomik bütünleşme (dış ticaret, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy Sermayesi akımları, gelir ödemeleri).

Heshmati : Almas Heshmati, Kearney'in küreselleşme endeksini eleştirmiştir. Bu çerçevede aynı endeks temelinde alternatif bir küreselleşme endeksi oluşturmuştur. Heshmati, Kearney'in küreselleşme endeksindeki alt bileşenlerin bazılarının endeksteki ağırlıklarını değiştirerek işe başlamıştır. Bunun nedenini ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki bazı yapısal farklılıklarla açıklamıştır. Heshmati, Kearney'in belirlemiş olduğu yüzdelik ağırlıklar ile yapılan ülke sıralamalarının hatalı sonuçlar verebileceğini ileri sürmektedir.

Dreher: Dreher, küreselleşmenin kıtalar arası uzaklıklara rağmen aktörler arasında iletişim ağları oluşturma süreci ve insanların, bilgi ve fikirlerin sermaye ve malların bileşiminden oluşan bir akım olduğundan yola çıkmıştır. (Clark, 2000: 86) Dreher, küreselleşmenin ulusal sınırları aşındıran, ulusal ekonomileri, kültürleri, teknolojileri ve yönetimleri bütünleştiren ve karmaşık bağımlılık ilişkileri üreten bir süreç olduğu görüşünden hareket eder (Dreher, 2005: 4).

Martens ve Zywiets: Martens ve Zywiets (2006), Randolph'un “G.Index” (Globalization Index) yaklaşımından etkilenmiş olmakla birlikte temel olarak A.T.Kearney/Foreign Policy Globalization Index üzerinde çalışmış, ancak bu endeksi kavramsal ve işlevsel olarak daha da geliştirme yoluna girişmişlerdir. Yazarlar çalışmalarında, önerdikleri endeksi (Modifiye Edilmiş Küreselleşme Endeksi, MGI) güçlendirmek için 117 ülkeye ait değişik kaynaklardan elde ettikleri verileri kullanmışlardır. Bu yeni endeks, farklı ülkelerin küreselleşme düzeylerini tasvir etmek için ortaya konmaktadır.

Bu endekste kullanılan değişkenler yedi kategoride toplanmaktadır. Bunlar sırasıyla Küresel Siyaset, Organize Güç, Küresel Ticaret, Küresel Finans, İnsan Hareketliliği, Teknoloji ve Çevre kategorileridir. Küresel Siyaset kategorisinde, ülkeler arasındaki siyasi ve kültürel iletişim de baz alınarak diplomatik ilişkiler çerçevesinde karşılıklı entegrasyon derecesi referans alınmıştır Organize Güç kategorisinde bir ülkenin diğer ülkeler ile gerçekleştirdiği askeri ve endüstriyel ilişkiler dikkate alınmıştır. Küresel Ticaret kategorisinde küreselleşmenin ekonomik boyutu ve ticari yoğunluk düzeyi değerlendirilmiştir. Küresel Finans kategorisinde, Doğrudan Yabancı Yatırımlar

(DYY) ve karşılıklı sermaye hareketleri vardır. İnsan hareketliliği kategorisinde ise ülkeler arasındaki göç olgusu ile birlikte nüfus yapılarında meydana gelen değişimler yer almaktadır. Teknoloji Kategorisinde uluslararası toplumun insan haklarından haberdar olması, çiftçilerin uluslararası mal fiyatlarını takip etmesi gibi birçok önemli gelişme yer almaktadır. Çevre kategorisinde, çevreyi kirletmeyen mallar ile kirleten malların dış ticaret hadlerini elde ederek karşılaştırmalar temelde incelenmektedir

Randolph (G-Index): Randolph, soğuk savaş sona erdikten sonra “Sovyet Bloğu” ve “Üçüncü Dünya” gibi kavramların kullanımının bittiğini, dünyanın Batı ve Doğu olarak ikiye bölündüğünü ve en çok kullanılan kavramların “Küreselleşme”, “Küreselleşmecilik”, “Yeni Ekonomi”, “Dünya Çapında Ağ” ve “Yükselen Ekonomiler” olduğunu ileri sürmektedir (Randolph, 2001: 5).

“G-Index” ya da küreselleşme endeksi bir ekonominin dünyanın geri kalanıyla olan ekonomik bağlarının derecesini ölçmek ve bu bağları kuvvetlendirmek amacıyla elde edilmeye çalışılmıştır. G-Index, küreselleşme olgusu ile küresel ekonomiler arasında ki karşılıklı bağımlılık derecesini ölçmektedir.

Yukarıda özetlenen küreselleşme endeksleri konunun başında ifade edilen çok boyutlu ve tek boyutlu endekslerden çok boyutlu olanlar kısmını teşkil etmektedir. Bunun dışında tek boyutlu endeksler de aşağıda ifade edildiği gibidir.

1.3.2. Tek Boyutlu Küreselleşme Endeksleri

Sachs ve Warner: Küresel bütünleşme sürecini incelemek ve küreselleşmenin reforma giden ülkelerin büyümesi üzerine etkilerini tahmin etmeyi amaçlayan çalışmalarında yazarlar her ülkenin dünya ekonomisine sağladığı uyumun derecesini belirten bir faktör olarak, dış ticaret açıklıklarını ölçen göstergelerin ülkelerarası karşılaştırmasını kullanırlar (Sachs ve Warner, 1995: 2).

Yazarlara göre ülkelerin dış ticarete açılması, siyasal otoritenin dünya ekonomik sistemi ile entegre olma çabaları yönündeki genel reform planlarının önemli

bir ayağıdır. Fiyatların serbest piyasa koşullarında belirlenmesi, bütçelerin yeniden yapılandırılması, özelleştirme, sosyal güvenlik ağlarının tesisi gibi unsurlar reform sürecinin önemli boyutları olmakla birlikte dış ticaretin serbestleştirilmesi reformların “olmazsa olmaz” koşuludur.

Andersen-Herbertsson: Andersen-Herbertsson (2003) yöntemi, küreselleşmenin göstergeleri olduğuna inanılan birkaç değişkenin faktör analizinin çoklu tekniği ile kombine edilerek tek bir küreselleşme indeksine dönüştürülmesi işlemidir. Andersen ve Herbertsson, küreselleşme endeksini örneklendirirken OECD üyesi 23 ülkeyi 1979-2000 dönemi için incelemiştir. Ülkeler ve değişkenler seçilirken, değişkenlerle ilgili verileri uzun bir zamandan beri kesintisiz bir şekilde yayınlayan ülkelerin dikkate alınmasına önem vermişlerdir. Bu kritere göre dokuz değişken belirlenmiş ve bu değişkenlerin küreselleşmeyi en iyi şekilde temsil ettiği düşünülmüştür. Bu değişkenler şunlardır: (Özdamar,1999: 242-44).

1. Alternatif para birimlerinin kullanılma serbestliği (Free Curr)
2. Sermaye ve finansal piyasalardaki işlem serbestliği (Free Exchange)
3. Yabancılarla ticaret yapma serbestliği
4. Özel sermaye akımlarının GSYİH' ya oranı
5. Mal ve hizmet ihracat + ithalatının GSYİH' ya oranı
6. GSYİH'nın bir yüzdesi olarak faktör gelirleri
7. GSMH'nın bir yüzdesi olarak faktör geliri ödemeleri
8. Ticaret hadlerindeki değişiklikler
9. Doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYİH' ya oranı'dır.

Brahmbhatt-Dadush: Brahmbhatt-Dadush (1996), "Entegrasyon Hızı Endeksi" adını verdikleri ölçüm metotları ile küreselleşmeyi ölçmenin farklı bir boyutunu gerçekleştirmişlerdir. 1980'lerin başı ile 1990'ların başı arasındaki dönemde toplam dört göstergenin gelişimine göre ülkelerin uluslararası bütünleşme hızlarını ölçmüşlerdir. Bunlar:

1. Reel dış ticaretin GSYİH' ya oranı

2. Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH' ya oranı
3. Kurumsal yatırımcıların kredi derecelendirme notları
4. İmalat sanayi ürünlerinin toplam ihracattaki payı'dır.

Dünya Bankası: Dünya Bankası "küresel ekonomiyle bütünleşme" olarak adlandırdığı küreselleşme göstergelerini her yıl düzenli olarak yayımladığı "Dünya Kalkınma Göstergeleri" (WDI) raporunda sergilemektedir. Bu raporlarda ilgili ülkelerin belirlenen kriterler çerçevesinde göstergeleri yer almakta ve bütün içerisindeki sıralamalarına yer verilmektedir. Bu başlık altında şu göstergeler yer almaktadır. (World Bank, 2013):

1. Malların dış ticaret hacminin GSYİH' deki payı,
2. İmalat sanayi dış ticaretinin sanayi malları GSYİH' sindeki payı,
3. Dış ticaretin GSYİH' de aldığı paydaki değişiklik,
4. Reel dış ticaretin büyüme oranı,
5. Brüt özel sermaye akımlarının GSYİH' deki payı,
6. Brüt doğrudan yabancı yatırımların ABD doları cinsinden değerinin GSYİH' deki payı,
7. Ticari hizmetler ihracatının sanayi malları ihracatına oranı'dır

1.4. FİNANSAL KRİZ TANIMI VE BOYUTLARI

1.4.1. Kriz ve Finansal Kriz Kavramlarının Tanımı

Etimolojik olarak eski Yunanca bir kavram olan “kriz” sözcüğü, özellikle sosyal bilimlerde “buhran” ya da “bunalım” anlamlarında kullanılmaktadır. Bu bağlamda da “kriz” kavramı; “Bir sosyal, ekonomik ve/veya psikolojik gelişme karşısında, normal seyrinde devam eden ilişkilerin ya da süreçlerin sarsılması, yön değiştirmesi ve mevcut çözüm yollarının yetersiz kalması dolayısıyla, karşılaşılan sorunların çözümlenememesi olarak tanımlanabilmektedir” (Afşar, 2011: 144).

“Ekonomik kriz” kavramı ise; “Ekonomik yapıda, aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan değişimlerin, makroekonomik açıdan ülke ekonomisini, mikro ekonomik açıdan da işletmeleri olumsuz yönde etkilemesi ve sarması ile ilgili sonuçların ortaya çıkmasını ifade etmektedir” (Delice, 2003: 60).

Aynı doğrultuda “ekonomik kriz” kavramı; “Genel anlamda herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü ve/veya finans piyasasındaki fiyat ya da miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesine geçilmesi ve bunun sonucunda da, şiddetli dalgalanmaların ortaya çıkması” şeklinde tanımlanabilmektedir (Kibritçioğlu, 2006: 175).

Ekonomik krizler, üzerinde etkili oldukları sektörler çerçevesinde değerlendirildiklerinde, “reel sektör krizleri” ve finansal sektör krizleri” şeklinde iki bölümde değerlendirilebilmektedir. (Kibritçioğlu, 2010: 174). “Reel sektör krizleri”, ekonominin üretim ve istihdam ayaklarının önemli bir şekilde daralması ile ortaya çıkan krizler olarak ifade edilmekte; “finansal sektör krizleri” ise, ekonominin reel kesimi üzerinde buhran yada bunalım doğuracak etkileri olabilen ve dolayısıyla piyasaların işleyişine olumsuz etkide bulunan krizler olarak tanımlanabilmektedir.

Daha spesifik bir bakış açısıyla ve “Asimetrik Bilgi Teorisi” temelinde değerlendirildiğinde ise finansal krizler; “Ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının önü alınamaz boyutlara varması ile finansal piyasaların ve fonların, en verimli yatırım imkanlarını doğuran ekonomik birimlere aktarılmasındaki etkinliğini yitirmesi adına, finansal piyasalarda ortaya çıkan ve doğrusal olmayan bozulmaları ifade etmektedir” (Hepaktan ve Çınar, 2011: 157).

Bu yönüyle finansal krizler, finans piyasalarının etkin bir şekilde fonksiyonlarını yerine getirememesi sonucunu beraberinde getirmekte ve bu durumda zorunlu olarak, ekonomik faaliyetlerin hacminde, oldukça büyük daralmalar yaşanmasına neden olmaktadır.

Finansal krizler, temel dört faktörden etkilenecek ortaya çıkmaktadır (Aktan ve Şen, 2001:1225-1230).

- Finansal sektör bilançolarındaki bozulma;
- Faiz oranlarındaki artışlar;
- Belirsizliklerdeki artışlar ve
- Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle, finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması.

1.4.2. Finansal Kriz Türleri

Konu ile ilgili literatür incelendiğinde, finansal kriz olgusu ile ilgili farklı sınıflandırmaların yapıldığı görülmektedir. Bu yönüyle, Feldstein'e (1999) göre finansal krizler, aşağıdaki sınıflandırma kapsamında değerlendirilmelidir;

- Cari hesap krizleri
- Bilanço krizleri
- Banka paniklerinin yol açtığı para krizleri ve
- Sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon.

Radelet ve Sachs (2000) tarafından ise finansal krizler, aşağıda verilen sınıflandırma çerçevesinde değerlendirilmelidir; (Radelet ve Sachs, 2000: 155)

- Makroekonomik politikaların yol açtığı krizler
- Finansal panikler
- Finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve
- Ahlaki tehlike krizleri olmak üzere dördü bir ayrıma tabi tutmuştur.

IMF, 1998 Dünya ekonomik görünümü raporuna göre krizleri; Döviz (Para), Bankacılık, Sistemik ve Borç krizleri olarak genel bir ayrıma tabi tutmuştur. Çalışmada da, literatürde genel kabul gören bu kriz sınıflandırması doğrultusunda, finansal kriz

türleri üzerinde ayrıntılı değerlendirmelerde bulunulmuştur. Mevcut kriz türlerinin dışında, çalışma konusu olan ABD küresel krizini de kapsayacak şekilde türev piyasalarından kaynaklanan krizler başlığına da yer verilmiştir.

- Döviz Krizleri (Para Krizleri)
- Bankacılık Krizleri
- Sistemik Finansal Krizler
- Dış Borç Krizleri
- Türev Piyasalarından Kaynaklanan Krizler

1.4.2.1. Döviz Krizleri

Genel tanımı ile “döviz krizi” ya da “para (currency) krizi”; “döviz kurunda görülen ani hareketlenmeleri ve sermaye akımlarındaki keskin değişimleri ifade etmektedir” (Yay ve Yılmaz, 2001: 33).

Döviz, kriz dönemlerinde ilk işleme tabi tutulacak yatırım araçlarından olması ve likit bir varlık olması dolayısı ile döviz krizleri, “para krizleri” olarakta adlandırılmaktadır. Bu yönüyle döviz krizleri, kur farklarından ve kur oranlarındaki değişimlerden etkilenmekte ve gerek sabit kur sistemine ve gerekse de esnek kur sistemine bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir.

Bu anlamda döviz krizleri; piyasada işlem yapan aktörlerin varlıklarını yerel para biriminden yabancı paraya çevirmeleri ile ortaya çıkabilmektedir. Bu doğrultuda da, krize müdahale etme amacı güden merkez bankasının döviz rezervlerini eritmesi ile kendisini göstermektedir.

Bu belirlemeler doğrultusunda bir başka tanım olarak şu ifadelere yer verilebilir. “Döviz (para) krizi”; “Bir paranın değişim değeri üzerindeki spekülatif saldırının, paranın değer kaybetmesine ya da paranın değer kaybetmesinin önlenmesi için, büyük miktarlardaki döviz rezervlerinde azalmasına neden olması ile ortaya çıkmaktadır” (Eren ve Süslü, 2001: 663).

Döviz (para) krizleri, “eski tip döviz (para) krizleri” ve “yeni tip döviz (para) krizleri” olarak, aşağıda verildiği gibi iki ayrı bölümde incelenebilmektedir (Bilge, 2009:40)

a) Eski Tip Döviz (Para) Krizleri:

Eski tip krizler, çoğunlukla devlet harcamalarından kaynaklanan bütçe açıkları ya da dış ödemelerden kaynaklanan ödeme güçlüklerinden dolayı ortaya çıkan krizlerdir. Bu krizlerin görülme sıklığı daha fazla olmakla birlikte, oluşumu bankacılık krizlerine göre daha yavaştır (Saraç, 2002: 3).

Eski tip krizler, devalüasyonla da kendini gösterebilen krizlerdir. Dolayısı ile piyasaya müdahale amaçlı politikalar sonucu, döviz rezervlerindeki azalışlara neden olabilmektedir. Bu tip krizler, aşırı harcama ile birlikte açıkların çoğalması sonucu, para ve maliye politikalarını yöneten otoritelerce, devalüasyon ya da sermaye kontrolleri gibi müdahale araçlarının kullanıldığı krizleri ifade etmektedir.

b) Yeni Tip Döviz (Para) Krizleri:

Yeni tip krizler bankaları, yükümlülüklerini yerine getirmeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda, mevduatların kendilerine ödenmeyeceği algı ve korkusu nedeniyle mevduat sahiplerinin bir ya da daha fazla bankadan kaçışları ve panikleri durumunda veya hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı halinde ortaya çıkabilmektedir (Yay ve Yılmaz, 2001: 65).

Yeni tip krizler, bilançolardaki kredibilite problemleri ve ülkedeki döviz kuru ile ilgilidir. Bilanço ya da döviz kurundaki istikrarsızlıktan ortaya çıkabilir. Döviz kurundaki istikrarsızlık, ülkeden sermaye kaçışlarına neden olduğunda kriz artmaktadır. (Saraç, 2002:4)

Asya krizi özellikle yeni tip krizlere önemli bir örnek teşkil etmektedir (Uzun, 2006:8). Bununla birlikte döviz (para) krizleri; ekonomide oluşturdıkları dalgalanmadan yola çıkarak, sabit kur sistemini terk etmeye yönelik bir politika tercih edilmesinin ardından ortaya çıkabilmektedir. Bu politika tercihinin örnek olarak Asya’da görülen kriz sonucu yurt içi aktif piyasalardaki çöküşü, Meksika’da söz konusu olan döviz kurundaki aşırı değerlenme ve cari hesap açığındaki artışı ya da 1992 yılında İngiltere’de görülen kriz örnek verilebilir.

1.4.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri; Ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması ya da vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebinin karşılanamaması sonucunda, likidite sıkıntısı yaşanması ve arkasından da iflasın ortaya çıkması olarak tanımlanabilmektedir (Akgüç, 2001: 32).

IMF tarafından 2002 yılında yayınlanmış olan “Fırtına’nın Gözü” adlı çalışmada, bankacılık krizlerinin nedenleri aşağıda verildiği şekilde ifade edilmektedir;

- Fiili ya da potansiyel banka mevduatlarının çekilmeleri;
- Bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri ve/veya
- Büyük ölçekli finansal destekler sağlaması için, hükümetin iflasları önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği spekülatif amaçlı banka iflasları.

Bankacılık krizine neden olduğu belirtilen bu hususların yanı sıra; kredi geri dönüşlerinde yaşanan sıkıntılar, sermaye piyasalarında yaşanan dalgalanmalar ve reel sektörün daralması ile birlikte bankaların aktif yapılarının bozulması gibi birtakım nedenler de, bankacılık krizlerinin temel nedenleri arasında değerlendirilmektedir.

Bankaların birbiriyle olan ilişkileri nedeniyle herhangi birinde ortaya çıkan problem, çok kısa sürede tüm sisteme dağılabilmekte ve kriz haline dönüşüp tüm sistemi etkileyebilmektedir. Bu nedenle; bankacılık krizlerinin yayılma ve bulaşma

etkileri fazladır (Saraç, 2002:5). Bankacılık krizleri, döviz (para) krizlerine göre daha uzun süreli olmakla birlikte, ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğurabilmektedir. Çünkü ekonomik akımların tamamı bankalar ile doğrudan mevduat ya da kredi ilişkisi içerisinde yer almaktadır.

Sermayenin serbest dolaşımı üzerindeki engeller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle, bankacılık krizleri 1950’li ve 1960’lı yıllarda yaygın olarak görülmemiştir denilebilir. Ancak, özellikle 1970’li yıllardan itibaren, para krizleri çok daha sık aralıklarla ortaya çıkmaya başlamıştır. 1970 – 1990 yılları arasını kapsayan finansal krizlerle ilgili araştırmalar; 1970 – 1985 yılları arasında daha çok döviz (para) krizlerinin yaşandığını, 1980 yılının ortalarından itibaren de, özellikle bankacılık krizlerinin görülmeye başlandığını göstermektedir (Yay ve Yılmaz, 2001: 135).

Banka mudilerinin, bankaya sendikasyon kredisi sağlayan kuruluşların ve banka hissedarlarının bankaya karşı güven sorunu yaşamaları da bankacılık krizlerinin yaşanmasını olası kılmaktadır. Sektörde bu güven sorununu yaşayan banka sayısı arttıkça kriz de derinleşebilmektedir. Ancak, krizde olan bankanın, bankacılık sistemi içerisindeki payı ne denli büyükse, bu bankanın yaşadığı krizin de, tüm finansal sisteme ve ekonomiye yansımaları o denli büyük olacak ve sistematik bir finansal kriz ortaya çıkmasına zemin hazırlayacaktır.

1.4.2.3. Sistemik Finansal Krizler

Sistematik finansal krizler kısaca, potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi bir şekilde bozulması olarak tanımlanabilmektedir. Sistematik finansal krizler, sosyal ve politik yaşamın değişken bir yapıda olmasından kaynaklanmakta ve sabit bir döviz kuru ya da konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının nihai ödünç mercii olma yeteneğini sınırlayarak, bir bankacılık sorunu haline gelebilmektedir (Bilge, 2009: 45).

Sabit döviz kuru ticari açılara neden olabilmekte ve bu durumda spekülasyon amaçlı parasal hareketlenmelere zemin hazırlayabilmektedir. Bu spekülasyon ortamında parasal otoritelerce uygulanan korunma amaçlı müdahaleler, merkez bankası döviz

rezervlerinde bir kayba sebep olabilmektedir. Bu ortamda bekleyişler döviz kurlarını etkilediğinden, para değerlerindeki dalgalanmalar, çok daha büyük ve hızlı olabilmekte, aynı zamanda döviz kurlarında da bir düşüş görülebilmektedir.

Bir başka belirleme ile sistematik finansal kriz; bir spekülasyon atak başladığında ve dolayısıyla da paranın değerinde bir kayıp baş gösterdiğinde, yeni gelişen piyasa ekonomilerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı ile ulusal paranın devalüasyonu arasında karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkması ve ekonomik bir finansal krize sürüklenilmesi durumu olarak tanımlanabilmektedir (Toprak, 2001: 855).

1980'li yılların başı itibariyle Güney Amerika'da, 1990'lı yılların başı itibariyle İskandinavya'da, 1995 yılında Meksika'da ve 1997 yılında da Güney doğu Asya'da yaşanan döviz (para) krizleri sistematik finansal krizlere örnek olarak gösterilebilir. Çünkü sistematik finansal krizlere kaynaklık eden en önemli olgunun, döviz (para) krizleri olduğu belirtilmektedir. Döviz kurlarında ortaya çıkan olumsuz dalgalanma, bankaların sıkı denetim altında bulundurulduğu ve literatürde önerilen diğer tedbirlerin alınması durumlarında bile, yurt içi bilançoların zayıflamasına ve dolayısıyla da bir finansal kriz yaşanmasına neden olabilmektedir.

Bu durum, bölgesel yayılma etkilerinin ya da uluslararası yatırımcıların küresel finansal piyasalardaki önemli bir bozukluğa karşılık olarak yeniden pozisyon almalarının bir sonucu olarak, geniş sermaye çıkışları yaşanmasına neden olabilmektedir (Ertürk, 2003: 61).

1.4.2.4. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizleri, döviz (para) krizleri ve bankacılık krizlerine göre daha belirgin ve görülebilir özelliklere sahiptir. Çünkü bu krizler kamuya veya özel sektöre ait dış borçların ödenememesi durumu olarak ifade edildiğinden, sonuçları itibari ile daha somut bir kriz türü olarak değerlendirilmektedir.

Dış borç krizleri, yıllara yayılan ya da olağanüstü olarak nitelendirilebilecek olan harcamaların art arda gelmeleri sonucu, hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları adına, dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması ya da yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde kendisini ortaya koymaktadır (Bilge, 2009: 44).

Borç almış olan ülkenin, borçlarını ödeyemediği ya da alacaklıların, borçların geri ödenmesi ihtimalini düşük görmeleri sebebiyle yeni krediler vermedikleri, mevcut kredileri de geri çağırma yoluna gittikleri durumlarda, borçlu ülke üzerinde yaptırımlar uygulanmaya başlamakta ve bu durumda kaçınılmaz olarak, borçlu ülkenin durumunun daha da kötüye gitmesine neden olmaktadır.

Borçlu ülke üzerinde yaptırımların uygulanmaya başlanması ise, sadece dış aktörlerin değil, iç unsurların da baskı oluşturmaya sebep olmaktadır. Bu durum da, söz konusu ülkenin ekonomik yapısının daha da kontrol edilemez hale gelmesi sonucunu doğurmaktadır.

1.4.2.5. Türev Piyasalarından Kaynaklı Krizler

Türev piyasaları özellikle vadeli işlemlerin yoğun olarak yapıldığı piyasalardır. Yatırımcılar menkul kıymet piyasalarında spekülasyon amaçlı varlık ürünlerine yönelik bu piyasalarda işlem yapabilmektedir. Özellikle gelişmiş ülkeler menkul kıymetler piyasalarında aşırı riskli varlık ticareti daha yoğun yapılmaktadır. Ülkelerin ekonomik parametrelerinde görülebilecek bir bozulma sonucu türev piyasalarında da anlık sıcak para çıkışları yoğun olabilmektedir. Portföy yatırımları olarak ifade edilebilen bu para hareketleri ilk etapta ülkeye sermaye girişi sağladığından refah artışına sebep olacağı şeklinde algılansa da özellikle kırılgan ekonomik yapıya sahip ülkelerde ekonomik değişkenlerde görülecek ani hareketlenmeler sonucu hızlı bir şekilde ülkeyi terk edebilmektedir. Bu durum ülkeyi önceki durumundan daha da kötü ekonomik göstergelere itebilmektedir.

Türev ürünleri anlamında ABD piyasalarında da gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi aşırı riskli varlık ticareti yoğun olarak yapılmaktadır. Büyük yatırımcıların önemli teminatlar yatırarak oluşturduğu ve denetimlerin de diğer piyasa ürünlerine göre az yapıldığı hedge fonları buna örnek gösterilebilir. Küresel krizin başlangıcı olarakta birçok araştırmacı hedge fonlarının çöküşünü göstermektedir. Böylelikle özellikle gelişmiş ülkeler arası türev piyasaları daha entegre çalıştığında ABD kaynaklı kriz bu piyasalar üzerinden diğer gelişmiş ekonomilere daha hızlı ve yoğun bir şekilde bulaşma etkisini göstermiştir. Kriz türev piyasaları üzerinden banka bilanço yapılarını bozmuş, daha sonra reel sektör üzerinde de etki göstererek uluslararası talep düzeyini etkileyerek sistematik bir şekilde küresel bazda etkileri hissedilen bir krize dönüşmüştür.

1.4.3. Finansal Krizlerin Nedenleri

Bir ülkede ekonomiyi, finansal istikrarsızlıklara açık duruma getiren çeşitli etkenler bulunmaktadır. Bu etkenleri makro ve mikro olarak sınıflandırmak mümkündür. Genel kabul görmüş şekliyle finansal istikrarsızlığın nedenleri finansal liberalizasyon ve sabit döviz kuru sistemidir (Karabulut, 2002: 89).

Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde yüksek reel faiz oranı politikası uygulanmıştır. Bu durum yabancı sermaye girişini teşvik etmiştir. Sermaye girişi, ulusal paralarını dolara sabitleyerek sabit döviz kuru sistemini uygulayan hükümet politikalarıyla da desteklenmiştir. Finansal liberalizasyona bağlı olarak gelişen yüksek reel faiz oranları gelişmekte olan ülkelerde finansal sektörün likidite krizlerinin önemli nedenlerini oluşturmaktadır (Mishkin, 1999a: 10).

Krizi yaşayan ülkelerin hemen hepsinde uygulanan sabit döviz kuru sistemi ekonomik istikrarın oluşmasında en önemli risk faktörü olarak kendisini göstermiştir. Bu risklerden birincisi, bu tür programların sadece bankacılık sektörünü değil, diğer ekonomik sektörleri de dövizle borçlanmaya itmektedir. İkincisi ve daha önemlisi ise, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi toplam tüketimleri artırmaktadır. Dolayısı ile tasarruflar azalmakta ve ithalat düzeyinde artışlar gözlenebilmektedir. Bu finansal gelişmeler ile birlikte cari açık sorunu da ortaya çıkmaktadır. Cari açığın yaklaşmakta

olan bir krizin temel göstergesi olduğu, Stanley Fisher tarafından şöyle ifade edilmektedir (Fischer, 1988: 115); "Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse ülke devalüasyona davetiye çıkarıyor demektir".

Aşırı genişlemeci para ve maliye politikaları uygulamaları ile birlikte, kredi arzında artışlar görülmektedir. Bu durum toplam borç miktarının da çoğalmasına sebep olmaktadır. Genişlemeci politikalar sonucunda artan enflasyonu kontrol edebilmek, dış dengeyi iyileştirmek ve varlık fiyatlarını düzeltmek amacıyla sıkı (daralmacı) para ve maliye politikalarının uygulanması, ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına, borcun geri ödenmesinde güçlüklerle, alınan kredilerin iktisadi etkinlik prensipleri dışında kullanılmasına neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin ortaya çıkış sebeplerine bakıldığında, bu ülkelerin sahip olduğu yapısal ekonomik sorunlar ve kırılgan finansal sistem ile birlikte finansal serbestleşmeyle ortaya çıkan katı rekabet koşulları bir araya geldiğinde, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını yükselmekte, varlık fiyatlarında görülen volatilité finansal krizleri bu ülkelerde tetikleyebilmektedir.

Finansal krizlerin ortaya çıkmasında; ekonomik konjonktür, iktisadi oyuncuların davranışları ve tercihleri, risk yönetim usulleri, iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin dengesi, siyasal belirsizlik, spekülasyon ve manipölasyonlar, ekonomi politikalarının yönetim ve koordinasyon başarısı gibi pek çok faktör söz konusu olabilmektedir.

Aziz, Caramazza ve Salgado (2000) kriz öncesi ekonomilerin aşırı ısınmış bir aktivite düzeyinde olduğunu gözlemişlerdir. Kriz ortamlarında, genişleyici para politikası, güçlü yurtiçi kredi büyümesi, aşırı değerlenmiş döviz kuru ve çok durumda da yüksek enflasyon durumunun söz konusu olduğunu belirtmişlerdir. Ekonominin artan bir finansal kırılganlık sergilediği, yükümlölüklerin arttığı, varlık fiyatlarının düştüğü, uluslararası rezervlerin azaldığı, bazı durumlarda dünya faiz oranlarının arttığı, dış ticaret hadlerinin bozulduğu ve sonuç olarak ekonominin krizlere açık hale geldiğini vurgulamışlardır.

Mishkin (2001) ülkelerde finansal istikrarsızlığa yol açan faktörler içerisinde, finansal sektördeki oynaklık ve sermaye hareketlerinin önemli rolleri olsa da ülkelerin yapısal sorunlarının finansal istikrarsızlığın artmasına daha fazla etki ettiğini belirtmiştir. Bu yüzden, gelişmekte olan ülkelerde, hükümetlerin sermaye hareketleri ve finansal sistemdeki oynaklıktan daha fazla, ekonomideki yapısal sorunları çözmeye odaklanmalarının, finansal oynaklığa ise daha uygun politikalar üretmelerinin daha yerinde olacağını ifade etmiştir.

Ekonomik krizlerin tahmin edilmesi ve sonlandırılmasında yapısal ekonomik politikalar, istikrar ortamının temin edilmesi açısından çok önemlidir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları kriz koşulları altında uygulanan iktisat politikaları ile çözümlenemez bir yapı arz etmektedir. Bu sorunların, finansal krizlerin tetikleyicisi konumunda oldukları söylenebilir.

1.4.4. Finansal Krizlerin Öngörülmesi

Finansal krizlerin ülke ekonomisi üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkiler nedeniyle, krizlerin önceden öngörüsünün yapılması büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede öngörü sürecinde, krizler için kritik öneme sahip makroekonomik değişkenlerin izlenmesi gereklidir. Bu aşamada belirli bir kritik değerin aşılması durumunda istikrar politikalarının ve gerekli tedbirlerin alınması gerekmektedir. Son yıllarda artan krizler, finansal kriz modellerinin geliştirilmesine neden olmuştur. Buna rağmen, mevcut modellerle de kriz zamanını tam olarak belirlemek mümkün olmamaktadır. Finansal krizlerin tahmin edilmesi sürecinde, krizlerin oluşumunda etkili olan faktörlerin belirlenmesi çok önemlidir. Dolayısı ile krizlere sebep olan bu öncü göstergelerin belirlenmesi, hem olası krizlerin önlenmesi, hem de kriz maliyetlerinin minimuma düşürülmesi açısından önem taşımaktadır.

Krizlerin öngörülmesi için önceden haberci görevi yapacak bazı kuralların ve mekanizmaların geliştirilmesi kritik öneme sahiptir. Ramee (1987)'ye göre, krizi tahmin etmenin birincil fonksiyonu sorunları öngörme ile ilgili olarak mevcut olan şüphelerin

ortaya çıkarılmasına yardımcı olacak bir erken uyarı sisteminin kurulmasıdır. Çeşitli şüpheli durumlar sezginin yararlarını maksimize etmek için birleştirilmelidir. Örneğin, girişimciler normal şartlar altında kendilerinin dikkatlerini çekmeyen anormal üretim sorunlarını, muhasebe ve finansmandaki normal olmayan durumları rapor etme konusunda eğitilebilir ve cesaretlendirilebilir. Sanayinin görünümünün, hükümet tarafından alınan kararların, yasal ve adli trendlerin yansıtılması da sezgi aşamasında yapılması gerekenler arasında önemli bir yere sahiptir (Ramee, 1987: 5-10).

Finansal krizlerin önceden tahmini ile ilgili çalışmalara artan ilginin önemli bir nedeni, borçlunun ödeme gücünü yitirmesi ve kur risk ile ilgili çok yakından izlenen piyasa göstergelerinden ikisinin (yani, faiz oranlarındaki farklılık ve kredi reytinglerindeki değişim) para ve bankacılık krizlerinin meydana geleceğini önceden haber vermede avantaj sağlamamasıdır (Şen, 2005: 98).

1.4.5. Finansal Krizlerin Önlenmesi

1990’larda artan küreselleşmeyle birlikte, zengin ülkeler zenginliklerini arttırırken, fakirler daha fakir hale gelmiştir. Bunun sebebi günümüzde gelişmekte olan ülkeler de kişi başına sabit sermaye düşmüş, teknolojiye dışa bağımlılık artmış olması gösterilebilir. Üstelik bu ülkelerin yatırıma yönlendirilebilir yeraltı ve yerüstü zenginlikleri, ülkelerin mevcut idarecileri tarafından gelişmiş ülkelere transfer edilmiştir. Gelişmiş ülkeler de yurtdışına yapılan bu transferleri IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kurum ve kuruluşların yönlendirmeleri doğrultusunda kendi ülkelerine aktarmaya çalışmışlardır. Bu durum, maalesef bir yandan kalkınmayı kösteklerken, diğer yandan ülkenin iç gelir dağılımını bozarak toplum barışını zedelemiş ve ardı ardına patlayan küresel krizlerin altyapısını oluşturmuştur (Somel, 2001: 1)

Dünya üzerinde yaşanan finansal krizler incelendiğinde bunlardan birçoğunun bir ülkede başlayarak farklı kanallarla diğer ülkelere de sirayet etmiş olması, bu krizlerin önlenmesine yönelik politikaların geliştirilmesi yönünde ciddi çalışmaların gerekliliğini ortaya koymuştur.

Özellikle Güneydoğu Asya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizler, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler konusunda bir bilinçlenme gerekliliğini hissettirmiştir. Mevcut krizlerin etkilerinin azaltılabilmesi amacıyla uluslararası anlamda finansal faaliyetlerin daha açık ve şeffaf kurallar dâhilinde gerçekleştirilmesi önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde mali sektörün daha sağlam zemine oturtulması şarttır. Bunun için de uluslararası mali kuruluşların ortak yapısal politikalar geliştirmesi ve her ülkeye kendi iç dinamiklerine uygun reçete sunmaları gereklidir. İlgili kuruluşlarca bankacılık sektörü ile birlikte diğer mali sektörlerinde yakından izlenmesi önemlidir.

Krizlerin önlenmesi ve var olan krizlerle daha etkin mücadele edilebilmesi için daha etkili mücadele politikalarının oluşturulması, tüm dünyaca kabul edilmiş kaçınılmaz bir gerçektir. Bu anlamda uluslararası mali kuruluşların dışında özellikle gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerin risklerin azaltılabilmesi amacıyla bu politikaların geliştirilmesi ve uygulanması noktasında teşvik edici unsur olmaları önemlidir.

Gerçekten de son çeyrek yüzyıldır uygulanan politikaların, mali yapıdaki bozulmayı önlemekten çok, tedavi edici mekanizmalar olduğu ve artık yeni politikalar üretilmesi gerekliliği, bu politikaların en ateşli savunucuları tarafından bile Asya Krizi'nin ardından kabul edilmeye başlanmıştır. Bu sebeple, dünyanın önde gelen ülkeleri, IMF, DB ve diğer uluslararası finansal kuruluşlar, Nisan 1998'de bir araya gelerek temel bazı konularda fikir birliğine varmışlar ve üç ana eylem alanı belirlenmiştir. Bunlar: şeffaflık ve sorumluluğun geliştirilmesi, ulusal mali sistemlerin güçlendirilmesi ve uluslararası mali krizlerin yönetimidir (Koray, 2004: 39).

Mishkin (2001), finansal krizleri önlemeye yönelik olarak bir finansal politika seti ortaya koymuştur. Bu politika setinin temel bileşenleri şu şekildedir:

- **Finansal Sektörün Etkin Tasarımı, Denetimi ve Gözetimi:** Hükümetler, aşırı risk alımını önleyecek güçlü bir denetleyici ve düzenleyici sisteme ihtiyaç duyarlar. Öncelikle, gelişmekte olan ülkelerdeki düzenleyici/denetleyici kurumlar işlerini etkin olarak yapabilmek için kendi öz bütçelerine sahip olmaları gereklidir. Böyle bir mali

imkân olmadığında, gözetleyici kurum bankaların riskli aktivitelerini ve ahlaki tehlike sorununa yol açacak olan sermaye yetersizliklerini yeterince denetleyemeyecektir. Diğer yandan finansal kurumlar için muhasebe gereksinimleri ciddi anlamda desteklenmelidir. Bir diğer hususta, banka denetleyici kuruluşların kriz ortamlarında müdahale aracı olarak kullanabilecekleri acil düzeltici aksiyonları arzu edilmeyen banka faaliyetlerine engel olabilecektir.

- **Muhasebe Standartları ve Raporlamada Etkinlik:** Doğru muhasebe standartları ve şeffaflık, sağlıklı bir finansal sistemin gelişimi için önemli bir ilk adımdır. Yeterli ve şeffaf bilgiye sahip olmadıkça piyasalar ve düzenleyici otoriteler aşırı risk oluşturan faaliyetleri gözlemlemede başarısız olacaklardır. Bu durumun en meşhur örneği sürekli yeşil kredi olarak adlandırılan durumdur. Buna göre birçok ülkede denetim ve muhasebe kuralları yetersizliği sebebi ile bankaların sorunlu müşteri gruplarına yeniden kredi vermesi sonucunda batık kredilerin artması durumu gözlemlenmektedir.

- **Hukuki Düzenleme ve Süreçlerde Etkinlik:** Çoğu ülkede yasal çerçevenin yetersizliği finansal piyasalar için ciddi bir problemdir. Eğer maddi duran varlıklar ya da sermaye piyasası varlıklarına ait mülkiyet hakları belirgin değilse veya onları sağlamak güçse finansal aracılık süreci ciddi olarak aksayacaktır. Kredi piyasasında karşılıklı ters seçim ve ahlaki riziko sorununu azaltmakta etkin bir politika aracıdır. Çünkü yaşanacak bir iflas ortamında borç verenin kaybı böylelikle azaltacaktır. Bununla beraber birçok gelişmekte olan ülkede yasal sistem cari varlıkların karşılık olarak kullanılmasına engeldir. Bu da asimetrik bilgi sorunlarını çözmede etkinliği azaltmaktadır.

- **Piyasa Temelli Disiplinin Teşvik Edilmesi:** Denetleyici ve düzenleyici otoritenin finansal kurumları kontrol ederken karşılaştığı iki problem vardır. İlki, finansal kurumların kendilerine ait bilgileri denetleyicilerden gizleme dürtüsüne sahip olmalarıdır. Bu sayede denetçiler niyetleri bu olmasa bile bankaların riskli hareketlerini engelleyemez. Çünkü şeffaf bir denetleme geçirilmemiştir. Bu anlamda finansal kurumların denetleyicilerden gerçek mali durumlarını ve işlemlerini gizleme adına

geliştirdikleri programların olduğu durumlar dahi olmuştur. Bu durumda iki ilave adım piyasa disiplini artırabilir. Birincisi, finansal kurumların kredi notlarının olmasını gerektirir. Bir diğeri ise, tasfiye halinde öncelikli borçların ödenmesinden sonra kalan borç olarak adlandırılan senetlerin çıkartılmasıdır.

- **Yabancı Bankaların Girişlerinin Düzenlenmesi:** Yabancı bankaları tehdit unsuru olarak görmekten ziyade bankacılık sistemini güçlendiren bir fırsat olarak değerlendirmek gereklidir. Çoğu ülkede yabancı banka girişini sınırlayacak birtakım düzenlemeler getirilmiştir. Yabancı bankaların varlığı rekabeti getirerek yerli bankaların maliyetleri azaltmasını ve mevcut finansal hizmetlerin etkinliğini artırmasını sağlamada önemli bir unsurdur. Bu sayede yerli bankaların canlanması teşvik edilebilecektir.

- **Sermaye Kontrolleri:** Döviz kuru krizi ortamında sermayenin sınır dışına çıkışı gerçekleşirse, bu durum para krizinin nedeni olarak görülebilmektedir. Ancak burada Mishkin'in önerdiği çözüm döviz kuru kontrolleri gibi sermaye ye sıkı denetim getirilmesi değildir. Özellikle Mortgage krizinde yaşanan subprime kredi örneğinde olduğu gibi, bankaların aşırı risk almasını ve kredilendirmedeki genişleme olasılığını azaltmak için banka düzenleme ve denetlemelerinin gelişimini sağlamak önerilmektedir.

- **Finansal Sektörde Özelleştirme:** Kamu kurumları bir aktör olarak piyasada kar etmenin dışında sosyal devlet anlayışı ile hareket ederler. Bu sebeple onların imkânlarını verimli yatırım alanlarına dönüştürebilme kabiliyetleri özel sektöre göre düşüktür. Kamu kurumlarının özelleştirilmeleri sonucu daha verimli çalışıyor olmaları bunu göstermektedir. Bu anlamda kaynakları tam ve etkin kullanım sağlayacak bir özelleştirme anlayışı daha sağlıklı olacaktır.

- **Dış Borç Yükünün Dengelenmesi:** Para krizleri ve devalüasyon özellikle dış borcu yüksek olan ekonomilerde yaygın bir finansal krizi tetikleyebilir. Ancak bu durum yerli para cinsinden borçlu ülkeler için geçerli değildir. Dış borç, finansal krizden kurtulmayı da zorlaştırır. Yerli para cinsinden borçlu ülkeler, finansal sisteme genişlemeci para politikası uygulayarak bir anlamda piyasayı fonlamak sureti ile ekonomik iyileşmeyi sağlayabilir. Ancak büyük miktarda dış borcu olan gelişmekte

olan ülkelerde parasal otoritenin genişlemeci para politikası kullanarak ülkeyi krizden kurtarması mümkün olmaz. Çünkü bu türden yüksek borçlu ülkelerde yapılan arz faaliyetleri ile yerli parayı aşındırma ihtimali güçlüdür.

- **Büyük Kurumların Batmasına İzin Verilmesi:** Çoğu gelişmekte olan ülkede hükümetler, büyük olan ve kendileri ile politik bağlantıları olan kurumları finansal sıkıntıya düştiklerinde desteklemişlerdir ve bu da finansal kurumların aldıkları riskin kaynağını oluşturmuştur. Bu kurumların batırılmasına hükümetler tarafından izin verilmeyeceği algısı da ahlaki riziko yaşanmasına sebep olmuştur.

- **Finansal Serbestleşmenin Doğru Yapılandırılması:** Siyasal otoritelerin, finansal sistemlerini uluslararası piyasalar ile entegre etmeden önce sağlam bir temelde finansal yapı oluşturmaları gereklidir. Aynı zamanda düzenleyici ve denetleyici kurumları inşa etmeleri de bu ortamın gerçekleşmesinde hayati önem arz etmektedir. Yaşanmış olaylar göstermektedir ki liberalizasyon politikaları banka kredi arzındaki genişleme ve finansal derinleşme sonucu ekonomiler borç patlamaları yaşamaktadır. Ancak bu tehlike ülkelerin liberalizasyon stratejilerini ve süreçlerini terk etmelerini gerektirmez.

- **Para Politikası Etkinliği ve Fiyat İstikrarı:** Para politikası finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ülkelerin ekonomik yapıları yüksek enflasyon sürecine alışık ise yapılacak borç sözleşmeleri de döviz cinsinden gerçekleştirilmektedir. Bu durum ekonomiyi krize götüren sebeplerden birisi olmaktadır. Merkez bankalarının ana görevi ülkelerde fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu istikrarın olduğu ülkelerde de bir kurum olarak Merkez bankaları itibar sahibidir. Dolayısı ile kriz ortamlarında uygulayacakları politikalarda etkin olarak kullanılabilmektedir.

- **Döviz Kuru Politikası ve Döviz Rezervleri:** Sabit döviz kuru sisteminin uygulanması finansal krizlerin sebepleri arasında gösterilmektedir. Bu durum çoğu zaman ülkeleri krizle mücadelede etkisizleştirecek adımlardan birisi olmaktadır. Bankacılık sistemi sağlam olmayan ve önemli miktarda dış borca sahip bir ülkenin,

sabitlenmiş döviz kuru sistemini kullanarak enflasyonu kontrol etmeye çalışması çok tehlikeli bir stratejidir. Çünkü döviz kurları enflasyonla mücadelede zaman zaman bir araç olarak kullanılabilir. Piyasada oluşan talep fazlalığı döviz kurlarındaki ayarlamalar sonucu kontrol altına alınabilmektedir. Aynı zamanda ithalata yönelik yine enflasyonun düşürülmesi amacıyla kur politikaları geliştirilebilmektedir. Döviz kurunun arz ve talep koşullarına göre belirlenmediği ülkelerde yabancı yatırımcı, döviz kurunun kendisi için avantajlı olmadığı durumlarda yatırımdan vazgeçebilir. İthal girdi kullanan sektörlerde maliyet enflasyonu ile karşı karşıya kalınma riski oluşabilir. Esnek döviz kuru uygulayan bir ülke ile sabit döviz kuru uygulayan diğer ülke arasında mal ve hizmetlerin transferlerinde, esnek döviz kuru uygulayan ülke lehine zaman zaman kur farklılıklarından dolayı avantajlar oluşabilir. Sabit döviz kuru uygulayan ülke yatırımcıları bu durumdan olumsuz etkilenebilirler. Bu durumda yatırımcının tedirgin olması ile birlikte sermaye çıkışları yada yatırımdan vazgeçilmesi sonucunu doğurabilir.

Mishkin tarafından önerilen bu politikalar ülkelerin kendi iç dinamiklerine göre esnetilebilir yada artırılarak daha fazla düzenlemeler gerektirebilir.

İKİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIK ETKİSİ

2.1. FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞI

Küreselleşme ile birlikte piyasalar, yabancı yatırımcı faktörü ile birlikte dış kaynaklı etkilere daha açık bir konuma gelmiştir. Ülkeler yoğun rekabet ortamında, teknolojik gelişmelere ayak uydurabilme adına, diğer ülkeler ile yapılacak mal ve hizmet ticaretlerinde daha kolay ve esnek birtakım yasal düzenlemelere gitmiştir. Bu sayede ekonomik sınırlar ortadan kalkmakta, küreselleşen dünyada sermayenin kıtalar arası dolaşımı daha rahat hale gelmektedir. Bu finansal serbestlik ülkelerin kendi iç ekonomik sorunlarını diğer ülkelere de bulaştırması sonucunu doğurmuştur. Öyle ki çalışmanın ilerleyen kısımlarında değinileceği üzere iki ülkenin ekonomik ilişkisi ya da sınır komşuluk ilişkisi olmasa bile şokların ülkelerarası transfer edildiğine yönelik literatürde çalışmalar mevcuttur.

Türkiye’de de küreselleşmenin getirdiği birtakım idari ve mali düzenlemeler yapma yoluna gidilmiştir. Türkiye 1960 ve 1970’li yıllarda ithal ikameci sanayileşme politikasını uygulamıştır. Bu yıllarda yine sabit kur rejimi benimsenmiştir. Buna göre hammadde yurt dışından ucuza ithal edilmekte, işlenen hammaddeden elde edilen mamul ya da yarı mamul ürünler ise ihraç edilmektedir. Ancak 1973 yılında baş gösteren petrol kriz ile birlikte birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de dış ticaret dengeleri bozulmuştur. Bozulan bu ekonomik yapıyı tamir etme adına siyasal iktidar kısa vadeli borçlanma yoluna gitmiştir. Bu dönemde genişlemeci para ve maliye politikaları uygulanmış olsa da, ithalat ve üretim düzeyi azalarak süreçten olumsuz etkilenmiştir. Üretim talepten az olunca da ülkede yüksek enflasyon seviyeleri görülmüştür.

24 Ocak 1980 kararları ile enflasyonu düşürmek, dışa açık büyümek, alınan kısa vadeli borçları ödemek, ihracatı artırmak, sabit kur rejiminden esnek kur rejimine geçmek hedeflenmiştir. Bu kapsamda ihracata sübvansiyonlar verilmiştir, ihracat yapan firmalara krediler verilmesinin yanında başlangıç masrafları devlet tarafından karşılanmıştır. Ancak 1985 yılından sonra ihracat destekleri IMF ve Dünya Bankası’nın istekleri doğrultusunda azaltılmıştır (TCMB, 2002: 5).

Bu dönemde enflasyonu kontrol altına almak için talebi kısacak yönde adımlar atılmaya çalışılmış, bunun bir sonucu olarakta bazı mallar dışında kalan malların ithali yasaklanmış ya da sınırlandırılmıştır. IMF ve Dünya bankası ile yapılan görüşmeler sonucunda, bu kurumların istekleri doğrultusunda birtakım yapısal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir

Avrupa Birliği ile yapılan ticarete miktar kısıtlamaları sıfırlanmış vergi oranları ise önemli ölçüde düşürülmüştür. Bankalar kredi faiz oranlarını düşürerek daha fazla kredi kullanımını teşvik etmeye çalışmış ancak bu durum birkaç bankanın iflasıyla sonuçlandığı için devletin bu alanda yeni önlemler alması kaçınılmaz olmuştur. 1980’den önce finansal açıklar merkez bankası tarafından para basılarak giderilmiştir. Ancak bu durum yüksek enflasyona neden olduğu için 1980 sonrasında finansal açıkları giderebilmek için açık piyasa işlemleri yapılmış ya da merkez bankasından kısa vadeli avans alınmıştır (TCMB, 2002: 7).

Finansal krizlerin bulaşıcılığı 1960’lı yıllardan beri araştırmacılar tarafından incelenmiş ve birçok çalışma ortaya konmuştur. Finansal krizlerin hangi sebeplerden kaynaklandığı ve tahmin edilebilirliği konusunda yapılmış birçok yerli ve yabancı çalışmalar olmuştur. Aynı zamanda finansal krizlerin önceden tahmin edilebilirliğine yönelik te yurtiçi ve yurtdışında yapılmış birçok çalışma mevcuttur

Ülkemizde olduğu gibi diğer ekonomilerde de krizler sadece içsel dinamiklerden kaynaklanmamaktadır. Finansal krizlerin nedenleri başlığı altında değinildiği üzere; uluslararası finans kuruluşları ile olan ilişkiler, yabancı sermayenin doğrudan ya da dolaylı ülke içinde faaliyet göstermesi, diğer ülkeler ile olan ticaret ilişkileri, krizlerin derinleşmesine ve yayılmasına sebep olabilmektedir. Bu konuda özellikle bulaşıcılık kavramı ön plana çıkmıştır.

Literatürde finansal bulaşıcılığa dair birçok farklı tanım bulunmakla beraber, bulaşıcılık genel olarak piyasalar arası aktarım mekanizmalarının kriz dönemlerinde farklılaşması olarak açıklanmaktadır (Küçüksaraç vd., 2012:2). Eichengreen, Ross ve Wyplosz (1996), herhangi bir ülkede kriz yaşandığı bilgisinin, kendi ülkemizde kriz yaşanması olasılığını arttırması durumunu bulaşma olarak tanımlamıştır. Dornbusch, Park

ve Claessens (2000) bulaşmayı, bir veya bir grup ülkede yaşanan şokun veya şokların ardından piyasalar arası bağımlılıkların belirgin bir şekilde artması olarak tanımlamışlardır.

Dünya bankasının tanımına göre bulaşıcılık: “Ülkeler arasında temel bağlantıların ve ortak şokların ötesinde, ülkelerarası ilişkiler ile ya da karşılıklı korelasyonlar sayesinde şokların bir ülkeden diğerine transferidir.” Diğer bir tanıma göre “ülkelerarası ilişkilerin sakin dönemlere nazaran kriz dönemlerinde daha fazla miktarda artmasıdır”

www.investorsword.com tarafından yapılan tanıma göre de finansal bulaşma “bir ülkenin tahvil ya da hisse sentleri piyasalarında yaşanan ekonomik krizin aynı sorunları yaşayan diğer ülkelere zamanla yayılmasıdır.” şeklinde ifade edilmiştir.

Finans piyasalarında ortaya çıkan volatilitenin ticaret kanalı ile yada sermaye piyasaları kanalı ile bir ülkeden diğerine yayılıp yayılmadığı, transfer olup olmadığına dayanan tartışmalar bulaşıcılık ile ilgili tartışmaların temelini oluşturmaktadır. Diğer yandan küresel mali krizlerin en çarpıcı sonuçlarından biri dünyanın bir yerinde oluşan bir olayın etkilerinin ülkeler arası ticaret veya mali ilişkiler yoluyla diğerlerine yansmasıdır. Ülkeler arasındaki iktisadi bağlar mali krizlerin bir ülkeden diğerine geçmesinde anahtar rol oynamaktadır (İmer, 2003: 26).

Günümüzde ekonomilerin küresel anlamda öncülüğünü ve temelini finansal piyasalar oluşturmaktadır. Finansal piyasaların küresel ekonomik sisteme entegre olması ile birlikte bir piyasadaki kaynaklanan bir şok durumu başka bir piyasada kendini hissettirebilmektedir. Günümüz modern ekonomilerinde mali ya da ticari piyasa oyuncularını karar alırken, tüm dünyadaki gelişmeleri de takip etmek sureti ile, bu gelişmelere paralel bir şekilde karar alarak, olası risklere hazırlıklı olmaya çalışmaktadırlar. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren yatırımcılar, riskleri sınıflandırarak karar almaktadırlar. Finans piyasalarında öncelikle riskler berteraf edilmeye çalışılmaktadır. Tamamen yok edilemediği durumlarda da bu riskleri minimize etmeye yönelik risk yönetim politikaları geliştirilebilmektedir. Riskler görülme ihtimaline göre yüksek yada düşük ihtimalli riskler şeklinde sınıflandırılabilir. Bunun yanısıra etkisinin büyük ya da küçük olması durumuna göre de riskler değerlendirilmektedir. Bu

ortamda yatırımcılar rasyonel kararlar almayı ve ihtiyaç duydukları finansal fonları elde ederek karlarını maksimize etmeyi amaçlarlar. Bu amaçla farklı piyasalar arası yatırım araçları arasında riski dağıtma esasına göre yatırım tercihlerinde bulunabilirler.

Finansal krizlerin piyasalar arası transfer edilmesi üzerine odaklanmış araştırmalardan elde edilen sonuçlar ışığında; bu şokların yayılmasına ilişkin temel mekanizmanın, yoğun dış ticaret ilişkileri vasıtasıyla ortaya çıkan “yayılma etkisi”, sanayileşmiş ülkelerin uyguladığı iktisat politikalarında meydana gelen değişimlerden kaynaklanan “muson etkisi” ve finansal ilişkilerde gözlemlenen yoğunluğun yol açtığı “finansal karşılıklı bağımlılık” etkisi tarafından çalıştırıldığı ortaya konulmuştur. Yayılma, muson ve finansal karşılıklı bağımlılık etkileri, genel olarak “karşılıklı bağımlılık” terimi ile nitelendirilmektedir (Kormaz, 2011: 59).

Sonraki süreçlerde yapılan çalışmalarda yayılma, muson ve karşılıklı bağımlılık etkileri dışında da finansal krizlerin bir ülkeden başka bir ülkeye doğru aktarılabilmesine dair ciddi araştırmalar yapılmıştır. Bu süreci araştırmacılar bulaşma etkisi şeklinde tanımlamışlardır. Yapılan bu araştırmaların temelinde finansal krizlerin başka ülkelere transferinin yukarıda belirtilen kanallar ile olup olmadığının yanı sıra, kriz dönemleri dışındada piyasalar arası karşılıklı etkileşimlerin varlığı yönlerinde odaklanmıştır. Bu sebeple araştırmacılar özellikle ampirik çalışmalarında, sadece kriz dönemini değil kriz öncesi dönem ve kriz sonrası dönemleri de incelemek sureti ile ekonomiler arası ilişkilerin bu dönemlerdeki seyrini de ortaya koymaya çalışmışlardır.

Bulaşma etkisine ilişkin hakim görüş; herhangi bir gelişmekte olan ekonomide ortaya çıkan finansal çalkantının, karşılıklı bağımlılık yoluyla diğer gelişmekte olan ekonomilere de aktarılabilceği; bulaşma etkisinin söz konusu aktarımın yol açtığı etkileri şiddetlendirebileceği ve hatta finansal çalkantıya konu olan ekonomi ile hiçbir önemli etkileşimi bulunmayan ekonomilerin dahi sürü davranışı, çoklu denge veya makroekonomik benzerlik gibi nedenlerle söz konusu finansal çalkantıdan etkilenebilecekleri şeklindedir (Korkmaz, 2011: 4-5).

Ülkeler arası karşılıklı ticari ilişkiler sonucu, krizlerin yayılması üzerine de literatürde pek çok çalışma bulunmaktadır. Eichengreen. vd., (1996) ‘e göre,

“Aralarında hem mal, hem de finansal varlık ticareti söz konusu olan ülkelerden herhangi birinde, dövizle yönelik spekülasyon bir atak olması durumunda, bu ülkenin parasının reel olarak değer kaybedeceği ve diğer ülke ticaret dengesinin bozulacağı, aynı zamanda bu durumdan ötürü, parası reel olarak değer kaybeden ülkenin, ticari partnerine karşı, görece olarak bir rekabet üstünlüğü elde edeceği belirtilmektedir. Dolayısıyla devalüasyon yaşanan ülkenin ithalatı pahalı hale gelecek ve söz konusu bulaşıcılık, bu ülkenin ihracatının ucuzlaması ile ortaya çıkacaktır. Diğer bir ifade ile bu durum, karşılıklı olarak yoğun ticari ilişki içindeki ülkelerden çıktı hacmi ve rekabet gücünde azalmaya neden olacağından bu gelişme, karşı ülkeler açısından bir maliyet unsuru oluşturacaktır “

Spekülasyon amaçlı işlem hacminin yüksek olduğu ülkelerde uluslararası finans kuruluşlarının desteklemesi sonucunda, sıcak para bu ekonomilere çok rahat girip çıkabilmektedir. Bu durum nedeniyle de, ekonomik şoklar oluşmaktadır. Oluşan şoklar sebebi ile etkilenen sermayedarlar da bu olumsuzlukları başka ülkelere transfer edebilmektedir. Bu tür şokları önlemeye yönelik maliye ya da para politikası uygulayıcılarının benimsedikleri yöntemlerin etkisiz kalması da literatürde araştırmacılar tarafından tartışma konusu olmaktadır. Dolayısı ile bu politikaların istikrar ortamını sağlamada ne derece etkin olduğu sorgulanır hale gelmiştir

ABD’de ortaya çıkan 2007-2009 küresel para krizinden birçok ülke etkilenmiştir. Finansal sistemlerin temel göstergesi olan hisse senedi piyasalarındaki düşüşler birbirini takip etmiştir. Ülke borsa endeksleri kısa sürede tepki göstererek ABD’deki borsa düşüşlerini takip etmiştir. Türkiye borsası olan BIST 100 endeksi de bu düşüşü yaşayan borsaların arasında yer almaktadır.

Bir finansal krizin piyasalar arası karşılıklı ekonomik kanallar vasıtasıyla diğer bir ekonomiye aktarılması; çalışmalarda genel olarak “karşılıklı bağımlılık” terimi ile ifade edilmektedir. Bu aktarım mekanizması ileriiki konularda da ifade edileceği üzere Dornbush vd. (2000) ve Dünya Bankası tarafından da farklı tanımlamalar ile ifade edilmektedir (Korkmaz, 2011: 59).

Finansal piyasalar üzerinde karar vericilerin bu süreçte kararlarına etki eden en önemli olgu risk faktörüdür. Bu anlamda piyasa riskinin, spekülasyonların finansal işlemlerinde temel gösterge olduğu söylenebilir. Spekülasyon amaçlı yapılan yatırımlarda, aralarında finansal bağımlılık bulunan ülkelerin piyasalarında oluşan risk faktörü yatırımcıların kararlarında etkilidir. Bunun temel nedeni ise küresel ortamda

finansal serbestleşmenin getirdiği piyasalar arası etkileşim sonucu, bir piyasada başlayan riskin başka bir piyasaya da rahatlıkla transfer olabilmesidir. Sonuçta yapılan araştırmalarda ortaya konulduğu üzere, 1990 sonrası görülen küresel krizlerden farklı ülkeler farklı tepkiler göstererek etkilenmişlerdir.

Kriz öncesinde, Doğu Asya ülkelerinin hızlı kalkınma tecrübelerini, dinamik serbest piyasa ekonomilerinin başarısı olarak yansıtan IMF'in, krizin salgın etkisi belirginleştikten sonra dahi güçlü finansal denetim yapıları bulunmayan bölgede finansal liberalizasyon da ısrarcı olması, krizin doğurduğu zararları arttırmıştır (Ünay, 2009: 12).

Ekonomiler arası yayılmanın kaynakları temelde ikiye ayrılmıştır. Birinci grupta, birbirlerine bağlı piyasalar arasında, var olan finansal ve reel ilişkilere bağlı olarak, normal durumlardaki yayılmanın üzerinde durulmaktadır. İkinci grupta ise, finansal krizlerin söz konusu olduğu durumlarda, makroekonomik ve temel değişkenlerdeki hareketlerden ziyade yatırımcılar ve diğer finansal birimlerin hareketlerine bağlı olarak meydana gelen bulaşma sebepleri üzerinde durulmaktadır (Dornbusch ve diğerleri, 2000, s.179). Bulaşmanın kaynaklarına ilişkin bu ayırım, kriz koşullu veya finansal bulaşma teorileri ile birlikte kriz koşulsuz ya da ekonomik bağlantılar temelli bulaşma teorileri aracılığıyla açıklanmaktadır.

2.1.1. Finansal Bulaşma Temelli Yaklaşımlar

Finansal krizlerin finansal araçlar ile başka ülkelere yayılabileceği hususuna literatürde araştırmacılar geniş bir şekilde değinmiştir. Bunun dışında temel iktisadi parametreler harici yollar ile de şokların transferinin gerçekleşebileceğinden bahsedilmektedir. Bu durumu araştırmacılar açıklanamayan nedenlerden ötürü, bir ekonomik krizin başka ekonomilere sıçrayabileceği şeklinde ifade etmişlerdir. Bu yayılmayı ekonomik bağlantılara dayalı olanlardan ayırt etmek için ilk kez Masson (1998) tarafından “bulaşma” (contagion) terimi önerilmiştir. Söz konusu süreç Dornbusch vd. (2000) ile Dünya Bankası tarafından da savunulan “mantık dışı olaylar” ve “finansal bulaşma” (financial contagion) şeklinde tanımlanmaktadır. Araştırmalar

ilgili literatürde bu konuya ekonomik bağlantılar temelli olanlardan çok daha fazla yer vermişlerdir.

Bulaşma konusunda süreci tanımlamaya yönelik araştırmacıların yaptığı katkılar arttıkça bulaşma teriminin içerdiği belirsizlik durumu da her geçen gün azalmıştır. Bu anlamda Agenor ve Aizenman (1998) dışsal şokların kaynağına ilişkin birçok sınıflandırma önerisinde bulunmuştur. Fry vd. (2008), bulaşma etkisini, finansal kriz sürecinde bir dağılımın momentlerinde meydana gelen ve piyasa temelleri ile açıklanamayan değişimleri tarif etmek amacıyla kullanmaktadır.

Krizler ekonomide, piyasaların temel dinamiklerinde bir kırılmaya sebep olarak, şokların transfer edilmesi hususunda, kriz sürecinden önce görülmeyen yeni aktarım kanalları meydana getirirler. Kriz koşullu bulaşma teorileri, krizlerin yayılmasında üç mekanizma üzerinde durmaktadırlar. Bunlar, yatırımcı davranışlarını değiştirmek suretiyle işleyen çoklu denge mekanizması, portföylerin yeniden düzenlenmesine sebep olan likidite mekanizması ve döviz krizi sistemlerini etkileyerek yayılan politik bulaşma mekanizmasıdır (Forbes ve Rigobon, 1999: 15). Bu üç mekanizmaya ilave olarak literatürde artan farkındalık yaklaşımı ve ahlaki riziko kavramlarına da yer verilmektedir.

2.1.1.1. Çoklu Denge Mekanizması

Finansal krizlerin bulaşma vasıtasıyla aktarımını açıklamaya yönelik birçok farklı yaklaşım önerilmiştir. Aslında bu yaklaşımların birçoğu birbiri ile bağlantılı yaklaşımlardır. Söz konusu önerilerden ilki; “çoklu denge” yaklaşımına dayanmaktadır (Eichengreen vd., 1996). Bu kavram ile ekonomide iki denge durumunun olduğu ifade edilmektedir. Bu dengelerden birincisi; ekonomideki karar birimlerinin sabit kur rejiminin sürekli devam ettirileceği, hiçbir spekülative atağın söz konusu olmayacağı ve ekonominin yapısal temellerinde herhangi bir değişim olmayacağı beklentisine sahip olmaları durumudur. İkinci denge durumu ise; temel ekonomik parametrelerde meydana gelen bir değişim ile birlikte spekülativeörlerin beklediği ortamın oluşması

sonucu görülen para hareketlerinin, dönem sonunda spekülâtorlerin olmasını beklediği döviz kuru değişimini geçerli kılacağı denge durumu kastedilmektedir.

Bu anlamda, spekülâtif para hareketlerinin olması veya olmaması olasılığına bağlı olarak iki farklı denge noktasının bulunduğu iddia edilmektedir. Eichengreen vd. (1996)'e göre çoklu denge olasılığı; cari politikaların sabit kur rejiminin devamı ile uyumluluğunu sorgulamaya piyasa katılımcılarının başarılı bir spekülâtif atak sezinlemeleri durumunda artmaktadır (Korkmaz, 2010: 36).

Çoklu denge mekanizması, krizlerin ülkelerarası etkileşim göstermelerinin yanı sıra temel ekonomik parametreler ile ilgili göstergeleri istikrarlı seyreden ekonomilere yönelen spekülâtif hareketleri de açıklamaktadır. Beklentilerdeki değişikliklere bağlı olarak dengenin iyiden kötüye kayması, reel ekonomideki verilerden bağımsız olarak, kendi kendini besleyen bir etki yaratarak şoku ülkeye çekecektir. Birinci ülkede yaşanan krizin ardından, yatırımcılar beklentilerini değiştirerek şoku ikinci ülkeye taşıyacaklar ve böylece kriz öncesi dönemde var olmayan bir aktarım kanalı yaratmış olacaktır (Forbes ve Rigobon, 1999: 6).

2.1.1.2. Portföy Düzeltme Mekanizması

Portföy Düzeltme Mekanizması literatürde yaygın yatırımcı etkisi olarak da ifade edilmektedir. Bu yaklaşıma göre anlık sıcak para sorunu yaşayan yatırımcılar, finansal kriz yaşayan piyasadaki varlıklarını muhafaza edebilme adına portföylerinde yer alan diğer piyasalardaki finansal enstrümanlarını elden çıkararak likit kaynak oluşturma yoluna gidebilmektedirler. Bu yatırımcı davranışı bir piyasadaki şoku diğer ekonomiye de transfer edebilmektedir (Korkmaz, 2011:61). Lowell vd. (1998)'e göre portföy yöneticileri; bazı ülkeleri politik benzerlik, coğrafi yakınlık veya benzer iktisadi koşullara sahip oldukları gerekçesiyle aynı havuzda değerlendirmektedir. Bu nedenle, aynı havuzda değerlendirilen ülkeler arasında finansal bulaşma yaşanması ihtimali de diğer piyasalara göre yüksek olabilmektedir.

Uluslararası yatırımcılar, gelişmekte olan birtakım ülkelerde yaşanan krizlerin ardından bu piyasalarda maruz kaldıkları zararlara bağlı olarak, diğer ülkelerdeki yatırımlarını tasfiye etme kararı alabilirler. Bu kararın alınmasında etkili olan temel faktör finansal kurumların belirli ülkelerdeki varlıklarını aynı risk sınıflamasına tabi tutmalarıdır. Bunun sonucunda, ekonomisi istikrarlı seyreden ve başlangıçta krizden etkilenmemiş olan ülkelerin varlık fiyatlarında önemli düşüşler yaşanacaktır (Edwards, 2000: 9).

Likidite mekanizmasının işleyişini örneklendirerek şu şekilde açıklayabiliriz: Bir ülkenin bankalarının verdikleri ticari ya da kurumsal krediler içerisinde üç farklı ülkeden yatırımcılar olduğu düşünüldüğünde, bu ülkelerden herhangi birinde ekonomik kriz baş gösterirse, bu ülkedeki yatırımcılar kredi borçlarını ödemede güçlüklerle karşılaşacaklardır. Kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlar bu ülkedeki bankacılık sisteminin kredi portföyünü bozacak ve zarar etmelerine sebep olabilecektir. Bankalar krizin yaşandığı bu ülkedeki zararlarını telafi etmek amacı ile kriz yaşanmayan diğer ülkelerdeki kredileri geri çağırma yoluna gidebilecektir. Yaşanılan likidite şokunun büyüklüğüne göre başlangıçta kriz yaşanmayan diğer ülkeler varlık fiyatları önemli düşüşler gösterecek, bilanço dengeleri bozulabilecek ve böylelikle krizin bu ülkelere de yayılması sağlanabilecektir.

2.1.1.3. Politik Bulaşma

Drazen (1999: 10-11), sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği ile alakalı durumu ifade ederken, ülkelerin kendi iç ekonomi politikalarının dışında uluslararası politik ve ekonomik işbirliği yapan piyasaların entegrasyon içerisinde bulundukları ülke paralarının hareketlerine de bağlı olduğunu ifade etmiştir. Avrupa Para Birliği gibi topluluklar buna örnek olarak gösterilmiştir. Buna göre politik bulaşma, buna benzer birlik ve/veya topluluk içinde yer alan ülkelerin, dâhil oldukları topluluğun politikalarına bağlı olarak, döviz kuru rejimlerinde değişiklik yapmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Drazen (1999) tarafından “Politik bulaşma” olarak adlandırılan bu süreç; herhangi bir parasal topluluğun üyesinde meydana gelen spekülative parasal hareketler sonucu oluşan dalgalanmanın, diğer potansiyel üyelerin de saldırıya maruz kalma olasılıklarını artıracak fikrine dayanmaktadır. Çünkü bu tarz parasal topluluklara katılan üyeler politik amaçlar gütmekle birlikte süreç içerisinde ekonomik koşullardan da entegrasyon sonucu etkilenebilmektedirler. Yunanistan’da görülen para krizi buna örnek olarak gösterilebilir. Avrupa birliğinin Almanya gibi potansiyel bazı üye yetkilileri, Yunanistan’a sağlanacak kredilerin zamanla ahlaki riziko durumu oluşturabileceğini ifade etmişlerdir. Bu anlamda kendileri gibi üye olan bu tarz ülkelerin topluluğa katkı sağlamadan ziyade ekonomik olarak yük teşkil ettikleri görüşü ön plana çıkabilmektedir. Buda zamanla artık birlikte kalmanın kendisine daha az fayda sağlayacağı fikrini öne çıkarmakta ve bu tarz ülkeleri birlikte kalma hususunda isteksizleştirebilmektedir. Drazen (1999)’e göre bu isteksizlik, 1992-1993 Avrupa Para Sistemi (EMS) krizinde de tecrübe edildiği üzere birçok ekonomide birbirini izleyen devalüasyonlara yol açabilmektedir.

Bir ülkenin sabit döviz kuru rejiminden vazgeçmesi, diğer ülkeler için sabit döviz kuru rejiminden vazgeçmenin politik maliyetlerini azaltacak ve buna bağlı olarak esnek döviz kuru rejimine yönelmeyi arttıracaktır. Bu olasılığa bağlı olarak spekülative ataklar ülkeler arasında yayılabilecektir (Forbes ve Rigobon, 2000:17).

2.1.1.4. Artan Farkındalık Yaklaşımı

Bulaşma sürecine ilişkin yer verilen bir diğer yaklaşım da; “artan farkındalık” yaklaşımıdır. Lowell vd. (1998), bu yaklaşım konusunda bir piyasaya ait iktisadi parametrelerdeki zayıflığın, yine aynı piyasadaki verilere sağlıklı ulaşma ve bilgi sahibi olma hususunda da kendini gösterdiğini ifade etmişlerdir. Gelişmekte olan ekonomilere ilişkin analizler ve veri seti, ya düşük kalitede ya da yüksek maliyetlidir. Bu ülkelere yönelik çalışma yapan araştırmacıların ampirik uygulama sonuçlarından da bu durum görülebilir. İlgili araştırmacılar verilere ya çok zor ulaşabildikleri ya da istedikleri dönem aralıklarına ait sağlıklı veri setine ulaşamadıkları bilgisini zaman zaman paylaşmaktadır. Bu durum yatırımcıların davranışlarına da etki etmektedir.

Yatırımcılar bu piyasalara yönelik portföylerinde yer alan varlıklarına ait tam bilgiye sahip olamayabilirler. Dolayısıyla, portföylerini diğer piyasaları referans alarak yönlendirebilmektedirler. Birkaç ülkeye ait ekonomik varlıklardan portföy oluşturan bir yatırımcı için bu ekonomilerden herhangi birinde meydana gelebilecek olumsuz bir durum, portföyde yer alan diğer ekonomilerin de yakından incelenmesine neden olur. Bu durumda verilerine sağlıklı ulaşılabilen piyasalara ait varlıkların elden çıkartılması ile sonuçlanabilmektedir. Bu modelin sürü davranışından farkı, iktisadi parametrelerin zaten bozuk olmasıdır (Lowell vd, 1998:30-32). Goldstein ve Turner (1998) tarafından da “uyandırma hizmeti” şeklinde ifade edilen söz konusu yaklaşım; bir başka piyasada ortaya çıkan finansal krizin, mevcut piyasaya ilişkin genel ekonomik dengesizlikler için de farkındalık oluşturduğunu iddia etmektedir. Örneğin; Tayland’da başlayan Doğu Asya krizi, bölge ekonomileri için mevcut olan “Asya Mucizesi” algısını “Asya Serabı”na dönüştürmüştür (Masson, 1999b: 8).

2.1.1.5. Ahlaki Riziko

Bu yaklaşıma göre gelişmekte olan ekonomilerdeki borçlanma ve yatırım patlaması ile krizin ortaya çıkardığı sonuçlar, Ahlaki riziko ya da ahlaki tehlike şeklinde ifade edilen bir kavram ile açıklanmaktadır (Masson, 1999b:13). Gelişmekte olan ekonomilerde gerçekleştirilen sermayenin serbest dolaşımına yönelik uygulama ve politikalar sonucu ülkelere sermaye girişleri yoğunlaşabilir. Bu sermaye hareketlerinin etkili bir denetim ve takibi yapılmaz ise ekonomik aktörlerin ahlaki tehlike ile sonuçlanabilecek, aşırı riskleri almaları da olağandır. Krugman (1998), 1997 Doğu Asya Krizi öncesinde bölge ekonomilerindeki mevduatların hükümetler tarafından açıkça ilan edilmese bile kriz durumunda garanti altına alınacağı yönünde bir inanış geliştiğini vurgulamış ve bu inanışın da ahlaki tehlike problemini daha da şiddetlendirdiğini iddia etmiştir. Sermaye girişlerinin herhangi bir nedenle durması veya tersine dönmesi ise, 1997 Doğu Asya Krizi’nde tecrübe edildiği üzere birden çok ekonomide eş-zamanlı finansal krizlere yol açabilmektedir. Bu hususları vurgulayan Mishkin (1999), özellikle liberalizasyon sürecinin ilk aşamasına ilişkin olarak sermaye girişlerinin kontrol altına alınarak düzenlenmesini önermektedir.

2.1.2. Ekonomik Bağlantılar Temelli Yaklaşımlar

Bir piyasada görülen finansal krizin görünür bir ekonomik kanal (ekonomik bağlantılar) vasıtasıyla başka bir piyasaya transfer edilmesi (aktarılması); literatürde genel olarak “karşılıklı bağımlılık” terimi ile ifade edilmektedir. (Korkmaz, 2011: 59). Dornbush vd. (2000) tarafından “kökten ilişkili bulaşma”, Dünya Bankası tarafından da “reel bulaşma” şeklinde ifade edilen bu yaklaşım; ekonomilerin “temel makroekonomik parametrelerinde meydana gelen gözlenebilir nitelikteki değişimler ile ilişkilidir.

Kriz ile birlikte ortaya çıkan bu aktarım mekanizmasının aslında kriz öncesi dönemde de var olduğu savunulmaktadır. Bu sebeple ekonomik bağlantılar temelli yaklaşımlar literatürde “kriz koşulsuz bulaşma modelleri” olarak da ifade edilmektedir. Bir başka ifade şekli ile aktarım kanalları ekonomik değerler ile ilişki içerisinde olduğundan “reel bağlantılar” olarak da literatürde yer almaktadır. Kriz koşulsuz bulaşma teorileri içerisinde krizlerin transferi için genel olarak literatürde aşağıda ifade edilen aktarım mekanizmaları yer almaktadır.

2.1.2.1. Ticaret Etkisi

Gerlach ve Smetz (1995)’e göre Ticaret Etkisi (yayılma etkisi); bir ekonomide gerçekleşen finansal kriz sonucunda nispi fiyatlarda (dış ticaret haddi) ortaya çıkan farklılaşmadan kaynaklanmaktadır. Bu durumda parası devalüe olan ülkenin diğer ülke üzerindeki göreceli rekabet üstünlüğü dikkate alınmıştır. Yayılma etkisinin büyüklüğü, aşağıdaki faktörlere bağlıdır (Gerlach ve Smetz, 1995: 62):

- Kriz yaşayan ekonomi ile arasındaki ticari ilişkilerin yoğunluğu
- Reel ve nominal ücret esnekliğinin düşüklüğü
- Ulusal paranın değişim değerinin sabitlendiği büyük ekonomi ile arasındaki ticari ilişkilerin hacmindeki düşüklük

Para (Döviz) krizlerinin ticaret kanalı ile yayılması sadece birbirleri ile ticari ilişkiler içinde olan ülkeler için geçerli değildir. Bulaşma birbirleriyle ticari ilişki içinde olmayan iki ülke arasında da yaşanabilir. İki ülkenin de ortak bir yabancı pazar ile ihracat ilişkisi olduğu bir durumda, ülkelerden birinin devalüasyon yapması, diğer ülkeye karşı rekabet gücünün artmasına sebep olacaktır. Bu durum ikinci ülkenin devalüasyon yapma eğilimini arttıracaktır. Burada önemli olan farklı ülkelerde aynı malların üretilmesi ve bu malların aynı piyasalara ihraç edilmesidir. (Pesenti ve Tille, 2000: 8).

Ülkelerden birisinde görülen devalüasyon, ilgili ülkenin ticaret yaptığı diğer ülkeleri de devalüasyon yapmaya zorlayabilir. Çünkü parası devalüe olan ülke göreceli olarak diğer ülkeler nazarında rekabet üstünlüğü elde edecektir. Bu üstünlük karşısında zayıf konumda kalmak istemeyen ticaret ortakları da aynı davranışı sergileyebilmektedirler.

Herhangi bir ülke döviz kuruna yönelik spekülasyon ekonomik hareketler, döviz kurlarının yükselmesine ve bu da ülkenin dış ticaret gücünün artmasına neden olabilir. Bu durum, ülke ile ticaret ortaklığı içinde olan ikinci bir ülkede ticaret açığının oluşmasına yol açar ve bunun sonucunda da o ülkenin merkez bankasının uluslararası rezervleri azalır (Rose ve Glick, 1999: 609).

2.1.2.2. Muson Etkisi

Finansal krizlerin ekonomik bağlantılar temelinde aktarımını açıklayan bir diğer yaklaşım da; Masson (1998) tarafından ifade edilmiştir. Masson bu yaklaşımı muson etkisi olarak adlandırmıştır. Masson (1998)'a göre muson etkisi; gelişmiş ülkelerin iktisat politikalarında meydana gelen değişimlerin, gelişmekte olan ekonomilere ilişkin temel makroekonomik değerleri etkilemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Gelişmiş ekonomilere ait para arzı, faiz oranı, enflasyon oranı, cari işlemler açığı veya fazlası ve bütçe açığı ya da fazlası gibi birtakım ekonomik değişkenlerde meydana gelen hareketler; gelişmekte olan ekonomiler üzerinde sermaye ve mal hareketleri vasıtasıyla etkili olmaktadır.

Masson (1999a), uluslararası rezerv seviyesi için iki farklı değer öngörmüştür. Buna göre ilk olarak eğer uluslararası rezerv seviyesi olması gereken değer çok üzerinde ise finansal kriz yaşanma ihtimali çok düşüktür. Ancak uluslararası rezervler minimum değer altına düşerse yaşanması meşru bir durum haline gelen bir kriz durumu söz konusu olacaktır.

2.1.2.3. Finansal Bağlantılar Kanalı

Ekonomik bağlantılar kanalı başlığı altında ifade edilebilecek son yaklaşım ise, Kaminsky ve Reinhart tarafından “finansal sektör bağlantıları” şeklinde, Fratzscher tarafından da “finansal karşılıklı bağımlılık” terimi ile ifade edilen finansal bağlantılar kanalıdır. Kaminsky ve Reinhart (1999) finansal krizlerin aktarımını ekonomik bağlantılara dayalı olarak açıklayan yaklaşımların, büyük ölçüde ticari ilişkiler vesilesi ile gerçekleştiğini açıklamıştır. Bu yaklaşımların ticari ilişkilerin dışında finansal sektör ilişkilerine çok fazla yer vermediğini ifade etmiştir. Fratzscher (1998)’a göre aktarım sürecinin en önemli mekanizması; yayılma etkisinden ziyade finansal bağlantıların yoğunluk derecesidir. Fratzscher (1998) krizlerin aktarım sürecini ifade ederken aktarım kanalları olarak, farklı iki piyasanın başka bir piyasa ile banka kredileri konusunda girdikleri rekabetin derecesini bir kanal olarak göstermiştir. Bir diğer aktarım kanalı olarak da, sermaye piyasaları arası entegrasyon derecesini işaret etmektedir. Bu mekanizmaya göre bankanın faaliyet gösterdiği piyasada kriz görülmesi ile birlikte farklı ülkelerdeki yatırımcıların kredilerinin geri çağırılması, bankanın bulunduğu ülkede krizin ilgili ülkelere de bulaşmasına ya da kredi kullanan yatırımcıların ülkelerindeki krizden etkilenerek borçlarını ödeyememeleri ile birlikte banka bilançolarının bozulması sonucunu doğurabilmektedir. Bankalar bu anlamda rekabetçi pazardan aldıkları payı artırabilme adına, özellikle likidite bolluğu yaşadıkları dönemde kredi verirken mali tahlil ve istihbaratı sağlam yapmadan riskli gelir gruplarına yüksek miktarlarda kredi kullandırabilmektedirler. Ülkelerarası türev piyasalarının entegrasyon derecesi arttıkça portföy yatırımlarının yabancı payı da fazlalaşmaktadır. Bu durumda bir kriz esnasında özellikle kırılgan ekonomilerde sıcak para ani ve hızlı bir şekilde ülkeyi terk edebilmektedir. Yatırımcılar portföylerinde yer

verdikleri benzer ekonomik yapıdaki diğer piyasa yatırımlarını da elden çıkarma yoluna giderek krizi bulaştırabilmektedirler.

2.2. ÜLKE SINIFLAMALARINA GÖRE FİNANSAL KRİZLER, ETKİLERİ VE BULAŞICILIĞI

Mishkin (1999), gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal krizlerin baş göstermesini 4 faktöre bağlamaktadır. Bunlar faiz oranlarındaki yükselme, banka bilançolarında kötüleşme, hisse senedi piyasasında düşüş ve belirsizliğin artışıdır. Bu faktörlerden bir ya da birkaçının görülmesini krizi tetikleyici bir unsur olarak değerlendirirken, faktörlerin hepsinin aynı anda görülmesi krizin ekonomi parametreleri üzerindeki yıkıcı etkisini derinleştirecek ve krizden kurtulma süresini uzatacak bir unsur olarak ifade etmiştir.

Bu dört faktörün kendi aralarında etkileşim mekanizmalarının bulunabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Örneğin belirsizlik ve siyasi istikrarsızlık, hisse senedi piyasasında önemli düşüşlere sebep olabilir ve bu düşüş ahlaki tehlikeyi arttıracığından banka bilançolarında kötüleşmeye neden olabilir (Mishkin, 1990: 73).

2.2.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ayırımı

Literatürde çok farklı gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tanımı yapılmıştır. Mevcut küresel sistem içerisinde uluslararası kuruluşlar kendi belirledikleri birtakım kriterler çerçevesinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tanımlamaları oluşturmuştur. Ülkeler arası gelişmişlik farkları bu tanımlamalar içerisinde sürekli değişiklik arz etmektedir. Bu durumda bir sorun olarak nitelenmekte ve gelişmiş ülkelere giderilmeye çalışılmaktadır. Bu noktada öncelikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülke kavramlarını doğru tanımlamak önem arz etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin çok geniş bir coğrafyada yerleşik durumda oldukları görülmektedir. Bu ülkelere bazıları küçümsenmeyecek bir kalkınma hamlesi içerisinde olurken, bir kısmının da bu anlamda çok geride olmaları gelişmiş ve

gelişmekte olan ülke kavramının bir durumu değil süreci ifade ettiğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülke tanımlaması genellikle gelişmiş ülke kavramı ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Bu sayede ülkeler arasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke sınıflandırması yapılabilmektedir (Boyacıoğlu, 2007: 128).

Ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre sınıflandırılması, uluslararası üç örgüt tarafından yapılmaktadır. Bu örgütler Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (United Nations Development Programme-UNDP), Dünya Bankası (The World Bank-WB) ve IMF'dir (IMF, 2011: 7).

UNDP, ülkelerin sınıflandırmasında İnsani Gelişme Endeksi (İGE) kriterini kullanmaktadır. İGE 1990 yılından bu yana UNDP tarafından her yıl yayımlanmaktadır (Tayyar, 2008: 44). İnsani gelişme endeksi, bir ülkeyi gelişmişlik sınıflandırmasında değerlendirirken üç farklı kriteri dikkate alır. Bunlar; yaşam süresi (doğumdan beklenen ortalama yaşam süresi), eğitim düzeyi (yetişkin okur-yazarlık oranı ve ilk, orta yükseköğretimde okullaşma oranları kombinasyonu ile ölçülür) ve gelir düzeyi (kişi başına düşen Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) ile ölçülür)'dir. (UNDP, 2011:130). 0 ile 1 arasında değer alan indeks 1'e ne kadar yakın ise, söz konusu ülkenin insani kalkınma seviyesi o kadar yüksektir (Özcan, 2011: 64). UNDP, belirlenen bu kriterlerden çıkan sonuçlara göre ülkeleri; çok yüksek insani gelişme endeksi, yüksek insani gelişme endeksi, orta insani gelişme endeksi ve düşük insani gelişme endeksi olarak dört gruba ayırmaktadır

Dünya Bankası ülkeleri sınıflandırırken temel kriter olarak kişi başı gayri safi milli geliri kullanmaktadır. Dünya Bankası, gayri safi milli hâsıla (GSMH) ve kişi başı gayri safi milli geliri hesaplanmasında “Atlas Dönüşüm Faktörü” olarak bilinen özel bir döviz kurunu kullanmaktadır. Atlas Dönüşüm Faktörü 'nün kullanılmasıyla ülkeler arasındaki milli gelir kıyaslamalarında döviz kuru dalgalanmalarının etkisi azaltılmaktadır (Hürriyet, 2002). Buna göre ülkeler yüksek, orta ve düşük gelirli olmak üzere üç grup altında incelenmektedir.

IMF ise ülkeleri gelişmiş ekonomiler, yükselen veya gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere iki gruba ayırmaktadır. GSYİH'sı en yüksek olan ve genellikle

G7 olarak adlandırılan yedi ülke ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, İngiltere ve Kanada gelişmiş ekonomiler olarak adlandırılmaktadır. IMF, yükselen ve gelişmekte olan ekonomileri analitik kritere göre sınıflandırmaktadır (IMF, 2012: 177).

Uluslararası Para Fonu (IMF), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayırımına göre ekonomik kriz tanımı yapmıştır. Bu tanımlamalar ile gelişmiş ülkeler için krizin belirleyici unsurları; işsizliğin artması, tüketici talebinin düşmesi, yatırımların azalması ve sonuçta refah seviyesinin düşmesi olarak ifade edilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler için ise krizi belirleyen etkenler; yurtiçi kaynaklı ve yurtdışı kaynaklı olmak üzere iki ayırma tabi tutulmuştur.

Dış kaynaklı ekonomik krizler ihraç mallarının fiyatlarını düşürürken, ithal malların fiyatlarını artırmakta, yabancı sermaye girişini durdurmaktadır. Ayrıca ülke parası diğer para birimleri karşısında hızla değer kaybetmektedir. İç kaynaklı ekonomik krizde ise, piyasada para arzı hızla artmakta, bütçe açığı büyümekte ve faiz oranları hızlı bir şekilde yükselmektedir (Lipsky, 2008).

Finansal krizlerin ekonomik bağlantılar temelli ya da bulaşma yolu ile diğer ülke ekonomilerine olumsuz yansımalarında, o ülkelerin krizin kaynağı konumundaki ülke ile olan ekonomik bağları kadar, o ülkelerin kendi ekonomik gelişmişlikleri ve ekonomik yapılarının sağlamlığı da belirleyici rol oynamaktadır. Küresel krizler doğal olarak gelişmiş ve ekonomik yapısı sağlam ülkeler ile az gelişmiş ya da gelişmekte olan ve ekonomik yapısı yeterince sağlam olmayan ülkeler üzerinde farklı etkiler meydana getirebilecektir. 1990'lı yıllar boyunca gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan finansal kriz deneyimleri krizleri açıklamaya ve kriz oluşumu önceden tahmin etmeye yönelik çok sayıda yeni çalışmanın yapılmasına teşvik edici unsur olmuştur.

2.2.2. Gelişmiş Ülkeler Açısından Finansal Krizler ve Etkileri

Gelişmiş ülkeler; gelişmekte olan ülkelere göre daha ileri teknolojik ve bilimsel alt yapıya sahiptirler. Sahip olunan bu imkânlar kullanılarak daha üst düzey yatırım

olanakları elde edebilmektedirler. Böylece ekonomik büyüme sağlayarak teknolojiyi ihraç eder konumda bulunmaktadır.

IMF tarafından 1975-97 arası dönem kapsayan ve sonuçları Dünya ekonomik Görünümü (1998b)'de paylaşılan analizde, ülkelerin makroekonomik değişkenlerine ait hareketler kriz dönemleri bazında incelenmiştir. Döviz kurlarında görülen aşırı değer artışları krizleri öngörme noktasında belirleyici bir gösterge olarak ifade edilmiştir. Bu göstergeye göre olası bir ekonomik krizin aylar öncesinden öngörülebileceği ifade edilmektedir. Döviz kuru göstergesi, kriz öncesi dönemin yanı sıra, krizlerin zamanlarında da sinyal verme özelliğine sahiptir. Aynı çalışmada döviz kurunun yanı sıra bir diğer gösterge olarakta yurtiçi kredi miktarındaki büyüme oranı belirlenmiştir.

Bunların dışında birtakım parametrelerin, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre farklılık arz ederek kriz sinyali verdiği tespit edilmiştir. Örneğin gelişmiş ülkeler açısından, hisse sendi fiyatlarındaki düşüşler ve bankaların likit olması bir gösterge olarak nitelenirken, gelişmekte olan ülkeler için ticaret haddinde meydana gelen bozulmaların, bir ekonomik krizi 8 ay öncesinden öngörebilecek bir gösterge olarak belirtilmiştir.

Finansal krizlerin bir ülkeden başka bir ülkeye transfer edilmesi diğer ülkelerdeki istikrarı da olumsuz etkilemiştir. Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları istikrar programlarındaki başarısızlıklar krizlerin ortaya çıkmasında önemli bir etken konumundadır. Gelişmiş ülkeler genel olumsuz dalgalanmalardan etkilenseler de bu etki gelişmekte olan ülkelere nazaran uzun süreli ve kalıcı olmamıştır (Korkmaz ve Çevik, 2012: 45).

Ülke deneyimleri başlığı altında çalışmanın ilerleyen bölümlerinde küresel kriz ve bulaşıcılığı daha detaylı olarak incelenecek olsa da burada küresel krizin gelişmiş ülkelere olan etkilerini karşılaştırmalı bir tablo yardımı ile açıklamak faydalı olacaktır.

Tablo 2,1'de görüldüğü üzere ABD küresel finansal krizinin dünya ekonomisine bulaşması dolayısı ile gelişmiş ekonomilerdeki büyüme hızı dünya ortalamasının altında kalmıştır. Bu ekonomiler 2005 yılında %2,7 oranında büyürken,

küresel krizin etkilerini göstermeye başladığı 2007 yılından itibaren sürekli küçülmektedir. 2009 yılında büyüme hızları yaklaşık olarak %-3.4 seviyesine düşmüş olup detaylar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.1: 2005-2014 Dünya Büyüme Hızı (%)

Ülkeler	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya Ortalaması	4.653	5.249	5.348	2.705	-0.381	5.176	3.939	3.221	3.005	3.586
Gelişmiş Ekonomiler	2.791	3.038	2.735	0.098	-3.443	3.035	1.720	1.421	1.293	2.223
Avrupa Bölgesi	1.711	3.252	2.989	0.375	-4.428	1.955	1.585	-0.682	-0.461	1.161
Gelişmiş büyük ekonomiler (G7)	2.529	2.602	2.169	-0.301	-3.779	2.828	1.580	1.679	1.376	2.212
Avrupa Birliği	2.372	3.614	3.410	0.589	-4.418	1.976	1.711	-0.294	0.176	1.609
Gelişmekte Olan Ekonomiler	7.301	8.248	8.701	5.870	3.111	7.516	6.272	5.050	4.688	4.904
Gelişmekte Olan Asya	9.527	10.348	11.479	7.331	7.702	9.726	7.884	6.721	6.507	6.663
Gelişmekte Olan Avrupa	5.842	6.353	5.350	3.264	-3.422	4.668	5.398	1.379	2.797	2.380
ASEAN-5**	5.395	5.537	6.158	4.741	1.772	6.972	4.528	6.176	5.166	4.946
Latin Amerika ve Karayipler	4.620	5.620	5.752	4.284	-1.260	6.012	4.586	3.077	2.721	2.540
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	5.554	6.841	5.964	5.075	2.990	5.521	3.933	4.077	2.200	3.204
Türkiye	8.402	6.893	4.669	0.659	-4.826	9.157	8.773	2.171	4.290	2.267

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Nisan 2014

**Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Singapur

Gelişmiş ülkelerin krizlerden yoğun bir şekilde etkilenmelerinin en önemli sebeplerinden birisi yoğun olarak yaşanan ipotekli emlak piyasalarının (özellikle en yüksek riskli eşik altı grubun) ve kredilere dayalı varlık türlerini üretecek finansal türev piyasalarının bu ülkelerde gelişmemiş olmasıdır (Akın ve Ece, 2009: 156).

Küresel kriz de karşılaşılan subprime krediler bunun belirgin örneğidir. Gelişmekte olan ekonomilerin sık yaşadıkları finansal krizler sonrasında özellikle bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması yönünde önemli yapısal düzenlemeler yapmışlardır. Bu adımlar sonucunda krizin başlangıç dönemlerinde gelişmiş ülkelere nazaran daha az etkilendikleri akademik çalışmalar ile de ortaya konmuştur. Ayrıca, bu ülkelerin kriz öncesi dönemde tecrübe ettikleri hızlı büyüme ve verdikleri cari fazla, bu

Ülkelerin kriz dönemine daha sağlam bir ekonomik görünümle girmesini ve krizin derin etkisine karşı direnç kazanmasını sağlamıştır.

Dünya genelinde etkileri hissedilen küresel krizin geçmiş krizlerden en önemli farkı geçmiş krizlerin büyük oranda az gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerini etkilemiş olmasına rağmen, küresel krizin başlangıç noktası olan gelişmiş ülkelerde ağır etkilerinin hissedilmesidir (Akın ve Ece, 2009:155). rnek olarak Avrupa da daha çok gelişmiş olan ye ülkeleri tarafından hissedilen 1992 döviz krizinin etkisi kısa sürmüş olmasına karşın, 1994 Meksika krizi ile başlayan ve Türkiye'nin de dâhil olduğu daha çok yükselen ekonomiler tarafından tecrübe edilen krizler, bu gelişmiş ülke deneyimleriyle karşılaştırıldıklarında çok daha ağır sonuçlar doğurmuşlardır (Bleaney,2005: 80).

Küresel krizin ülkelere bulaşma etkisi kapsamında yukarıdaki tablo verilerine bakarak büyüme oranlarındaki değişimler göz önüne alındığında, kriz gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelerden daha fazla oranda etki etmiştir denilebilir. Farklı bir yorum ile kriz yayılma etkisini gelişmiş ülkeler lehine daha fazla göstermiştir.

2.2.3. Gelişmekte Olan lkeler Açısından Finansal Krizler ve Etkileri

Gelişmekte olan ülkeler, tam oturmamış makroekonomik yapıları sebebi ile küresel anlamda yaşanmış çeşitli krizlerden etkilenmişlerdir. Bu lkeler ekonomik büyüklükleri ve küresel sermaye içerisinde etki alanları itibariyle, gelişmiş ülkelere göre daha az etkisi olan ülkelerdir. Bu yönüyle gelişmekte olan ülkeler sistemin göz ardı edilebilir parçalarını oluşturmaktadır (zen, 2004: 201). Bazı araştırmacılar son 15 yıl içerisinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanılan finansal krizlerin sonuçları itibariyle, gelişmiş ülkelere nazaran çok daha şiddetli olduğunu ifade etmektedirler. Bununla ilgili Hawkins ve Klau (2000) tarafından yapılan çalışmada gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerden bankacılık krizlerinin en önemli sebepleri aşağıdaki şekilde özetlenmiştir.

- Aşırı değerlenmiş döviz kuru

- Yetersiz seviyedeki uluslararası rezervler
- Ekonomide yaşanan resesyon evresi
- Yüksek faiz oranları
- Aşırı kredi büyümesi

Faiz hadlerinde görülecek anlık volatilité, gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörü likidite yapısını gelişmiş ülkelere nazaran daha çabuk bozabilmektedir. Faiz oranlarında yaşanan bu artışlar sonucu kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini de olumsuz etkilemektedir. Bu durumda sermaye çıkışları görülebilmektedir. Bu ortamda yabancı sermaye girişlerinin ertelenmesi ya da başka ülkelere transferi de söz konusu olabilmektedir. Bu durumda bankalar ciddi likidite problemleri ile karşı karşıya kalabilirler. Daha da kötü bir durum ise devalüasyon beklentilerinin artması durumunda yaşanacaktır. Devalüasyon beklentisi ile mudilerin, mevduatlarını döviz ya da döviz endeksli yatırım araçlarına çevirmek için bankalardan çekmek istemesi sonucu banka iflasları ile karşılaşılabilir.

Gelişmekte olan ekonomilerde gözlemlenen finansal krizler son yıllarda artış göstermiştir. Bu krizler görüldüğü ülkelere ekonomik, politik ve sosyal alanlarda büyük tahribatlara yol açabilmektedir. Finansal krizler ve sebep oldukları ağır sonuçlar, krizleri açıklamaya ve krizlerin sebeplerini ve oluşumunu önceden tahmin etmeye yönelik çok sayıda yeni çalışmanın yapılmasında teşvik edici unsur olmuştur.

Finansal krizlerin yaşanmasında etkili olan faktörlerden birisi ticaret haddidir. Caprio ve Klingebiel (1996) çalışması, gelişmekte olan ülkelerin %75'inin ticaret hadlerinde bankacılık krizleri öncesi, ortalama %17 olmak üzere, en az %10'luk bir düşüş yaşadığını göstermektedir. Reel döviz kuru değişimleri de bankaların döviz kuru riskini arttırarak bankacılık krizi olasılığını arttırmaktadır. Döviz kurundaki ani yükselme, açık pozisyondaki bankaları zora sokmaktadır. Özellikle döviz cinsinden esnek faiz oranlı kredi kullanan müşteriler bu ortamda kredilerini ödeyemez duruma gelmekte, bu durum da bankaların likidite sıkıntısı yaşamalarına neden olmaktadır. Bankalar bu ortamda döviz yükümlülükleri anlamında da problemler ile karşılaşabilmekte, bu yükümlülüklerini döviz varlıkları ile karşılama yoluna gitmeleri ile birlikte bilanço yapıları bozulmaktadır.

2003 yılından itibaren küresel ekonomi yoğun bir genişleme süreci içerisine girmiştir. Bunun ardında yatan temel unsur olarak finansal piyasalarda yaşanan aşırı şişkinlik olduğu konusunda araştırmacılar tarafından bir fikir birliği oluşmuştur. Aşağıda ki tabloda belirtilen veriler de bu görüşü destekler niteliktedir.

Tablo 2.2.'de, Asya krizinin hemen öncesinde 1996 yılı sermaye hareketleri ile 2003 ve 2007-2008 küresel kriz ortamındaki veriler karşılaştırılmıştır. Tabloya göre, Gelişmekte olan ülkelere doğru yönelen özel sermaye hareketleri, 1996'da sadece 161 milyar dolarken, bu rakam 2003'de 236 milyar dolara küresel kriz öncesi, 2007 yılında ise 714 milyar dolara ulaşmıştır. Krizle birlikte, net sermaye girişi 182 milyar dolara kadar düştüğü görülmektedir.

Tablo 2.2: Gelişmekte Olan Ükelere Net Yabancı Sermaye Akımı (Milyar Dolar)

	1996	2003	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Özel Sermaye Hareketleri	161.4	236.7	321.275	714.501	182.622	263.770	557.849	479.580	228.662	419.928
Net Doğrudan Sermaye Hareketleri	128.6	138.5	301.605	442.909	468.751	332.157	409.927	520.130	471.407	475.586
Yerleşik Sermaye Hareketleri	123.7	-49	56.898	163.385	-204.528	-126.005	-45.524	-127.365	-477.562	-242.139
Rezerv Değişimleri	-90.4	-272.5	-721.845	-1,186.550	-654.859	-496.088	-816.284	-720.879	-404.177	-509.278
Toplam Dış Borç		2.230.2	3,515.527	4,355.501	4,609.285	4,874.069	5,442.543	5,989.535	6,506.022	6,977.767

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik görünümü Raporu, Nisan 2014

Sabit döviz kuru sistemi bankacılık sektörünü krize daha açık bir hale getirmektedir. Bu durum döviz kuru üzerinde artan bir baskıya neden olur. Ayrıca, döviz kurunun bu şekilde baskı altına alınması bankaların açık pozisyon almalarına da sebep olabilmektedir. Böyle bir ortamda döviz riskinde artış gözlenebilir. Bu tarz politikalar gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon ortamının etkisi ile finans kurumlar dışındaki reel sektör işletmelerinin döviz borçlarının artmasına sebep

olmaktadır. Bu durum döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasındaki mekanizmayı güçlendirmektedir (Karabulut, 2002: 103).

Bankacılık krizleri ve döviz krizleri üzerine, Dünya Bankası tarafından 1975-1997 dönemi için 50 ülkeyi kapsayan bir çalışma yapılmıştır. Çalışmada, aylık olarak gerçekleşen döviz kuru değişikliklerinin ağırlıklı ortalaması ile yabancı rezerv miktarlarında yine aylık olarak belirlenen değişimlerinin ağırlıklı ortalaması kullanılarak döviz kuru baskı endeksi oluşturulmuştur. Oluşturulan bu endeksin eşik değerini aştığı durumlar döviz krizi olarak kabul edilmiştir. Döviz kurlarında yaşanan %75'in üzerindeki değer kayıpları ise döviz çöküşü olarak nitelendirilmiştir (IMF, 1998: 84).

Tablo 2.3'te verilen ilgili çalışmanın sonuçlarına göre: 1975 ile 1997 dönemleri arasında 158 tane döviz krizi, 54 tane bankacılık krizi ve 55 tane döviz çöküşü yaşanmıştır. Örneklem seçilen dönemin ilk periyodunda (1975 ile 1986 arası) yaşanan dışsal şokların fazlalığına bağlı olarak, döviz krizlerine daha sık olarak rastlanmaktadır. İkinci periyot da ise yaşanan finansal serbestleşmeye yönelik politikaların da etkisi ile bankacılık krizlerine daha çok rastlanmaktadır. İlgili dönem bazında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin sayısı, gelişmiş ülkelerde yaşanan krizlere nazaran neredeyse üç kat fazladır.

Tablo 2.3: Trende Göre Çıktı Kaybına Yol Açan Krizlerin Maliyeti

	Krizlerin Sayısı	Ortalama Toparlanma Süresi (Yıl)	Kriz Başına Milli Gelir Kaybı(%)	Krizlerin Milli Gelirde Yol Açtığı Toplam Kayıp
Döviz Krizleri	158	1,6	4,3	61
Gelişmiş Ülkeler	42	1,9	3,1	55
Gelişmekte Olan Ülkeler	116	1,5	4,8	64
Döviz Çöküşleri	55	2,0	7,1	71
Gelişmiş Ülkeler	13	2,1	5,0	62
Gelişmekte Olan Ülkeler	42	1,9	7,9	74
Bankacılık Krizleri	54	3,1	11,6	82
Gelişmiş Ülkeler	12	4,1	10,2	67
Gelişmekte Olan Ülkeler	42	2,8	12,1	86
Döviz ve Bankacılık Krizlerinin Birlikte Olduğu Durumlar	32	3,2	14,4	78
Gelişmiş Ülkeler	6	5,8	17,6	100
Gelişmekte Olan Ülkeler	26	2,6	13,6	73

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik görünümü Raporu, Mayıs 1998

Tabloda 1975 – 1998 yılları arasında kalan dönemde yaşanan bankacılık krizleri, döviz krizleri ve GSMH’nın uzun dönemli büyüme eğilimi ile kriz sonrası GSMH’deki büyüme karşılaştırarak elde edilen krizlerin trende göre çıktı kayıpları gösterilmektedir.

Tabloda görüldüğü gibi ikiz krizler, bankacılık krizleri ve döviz krizlerine oranla daha uzun sürmektedir. Dolayısı ile daha maliyetli olmakta ve ortalama krizden kurtulma süresi fazla zaman almaktadır. Bu süre gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere oranla daha az olmasına rağmen, meydana gelen çıktı kayıpları gelişmiş ülkelerde daha fazladır.

Özdemir (2007), ekonomik krizlerin bir ülkeden diğerine doğru yayılma mekanizmasını, bulaşma kavramının daha kesin bir tanımına ulaşmak için üç başlık altında inceleyerek açıklamıştır. Muson etkisi birinci kategoride yer almaktadır. Bu etki gelişmiş ülkelerde yaşanan şokların, gelişmekte olan ülkelere de yaşanması noktasında tetikleyici unsur konumunda olarak ifade edilmektedir. 1973 ve 1979 yıllarında yaşanan petrol şokları buna örnek verilebilir. Bu kategoride, gelişmekte olan ülkelerin

uyguladıkları hatalı politikalardan çok, bu ülkelerin dış borç miktarları, bankacılık sistemlerindeki aksaklıklar, bütçe açıkları gibi konulara bağlı olarak genişleyen kırılganlıkları ön plana çıkmaktadır (Özdemir, 2007: 58-59).

İkinci kategoride ise, sınır komşusu olmaları, kendi aralarında yoğun ticaret ilişkisi bulunması dolayısı ile bu ülkelerden birinde görülen krizin, ilişkide olduğu diğer piyasaları da etkilemesi söz konusudur. Buna örnek olarak gelişmekte olan bir ülkede yaşanan devalüasyonun, rekabet gücünü etkilemesi suretiyle ülkelerin ticaret hadlerinde yaratacağı değişiklikler verilebilir. Krizin ticaret ortağı ülkeye yayılması ile ülkeler arası ticaret bağlantılarının yoğunluğu doğru orantılı olarak artmaktadır. Bu kategori, temel bazlı bulaşma veya taşma etkisi (açılma) (spillovers) olarak isimlendirilmektedir (Masson, 1998: 4-5).

Üçüncü kategori ise, diğer iki kategori ile açıklanamayan ve daha çok beklentilerdeki değişmelere bağlı olarak ortaya çıkan hemen her durumu kapsamaktadır. Bu durum araştırmacılar tarafından bulaşma veya saf bulaşma olarak isimlendirilmiştir. Yani bu durumda bulaşma piyasa beklentilerindeki değişimler gibi, makroekonomik değişkenler ile açıklanamayan aktarım mekanizmaları aracılığıyla, bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkedeki krizi de tetiklemesi olarak açıklayabiliriz (Edwards, 2000:6).

Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası finansal kuruluşların izlediği politikalar, hükümetin ahlaki riziko yaratacak politikalar izlemesine neden olabilmektedir. Ayrıca hükümetin, yurtiçi finansal kurumların aşırı risk alma politikalarına da duyarsız kalması söz konusu olabilmektedir. Bu durum 1997 Asya krizinde görülmüştür. Hükümet uluslararası kuruluşlarca, finansal sektörün muhtemelen kurtarılacağını düşündüğü için bu şekilde davranabilmektedir (Aydan, 2004: 172). Gelişmekte olan ülkelerdeki sorunlara yönelik kurtarma politikaları uygulanmadığı sürece, bu ülkelerdeki sıkıntılardan ve muhtemel politik istikrarsızlıktan etkilenilmesi her zaman muhtemel olacaktır. Bu nedenle kriz ortamındaki ülkelerin siyasi otoriteleri bu durumu suistimal ederek ülke için gerekli reformları gerçekleştirmeyebilirler. Çünkü uluslararası son ödeme merciinin bunları yapacağını öngörebilmektedirler. Nitekim 1995 Meksika krizinde bu tür olaylar yaşanmıştır (Mishkin ve Savastano, 2000: 194).

Yeldan (2012)'a göre 2007'ye kadar olan sürede, uluslararası finans akımlarının gelişmekte olan ülkelere girişi esnasında, bir yandan da bu ülkelerin dış borçluluğunun ve rezerv birikiminin eşzamanlı olarak artmakta olduğu gözlenmiştir. Söz konusu ülkelere rezerv koruma gereksinimi 1996'da 311 milyar dolardan başlayarak 10 misli artış göstermiş ve 2007'de 3.7 trilyon dolara çıkmıştır. GOÜ'lerde dış borçlar da buna paralel biçimde 2003'de 2.2 trilyon dolardan 2007'de 3.8 trilyon dolara çıkmıştır. Dünya ekonomisinin 2007 öncesindeki ticaret ve finans akımları daha uzun bir süre yeniden geliştirilmesi olanaksız bir biçimde tahrip edilmiş durumdadır. Küresel ekonomiyi daha uzun yıllar düşük bir kredi hacmi ve düşük finansal değerler sistemi beklemektedir (Yeldan,2012:2).

Gelişmekte olan ülkelere 2006-2008 döneminde kırılmalık ölçütlerinin sunulduğu veriler Tablo 2.4 'de belirtilmiştir. Bu verilere göre de ilgili yıllar dikkate alınarak yaşanan krizlerin gelişmekte olan ülkelere etkileri görülmektedir.

Tablo 2.4: Yükselen Piyasalarda Kırılmalık Ölçütleri

	Sermaye Hesabı (Milli Gelirin%'si)			Dış Borç (Milli Gelirin%'si)			Kısa Vadeli Dış Borç (Rezervlerin %'si olarak)			Döviz Rezervleri (İthalata Oranla)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Latin Amerika												
Arjantin	3,7	2,6	1,8	50	43	38	45	32	28	7,2	8,5	9
Brezilya	1,3	0,3	-0,7	19	19	17	24	24	27	6,7	11	12,8
Şili	3,6	4,4	2,7	33	29	26	38	46	48	3,4	2,7	2,7
Kolombiya	-2,3	-3,2	-3,5	29	24	23	35	25	23	4,9	5,8	6,1
Meksika	-0,2	-0,9	-1	20	19	18	45	42	41	3,1	3,1	2,9
Venezüella	15	7,4	5,2	24	23	19	33	45	47	7,9	4,3	3,5
Asya												
Çin	9,4	11,6	9,9	12	11	9	16	12	10	14,4	16,9	17,7
Hindistan	-1,1	-1,2	-1,0	20	20	18	11	9	8	9,1	11,1	10,9
Endonezya	2,7	2,5	2,2	35	33	30	62	55	44	4,3	5,2	5,8
Malezya	8,5	6,5	-	33	31	-	10	11	-	6,0	6,0	-
Güney Kore	0,3	0,1	-	24	23	-	38	40	-	7,0	6,5	-
Tayland	1,1	6,1	3,1	28	22	18	32	21	18	5,0	5,9	6,6
Avrupa												
Rusya	9,6	6,1	1,2	29	31	28	26	22	20	13,4	14,5	12,8
Türkiye	-7,8	-7	-7,5	55	52	49	114	113	120	4,8	4,6	4,4

Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, Finansal İstikrar Raporu, Haziran 2008

Tabloya göre gelişmekte olan Asya ekonomilerinden Çin ve Hindistan ekonomisi ile onlardan hemen sonra gelen Rusya ekonomisi 2005 yılından itibaren dünyada en fazla büyüyen ekonomiler olmuştur. Aşağıdaki tabloda (Tablo 2.5)

gösterilen dünya ticaretine ait değişim oranlarına göre; dünya ticaret hacmi 2007 yılında %8,07 artış oranı ile 2006 yılından daha düşük izlenmiştir. Dünya ticaret hacmindeki daralma artarak devam etmiş 2008 yılında %3,01 seviyesine kadar düşmüştür.

Gelişmekte olan ülkelerin ihracatında da benzer şekilde 2007 yılından başlamak üzere düşüşler görülmektedir. Dünya ticaret hacminin diğer ayağını oluşturan ithalat rakamlarında da 2007 yılından itibaren düşüşler gözlemlenmiştir. Ekonominin bütün sektörlerinde krizin daha hızlı bir şekilde hissedilmesi nedeniyle gelişmiş ülkelerde daha fazla olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerde de bu düşüşler devam etmiştir.

İhracattaki düşüş oranları kriz nedeniyle talep daralmasından kaynaklanmaktadır. Talep daralması da ekonomik krizin 2007 yılından itibaren başlamasıyla meydana gelmiştir denilebilir (Yıldırım,2010: 48).

Tablo 2.5: Dünya Ticaret Hacmi (%)

Ülkeler	Yıllar									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya Ticaret Hacmi	7.627	9.240	8.079	3.013	-10.562	12.597	6.673	2.908	3.001	3.849
İhracat										
Gelişmiş Ülkeler	6.207	8.924	7.128	2.230	-11.639	12.214	6.180	1.993	2.383	3.593
Gelişmekte Olan Ülkeler	11.258	10.905	9.675	4.507	-7.645	13.504	7.235	4.562	4.383	3.915
İthalat										
Gelişmiş Ülkeler	6.336	7.897	5.511	0.574	-12.151	11.694	5.258	1.162	1.422	3.719
Gelişmekte Olan Ülkeler	11.656	11.956	15.419	9.027	-8.027	14.298	9.762	6.020	5.329	4.425

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Ekim 2014

Ülkelerin krizlerden etkilenmeleri konusunda söylenebilecek en temel noktalardan birisi de finansal ve ticari alanda yoğun ilişkileri olan ülkelerdeki problemlerin birbirine çok daha hızlı ve kolay bir biçimde sirayet edebildiğinin açıkça görülmesidir.

2.3. ÜLKE DENEYİMLERİ BAĞLAMINDA FİNANSAL KRİZLER VE BULAŞMA ETKİLERİ

Etki dereceleri, sebep ve sonuçları itibari ile 19. Yüzyıl başlarından günümüze kadar, birçok kriz yaşanmıştır. Bu krizlerden dünya ekonomisini etkileyen 1825, 1836-39, 1847, 1857, 1866, 1873, 1882-84, 1890-93 krizlerinin oluşum sebepleri daha çok savaşlar, mali sebepler ve yaşanan kıtlıklar olarak gösterilmektedir. 20 ve 21.yüzyıl içerisinde görülen krizler ise kapitalist ülkelere özgü nitelikler taşımaktadır (Dura, 2009). Bu krizler 1900, 1907, 1913, 1920 krizleri, 1929 Büyük Bunalımı, 1973 Enerji şokları olarak sıralanabilir. 1990’lardan sonra da küreselleşmenin hız ve boyut değiştirmesine bağlı olarak sık aralıklarla dünyanın farklı bölgelerinde krizler yaşanmıştır. Bunlar, Avrupa Para Sistemine bağlı 1992-1993 Avrupa, 1994 Meksika ya da tekila krizi, 1997-1998 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya krizi, 2000-2001 Türkiye, 2001 Arjantin ve nihayetinde tüm dünyayı etkileyen Amerika “mortgage” krizi ya da “kredi krizi” olarak adlandırılan krizdir (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 53).

Bulaşmanın tarihi 17. yüzyılda Lale Çılgınlığı olarak da bilinen lale soğanı fiyatlarının aşırı yükselip sonra aniden düştüğü, dünya tarihindeki ilk spekülatif krize kadar götürülebilmektedir (Neal and Weidenmeir, 2002). Bununla birlikte 1826 Peru krizi, 1873 uluslararası finansal krizi, 1890 Arjantin krizi ve 1907 ABD finansal krizi diğer tarihi örnekler içerisinde yer almaktadır (Bordo ve Murshid, 2000). Son dönemde karşılaşılan krizler de bulaşma etkisi çerçevesinde teorik ve ampirik anlamda çokça irdelenmiştir. Kaminsky, Reinhart ve Vegh (2003), 1980 sonrası yaşanan krizlerle ilgili birtakım önemli bilgileri IMF, Reinhart, Rogoff ve Savasteno (2003)’ten derleyerek bu vakaları bulaşmanın olup olmamasına göre incelemiştir. Bu krizlerin bulaşma etkisinin görüldüğü yada görülmediği temelinde ayırma tabi tutularak değerlendirmelerde bulunulmuştur.

Uluslararası finansal piyasalarda büyük ve ani karışıklığa yol açan 1998 Rusya krizi, özellikle Brezilya döviz piyasasını olumsuz etkilemiştir. Döviz piyasasında dolara olan talep Ağustos’ta 11.8 milyar dolar, Eylül ayında ise 18.9 milyar dolar olmuştur. Bu iki ay içinde Brezilya’nın yüksek düzeyde rezerv kaybetmesi yabancı yatırımcıların

güvenini aşırı derecede sarsmıştır (Baig, Goldfajn, 2000: 5). Diğer sorunlarla birlikte bu durumdan etkilenen Brezilya Ocak 1999'da serbest döviz kuru rejimine geçmiştir.

IMF, bir ülkede yaşanan krizin diğer ülkelere bulaşmasını önlemek için kriz yaşayan değil de krizden etkilenebilecek ülkeler için Nisan 1999'da İhtiyatlı kredi hattını (CCL) oluşturmuştur. Böylece IMF gelişmekte olan ekonomilerin kırılgan ekonomik yapısından dolayı yatırımcılarda oluşabilecek güven kaybını önlemeyi amaçlamıştır (Kansu, 2004:179).

1980'li yıllarda Latin Amerika, 1994-1995 Meksika ve 1997 Asya'da yaşanan finansal krizler hükümetlerin temel reformlar yapmaları gerektiğini ortaya koymuştur. IMF'ten daha fazla kredi sağlamak; uluslararası sistemdeki reformları ertelemek, ahlaki rizikoyu teşvik etmek ve riski desteklemek anlamına gelmektedir (Meltzer, 1998:5). IMF'in resmi yetkilileri ahlaki riziko probleminin farkında olduklarını ancak bu problemin bulaşmayı önlemenin bir bedeli olduğunu belirtmektedirler (Litan, 1998: 6).

1994 yılında Meksika'da yaşanan kriz diğer Latin Amerika ülkelerine bulaşmıştır. Krizin bulaşıcılık özelliğinden dolayı Meksika krizi Tekila etkisi olarak da adlandırılmıştır.

Krugman (2001), Meksika krizi ile ilgili, krizi önlemeye yönelik uygulanan politikaların 2 yıl içerisinde Arjantin ve Meksika ekonomilerine ait parametrelerde normal görünüm göstermesine sebep olduğunu ve bu krizi önlemeye yönelik politikaların etkisi ile birlikte benzer bir sürecin başka ülkelerde yaşanmayacağı algısı oluştuğunu söylemiştir. Ancak 1997 Asya ve 1999 Brezilya krizleri, Latin Amerika ülkelerindeki krizlerden yanlış dersler alındığını göstermiştir (Krugman, 2001: 59-60).

IMF'in krizlerin başka ülkelere bulaşmasını önlemeye yönelik gerçekleştirdiği başarısız uygulamalar Meksika krizi ile birlikte artış göstermiştir. Bu başarısızlıklara örnek olarak 1997 Tayland krizinin komşu ülkelere bulaşması ve 1998 Rusya krizinin Brezilya'ya bulaşmasını gösterebiliriz.

Fratzscher (1998), 1997 Tayland krizi ile 1994-95 Meksika krizini karşılaştırdığı çalışmasında, krizlerin bulaşmasını incelemektedir. Bu çalışmada krizlerin bulaşıcılığının nedenleri incelenmiştir. Buna göre bulaşmanın nedeni krizden etkilenen ülkelerdeki ekonomik temellerin zayıflığı mı yoksa finansal kayıplar ile ilgili korku mu olduğu sorusuna cevap aranmaktadır. Sorunlu piyasalardan çekilen yatırımcıların panik ve sürü davranışı olarak adlandırılabilir bir davranış kalıbı içerisinde gösterdikleri spekülasyon hareketleri finansal kayıp korkusu ile gerçekleştirilen hareketler olarak ifade edilmiştir. Çalışmaya göre her iki krizin bulaşma etkisi göstermesinde temel makro göstergelere dayanan çok az bulgu olduğu ifade edilmiştir. Bu çalışmada Latin Amerika krizinin bulaşma etkisi göstermesi ile ilgili iki faktör üzerinde durulmuştur. Bunlar aşırı değerlenmiş döviz kuru ve cari hesap açıkları olarak nitelendirilmektedir. Asya krizinde ise sermaye akımlarının tersine dönmesinin bulaşıcılık hususunda belirleyici olduğu ifade edilmiştir. Bu noktada özellikle Meksika ve Tayland ile yüksek düzeyde finansal bağlantıların ülkelerin ekonomik daralmaya girmelerine sebep olduğu; ülkeye giren yabancı sermaye yapısı, kredi genişlemesi ve finansal bütünleşmenin bulaşma hususunda belirleyici olduğu ifade edilmiştir. (Fratzscher, 1998).

Schwartz (1998)'e göre bir ülkede yaşanan krizin diğer ülkeye bulaşacağı konusunu destekleyen bir kanıt var mı? Sorusunun cevabı yoktur. Bulaşmadan ziyade artan ekonomik sorunlar ülkeleri finansal krize açık bir yapıya getirmektedir. IMF'ten borçlanmak çözüm değildir. Yapılması gereken hükümetlerin ve finansal kurumların kredi tahsis konusundaki dürtülerini değiştirmeleridir (Schwartz, 1998: 259).

Finansal krizlerde bulaşıcılık farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Ülkelerin ekonomik büyüklükleri baz alındığında, krizin bir ülkeden diğerine bulaşabilmesi için ekonomik göstergelerinin birbirine paralel seyretmesi ve aynı ölçüde şoklara maruz kalmaları gerekir. Aynı mantıktan hareketle ekonomik büyüklükleri eşit olan iki ülkeden birinde kriz baş gösterdiğini farz edelim. Bu ülkelerden kriz etkisinin ilk etapta gözlemlenmediği ülke, ekonomik göstergeleri daha iyi olsa bile kriz beklentisi içerisinde olması sebebi ile şoklardan etkilenebilir. Yani beklenti bile şokların transferinde etkili olabilir. Diğer yönü ile de bir ülkede meydana gelen finansal kriz, sermaye piyasası araçlarında fiyat düşüşlerine neden olacağından, yatırımcıların diğer

lkelerdeki menkul kıymetler piyasalarındaki yatırımlarını çekmelerini hızlandıracaktır. Kısacası lkeler arasındaki bağlar ve ilişkiler krizlerin bulaşıcılığı üzerinde doğrudan etkili olan bir unsurdur.

1990'lı yıllarda meydana gelen krizler  bölgesel dalga halinde ortaya çıkmıştır. 1992-1993 yılında meydana gelen ERM Krizi, 1994-1995 yıllarında meydana gelen Latin Amerika krizi ve arkasından Asya krizi gelmiştir. Bunları takiben Rusya krizi ve hemen arkasından Türkiye'de yaşanmış olan kriz sayılabilir (www.genbilim.com, 2007). Tüm bu dalgalar halinde art arda gelen krizler akıllara krizlerin bulaşıcılık özelliğini getirmektedir

Finansal krizlerin bulaşma etkisi, hükümetlerin politika geliştirme ve gerçekleştirmelerinde de etkili olmaktadır. Başbakanlıkça TBMM'ne sunulan Bankacılık Kanununda yapılması öngörülen değişiklikler ile ilgili, kanun teklifinin gerekçesinde yer alan şu hususlar buna örnek gösterilebilir. (Bankacılık Kanunu Tasarısı, 2005)

1980'li yıllardan itibaren yaşanan teknolojik gelişmeler, finansal piyasaların küreselleşmesi ve bütünleşmesi, kambiyo rejimlerinin liberalleşmesi sonucunda bir ülkenin finansal piyasalarında yaşanan krizin diğer ülkelere yayılma ihtimali artmış ve finansal sistemler daha kırılgan ve duyarlı hle gelmiştir. Bulaşma etkisi Meksika ve Asya krizlerinde açıkça görülmektedir. Politik istikrarsızlıklar, kamu borç yönetiminde vade uyumsuzluğu, bankacılık sektöründe takipteki kredilerin hızla artması ve gerekli düzenlemelerin bulunmaması nedeniyle 1994 yılında Meksika'da yaşanan kriz ve bunun diğer Latin Amerika ülkelerini etkilemesi bulaşma etkisine bir örnektir. Bu süreçte, Meksika'nın döviz rezervleri yüzde 77 oranında erimiş ve gayrisafı yurt içi hasılası (GSYİH) ise yüzde 6 oranında küçülmüştür. Benzer vakıa, kısa vadeli borçlardaki artış, bankaların borç portföylerinin yapısındaki bozukluk, kurumsal yönetimde gevşeme ve özellikle finansal sektördeki yapısal zayıflık nedeniyle 1997 yılında Tayland'da başlayan ve Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerini etkileyen Asya krizinde görülmüştür. 1998 yılı sonunda, Tayland, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Endonezya'nın GSYİH'leri yüzde 21,2 ila yüzde 69,7 arasında küçülmüştür.

2.3.1. Latin Amerika Krizleri ve Bulaşma Etkisi

Küreselleşmenin etkisi ile birlikte daha hızlı gelişen finansal serbestleşmeden olumsuz etkilenen bölgelerden birisi de Latin Amerika olmuştur. Başta Arjantin ve Brezilya olmak üzere birçok Latin Amerika lkesi finansal krizlerden ağır bir şekilde etkilenmişlerdir.

Son dönemlerdeki Latin Amerika krizleri incelendiğinde, krizin bu ülkelere sebep olduğu maliyetlerin nedenleri literatürde araştırmacılar tarafından tartışma konusu olmuştur. IMF'in bu bölgedeki krizlere müdahalesinin, krizleri önlemede ne denli etkili politikalar olduğu hususunda farklı görüşler vardır. IMF'in ülkelere verdiği desteği geri çekmesi tersine sermaye hareketlerine yol açan ciddi sonuçlar yaratmaktadır. IMF'in söz konusu ülkeye desteğini devam ettirmesi durumunda ise sürdürülemez politikaları desteklediği ve ahlaki rizikoya neden olduğu için eleştirilerin odağında yer almaktadır (Powell ve Arozamena, 2003: 1041).

IMF'in krizlere müdahale amacı ile yürüttüğü politikaları savunanlar, bulaşmayı önlemek için borç verme politikalarını sürdürme gerekliliği üzerinde durmaktadırlar. Bu sebeple, kriz meydana geldikten sonra Meksika ve Tayland ile görüşmeler yapılarak politikalar uygulanmıştır. Brezilya ve Rusya'ya yönelik de kriz yaşanmadan önce kurtarma politikaları uygulanmıştır. Ancak bu uygulamalara rağmen ileride oluşabilecek finansal karmaşanın önlenmesinde başarı sağlanamamış ve ülkeler yaşanan finansal krizlerden etkilenmişlerdir. Ülkelerin yurtiçi politikalarının zayıflığı krizden etkilenmelerine neden olmuştur. Eğer ülkelerin bu tür sorunu olmasaydı bulaşmadan etkilenmeyeceklerdi (Vasquez, 1998: 654).

1980 ile 1990 dönemleri arasında, Latin Amerika ülkeleri ekonomik sistemlerini daha güvenli hale getirebilme adına politikalar geliştirme yoluna gitmişlerdir. Bu noktada risk yönetimini ve yatırımlarda verimliliği artırma amacını benimseyen ekonomi politikaları göze çarpmaktadır. Bu kararın alınmasında özellikle 1982 borç krizinin etkisinin de olduğu söylenebilir. Bu çerçevede maliye ve para politikası araçlarını kullanarak birtakım uygulamalara gidilmiştir. Bunların başlıcaları, serbest faiz oranları politikası, karşılık oranlarının düşürülmesi, finansal sisteme yabancıların daha kolay girme ve entegre olmalarını sağlayıcı düzenlemeler getirilmesi konularını içeren mali reformlardır. Latin Amerika krizleri yönüyle bu çalışmada da Brezilya, Arjantin ve Meksika'da yaşanan finansal krizler incelenecektir.

2.3.1.1. 1994 Meksika Krizi:

Meksika ekonomisi 1994 yılı boyunca ekonomik şokların etkisi altında kalmıştır. FED tarafından faiz oranlarının artırılması ve Meksika başkan adaylarından birisine suikast düzenlenmesi ekonomide ilk olumsuzlukların sinyalini vermeye başladığı olaylar olmuştur. Bu olayların etkisi ile döviz kurlarında kayıplar başlamış, kayıpları önleme adına piyasalara müdahale etmeye başlayan Meksika merkez bankası (The Bank of Mexico) döviz rezervleri azalmıştır.

Bu olayların ardından cari hesapta oluşan bozulmalar artmış ve üçüncü çeyrekte cari açık 7,9 milyar dolara ulaşmıştır. Piyasaların ateşini düşürebilme adına Meksika merkez bankasının müdahaleleri ile rezervler 4,7 milyar dolar azalmıştır. Aralık ayının ortasında döviz rezervlerindeki azalma miktarı 10 milyar dolara ulaşmıştır. Yine aralık ayında devlet başkanı değişmiş ve iki gün sonra ülkenin Chiapas eyaletinde büyük bir halk ayaklanması başlamıştır (Özdemir, 2007: 105).

Bu gelişmelere bağlı olarak parasal otoriteler tarafından döviz kuru dalgalanma bandı %15 aralığına genişletilmiş ise de, yeni politikaların kredibilitesi yatırımcılar nezdinde yeterli olmamış ve aralık ayının sonlarına doğru Meksika’da döviz kuruna yönelik ikinci spekülasyon atak gerçekleşmiştir. Bu atak neticesinde Meksika Merkez Bankası iki ay içinde 4 milyar dolar döviz rezervi kaybetmiş ve artık döviz kurunu dengelemeye yönelik müdahaleleri bırakmıştır (Paczynski 2001: 10).

ABD hükümeti Meksika’ya uzun yıllar boyunca maddi yardımda bulunurken, 1970’li yıllardan bu yana yardımlar ağırlıklı olarak IMF tarafından yerine getirilmiştir. Meltzer (1998)’ e göre bu durum hem Meksika hükümetinin hem yatırımcıların riskli politikalar uygulamalarına yol açmıştır. Dolayısı ile Meksika hükümeti bir finansal krizle karşı karşıya kaldığında, IMF ve diğer uluslararası kredi kuruluşlarından daha rahat borç alabileceği algısı oluşmuştur. Aynı zamanda ülkesinde yatırım yapan yerli ya da yabancı yatırımcıların da kayıplarının finanse edileceği düşüncesi, Meksika hükümeti ile birlikte bu ülkede yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların da olması gerekenden

fazla riskli işlemlere girerek ahlaki riziko yaşanmasına sebep olmuşlardır. Asya krizinde yaşanan bu riskli işlemlere benzer bir durum Meksika krizinde de yaşanmıştır.

Meksika hükümeti böylelikle istikrarsız ve disiplinsiz politikaları uygulamıştır. Meksika bankasının ve hükümetinin aşırı risk almalarının yarattığı maliyet, vergi veren Meksika halkına yüklenmiştir (Meltzer, 1998: 3).

Meksika’da yaşanan ilk devalüasyonun ardından yatırımcılar Meksika yerel para birimi olan pezoyu ellerinden çıkarmaya başlamışlardır. Borçlanma faiz oranları yükselmiş, aynı zamanda yabancı para birimi cinsinden borç miktarı da kümülatif olarak artmıştır. Bu durum pezonun değerini hızla yükselmiştir. Olumsuzluklar özel sektör kredilerine de yansması sonucu Meksika bankacılık sisteminde ciddi hasarlara yol açmıştır (Sachs vd, 1995).

1994 yılının sonunda başka bir döviz krizi Meksika ekonomisini etkilemiş ve kısa sürede Arjantin ile birlikte diğer Latin Amerika ülkelerine de bulaşmıştır. Bu krizin bulaşma etkisi göstermesi nedeniyle araştırmacılar literatürde “Tekila etkisi” olarak bu krizi ifade etmişlerdir. Arjantin Meksika’ya göre döviz kuruna daha etkin müdahale edebilmesine rağmen, sermaye girişi olmaması ve bankacılık sektöründe Tekila etkisine bağlı olarak yaşanan sorunlar, Arjantin’in bir yıl süren bir ekonomik durgunluk sürecine girmesine sebep olmuştur (Özdemir, 2007: 106).

1994 yılında yaşanan Meksika krizinde IMF’in krizle ilgili risk yönetimi politikaları, 1980’li yıllardaki uygulamalara göre farklılık göstermiştir. Önceki dönemlerde uygulanan IMF politikalarının başarısızlığı ve yoğun eleştiriler politika geliştirme zorunluluğu doğurmuştur denilebilir. 1994 krizinin 1982 krizine göre bulaşma riski çok daha fazla olmuş ve bu krize müdahale daha hızlı yapılmıştır. Ayrıca IMF’in verdiği kredi önceki yıllara göre çok daha yüksek düzeyde olmuştur (Boughton, 1997: 3).

Ülkeleri birtakım sorunlardan kurtarmak için verilen borçların amacı 1990’lı yıllar öncesinde ve sonrasında farklı amaçlarla yapılmıştır denilebilir. 1990’lı yıllardan önce kurtarma operasyonu biçiminde krizlere yönelik müdahalelerin nedeni ülke

koşullarını daha da iyi konuma getirebilmek adına yapılmıştı. Bu dönemlerde, borç verilen ülkelerin sorunlarının diğer ülkelere de bulaşabileceği ile ilgili bir endişe söz konusu değildi. Ancak 1995 yılında Meksika'ya yönelik kurtarma operasyonunda uygulanan politikalardaki temel amaç, krizin bulaşma etkisi göstermesi yönündeki endişe ile birlikte Meksika bölgesindeki ülkelere ve hatta dünya çapında bulaşmasının önlenmesi amaçlanmıştı (Bordo, Schwartz, 1999: 701).

1994 yılında Meksika'nın aylık cari işlemler açığı ülkenin GSMH'sinin % 8'ine ulaşmıştı. Yerel para birimindeki değer kaybını önleyebilme adına 15 milyar dolar para harcanarak siyasal iktidara olan güveni sağlamak amaçlanmıştır. Bu politikalara benzer bir şekilde ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik, yapısal reform uygulamaları anlamında özelleştirme sonucu elde edilen 25 milyar doların büyük kısmı da, pezo istikrarını sağlamaya yönelik kullanılmıştır (Kozanoğlu, 2002).

Meksika 1994 yılı sonlarında pezoyu % 15 oranında devalüe etmiştir. Bunun üzerine uluslararası piyasalarda olumsuz bir dalgalanma görülmüştür. Mart 1995 itibariyle de pezo'da %100 oranında bir değer kaybı görülmüştür. Kriz ile birlikte yatırımcılar, yatırımlarını başta Arjantin ve Brezilya olmak üzere tüm Latin Amerika ülkelerinden çekmişlerdir. Dolayısı ile Meksika merkezli kriz ilk önce bölge ülkelerinde olumsuz etkilerini göstermiştir. Örneğin Arjantin krize müdahale amacı ile rezervlerinin yaklaşık %20'sini kaybetmiştir. Brezilya ve diğer Latin Amerika ülkelerinde de varlık fiyatları önemli ölçüde düşmüştür. (Kozanoğlu, 1995: 4)

2.3.1.2. 1999 Brezilya Krizi:

Brezilya ekonomisinde önemli sorunlar 1999 başlarında ortaya çıkmaya başlamıştır. Federal hükümet, Minas Gerais eyaletinin borçlarını ödeyebilecek kadar parası bulunmasına rağmen, bu eyaletin çeşitli birimlere olan borçlarını reddetmiştir. Bu durum Brezilya hükümetini sıkıntıya sokmuş ve zorlukla çevirdiği borç yükünü ödeyemeyerek iflasına neden olmuştur (Turan, 2011: 60). Brezilya uluslararası tahvil borçlarından doğan sorumluluklarını zamanında yerine getirememesi ile birlikte sabit döviz kuru politikasını da sürdürememiştir. Bu ortamda yerel para birimi olan Real'i

önce %9 oranında devalüe etmek zorunda kalmış, daha sonra Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale etmeyeceğini açıklamıştır. Bu açıklama sonrası kur iki hafta içinde dolara karşı ikinin üzerinde bir oranla işlem görmeye başlamıştır. Şokları önlemeye yönelik yapılan para ve maliye politikalarının yetersizliği sonucu, IMF'ten yardım çağrısında bulunulmuştur (Uzun, 2006: 221).

Brezilya krizini tetikleyen unsurlardan biriside Rusya'da yaşanan ekonomik kriz olmuştur. Rusya'da gerçekleşen devalüasyon ile birlikte Rus hükümetinin dış borçlara yönelik moratoryum ilan etmesinin olumsuz etkileri yabancı yatırımcılar kanalı ile Brezilya'ya da sıçramıştır. Rusya'daki yatırımlarından dolayı alacakları şüpheli duruma düşen yatırımcılar, portföylerinde yer alan Brezilyadaki yatırımlarını hu kayıpları finanse etmek için elden çıkarmak ya da daha güvenli gördükleri bölgelere transfer etmek sureti ile krizi taşımışlardır. Yine, Rusya krizinden birebir etkilenmeyen ancak, IMF destekli istikrar programı altında kriz yaşayan Rusya örneğinden dolayı fonlarını geliştirmekte olan ülke ekonomilerinden çekme kararı alan sermaye çevrelerinin de, Brezilya krizi üzerinde tetikleyici bir etkisi olmuştur (Gruben vd., 2001). Sadece 1999 Ağustos ve Eylül aylarında, Brezilya döviz piyasasında Amerikan dolarına olan talep sırasıyla 11,8 ve 18,9 milyar dolardır. Bu rakam rezerv kayıplarının ne kadar yüksek seviyelere vardığını açıkça ortaya koymaktadır (Goldstain, 2000, 6-11). Brezilya krizinin en çarpıcı yönlerinden birisi, Meksika, Tayland ve Güney Kore kriz tecrübelerinin aksine, krizin tetikleyici faktörü olarak finansal sektör zayıflıklarının olmamasıdır.

Bu süreçte Brezilya hükümeti sermaye çıkışlarını engelleyebilmek ve sabit döviz kurunu koruyabilmek amacıyla faiz oranlarını arttırmak zorunda kalmıştır. Bununla birlikte faiz oranlarındaki artış uluslararası sermayenin Brezilya'da kalmasında yeterli olmamış ve uluslararası döviz rezervlerinde azalmalar ortaya çıkmıştır. Brezilya Merkez Bankasında 1998 yılının başında 70 milyar dolar döviz rezervi mevcut iken, yıl sonunda döviz rezervlerinin yarısı azalmıştır (Gruben ve Welch, 2001: 46).

Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerinin bulaşma etkisi, Brezilya ekonomisine yönelik de olumsuzlukların transfer edildiğini göstermektedir. Bu etki ile birlikte ulusal para birimi olan Real'in aşırı değerlenmesi görülmüştür. Yaşanan bu krizler, uluslararası

anlamda doğrudan ya da finansal yatırımların seyrinde de değişikliğe neden olmuştur. Bu süreç yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara karşı bakış açılarında olumsuz bir etki oluşturarak yatırımlarını ekonomileri daha sağlam ülkelere doğru kaydırmalarına neden olmaktadır. Krizlerin etkileri ile ilgili yapılan akademik araştırmalara ve uluslararası finans kuruluşları raporlarına göre de, ilgili ülkelerden önemli ölçüde sermaye çıkışı yaşandığı ortaya konulmuştur.

2.3.1.3. 2001-2002 Arjantin Krizi:

Yapılan çalışmalarda Arjantin’de ortaya çıkan krizin sebepleri ile ilgili birçok görüş ortaya konmuştur. Bu görüşlerden temelde ikisi araştırmacılar tarafından dikkate alınmış ve ön plana çıkmaktadır. Bu görüşlerden ilki Eichengreen (2001) ve Feldstein (2002) tarafından ortaya çıkartılmıştır. Bu araştırmacılara göre, Arjantin’de yaşanan resesyonun ve iktisadi sorunların ana nedeni, döviz kurunun aşırı değerlenmiş olmasıdır. Mussa (2002) ise, finansal problemleri döviz kuru sistemindeki çöküş esasında bir borç krizine bağlamıştır. Akabinde bu sıkıntıyı giderme adına sorumsuzca yürütülen maliye politikaları da krizin derinleşmesine sebep olduğunu ifade etmiştir.

Arjantin’in 2001 Eylül’ündeki rezervleri toplam borcunun neredeyse 1/7’si oranındaydı. Ülkenin vadesi gelen borçları bile bu rezervlerden fazlaydı. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının bu ortamda Arjantin’in kredi notunu düşürmesi ile birlikte IMF desteğini de kaybetmesine neden olarak, ülkeyi borçlarını vadesinde ödeyemez bir duruma sokmuştur (Bulutoğlu, 2004: 209).

Doğruel (2006)’e göre Arjantin’in artan cari açığın yanında, 1991 – 2000 yılları arasında kamuda mali disiplinin de sağlanamaması kriz ortamını hazırlayan bir diğer neden olarak ifade edilmiştir. Cari açıkla birlikte ülkenin dış ticaret açığının da artması, finansman ihtiyacını artıran bir etken olmaktadır. Artan açıkların karşılanması amacı ile yürütülen para ve maliye politikalarının kriz ortamında sonuç vermemesi ülkenin hem iç hem de dış borç yükünün artmasına, dolayısı ile krizin daha da derinleşmesine neden olmaktadır.

2000 ve 2001’de ekonomide yaşanan küçülme sonrasında Arjantin hükümeti, devalüasyonun ekonomik ve politik risk içermesi dolayısıyla, yerel parayı devalüe etmekten kaçınmıştır. Siyasal iktidar bu dönemde bütçeyi dengelemek ve ekonomik istikrar ortamını sağlama adına daralmacı maliye politikası uygulayarak, vergi oranlarını yükseltmiş, bunun yanında kamu harcamalarının da azaltılmasını istemiştir. Fakat, 1993-2001 döneminde finansman açığı hükümet harcamalarından ziyade 1998’in son çeyreğinde başlayan resesyon nedeniyle devletin gelirlerinde meydana gelen azalmadan ileri geldiği de söylenmektedir (Doğruel, 2006: 94).

Arjantin hükümetinin krizi önlemeye yönelik uygulamaları yeterli olmamış ve Kasım 2001 ile Şubat 2002 arasındaki dönemde, ekonomik kriz çok ciddi boyutlara ulaşmıştır. Ekonomik daralmanın etkisi ile işsizlik artmış ve toplumsal gerilim de buna bağlı olarak yükselmiştir. Bunun sonucu olarak ülkede, yağmalama olayları ve şiddet eylemleri baş göstermiştir. Sonunda, 24 Aralık 2001 tarihinde moratoryum ilan edilmek zorunda kalınmıştır. Bu derin ekonomik kriz, doğal olarak siyasi hayatı da olumsuz etkilemiş ve iki hafta içinde dört ayrı hükümetin kurulmasına neden olmuştur (İnan, 2002:61)

Arjantin ekonomisindeki bu kötü gidişata uluslararası derecelendirme kuruluşlarının olumsuz not vermelerinin de etkisiyle, IMF yetkilileri bir kurtarma politikası geliştirmemişlerdir. Arjantin’e yönelik bu anlamda sürekli istikrar paketleri önerilmiş fakat direkt müdahale söz konusu olmamıştır. Bu sürecin sonunda Arjantin için yolun sonuna gelinmiştir. Para Kurulu uygulamasının devam ettirilmesi Arjantin’in ihracatını olumsuz yönde etkilemiş, daha da fazla dış borçlanmaya gitmesine ve sonunda ekonominin iflas etmesine neden olmuştur. (İnan, 2002). IMF’in Arjantin’deki ekonomik krize yönelik zamanında ve etkili kurtarma politikaları uygulamaması sebebi ile kriz daha da derinleşmiş, dolayısı ile Brezilya krizinin bu ülkeye de bulaşması sonucunu doğurarak Ahlaki risk oluşumuna neden olduğu söylenebilir.

Kuzu (2011)’e göre, 1997 yılındaki Asya finansal krizinin Latin Amerika üzerinde de yansımaları olmuş, başta komşularından daha az etkilenmiş görülen Arjantin, 1998 yılında Rusya’nın moratoryum ilan etmesi ve 1999 yılında da Brezilya’nın ödemeler dengesi krizine girmesi ve devalüasyona gitmesi sonucunda devamlı olarak kendini tekrarlayan bir kriz sarmalı içine girmiştir. Özellikle, Brezilya krizi, dış ticaretinin % 30’unu bu ülkeyle yapan Arjantin’in ihracatını iyice geriletmiştir. Para kurulunun varlığı

nedeniyle Arjantin ekonomisinin katı yapısı bu yeni durumlara uyum sağlayamamıştır. doların uluslararası piyasalarda değer kazanıp satın alma gücünün artması Arjantin Pezosunu da etkilemiş, kısa vadede Arjantinli tüketicinin satın alma gücü artmış, fakat üreticiler rekabet güçleri azaldığı için ücretleri ödeyemez hale gelmişlerdir, ya iflas etmişler ya da küçülme yoluna gitmişlerdir.

Tablo 2.6’da, 1993-1998 dönemine ait Arjantin ekonomisinin temel parametrelerine ait göstergelerin yıllık anlamda değişimi gösterilmektedir. Ekonomik büyüme rakamlarında 1995 yılı için görülen %2,8’lik durgunluk, Meksika kökenli krizin Tekila etkisi sonucu oluşmuştur. Bu yılı hariç tuttuğumuzda, ilgili dönemde, Arjantin ekonomisinin istikrarlı bir büyüme ve düşük enflasyon rakamları sergilediğini görebiliriz. 1995 yılı rakamını çıkartıldığında ortalama yıllık reel büyüme % 4,4 olarak gerçekleşmiştir (Mussa, 2001:15-18). Bu dönemde gerçekleşen mali dengelerinde sürdürülebilir bir boyutta devam ettiği tablodan görülebilir.

Tablo 2.6: Arjantin Ekonomisini Ait Temel Makroekonomik Göstergeler

Yıllar	1993	1994	1995	1996	1997	1998
GSMH (Milyar dolar)	237	257	258	272	293	299
Reel GSMH (% Değişim)	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi / GSMH	0,9	-0,5	-1,4	-2,2	-1,6	-1,3
Konsolide Bütçe Dengesi/	-0,2	-1,7	-3,4	-3,3	-2,1	-2,1
Toplam Kamu Borcu / GSMH	29,2	31,1	35,9	37,7	38,9	41,4

Kaynak: Mussa, 2001: 16

2.3.2. Güneydoğu Asya Krizi ve Bulaşma Etkisi

Mishkin (1999), gelişmekte olan ülkelerin çoğunda tecrübe edildiği gibi, Asya krizinin temel sebebinin de benzer şekilde reel ve finansal sektör bilançolarında bozulmalara yol açan asimetrik bilgi sorununun olduğunu ifade etmiştir. Finansal serbestleşme ile birlikte ortaya çıkan kontrolsüz sermaye hareketleri, riski yüksek kredilerin genişlemesine neden olmaktadır.

Araştırmacılar literatürde Asya krizinin bir diğer sebebinin de Tayland’ın ulusal parası baht’ı devalüe etmesine bağlamaktadır. Bu dönemde Asya paralarının ABD doları ile olan ilişkisi araştırıldığında, dolar karşısında Asya paralarının değer

kazandığı görülmektedir. Krizden en çok etkilenen ülkeler arasında bulunan Endonezya, Kore, Malezya ve Filipinler ile birlikte, Singapur ve Hong Kong borsalarında önemli dalgalanmalar yaşandığı görülmüştür.

Asya krizinin çıkış nedenlerine bakıldığında, ilk başlarda bu krizin uzmanlar tarafından da tüm dünyada etkileri hissedilecek küresel bazda bir krize dönüşebileceği düşünülmemişti. Fakat Tayland para birimi baht'ın aniden değer kaybetmesi, krizin etkilerinin Asya'dan Rusya ve Latin Amerika'ya kadar yayılan bir coğrafyada hissedilmesine neden olmuştur.

On yıl boyunca doların 1/25'inden işlem gören baht, devalüe olarak bir gecede yaklaşık % 25 değer kaybetmiştir. Döviz kurundaki volatilité yayılmış ve spekülâtörlerin de etkisi ile Malezya, Kore, Filipinler ve Endonezya'yı vurmuştur. Kurlarda yaşanan bir dalgalanma şeklinde başlayan problem, sene sonuna doğru bölgedeki bankaların çoğunu, borsaları ve hatta tüm ekonomileri darboğaza sürüklemekle tehdit eder hale gelmiştir. IMF söz konusu krizlerin önlenmesi ve etkilerinin giderilmesi hususlarında son derece başarısız olmuştur (Stiglitz, 2006: 111).

Sander ve Kleimeier (2003), Asya krizini inceledikleri çalışmalarında ampirik uygulama olarak tahvil spreadlerini veri almışlardır. Böylelikle kredi riskini gösterge olarak spreadler arasında nedensellik ilişkilerini incelemişleridir. Aradaki ilişkinin korelasyonuna göre bulaşmanın var olup olmadığını, varsa yönünü bulmaya çalışmışlardır. Endonezya, Kore, Tayland, Filipinler ve Malezya'ya ait 1996-2000 tarihi aralığındaki spread'leri kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası dönemler bazında ayrıarak nedensellik ilişkileri hakkında ekonometrik model kuran araştırmacılar, çalışma bulgularına göre kriz öncesi ve sonrası dönemlerde spreadler arasındaki nedensellik ilişkilerinin değiştiğini ortaya koymuşlardır. Kriz sonrası dönem bazında bu korelasyon öncesine göre daha da yoğun bir şekilde görülmüştür.

Sachs Asya krizinin sebeplerini incelediği çalışmasında, kriz nedenlerini dört unsura bağlamıştır (Sach,1995: 76). Bunlar;

- Asya ekonomilerinin, ekonominin temel sektörlerine ve döviz kuru politikalarına yönelik zayıf uygulamaları,
- Ahlâkî risk unsuru oluşturan aşırı riskli faaliyetlere yönelik pozisyon açıkları,
- Başlangıçta krizin yanlış yönetilmesinden ve uluslararası sermaye piyasalarının yapısındaki zayıflıklardan dolayı yaşanan sermaye çıkışı ile birlikte finansal panik ortamının oluşması,
- Tayland ve Kore’de görülen devalüasyonların yatırımcılarda bu ülkelerde yatırım yapılamaz endişesi oluşturmaları ve paniğe neden olması

Tayland’da başlayan Asya krizi bulaşıcılık etkisini göstermiş ve aşağıda belirtildiği şekilde ilgili ülkelere de yayılarak krizin belirli bir coğrafya da hissedilmesine sebep olmuştur.

11 Haziran’da Filipin Merkez Bankası, yerel para birimi pezonun Amerikan doları karşısındaki bant aralığını genişlettiğini açıklamıştır. 14 Haziran’da Malezya Merkez Bankası piyasaya müdahale etmeyeceğine yönelik, Ringgit’i savunmaktan vazgeçtiğini açıklamıştır. Ağustos 1997’de Endonezya sabit döviz kuru sistemini terk ettiğini açıklamıştır. Kasım ayında kriz Kore’ye sıçramış ve 16 Aralık tarihinde Güney Kore serbest döviz kuru sistemine geçtiğini açıklamıştır (Özdemir, 2007: 113).

Asya krizinin en çok etkilediği beş ülke olan Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland’da 1997 yılı içerisinde 6 aylık bir süreçte döviz kurunda ortalama devalüasyon oranı %80’e ulaşmıştır. Kriz bölgedeki diğer ülkelere de bulaşmıştır. Ekim 1997’de Tayvan dolar’ı devalüe edilmiştir. Kriz Tayvan’dan Hong Kong, Singapur ve Japonya’ya sıçramış, bu ülkelerde varlık balonlarında patlamalar ve hisse fiyatlarında keskin düşüşler meydana gelmiştir (Blaskiewicz, 2000: 7).

Doğu Asya’da yaşanan kriz ile gelişmekte olan diğer ülkelerde görülen krizler karşılaştırıldığında aradaki farklar birkaç nokta ile şu şekilde ifade edilebilir: Asya krizinde özel sektör davranışları, diğer krizlerden farklı olarak, krizi başlatan unsurların başında gelmektedir. Bu noktada özel sektörün aşırı risk almasındaki ana nedende hükümetin gayri resmi taahhütleri olmuştur denilebilir. Uluslararası finans kuruluşları

verileri incelendiğinde; diğer krizlerde sebep olarak gösterilen tasarruf eksikliği de Asya ülkelerinde farklı olarak yüksek düzeydedir ve bütçe fazlası vermiştir. Bu krize maruz kalan ülkelerde enflasyon oranları diğerlerine göre daha düşük seyretmiştir. Kamu borçlanması diğer gelişmekte olan kriz ülkelerine nazaran daha azdır. Bu konularda detaylı veriler aşağıda ki tablolarda belirtilmiştir.

Aşağıdaki tabloda krizden en çok etkilendiği ifade edilen beş Güneydoğu Asya ülkesinin kriz öncesi döneme ait (1990-1996 yılları arasında), özel tasarruf ve yatırımların milli gelire oranları ve milli gelir büyüme hızları ortalama değerler itibariyle sunulmuştur.

Tablo 2.7: Güneydoğu Asya Ülkelerinde Özel Tasarruf-Özel Yatırım ve GSYİH (1990-1996)

	Tayland	Endonezya(*)	G.Kore	Malezya	Filipinler
Özel Tasarruflar	22	25	26	...	16
Özel Yatırımlar	41	30	37	38	23
GSYİH	9.2	7.6	8.5	7.8	4.1

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Ekim 1998

Tablo 2.8’de, finansal kriz sürecinden sonra, sabit kur sistemini terk eden dört ülkeye ait kriz öncesi dönem (1994-1997) ve kriz sonrası dönem (1998-2000) bazında cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri verilmiştir. Veriler yıl bazında belirtilerek ortalama ve milyon \$ cinsindendir.

Tablo 2.8: Kriz Öncesi ve Sonrası Dönemde Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri

	Tayland	G.Kore	Endonezya	Filipinler
Cari İşl. Deng.				
1994-97	-9,838	-10,887	-5,444	-3,309
1998-00	12,013	25,416	5,956	6,179
Serm.Har.				
1994-97	10,377	10,684	6,086	7,051
1998-00	-11,790	5,684	-7,825	-2,415

Kaynak: IFC Statistical Yearbook

Güneydoğu Asya’da Malezya hariç olmak üzere krizden en çok etkilenen ülkelerin krizden sonraki dönemde serbest kur rejimine geçtikleri görülmektedir. Tablo 2.8’den de görülebileceği gibi bu dört ülkeden üçünde kriz sonrası dönemde sermaye çıkışı olmuştur. Güney Kore açısından krizden sonraki ilk iki sene sermaye çıkışı, sonraki iki sene ise sermaye girişi gerçekleşmiştir. Net sermaye girişinin 1999-2000 yıllarında arttığı görülmektedir. Bunun en önemli nedeni ise 2002 yılında gerçekleştirilen Dünya Futbol Şampiyonası olmuştur. Şampiyonadan dolayı futbol federasyonunca şart koşulan yatırımlar ve reklam vb. amaçlı doğrudan özel sektör yatırımları ile birlikte sermaye girişleri olduğu söylenebilir. Güney Kore, bu çerçevede yaklaşık olarak 7 milyar dolarlık bir yatırım yapmıştır (İnan, 2002: 54).

Dünya pazarlarına benzer ürünleri ihraç etmelerinden dolayı Güneydoğu Asya ülkeleri farklı oranlarda spekülative müdahalelere uğramışlardır. Tayland baht’ındaki devalüasyon ile birlikte Malezya ihracatı üzerinde göreceli üstünlük kurulması Malezya’nın krize sürüklenme nedeni olmuştur. Bu olgu krizin bulaşma etkisi ile açıklanabilecek bir durumdur (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005: 18).

1997 Asya krizinin peşi sıra Meksika, Rusya, Türkiye, Brezilya ve Arjantin de krizler görülmüştür. Bütün bu krizler bir sermaye hareketleri krizi olarak değerlendirilebilir. Ülkeler arasında binlerce kilometre mesafe olmasına rağmen peş peşe görülen bu krizler de krizlerin bulaşma etkisi ile açıklanabilir. Literatürde bulaşıcılığın bir çeşidi olarak yer alan, sürü psikolojisi ya da nedeni bilinmeyen/veya belli olmayan sebepler olarak nitelendirilen bulaşıcılık etkisi önemli bir olgu olarak bu krizlerde de hissedilmiştir.

Ito ve Hashimoto (2002), 1997 Asya krizini izleyen diğer ülkelerdeki krizlerde, mal piyasaları yoluyla yatırımcıların bir ülkede bulunan yatırımlarını likit hale dönüştürme isteğinden kaynaklandığını ifade etmektedir. Böylece kriz beklentisiyle ortaya çıkabilecek zararlarının önüne geçme davranışıyla birlikte, piyasalarda ortaya çıkan sürpriz gelişmelerin diğer ülkelere yayılmasının önemi de ortaya çıkmaktadır.

2.3.3. 1998 Rusya Krizi ve Bulaşma Etkisi

Asya krizinin etkisiyle, Rusya'da 1998'de meydana gelen döviz krizi, yerli para birimi Rublenin devalüasyonuna yol açmıştır. Ülke, kamu ve özel sektör borçlarını ödeyemeyecek duruma gelerek borç krizine doğru sürüklenmiştir (Chiodo ve Owyang, 2002: 94)

Tablo 2.9'da Rusya krizinin ortaya çıkış sürecindeki etken olan birtakım temel ekonomik olaylara yer verilmiştir. Kronolojik sıraya göre incelediğimizde, 1996 Nisanın' da, Sovyet borçlarının ödeme planının yapılandırılması için, Paris ve Londra kulüpleriyle görüşmeler başladığı görülmektedir.

Rusya ekonomisi, 1997'de ticaret fazlası vererek denge noktasına doğru yaklaşmıştır. Çalışanların reel ücretlerinde kayıplar görülmüştür. Çalışan kesimin sadece %40'ına bu dönemde tam zamanında ödeme yapılabilmektedir. 1997 yılı kamu sektöründeki bütçe açığı yükselmiştir. 1997 Eylül/Ekim, Paris ve Londra kulüpleriyle borçların ödenmesi için görüşmeler tamamlanmıştır. 11 Kasım 1997'de Asya Krizinin etkisi ile rubleye karşı bir spekülatif atak ortaya çıkmıştır. Rusya merkez bankası kurlara müdahale etmek amacı ile rezervlerinden 6 milyar \$ kaybetmiştir. 1997 dönem sonunda büyüme oranı, %0,8 oranında gerçekleşmiştir. 1998 Şubat ayında yeni vergi yasası hazırlanmış ve IMF'ten yardım istenmiştir (Chiodo ve Owyang, 2002: 10).

Tablo 2.9: Rusya Krizinin Ortaya Çıkış Sürecinde Temel Olaylar

1996 Nisan	Paris ve Londra kulüpleriyle Sovyet borcunun ödenmesi için görüşmeler sürdürüldü
1997	Ticaret dengesine doğru ticaret fazlası- enflasyon %11 düzeyinde, 23\$/varil 'den petrol satışı- analistler Rusya için daha yüksek kredi tahmin etmektedir. reel ücretler düşme eğiliminde-çalışanların ancak %40'na tam zamanında ödeme yapılmakta-kamu sektöründeki bütçe açığı yüksek
1997 Eylül/Ekim	Paris ve Londra kulüpleriyle borçların ödenmesi için görüşmeler tamamlandı.
11 Kasım 1997	Asya krizi, rublede bir spekülasyon atağına yol açtı, Rusya merkez bankası, 6 milyar \$ rezerv kaybıyla rubleyi savundu
1997 Aralık	1997 Dönem sonu büyüme oranı, %0,8 gerçekleşti. petrol fiyatları ve demirsiz metal fiyatları düştü
1998 Şubat	Yeni vergi yasası Duma'ya sunuldu. IMF yardımı istendi
23 Mart 1998	Yeltsin hükümet başkanlığına Kiriyenko'yu atadı IMF görüşmeleri devam etti
1998 Nisan	Rubleye yeni bir spekülasyon atak gerçekleşti
24 Nisan 1998	Duma, Kiriyenko'nun atamasını onayladı
1998 Mayıs Başı	Borç krizi olasılığının ortaya çıkması
19 Mayıs 1998	Rusya Merkez bankası, faizleri %30'dan %50'ye çıkardı, 1 milyar \$'la rubleye saldırıyı savundu
1998 Mayıs	Lawrance Summers, Kriyenko görüşmesi gerçekleşmedi. petrol fiyatları düşmeye devam etti. petrol ve gaz oligarşisi, ihracatlarını artırmak için devalüasyon istedi
23 Mayıs 1998	IMF, Rusya ile plan üzerinde anlaşamadığı için ülkeden ayrıldı
27 Mayıs 1998	Rusya Merkez bankası, faizleri %150'ye yükseltti
1998 Yazı	Rusya hükümeti krizden çıkış planı hazırladı
20 Haziran 1998	IMF acil yardım paketini onayladı. 4.8 mlr\$
13 Ağustos 1998	Rusya'da, borsa, tahvil ve döviz piyasalarında, devalüasyon beklentisi sebebiyle bozulmalar oldu, fiyatlar düştü
17 Ağustos 1998	Rus hükümeti rubleyi devalüe etti, iç borçlar ödenemedi, ve yabancılara da moratoryum ilan edildi.
23-24 Ağustos 1998	Kriyenko görevinden alındı.
2 Eylül 1998	Ruble dalgalanmaya bırakıldı
1998 Aralık	Reel büyüme %4,9'a düştü

Kaynak: Chiodo ve Owyang, 2002: 10

Gurvich vd. (2004) 'nin Rusya krizi ile ilgili olarak tespitleri şu şekilde olmuştur.

Kriz öncesi dönemde nominal ruble kuru (ABD Dolar/Ruble), 1995 yılının son ayları ile 1997 yılının haziran ayı arasında kalan dönemde %65 değer kazanmıştı. Bu durum üç faktöre bağlı olarak açıklanabilir; petrol fiyatları, sermaye akımları ve istikrar programı. Bu üç faktör arasında ise en az etkiye sahip olanın petrol fiyatları olduğu söylenebilir. Her ne kadar, petrol fiyatları anılan dönemde %25 oranında artmış olsa da, Rusya'da ticaret haddi petrol fiyatlarına bağlı olarak sadece %8 oranında gelişme göstermiştir. 1996 yılında Rusya da önemli ölçüde sermaye çıkışları gerçekleştiği belirtilmektedir. Cari hesap fazlası ve kamu borçlanmaları gibi faktörler ile finanse edilen, sermaye çıkışlarının, uluslararası

rezervler üzerindeki etkisi sınırlı olmuştur. 2006 yılında uluslararası rezervler sadece 1,9 milyar ABD doları azalmış ve bunun da reel kur üzerindeki baskısı önemsenecek kadar düşük gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, reel kurdaki değerişmenin asıl sebebinin istikrar programı olduğunu söyleyebiliriz. Kur politikasına dayalı istikrar programlarında tipik olarak görülebileceği üzere, enflasyonu düşürmek amacıyla döviz kurunu dar bir bant içerisinde sabitlemek, enflasyonu kurdan daha yavaş bir süre içerisinde düşürecekđi için, reel döviz kurunun aşırı değerişmesine yol açacaktır. Rusya için örnek verecek olursak, 1994 yılında %200 olan enflasyon oranı, 1995 yılında %131 seviyesine düşmüş buna karşılık nominal döviz kurları%31 oranında değeriş kaybetmiştir (Gurvich vd., 2004: 8)

1998 yılı ikinci yarısında, Rusya Merkez bankası daraltmacı para politikası araçların kullanarak, para arzının artış hızını azaltma yönünde politikalar yürütmüştür. Bu dönemde öne çıkan uygulama faiz oranlarında artışa gitmek olmuştur. Bu amaçla spekülâtif baskılar da önlenmeye çalışılmıştır.

Rusya’da gecelik faiz oranları %30 civarlarında seyrederken, %150 seviyelerine kadar çıkmıştır. Faiz oranlarındaki artışa paralel olarak borç yükü de hızlı bir şekilde yükselmiştir. 1998 Mayıs ayında Rusya hisse senedi piyasası endeks getirileri ortalama %37 oranında değeriş kaybetmiştir. Merkez bankasının, döviz kuru müdahalesi ile birlikte, devalüasyon beklentileri de artmıştır (Chiodo ve Owyang, 2002: 18). Rusya Merkez Bankası ilk başlarda her ne kadar devalüasyon yapılmayacağı yönünde açıklamalarda bulunsa da uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuzluklar ve baskılar nedeni ile yerel para birimini savunmaktan vazgeçerek moratoryum ilan etmiş ve IMF’ ten yardım istemek zorunda kalmıştır.

Tablo 2.10’ da 1995-1998 yılları arası Rusya’da gerçekleşmiş olan hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon ve bütçe açığı rakamları belirtilmiştir. Tablodan görüleceği üzere 1996 yılında hedeflenen enflasyon rakamına çok yaklaşılmakla birlikte, 1997 yılında hedefe ulaşılmıştır. Bütçe açığı ise hedefin çok uzağında bir seviyede oluşmuştur. Bu durumda borç rakamlarında önemli oranda artış olduğu ifade edilebilir.

Tablo 2.10: 1995–1998 Dönemi Rusya Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon ve Bütçe Açığı

Yıllık Enflasyon (Yıllık %)			Bütçe Açığı (% GSMH)	
Yıllar	Hedeflenen	Gerçekleşen	Hedeflenen	Gerçekleşen
1995	63	131	6.0	5.7
1996	25	22	4.2	8.4
1997	9	11	3.2	7.0
1998	6	84	2.2	5.9

Kaynak: Gurvich ve Pinto, 2004

Citrin ve Fisher (2000)'e göre Rusya'ya IMF tarafından borç verilmesinde ahlaki risk faktörü etkili olmuştur. Yatırımcılar Rusya'nın uluslararası kredi kuruluşlarınca batmasına izin verilmeyecek kadar büyük bir ülke algısı içerisinde girmeleri bu davranışın temelini oluşturmaktadır. Rusya gerçekleştirdiği reformlara karşılık IMF'ten toplam 11.933 milyar SDR borç almıştır. 1992 yılında belirtilen şartlı reformlar bütçe açıklarını azaltmak, bankacılık sistemindeki sorunları çözmeye yöneliktir. IMF, hükümetin borçlarını kontrol altına alması karşılığında, Temmuz 1998'de 11.2 milyar dolar borcu onaylamıştır (Citrin ve Fischer, 2000:1139). IMF Rusya krizi sürecinde Rus hükümetinin öngörülen reformları gerçekleştirilmeden başarısız olduğunu öne sürerek, ara sıra SDR kullanımını kısıma yoluna gitse de, Rusyada patlak verecek bir iflasın diğer ülkelere bulaşacağı endişesiyle bu karardan vazgeçmiştir (Bordo, Schwartz, 1999: 705). IMF bu kararla krizin bulaşma etkisi ile diğer piyasalara etki etmesini önlemeye çalışsa da, 1998 Rusya krizi diğer bir kıtadaki Brezilya'yı olumsuz etkilemiştir.

1998 Rusya krizi bulaşma etkisi yönüyle incelendiğinde küresel anlamda büyük ve ani karışıklığa yol açan krizin, özellikle Brezilya döviz piyasasını olmak üzere Hong Kong ve Meksika piyasalarında da olumsuz etkilerini görmekteyiz. Baig ve Goldfjn (2000)'e göre 1998 yılında Rusya krizi ile birlikte, Brezilya döviz piyasasında dolara olan talep Ağustos'ta 11.8 milyar dolar iken bu rakam Eylül ayında 18.9 milyar dolara ulaşmıştır. Bu iki ay içinde Brezilya'nın yüksek düzeyde rezerv kaybetmesi, yabancı yatırımcıların güvenini aşırı derecede sarsarak doğrudan ve dolaylı finansal yatırımların azalmasına sebep olmuştur. Rusya da krizin daha da derinleşmesi ve etkilerinin Brezilyada artması ile birlikte, Brezilya Ocak 1999'da bant sistemini terk

ederek kuru serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Temmuz 1998-Ocak 1999 arasında Ruble %262 değer kaybetmiştir. Bununla birlikte diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de krizin etkisi görülmeye devam etmiştir. Brezilya dışında özellikle Hong Kong ve Meksika da bu krizden etkilenen ülkelerin başında gelmektedir (Baig, Goldfajn, 2000: 5).

2.3.4. 1994 ve 2001 Türkiye Krizleri ve Bulaşma Etkisi

Türkiye ekonomisi geçmişten günümüze çeşitli boyutlarda ve farklı yapılarda krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Bu krizlerin bir bölümü, dış kaynaklı gelişmeler vesilesi ile bulaşma yolu ile olmuş, diğer bölümü de uygulanan ekonomi politikalarının tutarsızlığından kaynaklanmıştır. 1990'lı yıllar itibariyle küreselleşmenin de etkisi ile finans piyasalarında görülen serbestleşme ile birlikte, Türkiye'de önemli iki kriz baş göstermiştir. Bunlar 1994 ve 2001 krizleridir.

2.3.4.1. 1994 Türkiye Krizi:

1990'lı yılların başından itibaren küresel sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, dönemin hükümet politikalarının da etkisi ile Türkiye'de de gözlemlenmiştir. Uluslararası ticaret hacminin artışına paralel olarak, ülkede de para hareketleri hızlanmış ve bu durum Türk Lirası üzerinde bir baskı oluşturmuştur. Yaşanan finansal serbestlik ile birlikte, giderek artan kamu açıkları faiz oranlarında artış yapılması sonucunu doğurmuştur. Dolayısı ile faiz oranları ile kurlar arasındaki makas açılmıştır.

Türkiye'de 1994 yılının ilk aylarında başlayan kriz, özellikle borsa ve döviz piyasalarında hissedilmiştir. Dolayısı ile bir finansal kriz olarak ortaya çıkmıştır denilebilir. Yaşanan gelişmeler neticesinde mal hareketlerinden bağımsız sermaye hareketleri daha yoğun bir şekilde yaşanmıştır. Dövizde meydana gelen aşırı yükselme TL'den kaçışı hızlandırmıştır. Bu duruma müdahale eden Merkez Bankası rezervlerinde önemli oranlarda azalmalar görülmüştür (Alp, 2002: 159).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Bileşik Endeksinde 1994 Şubat sonu itibari ile %20 civarında değer kaybı gözlenmiştir. Bununla birlikte döviz piyasalarında hareketlenmeler başlamıştır. Bu hareketlenmeler panik sürecine dönüşmüş, merkez bankası piyasalara dolar satarak müdahale etmeye çalışsa da uzmanlarca müdahalenin geç kalındığı şeklinde eleştirilmiştir. Bu süreçte döviz kurlarındaki yükselme %100'ün üzerine çıkmıştır (İnan, 2002).

Oluşan kamu açıkları kamu kesimi aşırı kaynak talebini ortaya çıkartarak 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren ekonomide yapısal bir sorun şeklinde kendini göstermiştir. Bu kaynak talebi de Hazine'nin Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanımı ile ve piyasaya arz edilen Devlet iç borçlanma senetleri ile karşılanmaya çalışılmıştır (Aydın, 2002:1).

Kepenek ve Yentürk (2000) 1994 krizinin sebeplerini aşağıda belirtilen maddeler çerçevesinde açıklamaktadır.

- Hazine ve KİT'lerin Merkez Bankası'na olan borçlarının silinmesi,
- Hazine'nin kullandığı krediler karşılığında Merkez Bankası'na kredi vermemeye başlaması,
- Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleriyle piyasadan nakit çekme gücünün ortadan kaldırılmasıdır.

Bir başka ifadeyle 1994 krizinin nedenleri arasında gösterilen yukarıdaki hususlar, 1989 sonrası yaşanan dengesizliklerle birlikte; 1993 yılının son yarısında ve özellikle 1994 yılının ilk üç ayında yapılan siyasi ve iktisadi yanlışların bir sonucu şeklinde ortaya çıkmıştır. (Kepenek ve Yentürk, 2000: 235).

Agenor (1998)'e göre, 1994 Türkiye krizinin sebepleri arasında, dış etken olarak, 1994 öncesinde Körfez Savaşının Avrupa Para Krizi (ERM) dış finansman koşullarını daha riskli hale getirmesi de yer almaktadır. İçsel sebepler anlamında da, ekonominin temel göstergelerindeki zayıflık, kısa vadeli finansal sermayenin yarattığı dış finansman imkânlarının ve iç finansman imkânlarının, kamu otoritelerince krizin çözümünden ziyade siyasal varlıklarını devam ettirebilme adına popülist politikalar da

kullanılması, borç yönetiminde yapılan politika hataları gibi faktörlerin etkili olduğu ifade edilmektedir.

1994 yılında ortaya çıkan krizin nedenleri olarak sayılabilecek diğer hususlar arasında; maliye politikasının tek başına uygulanması, piyasada aşırı likiditeyi düşürmeye yönelik para politikasının uygulanmaması, Hazine'nin merkez bankasından doğrudan para kullanmaya devam etmesi, merkez bankasının bankalara yönelik kredi musluklarını açması ve bankaların bu kredileri yatırıma yönlendirme yerine kısa vadeli yüksek faizli Hazine kâğıtlarını alarak Hazine'ye borç vermeleri olarak gösterilebilir (Eğilmez ve Kumcu, 2002: 315).

Kamu borçlarının risk yönetimi esasları çerçevesinde etkin yönetilmemesi, Türkiye'de yaşanan 1994 krizinin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Kamu kesimi borçlanma ihtiyacı aşırı yüksek olmasına rağmen, borç stokunun vadesinin son derece kısa olduğu bir ortamda, hükümetin faiz oranlarına müdahale etmesi ve bazı ihaleleri iptal etmesi oldukça yanlış bir politika olarak kabul edilebilir (Özatay, 2000: 345)

Tablo 2.11'de 1987-1998 yılları arası bütçe açığı, iç borç faiz ödemeleri, dış borç faiz ödemeleri ve iç borç stokunun GSMH'ye oranı yer almaktadır. Veriler Milyar \$ cinsinden olup, tabloya göre iç borç stokunun GSMH'ye oranının özellikle 1990 yılından sonra giderek arttığı görülmektedir. Yine aynı yıldan başlayarak dış borç faiz ödemeleri de sürekli artış göstermiş ve 1998 yılında 10.52 milyar dolara ulaşmıştır (Özgüven, 2001: 59).

Tablo 2.11: 1987-1998 Yılları Arasında Türkiye’de Bütçe Açığı ve Faiz Ödemeleri

Yıllar	Bütçe Açığı	İç Borç Faiz ödemeleri	Dış Borç Faiz Ödemeleri	İç Borç Stoku /GSMH
1987	3,46	1,34	1,68	22,95
1988	2,99	1,41	2,45	22,03
1989	3,36	1,36	2,22	18,20
1990	3,35	1,10	2,42	14,40
1991	5,28	1,12	2,67	15,39
1992	4,30	0,88	2,77	17,60
1993	6,70	1,20	4,63	17,89
1994	3,91	1,67	6,00	20,56
1995	4,03	1,28	6,05	17,33
1996	8,27	1,12	8,87	21,02
1997	7,62	1,02	6,73	21,38
1998	6,91	1,02	10,52	21,70

Kaynak: Maliye Bakanlığı, DİE, 2003

1994 yılında, ekonomide yaşanan belirsizlikler karşısında, bunları gidermek amacıyla uygulamaya konulan istikrar önlemleri sonucu kamu kesiminde tasarruf önlemleri ön plana çıkmıştır. Bir maliye politikası aracı olarak kamu harcamalarının azaltılması beraberinde iç talep ve üretimde daralmayı getirmiştir. Bu gelişmeler GSMH’yi de küçültmüştür. Ayrıca, Eylül 1995’de erken seçim kararı alınmış, yıl sonunda seçim yapılmıştır. Seçim sonuçlarının ortaya koyduğu belirsizlik, Nisan 1996 yılında kurulan azınlık hükümeti dönemine dek sürmüştür.

2.3.4.2. 2001 Türkiye Krizi:

Özkan (2004)’a göre, 2000-2001 finansal krizinin ortaya çıkmasındaki ana sebeplerden birisi Türk Lirasının çöküşü olarak ifade edilmiştir. TL’nin çöküşüne zemin olarak da üç guruba ayırdığı kırılganlığa işaret edilmektedir. Kırılganlığın birinci kaynağında borç geri ödemelerine bağlı olarak yaşanan dış dengedeki bozulmalar yer almaktadır. Bunun yanı sıra döviz kurunun sabitlenmesi ile birlikte yüksek enflasyon oranları reel sektörün rekabet gücünü zayıflatmıştır. Böylelikle sektör bilançolarında bozulmalar yaşanmıştır. Kırılganlığın ikinci kaynağını, yurtiçi borçlanmalar oluşturmaktadır. Yüksek faiz politikaları ile birlikte kamu bütçesi zayıflamıştır. Yüksek faiz oranlarının yanı sıra kamu borçlarının geri ödeme vadelerinin de kısa olması bütçe

üzerindeki yükü artırmıştır. Bu yapı zaten kırılgan olan bankacılık sisteminin mali yapısında bozulmalara sebep olmuştur. Kırılmanın üçüncü ayağında da finans sektörünün kırılgan bir yapıda olmasının, Kasım 2000'deki likidite sıkışıklığına ve Şubat 2001'deki devalüasyon öncesi koşulların kötüleşmesine zemin oluşturması yer almaktadır.

Türk Lira 'sının reel olarak aşırı değerlenmiş olması ve cari açık gibi faktörler 2000-2001 krizini başlatmaya yeterli değildir. Bunun uyanı sıra finansal sektörün kırılgan bir ekonomik yapıya sahip olması gerekir. Bu kırılganlığın oluşmasında ise döviz vade uyumsuzluğundaki artış, yerine getirilemeyen borçlardaki yükseliş gibi faktörler etkilidir (Özatay ve Sak, 2002: 19).

Özatay ve Sak (2002)'a göre, bankacılık sistemi içerisinde biriken risk homojen olmayıp, risk birikiminin kaynakları iki farklı yapıya dayanmaktadır. Bunlar özel bankalara karşı devlet bankalarının riskleri ile özel bankalar arası risk birikimleridir. Devlet bankaları faiz riskine karşı daha duyarlı iken, özel bankalar döviz kuru riskine eğilimlidirler. Bankalar arası durumda ise, orta ölçekli bankaların bilançolarında kısa vadeli kamu borçlanma araçlarının ağırlıklı yapısı göze çarpmaktadır. Türk ekonomisinin 2001 yılının Şubat ayında krize girmesinin diğer nedenleri şu şekilde sıralanabilir (Parasız, 2001: 851).

- Doğu Asya ülkelerinde görülen krizler sonucunda %25-%35 arasında gerçekleştirdikleri devalüasyonun Türkiye ekonomisine etkileri,
- Reel faiz oranlarının ekonomik büyümenin çok üzerinde seyretmesi ile birlikte iç borç stokunun aşırı yükselmesi
- Kamu bankalarının ekonomiye likidite sağlama adına piyasaya para arz etmeleri ve bunu banka zararı olarak bilançolarına yazmaları,
- Özel sektörün talepte meydana gelen artışı üretim artışı ile sübvansetmesi yerine fiyat artışlarına gitmesi
- Dünyada talebi artmakta olan ürünleri üretecek şekilde küreselleşmeye ayak uydurulamayarak, sanayileşme adımlarının atılamaması,

- Kayıt dışı ekonomiyi kayıt içine alacak bir siyasi iradenin ortaya konamamasıdır.

1994 yılında yaşanan kriz ile birlikte ülkede oluşan siyasi belirsizlik ortamında erken seçim kararı alınmıştır. Ülkedeki seçim ortamına rağmen, ekonomideki büyüme devam etmiştir. Seçim sonunda enflasyon oranlarına ve piyasalardaki dalgalanmalara müdahale etmek amacı ile uygulanan daraltıcı maliye ve gelir politikalarına karşın büyüme süreci devam etmiştir. 1997 Asya krizinin etkisi ile birlikte kriz yaşayan ülke paraları devalüe olunca ihracat rakamları gerilemiştir. 1996 ve 2003 yılları arası dönemde ki ekonomik göstergeler Tablo 2.12’de verilmiştir.

Tablo 2.12: Kriz Rasyolarına Esas Teşkil Eden Ekonomik Göstergeler

Göstergeler	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cari Açık (Milyon \$)	-2,437	-2.638	1.984	-1.344	-9.819	3.390	-1.522	-6.808
GSMH (Milyon \$)	185.000	194.000	204.000	186.000	210.000	147.000	180.000	200.000
Kısa Vadeli Dış Borç (Milyon \$)	17.072	17.691	20.774	22.921	28.301	16.241	15.220	18.624
Top. Dış Borç (Milyon \$)	79.222	84.235	96.411	102.975	118.685	113.811	131.264	142.037
Döviz Rezervleri (Milyon \$)	24.965	27.138	29.498	33.751	34.159	30.191	38.066	44.959
Top. Kısa Vad. Sermaye (Milyon \$)	3.235	1.627	-5.400	4.453	5.222	-15.836	-963	3.787
Banka Takipteki Alacak (Milyar TL)	111.804	230.313	795.011	1.199.277	2.204.135	3.807.022	4.452.768	1.763.675
Banka Top Kredi (Milyar TL)	3.644.377	8.271.920	12.949.340	19.224.146	30.530.022	39.281.033	40.476.892	58.943.878
Banka Özkaynak (Milyar TL)	788.792	1.738.202	3.229.243	4.009.242	6.983.873	16.224.627	25.320.924	35.165.596
Banka Yükümlülük (Milyar TL)	7.853.061	16.766.111	31.989.243	64.211.402	93.511.189	144.267.834	177.694.100	202.660.031

Kaynak: Çonkar ve Ata, 2003: 11

*GSMH Rakamları, Cari Fiyatlarla GSMH'nın aylık Ortalama Döviz Kurlarına Bölünmesi İle hesaplanmıştır.

Kriz öncesi dönemde Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat banka sayısı 61 iken bu rakam 2006 yılı itibariyle tasfiye, birleşme ve kamulaştırma ile birlikte 33’e düşmüştür. 2000 yılına kadar Türkiye’deki mevduat bankası sayısı sürekli artmıştır. 2000 yılında yaşanan ekonomik daralma ile birlikte banka sayısında önemli oranda azalma görülmesini sadece iflaslar ile açıklamak mümkün olmamaktadır.

Sektördeki merkezileşme eğilimi TMSF bünyesinde alınan bankalar için daha net görülebilmektedir. Bankacılık sektöründe ortaya çıkan olumsuzluklar nedeniyle TMSF yasal mevzuata uygun olarak toplam 8 bankayı 2001 yılında fona almıştır (Akar,2007: 178).

Tablo 2.13: TMSF Bünyesine Alınan, Birleştirilen, Satılan veya Tasfiye Edilen Bankalar

TMSF’ye Devredilen Bankalar	Birleştirilen Bankalar	Satışı Gerçekleştirilen Bankalar	Tasfiye Sürecindeki Bankalar	Fon Bünyesindeki Bankalar
Turkbank	Sitebank	Bank Ekspres	Turkbank	Birleşik Fon Bankası
Bank Ekspres	Egebank	Sümerbank	Kıbrıs Kr. B.	
İnterbank	Yurtbank	Demirbank	İmar Bankası	
Egebank	Yaşarbank	Sitebank		
Yurtbank	Bank Kapital	Tarişbank		
Sümerbank	Ulusalbank			
Esbank	Bayındırbank			
Yaşarbank	Etibank			
Etibank	Esbank			
Bank Kapital	EGS Bank			
Demirbank	Toprakbank			
Ulusalbank	İktisat Bankası			
İktisat Bankası	Kentbank			
Sitebank				
Tarişbank				
Kentbank				
EGS Bank				
Toprakbank				
Pamukbank				
Kıbrıs Krd. B.				
İmar Bankası				

Kaynak: Akar ve Çiçek, 2007: 178

IMF'in krizlere müdahale yöntemi birçok ekonomist tarafından eleştirilmiştir. Özellikle kurtarma politikalarının ahlaki riziko yarattığına yönelik eleştiriler birçok kriz için ifade edilmiştir. Aynı eleştiriler 2001 Türkiye krizi ile Arjantin krizi için de yapılmıştır. Uzmanlar krizleri doğuran sebepler anlamında, Arjantin ve Türkiye'ye yönelik krizden çıkış politikalarının kredi vermek yolu ile olmaması gerektiği üzerinde durmuşlardır.

Arjantin'in likidite sorunu yerine borçlarını ödeyememe sorunu vardı. Türkiye'de hükümet bütçe ve bankacılık sektörüyle ilgili reformları yerine getirmemişti. Bu ortamda her iki ülkeye de IMF'in borç vermemesi gerektiği belirtiliyordu. Ancak bu iki ülkeye borç verilmemesi durumunda krizin diğer ülkelere bulaşması söz konusu olacaktı. Özellikle Arjantin krizinin Brezilya'ya bulaşmasından endişe edilmekteydi. Dolayısıyla IMF borç verme durumunda ahlaki riziko yaratacağı, vermeme durumunda bulaşmanın yaşanacağı ikilemele karşı karşıya kalmıştı (Eichengreen, 2001: 21-23).

Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı krizin iyi yönetilmediği, tam tersine yanlış politikalar izlenerek krizin daha da büyütüldüğü ekonomistlerce savunulmuştur. IMF kriz sürecinde Türkiye'de para arzının artırılmasına karşı çıkmıştı. Aynı zamanda bankaların kurtarılması yönünde uygulanana politikalarında krizi daha fazla derinleştireceğini ifade etmekteydi. Fakat 2007-2009 yılları arasında ABD'de görülen ve etkileri tüm dünyada hissedilen küresel kriz sürecinde ABD Merkez Bankası FED, piyasaya para sürdü. Aynı zamanda bankalara yönelik büyük kurtarma operasyonları düzenlendi. IMF bu süreçte uygulanan politikaları savunduğunu açıklamış ve Türkiye'de ki söylemleri ile ters düşmüştür. Dolayısı ile IMF'in bu tutumu 2001 Türkiye krizinin iyi yönetilemediği tezini de doğrulamıştır denilebilir.

2001 krizine finansal krizlerin bulaşma etkisi yönüyle bakıldığında, 1998 yılının Ağustos ayında Rusya'da yaşanan gelişmelerinde etkili olduğu söylenebilir. Rusya'nın devalüasyon ve moratoryum ilan etmesi ile birlikte, kriz derinleşerek küresel bir boyut kazanmaya başlamıştır. Yaşanan bu süreç, bulaşma etkisi sonucu bir taraftan Türkiye'den sermaye çıkışına yol açarken, diğer taraftan da ülkeye sermaye girişlerinin durmasına neden olmuştur. Yabancı yatırımcılar, doğrudan yapmış oldukları ya da borsa kanalı ile olan yatırımlarını piyasalarından çekerek ekonomiyi zor durumda

bırakmışlardır. Sermaye çıkışları beraberinde faiz oranlarının yükseltilmesini gerektirmiş, borsada ise hisse senedi fiyatları hızla düşmüştür. Rusya ile yapılan bavul ticareti de bu süreçte düşerek, bu olumsuz gelişmelerin piyasalara olan etkisini daha da hissettirmiştir. Yaşanan gelişmeler neticesinde ihracat artış hızı yavaşlamış, ithalat artış hızı da iç talepteki daralma ve petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak gerilemiştir.

2.3.5. Küresel Finansal Kriz ve Bulaşma Etkisi

2007 yılında başlayan küresel finansal kriz 1929 yılından ortaya çıkan büyük buhrandan sonra dünya ekonomisinde görülen en büyük kriz olarak kabul edilmektedir. Kriz ABD’de 2007 yılının Temmuz ayında likidite krizi olarak başlamış ve diğer ülkelere yayılarak tüm finans sistemlerini olumsuz etkilemiştir. Subprime kredilerin geri dönüşü olmayınca konut kredileri temelinde ağırlık kazanan yatırımların büyük bir bölümü iflas etmiştir. Bankalar ve diğer dev finans kuruluşlarından batanlar olmuş ABD ve diğer ülkelerin merkez bankaları krizi kontrol edebilmek adına radikal adımlar atmışlardır. Piyasaya likiditasyon sağlanmış, büyük bankalar ve sigorta şirketlerinden fona devredilenler olmuştur.

Kriz süresince Amerikan Merkez Bankası (FED)’in bazı uygulamaları şu şekilde ifade edilebilir; gösterge faiz oranlarını sıfıra yakın bir noktaya çekmek, diğer merkez bankaları ile konvertibil olmak ve ek borç verme mekanizmalarını oluşturacak çeşitli uygulamaları içermektedir. Buna ek olarak, Amerikan Hazinesi duyurduğu plan ile bankaların bilançolarındaki riskli varlıklar için 700 milyar dolarlık alım yapacağını belirtmiştir (Kenc ve Diboğlu, 2010: 3).

Literatürde birçok araştırmacı küresel krizin başlangıcını ekonomik olaylara itibar etmek sureti ile belirlemeyi tercih etmiştir. 2007 yılının Temmuz ayında Bear Stearns’e ait iki yatırım fonu batmıştır. Bu tarih araştırmacıların çoğu tarafından krizin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. ABD’nin en büyük beşinci yatırım bankası olan Lehman Brothers ile birlikte kriz başladığından beri iflas eden birçok banka olmuştur. Bu iflaslar ile birlikte konut kredisi krizi olarak adlandırılan kriz, konut kredilerinin geri ödenmemesi ve haciz işlemlerinin başlatılması ile sonuçlanmıştır. Dünyanın en büyük

sigorta şirketlerinden birisi olan AIG'in, ABD yönetimi tarafından kurtarılmış olmasına rağmen piyasalar sakinleşmemiştir.

Krizle birlikte subprime kredilerin bankaların kredi portföyleri üzerindeki önemli miktardaki ağırlığından dolayı kredi piyasası çalışamaz konuma gelmiştir. Kenc ve Diboğlu (2010), krize neden olan faktörleri; küresel makroekonomik dengesizlik, zayıf risk yönetimi uygulaması ve yetersiz finansal düzenlemeler ile denetim eksikliği olarak göstermektedir. Bu faktörlerin de etkisi ile krizin kaynağı konumundaki ABD ile, İngiltere, Portekiz, İspanya, İtalya, Yunanistan, Türkiye, Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri, Çin, Japonya, Güney Kore, Tayvan ve Malezya gibi Asya ülkeleri yüksek cari işlemler açığı ile karşı karşıya kalarak krizden etkilenmişlerdir. (Kenc ve Diboğlu, 2010: 5).

Krizin ortaya çıkmasından iki yıl evvel FED'in faiz oranlarını aşamalı olarak arttırması, kredilerin geri dönüşünü zorlaştırmış ve konut talebinin azalmasına neden olmuştur. Talebin düşmesi ile doğru orantılı olarak konut fiyatlarında da düşüşler gözlenmiştir. Dolayısı ile daha önce ipotek altına alınan evlerin kredi kuruluşları tarafından düşük fiyatla elden çıkarılmasına sebep olmuş ve finans kuruluşlarının zararı büyümüştür (TÜSİAD, 2008: 5).

Kriz baş gösterdikten sonra da öncesine göre ters bir etki ile, emlak piyasasında aşırı değerlemeler görülmüştür. Emlak fiyatlarında oluşan yükselmenin nedeni, 2001 yılından itibaren FED'in faiz oranlarını artırması ve piyasada bulunan atıl fonların artışı karşısında bazı finansal kuruluşların kredi skoru düşük kimselere yüksek riskli krediler (subprime credit) vermesi neden olmuştur denilebilir. Bu krediler verilirken de bankacılık sektöründe olması gereken mali istihbarat ve analiz kuralları göz ardı edilmiştir. Bu krediler, insanların imkânlarının üzerinde konutlara yatırım yapmalarına yol açmıştır. Bunun sonucu olarak da emlak talebi ve dolayısıyla emlak fiyatları hızla yükselmiştir.

Piyasa faiz oranı oldukça düşük bir seviyede seyrettiği için özellikle alt gelir grubundaki kişiler, değişken faizli ya da esnek faizli olarak tabir edilen kredileri kullanmayı tercih etmişlerdir. Kriz baş gösterdikten sonra da çekilen kredilerin esnek

faizli olması dolayısı ile güncel faiz oranlarından ödenmesi gerekmiştir. Verilen kredilerde büyük ölçüde subprime kredi olması dolayısı ile dar gelirli kesim bu kredileri ödeyememiş, bankalarda idari ve yasal takip süreçleri başlatılmıştır. Bu süreçlerin sonunda tahsil edilemeyen fonlar dolayısı ile kriz derinleşerek bankalar kanalı ile finans piyasalarını etkilemiş ve ekonomik darboğazın atmasına sebep olmuştur.

Emlak balonunun krizi ağırlaştıran bir başka etkisi emlaklar üzerine konulan ikincil ipotekler sebebi ile olmuştur. Emlak fiyatlarındaki hızlı yükseliş, gayri menkulü değerlenen çok sayıda orta ve dar gelirli bireylerin, artan marj üzerinden ikinci kez ipotek yaptırıp yeniden kredi almasına sebep olmuştur. Yükselen faizler karşısında esnek faizli kullanılan kredilerin geri ödemelerini zorlaştırmış ve ikinci ipotekten doğan krediler de büyük oranda karşılıksız kalmıştır. Kredi ödemelerindeki geri dönüşün sektöre uğraması, teminat olarak gösterilen evlerin fiyatlarının düşmesi ve piyasadaki riskler dolayısıyla kredi maliyetlerinin artması, aracı kurumları ve bankaları ciddi bir darboğaza düşürmüştür (TÜSİAD,2008: 6).

Küresel krizin etkileri Türkiye üzerinde de belirgin bir şekilde hissedilmiştir. Reel sektör endekslerinde gözlemlenen olumsuz seyir ile birlikte, düşük ve atıl kapasite kullanımı göz önüne alındığında dünya genelinde etkileri hissedilen krizin Türkiye'deki iktisadi faaliyetlerde de gerileme ye sebep olduğu söylenebilir.

Özellikle küresel krizin etkilerinin en yoğun hissedildiği 2008 yılı içerisinde gelişmiş ülkelerde yaşanan resesyon ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında görülen sert düşüşler, toplam dış talebin azalmasına, ihracat artışının gerilemesine neden olmuştur. Bu süreçten en çok etkilenen ülkeler, toplam gayri safi yurt içi hasıla içerisindeki ihracat payı yüksek olan ülkelerdir. Çünkü bu süreçte kriz küresel boyut kazandığı için dış talep koşullarında daralma yaşanmıştır. Buna paralel olarak yaşanan belirsizliğin etkisiyle, tüketici ve reel kesim güveni son yılların en düşük seviyesine gerilemiş, başta yatırım talebi olmak üzere iç talepte de sert bir düşüş görülmüştür (Yörükoğlu, 2008: 1).

Krizlerin ortaya çıktığı ülke haricinde diğer ülkelere doğru bulaşma etkisi göstermesinde, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri de önemli bir etkidir. Örneğin dünya

piyasalarında küçük bir yere sahip ve küresel fiyatlara göre ekonomi parametreleri değişkenlik gösterebilen Türkiye, Kore, Endonezya gibi piyasalarda yaşanacak dalgalanmalar dünyanın geri kalan kısmını ciddi derecede etkileyebilir. Ancak ABD veya Almanya gibi ülkeler küresel fiyat oluşumlarını etkileyebilecek ölçüde büyük ekonomilere sahip olduklarından, kendilerinden kaynaklanacak değişimler olumlu veya olumsuz, görece olarak küçük olan ülkelere doğru kolayca yayılabilmektedir.

Uluslararası düzeyde gerçekleşen mal, hizmet ve faktör hareketleri ekonomik şokların küresel bazda bulaşma göstermesinde etkili olmaktadır. Küresel sistem içerisinde ekonomileri önemli bir yer kaplamayarak diğer gelişmiş piyasa hizmet ve faktör piyasalarına bağlı faaliyet gösteren her ülke ekonomisi, diğer ülkelerdeki olumsuz etkilerin yayılma süreci ile karşı karşıyadır (Kibritçioğlu, 2010: 5).

Kibritçioğlu (2006)' ya göre krizin Türkiye ve diğer gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelere yayılması için her zaman var olan mevcut potansiyel bulaşma kanalları şunlardır:

1. Aşırı-riskli varlık ticareti kanalı (birinci finans kanalı)
2. Kredi Kanalı (ikinci finans kanalı)
3. Ticaret Kanalı
4. Yatırım Kanalı
5. Genel güven azalışı

İlk olarak belirtilen birinci finans kanalının krizin Türkiye'ye bulaşmasında hemen hemen hiç etkili olmadığı söylenebilir. Bunun sebebi ise; finans piyasalarının diğer gelişmiş ekonomilere nazaran daha az gelişmiş olması ve bu nedenle karışık türev ürünlerinin ticaretinin yapılmıyor olmasıdır. Ancak bu kanal Yunanistan, İrlanda, İspanya ve Portekiz gibi diğer AB ülkelerini ciddi derecede etkilemiştir (Kibritçioğlu, 2010: 7).

Kutay (2010)'a göre Türkiye'nin krizden etkilendiği temel kanal kredi kanalıdır. Özellikle 2003-2007 arası dönem tüm dünyada likidite bolluğunun yaşandığı bir dönem olmuştur. Bu süreçte Türkiye piyasaları da likittir. Türkiye ekonomisinde

görülen büyümenin nedeni ülke içi tasarruf oranının yüksek olmamasına rağmen, yurt dışı tasarrufların iç piyasalarda yatırıma yönlendirilmiş olmasıdır. Ancak, küresel krizle birlikte tüm dünyada likidite hızla azalmış ve kredi muslukları kapanmıştır. Bu durumda Türkiye'ye yönelen yabancı tasarruflarda iç piyasalardan çekilme eğilimi göstermiştir.

Türkiye'nin etkilendiği bir diğer kanal ise dış ticaret kanalıdır. Türkiye'nin toplam ticareti içerisinde AB üyesi ülkelerin önemli bir payı bulunmaktadır. Küresel krizin kendisini en sert bir şekilde hissettirdiği coğrafya da Avrupa kıtası olduğu için ve AB'nin de 2009 yılında %4 - %4,5 arasında küçülmüş olması Türkiye'nin bu ülkelere yaptığı ihracatı olumsuz yönde etkilemiştir. Çünkü AB ülkelerinde ki olası durgunluk ve reel gelir kayıpları ciddi bir dış talep azalmasına neden olmuştur (Kutay, 2010:4).

Krizin Türkiye'ye bulaşma kanallarından dördüncüsü ise yatırım kanalıdır. Belirsizlik ortamlarında en hızlı olumsuz etkilenecek kalemlerden birisi doğrudan yabancı yatırımlar olmaktadır. Bu olumsuz ekonomik ortamın hane halkı psikolojisi ve bekleyişlerinde neden olacağı bozulma ile birlikte özellikle dayanıklı tüketim mallarında hızlı bir daralma süreci yaşanmaktadır (Tepav, 2009: 3). Türkiye'nin AB ülkeleri ile yoğun dış ticaretinin olması vesilesi ile bu ülkelerdeki birçok büyük bankanın iflas etmesi, bu bankalar ile ilişkide olan Türkiye'deki yatırım sahiplerini de etkilemiştir.

Türkiye'nin küresel krizden etkilendiği beşinci kanal ise, artan risk algısı ile birlikte piyasalara ve kurumlara yönelik azalan güven ortamının tüketici ve yatırımcı davranışlarını olumsuz etkilemesidir. Bu belirsizlik ortamından özel yatırım harcamalarında büyük miktarlarda düşüşler gözlenebilmektedir (Tepav, 2009: 4).

Küresel kriz, finansal krizlerin bulaşma etkisine, birçok ülkeyi doğrudan veya dolaylı etkilemiş olması bakımından en iyi örnek olarak gösterilebilir. ABD'de yaşanan krizin piyasalarda yarattığı istikrarsızlık, batan bankalarla birlikte kendini gösteren işsizlik artışı, kredi piyasasının daralması ve reel ekonomide de beklenen daralma, sadece ABD'yi değil, tüm dünyayı etkilemiştir. Küresel daralma, birçok ülkede büyümenin düşmesi ve işsizliğin artması olarak kendini göstermiştir. Çalışmanın

bundan sonraki kısmında da ABD’de meydana gelen krizin en çok etkilediği birtakım ülkeler ve bu ülkelere doğru bulaşma etkileri incelenecektir.

İngiltere de krizin etkisi ile zayıflayan bazı bankalar en büyük rakipleri tarafından satın alınmıştır. Satın alınmayan birtakım büyük bankalara da İngiliz hükümetince el konulmuştur. İngiliz hükümeti bankaları kurtarmak için ek teminatlar açıklamak zorunda kalmıştır. Bu kapsamda bankalardaki mevduatların teminat limitleri artırılmıştır. İngiltere de ülkenin en büyük bankalarına batmamaları adına sermaye desteği sağlamak zorunda kalmıştır (Erdönmez, 2009: 91).

Bazı bankaların uluslararası düzeyde faaliyet göstermeleri ve birçok ülkede şube ağının bulunması, krizin etkilerinin ticaret yaptıkları ülkelere de bulaştırmaları anlamına gelmektedir. Kamulaştırmaya örnek olarak Türkiye’de de faaliyetleri bulunan Fortis bank gösterilebilir. Hollanda ve Belçika sermayeli bankanın %49’u bu süreçte kamulaştırılmıştır. Belçika, Fransa ve Lüksemburg devletleri Dexia bankı kurtarmak için paket hazırlamışlardır. Bankanın ilgili dönemdeki 90 milyar Euro civarındaki riskli aktiflerine Belçika, Fransa ve Lüksemburg hükümetleri garantör olmuştur (<http://tr.euronews.com>, 2011). Bunun dışında Fransa hükümeti de kendi ekonomisinde krizin etkilerini azaltmak için kurtarma planı açıklamıştır.

G-20 zirvesinden sonra bankaların daha sağlam temellerde faaliyetler gösterebilmesi için bir deklarasyon yayınlanmıştır. Özellikle küresel finans krizinin, Latin Amerika ülkelerine bulaşıcılık etkisi göstermesi noktasında yaşanan bazı finansal olaylar yayınlanan deklarasyonda şu tespitlere yer verilmiştir (www.bbc.co.uk, G-20 Declaration, 2008).

Meksika Merkez Bankası kredi piyasalarının sağlıklı işlemesi için 11 milyar dolar tutarında bono alacağını belirtmiştir. Ayrıca, yatırımcıların uzun dönem bonolardan çıkmalarını önlemek için merkez bankası 3,7 milyar dolar tutarında swap işlemiyle sabit faizli uzun dönemli bono faizleri yerine değişken faiz imkanı getirilmiştir. Amerikan Merkez Bankası Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur’un para birimlerini dolara çevirmeleri için 30’ar milyar dolar tutarında swap hattı açmıştır. IMF’nin Ukranya ve Macaristan ile sırasıyla 16,6 milyar dolar ve 15,7 milyar dolar tutarında ekonomik destek programı üzerinde anlaşmaya varıldığı açıklanmıştır. Brezilya’da Banco Itau Holding Financeira SA and Uniao de Bancos Brasileiros SA birleşme kararı almıştır. Brezilya merkez bankası 24 Eylül’den bu yana piyasalara 46,1 milyar dolardan fazla sermaye enjekte etmiştir. Brezilya’da 13 milyar doları aşan bir kurtarma paketi açıklamıştır.

Küresel kriz bulaşma etkisini İzlanda ekonomisi üzerinde de göstermişti. Bu süreçte hükümet ülkesindeki en büyük birkaç bankaya el koymak zorunda kalmıştır. Kamulaştırılmayan diğer bankalara yönelik te diğer Avrupa birliği ülkelerinde görüldüğü gibi ek kurtarma paketleri sağlanarak krizin etkileri azaltılmaya çalışılmıştır.

İrlanda hükümeti kriz sürecinde bankalarda ki mevduatlara sınırsız devlet garantisi getirmiştir. Bu süreçte ülkenin en büyük 3 bankasına kredi desteği sağlanmasına karar verilmiştir (Balcı, 2008).

Avrupa bankacılık sistemi de 2008 yılı son çeyreğine doğru krizden ciddi şekilde etkilenmeye başlamıştır. Avrupa da faaliyet gösteren uluslararası birçok bankanın ilgili ülke hükümetleri tarafından kurtarılması gerekmiştir. Avrupa'ya krizin bulaşma süreci İngiltere'de Northern Rock'ın kamulaştırılmasıyla başlamıştır. (Erdönmez, 2009:86) Para piyasalarında başlayan bu kriz küresel bir boyut kazanarak hızlı bir şekilde yayılmış, ABD ve Avrupa'da likidite sıkıntısı yaşanmasına neden olmuştur. Merkez bankaları likidite ve ödeme gücü çeken kurumların sorunlarına çözüm bulmak için para arzını artırma yönünde olağanüstü gayret göstermişlerdir. Faiz oranlarında indirim gidilmiş, hükümetler bir çok kurtarma paketi açıklayarak krizin bulaşıcılık etkisini önlemeye yönelik değişik politika araçlarını uygulamaya koymuşlardır (Özel,2005: 30).

G20 ülkeleri tarafından yayınlanan deklarasyona göre Küresel finansal kriz kronolojisi kapsamında Asya ülkelerinde yaşanan olaylar aşağıdaki şekli ile belirtilmiştir (www.bbc.co.uk., G-20 Decleration, 2008)

Küresel Finansal Kriz çerçevesinde Asya ülkelerinde oluşan bulaşıcılık etkisi dolayısı ile Güney Kore hükümeti Kore bankalarının dışarıdan yabancı para cinsinden temin ettiği yaklaşık 100 milyar dolar tutarındaki krediyi, 30 Haziran 2009'a kadar devlet garantisi altına aldığını açıkladı. Bu arada bankalara 30 milyar dolarlık likidite imkânı temin edileceğini ve KOBİ'ler için Kore Kalkınma Bankası'na 750 milyon dolarlık bir kaynak aktarılacağı açıklanmıştır. Yeni Zelanda, İsveç Merkez Bankası İngiltere merkez bankası Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını düşürmüştür. Çin Merkez Bankası faiz indirmiştir.

Bütün bu ve benzeri gelişmeler ABD de yaşanan bir krizin sınır komşusu olmasa bile diğer ülkelere bulaşabileceğinin acı bir tecrübesi olarak karşımıza çıkmış ve dünya ülkeleri bunu yaşamıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
KÜRESEL KRİZİN BULAŞMA ETKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

3.1. FİNANSAL KRİZLERİN BULAŞICILIĞINA YÖNELİK LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

3.1.1. Genel Değerlendirme

Bir ekonomide ortaya çıkan ve birden çok ekonomide eş-zamanlı olarak ya da süreç içinde zamanla etkisini gösteren finansal krizler, oldukça yoğun miktarda araştırmaya konu olmuştur. Çalışmanın bu kısmında, finansal krizlerin bir ülkeden diğerine ya da ülkeler arası birden çok ülkenin benzer değişkenler altında etkileşimini ele alan bir takım araştırmalardan elde edilen bulguların özet bir sunumuna yer verilmektedir.

Yapılmış ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlar ışığında, finansal krizlerin bulaşma etkisi, ilgili çalışmalarda analize tabi tutulmuş değişkenler ışığında somut bir değerlendirme imkanı verecektir.

3.1.2. Finansal Krizlerin Aktarımına İlişkin Yapılmış Ampirik Çalışma Örnekleri

3.1.2.1. İlgili Yurtdışı Literatür Örnekleri

Hwang, In ve Kim (2010), DCC-GARCH modelini kullanarak 38 ülke verileri ile ABD subprime krizinin uluslararası hisse sentleri piyasası üzerine etkisini incelenmişlerdir. Çalışma ile krizin sadece gelişmiş piyasalarda değil gelişmekte olan piyasalarda da etki gösterdiği gözlemlenmiştir. Çalışmada ülke derecelendirme notlarının da ABD subprime krizinin ülkelere bulaşıcılığı üzerinde etkisinin olduğu görülmüştür. Olumlu ve olumsuz değerlendirme notları krizin yayılması üzerinde etki sahibidir.

Bu çalışmanın iki amacı vardır. Birincisi ABD subprime krizi sırasında bir bulaşmanın varlığını belirlemek, ikincisi ülke kredi notu haberlerinin, ABD subprime krizi sırasında diğer ülke borsa getirileri üzerindeki etkisini incelemektir.

15 gelişmiş ülke ve Türkiye ile birlikte 23 gelişmekte olan ülke açısından analiz yapılmıştır. ABD subprime krizi 3 farklı Pazar segmentinde incelenmiştir. Veriler TF

datastream küresel sermaye endeksleri veri tabanından hisse senedi endeksleri alınarak elde edilmiştir. Veriler iki farklı kriz dönemini kapsayacak şekilde 1 Ocak 2005 den 31 Ağustos 2009 arası (ABD subprime kriz dönemi) ile 1 Ocak 1996 ile 31 Aralık 2003(Doğu asya krizi) arası dönemler baz alınmıştır. ABD subprime krizinin ve Doğu Asya Krizinin bulaşıcılık etkisi farklı dönemler bazında analiz edilerek karşılaştırma yapılmıştır.

ABD subprime kriz dönemi 1 Ocak 2005 ile 31 Temmuz 2007 sakin dönemi ve 1 Ağustos 2007 ile 31 Ağustos 2009 arası kargaşa dönemi olarak iki alt dönem bazında incelenmiştir.

Doğu asya krizi de kendi içerisinde 1 Ocak 1996 ile 1 Temmuz 1997 sakin, 2 Temmuz 1997 ile 31 Aralık 2003 kargaşa dönemi olarak iki alt dönem bazında incelenmiştir. Çünkü 2 Temmuz 1997 de Tayland bahtı devalüe olmuştur.

Veriler ülke seviyesi, bölge seviyesi ve Pazar gelişim durumlarına göre 3 parçadan oluşur. Ülke verileri 38 ülke için derlenmiştir. Bölge verileri Asya , Avrupa, Avustralya ve Latin Amerika olmak üzere 4 bölge olarak alınmıştır. Pazar gelişim durumlarına göre de gelişmiş ve gelişmekte olan pazarlar olarak 2 grupta incelenmiştir. Tüm endeksler dolar cinsinden ve günlük kapanış fiyatları üzerinden alınmıştır. Hisse senedi verileri perşembeden perşembeye haftalık olarak kapanış verileri alınmıştır.

Analiz sonuçlarına göre Doğu Asya krizi dönemlerinde veri alınan ülkelerde endeks getirileri farklılık arzetsse de ABD subprime krizi döneminde bütün bölge düzeyinde endeks getirilerinin negatif olduğu görülmüştür. Asya ve Avustralya Avrupa ve Latin Amerika bölgesine göre subprime kriz dönemimde daha sakin bir dönem geçirdiği söylenebilir. Doğu Asya krizi ile karşılaştırıldığında kriz dönemlerinde ABD ve bölge düzeyinde subprime krizinin ülke hisse senetleri getirileri arasındaki korelasyon, doğu Asya krizi döneminden daha büyük olmuştur.

Doğu Asya krizi döneminde gelişmekte olan ülkeler hisse senedi getirileri arasındaki korelasyon daha fazla olmuş, ABD subprime krizi döneminde de gelişmiş ülkeler hisse senedi getirileri arasındaki korelasyon fazla olmuştur.

Daha önceki yapılan çalışmalara göre S&P kredi derecelendirme kuruluşunun notları diğer kuruluşlara göre daha fazla etki yapmaktadır. Kredi notunun krizin yayılmasına etkisini analiz için en yüksek not AAA ile en düşük not SD/D arasındaki her bir +1 ve -1 not için bir değer kaydedip ülkelerin ilgili dönemlerdeki kredi notlarındaki değişim analiz edilmiştir.

Bulunan sonuçlara göre ABD subprime krizi erken dönemlerde bulaşma yolu ile sonraki dönemlerde de sürü davranışı ile krizin diğer ülkelere geçişi olduğu söylenebilir. Buna kanıt olarak da krizin sadece gelişmiş piyasalarda değil gelişmekte olan piyasalarda da görülmüş olmasıdır. bulaşma etkisi ABD subprime krizinde Doğu Asya krizine göre daha şiddetli olmuştur.

Naoui, Liouane ve Brahim (2010), Dinamik Koşullu Korelasyon modelini kullanmıştır. Bu model iki veya daha fazla varlık arasındaki ilişkileri inceleme de elverişlidir. 03 ocak 2006 ile 26 şubat 2010 dönemi arası S&P 500 Amerikan hisse senedi piyasası getirileri ve diğer piyasaların aynı dönemdeki getirileri arasında korelasyon incelenmiştir. Bu çalışmada veri alınan ülkeler krizin kaynağı ABD ile birlikte 6 gelişmiş ekonomi ve krizden etkilenen 10 gelişmekte olan piyasa olmuştur. Gelişmiş ekonomiler: ABD, Fransa, Almanya, Hollanda, İngiltere, İtalya, Gelişmekte olan ekonomiler; Hindistan, Hong Kong, Malezya, Kore, Çin, Singapur, Brezilya, Meksika, Arjantin, Tunus olarak veri alınmıştır.

Tüm veriler fr.finance.yahoo.com web sitesi veri tabanından elde edilmiştir. Veriler iki alt dönem bazında incelenmiştir. 3 ocak 2006 ile 31 temmuz 2007 arası dönem kriz öncesi ve 31 temmuz 2007 ile 26 şubat 2010 arası dönem kriz dönemi olarak incelenmiştir. Kriz öncesi dönem için toplam 390 gözlem kriz dönemi içinde 684 gözlem dizisi alınmıştır. Kriz başlangıcı Horta, Carlos, Mendes ve Vieira'nın çalışmalarından referans alınmıştır.

Analiz Sonuçlarına göre S&P 500 ve diğer 5 gelişmiş piyasa kriz döneminde %80 oranında karşılıklı bağımlılığı ortaya koymuştur. Brezilya, Meksika ve Arjantin,

ABD ile yüksek dinamik koşullu korelasyon sunar. Hindistan, Malezya ve Singapur %50 korelasyon sunar. Çin, Hong Kong, Kore ve Tunus da zayıf dinamik koşulu korelasyon olduğu gözlemlenmiştir.

Baur (2011), 25 büyük gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için ve 10 sektör bazında küresel mali krizin bulaşıcılığını hisse senetleri piyasası açısından incelemiştir. Ülkeler ve sektörler arasındaki finansal bulaşıcılık, finans sektörü hisse senetleri, mali sektör hisse senetleri ve reel sektör hisse senetleri arasındaki getiriler bağlamında analize tabi tutulmuştur. Analiz sonuçlarına göre sağlık, telekomünikasyon ve teknoloji gibi bazı sektörlerin küresel krizden daha az etkilendikleri ortaya çıkmıştır.

Çalışmada finansal krizin bulaşıcılığını analiz etmek için şu yöntemler kullanılmıştır. İlk önce Global Finansal krizi temsil edecek uzun dönemli finansal olaylar belirlenir. İkincisi krizin potansiyel kaynaklarını oluşturan aşırı oynaklık gösteren rejimleri belirlemek için volatilité tespit edilir. Bu volatilité krizin kaynağının tanımı, krizin başlangıç ve bitiş tarihleri gibi farklı dönemlerin elde edilmesini sağlar. Üçüncü olarak her iki aşama için ortak zaman aralığı belirlenir. Son aşamada Model bütün kriz periyodlarının sınıflandırılması, sonuçların hassasiyeti ve bütün kriz dönemlerinin sınıflandırılması için bulaşıcılığı test eder. Bu tahmin Asimetrik GARCH modeli ile yapılmıştır.

31.07.2007-01.03.2009 yılları arasında 3 alt örneklem dönemi boyunca farklı endeks getirileri modele uygulanmıştır. Bunlar Dünya toplam hisse senedi endeksi, Dünya finans sektörü endeksi ve ABD mali sektör hisse senedi endeksidir. Çalışmada 4 farklı test uygulanmıştır.

1. Toplam hisse senedi piyasasında ki bulaşma
2. Finansal sektördeki bulaşma
3. Reel ekonomi sektörünün global finansal bulaşıcılığı
4. Reel ekonomi sektörünün yurtiçi finansal bulaşıcılığı

Veriler 25 ülke için sektör hisse senedi endeksleri ve toplam hisse senedi endeksleri içi salıdan salıya haftalık kapanış fiyatlarını içermektedir. Veriler thomson

finansal veri akışından alınmıştır.

Analiz sonuçlarına göre 25 ülkeden 18'inin kriz dönemlerinde ortak hareket ettiği görülüyor. Buda hisse senetleri piyasasında bir bulaşmanın varlığından söz ettirebilir. Küresel mali krizin hisse senetleri piyasası arasında ve mali sektör hisse senetleri arasında güçlü bir bulaşma etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır.

Kazi vd. (2011), 2007-2009 küresel krizin ABD ve 16 OECD ülkesindeki bulaşıcılık etkisini incelemiştir. 2002-2009 hisse senetleri verilerine göre Dinamik Koşullu Korelasyon GARCH modeli uygulanmıştır. 17 Ülkenin verileri kendi borsa veri tabanlarından alınmıştır. Çalışma iki farklı dönem baz alınarak incelenmiştir. Birincisi kriz öncesi dönemi diğeri de kriz dönemidir. 02/01/2002 ile 01/06/2009 arası dönemde DCC GARCH modeli kullanılarak analiz yapılmıştır.

Analiz de 01/10/2007 dönemine denk gelen kırılma noktasını bulmak için Bai ve Perron's testi kullanılmıştır. Bu kırılma noktası finansal krizi yansıtmaktadır. İlgili ülkelerdeki belirtilen dönemlerde hisse senetlerinde incelenen hareketlerin kırılma noktasından sonra ortak bir şekilde düşüş gösterdiği gözlemlenmiştir. Bu durum da aslında finansal krizlerin bulaşıcılık etkisi olduğuna dair bir delil olarak gösterilebilir

Imen ve Rim (2012), 2007 Subprime Krizi sırasında söz konusu olan bulaşma olgusunu incelemiştir. Araştırmalarında “Dinamik Koşullu Korelasyon GARCH (DCC – GARCH) Modeli’ni kullanan Imen ve Rim (2012), Korelasyon Testi ile bulaşma etkisini belirlemeye çalışmışlardır.

11.03.2005 – 31.07.2010 arasını kapsayan döneme ilişkin hisse senedi piyasalarının verilerinden hareket edilen çalışmada, DCC – GARCH Analizi ile ve piyasaların getirileri neticesinde ortaya çıkan dinamik korelasyon artışı çerçevesinde Meksika, Arjantin, ABD, Fransa, Almanya, İngiltere, İtalya, Malezya, Japonya, Çin ve Singapur üzerindeki subprime krizi etkilerini ve bulaşma derecelerini incelemiştir. Araştırma kapsamında Tunus ve Mısır pazarları da, istisnai piyasalar olması bakımından ele alınmıştır.

Araştırmada, “saf bulaşma” tanımlaması kullanılarak, kriz esnasında piyasalar arasındaki bağlantıların belirlenmesine yönelik olarak hareket edilmiştir. Bu kapsamda ABD temelli söz konusu olan saf bulaşma etkisinin, özellikle Arjantin, İngiltere, Malezya ve Japonya ekonomileri üzerinde gerçekleştiğini belirlemişlerdir.

Horta, Mendes vd. (2008), ABD subprime krizinin G7 gelişmiş ülkeler ve Portekiz hisse senedi piyasalarında bulaşma etkilerinin varlığını araştırmayı amaçlamışlardır. Kriz öncesinden kriz dönemine geçişte her bir Pazar ve ABD arasındaki bağlantıların nasıl gerçekleştiğinin analiz edilmesinde kapula modelleri kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre Kanada, Japonya, İtalya, Fransa ve İngilterede bulaşıcılık etkisi Almanya ya göre daha fazla görülmüştür. Kanada ise bulaşmanın en yüksek yoğunlukta görüldüğü ülke olmuştur.

Analiz kriz öncesi dönem ve kriz dönemi olarak iki farklı dönem bazında yapılmıştır. Kriz öncesi dönem 1 Ocak 2005 tarihinden 1 Ağustos 2007 tarihi arası olarak alınmıştır. Kriz dönemi de 1 Ağustos 2007 den başlayarak 29 Şubat 2008 tarihi arası dönem olarak alınmıştır. İlgili dönemlerdeki borsa veri endeksleri toplanmıştır. Veri olarak Yerel para cinsinden G7 ülkeler için Morgan Stanley Capital International endeksleri (MSCI) günlük kapanış verileri kullanılmıştır.

Kriz öncesi ve kriz dönemi olarak her bir ülke endeksi ile ABD endeksi arasındaki bağımlılık ölçülmeye çalışılmıştır. ABD-Almanya, ABD- Kanada, ABD-Fransa, ABD-İtalya, ABD-Japonya, ABD-İngiltere piyasaları karşılıklı analize tabi tutulmuştur.

Analiz sonuçlarına göre %10 anlamlılık düzeyinde 5 piyasada bulaşmanın varlığı tespit edilmiştir. Bunlar Kanada, Japonya, Fransa, İtalya ve İngilteredir. Almanya için daha zayıf bulgular elde edilse de bulaşmanın olduğu hipotezi reddedilememiştir. Kanada ise krizin odağına yakın bir pazar olarak bulaşmanın en yüksek seviyede görüldüğü yer olmuştur.

Kenourgios, Christopoulos vd. (2013), 2007-2009 küresel krizin farklı bölgeler arasında birden fazla varlık piyasasında bulaşma etkisini araştırmışlardır. 6 Farklı piyasa çeşidinden veriler alınmıştır. Bunlar, Hisse senetleri, Tahviller, Mal (Hammadde), Gemi Ticareti, Döviz Kuru, Gayrimenkul verilerindeki günlük değişimler alınmıştır.

Veri Olarak alınan 6 farklı piyasa için şunlar söylenebilir. Hisse senetleri anlamında, BRIC, gelişmekte olan Asya ülkeleri, Gelişmekte olan Latin Amerika ülkeleri, Gelişmekte olan Avrupa ülkeleri, Gelişmiş Pasifik Ülkeleri, Gelişmiş Avrupa ülkelerinin toplam hisse senedi endeksleri alınmıştır. Tahvil anlamında, 10 yıllık Almanya ve 20 yıllık Brezilya tahvil endeksleri alınmıştır. Mal (emtia) anlamında, S&P 500 Goldman Sachs Emtia endeksi verileri alınmıştır. Gemi Ticareti anlamında Baltık kuruyük endeksi alınmıştır. Döviz kurları anlamında TWEI Ticaret ağırlıklı borsa endeksi alınmıştır. Gayrimenkul anlamında MSCI gayrimenkul yatırım ortaklığı endeksleri alınmıştır. ABD hisse senetleri piyasası ve ABD gayrimenkul piyasası bulaşmanın kaynağı olarak kabul edilmiştir. Bu endekslerin değişimi ile ilgili veriler küresel bir bakış açısı yakalanmasını sağlayacağı ifade edilmiştir.

ABD hisse senetleri piyasası ve ABD Gayrimenkul piyasası diğer tüm piyasalar ile kriz öncesi ve kriz döneminde karşılaştırılmıştır. 2000-2007 arası kriz öncesi dönem, 2007-2009 dönemi de kriz dönemi olarak ele alınmıştır. Kriz öncesi dönem 29 Şubat 2000 ile 31 Temmuz 2007 arası, kriz dönemi 1 Ağustos 2007 ile 5 Mayıs 2009 arası dönem gözlemlenmiştir. Kriz döneminin uzunluğu resmi veri kaynaklarından elde edilen önemli mali ve ekonomik haberler ve olaylardan yola çıkarak belirlenmiştir. Bu çalışma ile Global finansal krizin küresel varlık piyasalarına asimetric bir yayılma mekanizması olduğu yönünde literatüre katkı sağlanmıştır.

Analiz için AG-DCC GARCH modeli kullanılmıştır. Bu model güçlü negatif şoklar sırasında bulaşmanın varlığını ortaya koymada uygundur. Bu çalışmada kullanılan model diğer çalışmalarda kullanılmamıştır. Ayrıca geniş bir varlık piyasaları veri seti sunması açısından da önemlidir.

Analiz sonuçları ABD hisse sentleri piyasası, Emlak piyasası, Mal piyasası ile Brezilya tahvil piyasası endeksleri arasında bulaşma mekanizmasını belirten korelasyon olduğunu göstermiştir. Sonuçta sakin ve kargaşa dönemlerinde gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasında artan bağlantılar bulunmuştur. ABD hisse senedi piyasası kriz döneminde diğer bölgesel sermaye piyasaları ile daha düşük korelasyon içerisinde olduğu görülmüştür. ABD deki riske düşebilecek varlık yatırımları, kriz döneminde Almanya ya doğru yönelmiştir.

Syllignakis ve Kouretas (2011), Orta ve Doğu Avrupa pazarında 7 gelişmekte olan ülkenin hisse senedi piyasalarının haftalık getirileri ile değişken zamanlı koşullu korelasyon incelemek için DCC (Dinamik Koşullu Korelasyon) GARCH modelini kullanmışlardır. ABD, Almanya, Rusya hisse senedi piyasaları ile CEE (Orta ve Doğu Avrupa) ülkeleri (Çin, Estonya, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya, Slovenya) hisse senedi piyasaları arasındaki potansiyel bulaşıcılık etkilerini yakalamak için 1997-2009 dönemi haftalık veriler alınmıştır. Çalışma bize özellikle 2007 küresel kriz döneminde ABD ve Alman hisse senedi getirileri ile CEE ülkeleri hisse senedi getirileri arasında ki koşullu korelasyon da istatistiksel olarak anlamlı bir artış olduğunu göstermiştir. Yerli ve yabancı parasal değişkenlerin yanı sıra döviz kurlarında ki hareketlerin de koşullu korelasyon üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Bu çalışma 2007- 2009 mali kriz dönemindeki veriler kullanılarak CEE hisse senedi piyasaları için kullanılan ilk çalışma özelliğini de taşımaktadır. Çalışmada Rus borsasının CEE ülke borsaları üzerinde sınırlı etkisinin olduğu anlaşılmıştır. 2004 yılında Avrupa birliğine CEE ülkelerinin katılımı, artan finansal liberalleşme, CEE hisse senedi piyasalarında yabancı yatırımcı paylarının artması gibi nedenler, krizlerin bulaşma etkisini daha da artırmıştır. Ekim 2008 de Alman pazarında oynaklığın önemli ölçüde yükseldiği korelasyonun tarihi seviyelere çıktığı görülmüş, dolayısı ile finansal krizin zirve noktasına ulaştığı tarih olarak belirlenmiştir.

3 Ekim 2007 ile 13 Şubat 2009 arası dönemde 7 yeni AB ülkesinin haftalık hisse senetleri fiyat endeksleri edinilmiştir. Veriler ülkelerin kendi yerel borsa verilerinden toplanmıştır. Alman ve ABD piyasa verileri de bölgede küresel aktör olmaları nedeni ile

alınmıştır. Rusya pazar verilerinin dahil edilmesinin birkaç nedeni vardır. Öncelikle Rusya CEE bölgesinin en büyük pazarıdır. Bunun yanında Rusya bölgede doğrudan yatırımın önemli bir kaynağı, önemli ticaret bağlantıları ile bölgenin ekonomik ve siyasi gücü olmaya devam etmektedir.

Tüm ulusal hisse senedi fiyat endeksleri yerel para birimi cinsinden ve haftalık kapanış fiyatları baz alınarak toplanmıştır. Verilerin kaynağı International Datastream'dir. ABD-Rusya ve Almanya CEE ülkeleri ile ayrı ayrı dinamik korelasyon ilişkileri incelenmiştir.

Mollah, Zafirov vd. (2011), 2006-2010 dönemi için USD cinsinden günlük MSCI endeksleri kullanarak iki soruna çözüm bulmaya çalışılmışlardır. Birincisi bulaşma finansal kriz esnasında mı olmuştur? İkincisi, ABD krizi tetikleyip küresel pazarlara doğru tırmandırmış mıdır? Araştırma sorularına çözüm bulabilmek adına DCC-GARCH ve VEC modeli kullanılmıştır.

Araştırma sorulara cevap bulabilmek adına çoklu yaklaşım modeli benimsemiştir. İlk olarak ülke endeksleri arasındaki korelasyon doğasını belirlemek için Angle ve Sheppard modeli kullanılmıştır. DCC-GARCH modeli ABD ve dünya pazarları arasındaki ilişki ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkilerin dinamik doğasını yakalamak adına kurulmuştur. Üçüncü olarak VEC modeli bulaşma sonuçlarının doğrulamak için Johansen prosedürü çerçevesinde uygulanmıştır.

Çalışmada 31 Ocak 2006 ile 31 Aralık 2010 arası dönemi kapsayan günlük veriler alınmıştır. Eylül 2008 küresel mali krizin başlangıcı olarak kabul edilmiştir. Gerçek kriz dönemi 1 Eylül 2008 ile 31 Aralık 2009 arası kabul edilmiştir. Tüm veriler Datastream (veri akışı) den elde edilmiştir. Tüm ülkeler için ABD doları cinsinden günlük MSCI endeksleri kullanılmıştır.

Bu çalışmanın benzer çalışmalara göre literatüre katkısı 2 yönde olmuştur. İlk olarak diğer çalışmalardan daha geniş bir örneklem alınmış ve haftalık veriler yerine günlük veriler kullanılmıştır. Günlük veriler haftalık verilere göre bulaşma ekşisini daha

belirgin teyit edebilir. İkinci olarak bulaşma etkisinin varlığını test etmek için çoklu yaklaşım kullanılmıştır.(DCC-GARCH ve VECM). Diğer çalışmalarda ağırlıklı olarak tek bir yöntem kullanılmaktadır.

Çalışma kapsamında 12 adet Batı Avrupa Ülkesi, 8 adet Doğu Avrupa Ülkesi, 4 adet Kuzey ülkesi, 12 adet MENA ülkesi(TR dahil), 4 adet Afrika ülkesi, 9 adet Güney ve Merkez Asya ülkesi, 7 Adet Asya Pasifik Ülkesi, 3 adet Kuzey Amerika Ülkesi, 5 adet Güney Amerika ülkesi alınmıştır.

Ampirik sonuçlar son küresel krizin bulaşma varlığını göstermektedir. Bölgesel ortak faktörler kullanılarak DCC-GARCH ve VEC modelleri ile ABD nin krizin tetikleyicisi konumunda olduğu da kanıtlanmıştır.

Samarakoon (2010), küresel krizin bulaşıcılığı ile ilgili birtakım sorulara cevaplar aramıştır. Bu sorular, ABD finansal krizi esnasında dünya piyasalarındaki hisse senetlerinde meydana gelen düşüşler bulaşmaya kanıt mıdır? ABD krizi esnasında bir bulaşma görülmüşse bunun büyüklüğü ne kadar olmuştur? Sakin dönemler de ve kriz dönemleri arasında bulaşıcılık yönüyle nasıl bir fark vardır? şeklindedir.

Bu sorulara cevap bulabilmek adına kriz dönemlerinde şokların etkisini tahmin edebilmek için gelişmekte olan ve öncü piyasalar bağlamında kapsamlı bir örneklem kullanılarak model oluşturulmaya çalışılmıştır. Çalışma literatüre bazı noktalar da önemli katkıda bulunur. İlk büyük katkı çapraz pazarlar arasında karşılıklı bağımlılık ve bulaşmanın ayırt edilmesi için basit bir çerçeve geliştirir. İkinci katkısı ABD mali krizi sırasında ortaya çıkan sınır pazarları arasında ki karşılıklı bağımlılık ve yayılma derecesine ampirik katkı sağlar.

Bu çalışmada ABD, gelişmekte olan piyasalar ve öncü piyasalar için ABD doları cinsinden fiyat endekslerini kullanılmıştır. Ekvator, Endonezya ve Vietnam hariç tüm piyasa endeksleri Bloomberg den elde edilmiştir. Ekvator verileri datastreamden, Endonezya ve Vietnam verileri MSCI'dan elde edilmiştir. ABD için S&P 500 endeksi kullanılmıştır.

Çalışmada 04.01.2000 ile 09.03.2009 arası dönemde 22 gelişmekte olan piyasa ve 40 gelişmiş piyasa için toplam 62 ülkenin günlük piyasa endeksleri kullanılmıştır. Gelişmekte olan ve gelişmiş piyasa ayrımı S&P 500'ün Mayıs 2009 sınıflandırmasına göre yapılmıştır. Çalışmada yer alan 23 piyasa kısmen aynı zaman diliminde bulunmaları itibari ile ticaret ve işlem saatleri anlamında kısmen örtüşmektedir. Özellikle Asya, Afrika, Orta doğu ve Doğu Avrupa da bulunan 39 piyasada ABD ile işlem saatleri örtüşmeyen piyasa olarak isimlendirilmiştir.

Çalışmada ABD den dış pazarlara, dış pazarlardan da ABD ye doğru şokların transferini tahmin etmek adına VAR modeli kullanılmıştır. Çalışmaya göre ABD den gelişmekte olan piyasalara doğru şokların transferi, gelişmekte olan piyasalardan ABD ye doğru olan transferden daha kuvvetli değildir. Sakin dönemlerde Asya ülkelerinden ABD ye herhangi bir etki görülmez iken kriz dönemlerinde ABD'yi ciddi oranda etkiledikleri görülmüştür. ABD finansal krizi gelişmiş piyasalara gelişmekte olan piyasalardan daha fazla kriz dönemlerinde bulaşıcılık etkisi göstermiştir. Bu çalışma, Gelişmekte olan piyasalarda ABD şoklarına karşı büyük hisse senetleri düşüşü görülmesi, bulaşmadan ziyade karşılıklı bağımlılık ilişkisinden kaynaklandığı sonucunu ortaya çıkarmıştır

Aloui, Aissa vd. (2011), ABD ile birlikte seçilmiş bazı gelişmekte olan ülkelerde mevcut küresel krizin boyutları ve bulaşma etkileri incelenmiştir. ABD ve BRIC ülkelerinin günlük getiri verileri kullanılarak BRIC ve ABD piyasaları arasında bağımlılık ölçülmeye çalışılmıştır.

Piyasalar arasında karşılıklı bağımlılığın zamanla değişen derecelerini ölçmek için, kapulaların ve aşırı değer teorisinin kombinasyonuna dayalı ampirik bir yöntem kullanılmıştır. Çalışmada bu yönde aşırı değer tabanlı GARCH ve EVC-GARCH modelleri kullanılmıştır. 2004- 2009 dönemi arası ABD ve 4 gelişmekte olan piyasa örnekleminde piyasalar arası karşılıklı bağımlılık ilişkisini incelemek adına kapula yaklaşımı kullanılmıştır.

Veriler ABD ile birlikte 4 gelişmekte olan ülke Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin

(BRIC) piyasa endekslerinden oluşmaktadır. Tüm veriler günlük bazda ABD doları cinsinden 22 Mart 2004 ile 20 Mart 2009 arası MSCI toplam getiri endekslerinden oluşmaktadır. Ampirik sonuçlara göre Brezilya ve Rusya için Çin ve Hindistan'a göre emtia fiyatları üzerinden ABD ile daha kalıcı ve yüksek bir bağımlılık ilişkisi olduğu söylenebilir.

Morales ve Andreosso (2014), 3 farklı ekonometrik model kullanarak dünya çapında bir çerçevede bulaşma etkisinin analizini yapmaya çalışmışlardır.

İlk önce (Dow Jones Sanayi ve S&P 500 endeksi) ABD hisse senetleri piyasasından kaynaklı bulaşıcılık etkilerini belirlemek amacıyla 58 hisse senedi piyasasında geniş bir yelpazede analiz yapılmıştır. İkinci olarak, Dünya hisse senetleri piyasaları arasında karşılaştırmalı bir analiz yapılarak davranış kalıpları açısından farklılığı belirlemek amacıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar açısından incelemede bulunulmuştur. Bunun içinde referans olarak G20 sınıflandırması kullanılmıştır.

Dünya ekonomileri Amerika, Avrupa, Asya ve Afrika olarak 4 ana bölgeye ayrılmıştır. Çalışma da Hisse senetleri piyasaları da 6 ana bölgede incelenmiştir. Afrika Piyasaları, Asya Piyasaları, Orta doğu pazarları, Amerikan Piyasaları, Doğu Avrupa Piyasaları, ve Avrupa piyasalarıdır. Günlük düzeltilmiş hisse senedi verileri her ülke için Datastream den sağlanmıştır.

Analiz edilen dönem Ocak 2003 ile Mayıs 2009 aralığı olmuştur. Kriz olmayan dönem ve kriz dönemi olarak iki farklı dönemde inceleme yapılmıştır. Kriz dönemi Ekim 2007 ile Mayıs 2009 arası dönem olarak seçilmiştir. Kriz olmayan sakin dönemde Ocak 2003 tarihinden itibaren Eylül 2007 ye kadar olan dönem olarak belirlenmiştir.

Çalışma da aynı periyot ve her seri için ADF ve Philip-Perron testleri uygulanmıştır. Bir takım temel testler ve zaman serisi özellikleri tespit edikten sonra bulaşma analizi uygulamak için 3 farklı model kullanılmıştır. İlk model Forbes ve Rigobon (2002) modeline dayalı olmuştur. İkinci model borsa getirileri ile AR-GARCH kullanılarak zaman serileri artıkları üretiminden oluşur. Üçüncü Model AR-GARCH

modelinden elde edilen bakiyeleri dikkate alır.

Sonuçlara göre Dow Jones sanayi endeksi verilerine bakılarak Afrika bölgesinde Mısır ve Kenya için bulaşmanın varlığından söz edilemez. Bu sonuçlar enteresandır ki forbes ve rigobon modeline göre bulaşıcılık için bir kanıt bulunamamıştır. Model 2 ve 3 ten elde edilen sonuçlara göre de Mısır bulaşmanı tespit edildiği tek ülke olmuştur. Sonuç olarak Afrika pazarında bulaşma etkisini açıklamaya yardımcı olacak kuvvetli bir durum belirlenememiştir.

Asya pazarları için ABD hisse sentleri piyasasından türemiş bir bulaşıcılık etkisine dair birçok kanıt bulunmuştur. Avusturya, Hong Kong, Hindistan, Filipinler ve Tayland için Dow Jones sanayi endeksinden kaynaklı bir bulaşma görülememiştir. Avustralya, Hong Kong, ve Japonya için S&P 500 endeksi kaynaklı bir bulaşmaya dönük kanıt bulunamamıştır. Model 2 ve 3'e göre Hindistan hariç genel olarak bulaşma etkisine dönük kanıt bulunamamıştır. S&P 500 endeksi kaynaklı 2. ve 3. Modele göre Tayland ve Endonezyada bulaşıcılık etkisine yönelik kanıt bulunmuştur.

Sonuçlara göre GARCH modeli bulaşıcılık etkisini test etmektedir. Asya bölgesi verilerine göre ABD hisse senetleri piyasaları ile Singapur piyasası arasında korelasyon görülmektedir. Bu sonuçlara göre ABD hisse senetleri piyasasında görülecek bir şok doğrudan singapuru etkileyecektir. Singapurda bölgenin en gelişmiş piyasası konumundadır. Dolayısı ile Singapur ABD hisse senetleri piyasasında görülecek şoku diğer ülkelere transfer eden bir konumdadır.

Ortadoğu bölgesinde sadece İsrail pazarında ABD hisse senetleri piyasasından kaynaklı bir bulaşma etkisi varlığı tespit edilmiştir. Bölgenin geri kalanında ABD tarafından etkilenmiş bir şok görülememiştir. Amerika bölgesi için Model 1'e göre Kanada, Brezilya, ve Peru için Dow Jones ve S&P 500 endeksi için bulaşıcılık etkisi saptanmıştır. Kolombiya ve Meksika içinse S&P 500 endeksi için bulaşıcılık etkisi saptanmıştır. Venezuela için her iki ABD endeksi içinde bulaşıcılık etkisi saptanmamıştır. Ayrıca Kanada, S&P 500 endeksi için bulaşıcılık kaynağı olarak tespit edilmiştir. Model 3 sonuçlarına göre Arjantin, Şili, Kolombiya,ve Meksika da bulaşıcılık etkisinin görülmesi

açısından her iki ABD endeksi için de tutarlı sonuçlar elde edilmiştir. Dolayısı ile bu sonuçlara göre Latin Amerika bölgesi bulaşıcılık etkisine daha duyarlı bir bölgedir.

Doğu Avrupa bölgesi için Çek Cumhuriyeti, Hırvatistan, Macaristan, Romanya, Slovenya, ve Ukrayna için Model 1 e göre bulaşıcılık etkisi görüldüğünü söyleyebiliriz. Model 2 baz alındığında Dow Jones endeksine göre Ukrayna ve Slovenya da bulaşıcılık etkisi görülemedi. S&P 500 endeksine göre de Ukrayna dışındaki bütün ülkelerde bulaşıcılık etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Model 3 e göre bir karşılaştırma yapıldığında da Macaristan, Romanya, Türkiye bulaşmaya yönelik kanıt bulunan ülkeler olmuştur. Dow Jones sanayi endeksi kaynaklı bulaşıcılık etkisi incelendiğinde, Çek Cumhuriyeti, Polonya, ve Romanyada krizin yayılma etkisi görülmektedir. Bu bölgede S&P 500 endeksinin Dow Jones endeksine göre daha etkili olduğu görülmektedir.

Çelik (2012), ABD subprime krizi esnasında bazı gelişmiş ve gelişmekte olan pazarlarda döviz piyasaları arası finansal bulaşıcılığı test etmeyi amaçlamıştır.

Literatürde bulaşıcılık etkisi ağırlıklı olarak hisse senetleri piyasaları üzerinden incelenmiştir. Bu çalışmada döviz piyasaları üzerinden bulaşıcılık etkisinin incelenmesi diğer çalışmalara göre farklılık arz etmektedir. Döviz piyasalarının kullanılmasının sebebi dünya üzerinde en likit varlık olması ve tüm dünya da 24 saat işlem gören bir piyasa olması sebebiyledir.

Veri kümesi, seçilmiş ülkelerin günlük ABD doları cinsinden yerel para birimini içerir. ABD ile birlikte toplam 20 ülke bazında veri kümesi oluşturulmuştur. ABD dışında 10 Gelişmekte olan 9'da gelişmiş ekonomi örneklem alınmıştır. Veri seti dönemi 01.03.2005 ile 31.08. 2009 arası dönem seçilmiştir. Bu dönem kriz öncesi ve kriz dönemi olarak iki farklı periyotta incelenmiştir. Kriz öncesi dönem 03.01.2005- 16.07.2007 arası, kriz dönemi de 17.07.2007 ile 31.08.2009 arası dönem alınmıştır. Analiz Kriz öncesi dönem, Kriz dönemi ve Toplam dönem bazında yapılmıştır. Türk lirası başına ABD doları cinsinden verileri TCMB den elde edilmiştir.

Çalışmada bulaşma varlığını tespit etmek için DCC-GARCH modeli

uygulanmıştır. Analiz sonucunda gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların çoğunluğunda bulaşma etkisi tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre subprime krizi sadece gelişmekte olan piyasalara değil gelişmiş piyasalara da bulaşmıştır. Benzer yapılan çalışmalara göre Brezilya, Kore, Malezya, Meksika, Singapur da bulaşıcılık etkisi tespit edilmiş olup, Çin ve Tayvanda bu etki görülememiştir.

Dungey (2009), bir referans dönemi için para ve sermaye piyasaları endeksleri arasındaki etkileşimleri incelemeyi amaçlamıştır. Veri kümesi datastream den alınmış, 5 ülkeyi kapsayan büyük hisse senedi endeksleri ve 3 aylık para piyasası oranlarından oluşur. Seçilen ülkeler ABD, İngiltere, Avrupa, Japonya ve Avustralya'dır. ABD ve İngiltere krizden ilk ciddi etkilenen ülkelerdir. 30 Haziran 2007 ile 30 Eylül 2008 arası FTSE %26, S&P 500'de %22 oranında düşüşler görülmüştür.

Bu çalışmada uzun süreli gizli faktör yaklaşımı modeli kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre En fazla Avustralya da en az da Japonya da bulaşıcılık etkileri görülmüştür.

Nikkinen, Saleem vd. (2013), ABD subprime krizinin diğer ülkelere iletimini çok değişkenli GARCH analizi kullanarak incelemişlerdir. BRIC ülkeleri finansal ve endüstri sektörleri hisse senetleri üzerine krizin bulaşma derecesi incelenmiştir. Çalışma da ABD subprime krizinin kriz dönemi ve tüm dönem bazında bütün BRIC ülkeleri üzerinde bir yayılma etkisi gösterdiğine yönelik kanıtlar bulunmuştur.

Çin sanayi sektörü hariç, Brezilya, Rusya, ve Hindistan sanayi sektörü hisse senetleri üzerinde bulaşıcılık etkisi gözlemlenmiştir. Sonuçlara göre ABD ve BRIC ülkeleri hisse senetleri piyasaları arasında doğrudan bağlantı olduğu görülmektedir. Rusya ve Hindistan hisse senetleri piyasasının BRIC ülkeleri arasında en fazla krizden etkilenen ülkeler olduğu görülmüştür.

Çalışmada analiz 3 parçaya bölünerek yapılmıştır. Kriz öncesi dönem Ocak 2000 ile Temmuz 2007 arası, Kriz dönemi, Ağustos 2007 ile Ağustos 2008 arası, Kriz sonrası dönem Eylül 2008 ile Aralık 2009 arası dönemlerdir.

Kriz öncesi dönem için ABD finansal ve sanayi sektörü hisse senetleri piyasası Hindistan ve Rusya sanayi ve finansal sektör hisse senetleri piyasalarını etkilemiştir. Çalışmada johansen eş bütünleşme testi kullanılarak pazarlar arasındaki uzun vadeli ilişki incelenmiştir. Ayrıca Granger nedensellik testi uygulanarak iki piyasa arasındaki etkiler incelenmiştir. ABD subprime krizinin hisse senetleri piyasası ve sektörel endeksler arasındaki yayılma derecesini araştırmak üzere iki değişkenli GARCH - BEKK modeli kullanılmıştır.

Veriler ABD hisse senedi piyasası için datastream, finansal ve sanayi sektöründen elde edilmiştir. BRIC ülkeleri içinde ilgili ülkelerin hisse senetleri piyasaları sanayi ve finansal sektörlerinden veriler alınmıştır. Ocak 2000 ile Aralık 2009 arasında 2609 veriden oluşan bir veri seti vardır. Günlük toplam getiri endeksleri kullanılarak dört çift akıllı model tahmin edilmektedir. Bunlar ABD-Brezilya, ABD-Rusya, ABD-Hindistan ve ABD-Çin'dir.

Horta, Mendes vd. (2009), NYSE (New York Stock Exchange) Euronext grubunun Avrupa Hisse senetleri piyasalarına ABD subprime krizinin bulaşma etkisini 3 test ile araştırmışlardır. İlk test ilgili hisse senetleri piyasaları endeksleri üzerinde bulaşma varlığını değerlendirir. İkinci test bulaşma yoğunluğunun homojenliğini kontrol eder. Üçüncü test finans ve sanayi sektör endekslerinin bulaşıcılığını karşılaştırır. İlk iki test uluslararası çeşitlendirmenin potansiyel faydalarını analiz etme de kullanışlıdır. Bazı pazarlar veya sektörler etkilenmez yada bazıları diğerlerinden daha belirgin ya da fazla etkilenir. Üçüncü test tarafından sağlanan bilgiler bu açıdan da yararlıdır.

Sonuçlar bulaşmanın varlığını ve hisse senetleri piyasalarının çoğunda aynı derecede hissedildiğini göstermektedir. Aynı zamanda yatırımcılar sanayi sektörü endekslerine finansal krizin yayılmasını tahmin etmektedirler.

Çalışmada Capula modelleri kullanılmış olup, aynı Subprime kriz ve kriz öncesi dönemde ABD ve diğer hisse senetleri piyasaları arasındaki bağımlılık yapılarını analiz eder. Kapula rastgele değişkenler arasındaki bağımlılığı modelleyecek fonksiyonlar da

kullanılır. Bu çalışmada da kapula modelleri Ocak 2005 ile Nisan 2008 arası Küresel, Sanayi ve finansal endeksler veri alınarak, NYSE Euronext grubu içinde Avrupa hisse senetleri piyasasına US subprime krizinin bulaşıcılığının test edilmesi için kullanılmıştır.

Belçika sanayi firmalarını temsil eden hisse senedi endeksi hariç geri kalan bütün küresel ve sektörel endekslerde bulaşma belirtileri anlamlı bir şekilde görülmektedir. ABD ve Portekiz küresel endeks için, ABD ve Fransa sanayi endeksi için istatistiksel anlamlılığı zayıf görülmektedir. İlk test ile ortaya farklılıklar çıksa da ikinci test global endeksler arasında bulaşma yoğunluğu açısından istatistiksel anlamlı farklar olduğunu gösterir ve böylece krizin aynı güçle tüm hisse senedi piyasalarını etkilediği görülür. Üçüncü test finansal ve sanayi sektörleri arasında eşit yoğunlukta bir bulaşmanın varlığını göstermektedir.

Bu çalışmada geliştirilen ampirik değerlendirmeler nispeten daha alışılmadık bir metodoloji ile yapılmıştır. Çalışma subprime krizinin birkaç ay içinde ülkelerin finansal sektör endekslerine yayıldığını ortaya koymuştur. Fransa endeksi ABD ile Hollanda ve Belçika ya göre en fazla korelasyona sahip ülke endeksi olduğu ortaya çıkmıştır. Portekiz ise bu ülkelere göre en az bağımlı endeks olmuştur. Üç testin sonucuna göre Belçika hisse senetleri piyasası sanayi endeksi hariç diğer tüm hisse senetleri piyasalarında ABD subprime krizinin bulaşma etkisi görülmüştür.

Yi Lee (2012), 20 uluslararası hisse senedi endeksini kullanarak ABD subprime mortgage krizinden sonra uluslararası piyasalarda bir bulaşma etkisi olup olmadığını incelemiştir. Bulaşma etkisinin varlığını incelemek için korelasyon katsayılarına dayalı varyans önyargıları kullanmıştır. ABD ve diğer 20 uluslararası günlük hisse senedi endeks getirileri arasındaki korelasyon araştırılmıştır. ABD hisse senetleri piyasası baz alınarak Mortgage krizinden sonra hisse senetleri piyasaları arasında ki ortak hareketlerde bir artış olup olmadığı incelenmiştir.

Örnekleme dönemi iki periyoda ayrılmıştır. Kriz öncesi dönem 12 ay (23 Temmuz 2006 ile 22 Temmuz 2007 arası), Kriz dönemi 6 ay (23 Temmuz 2007 ile 22 Ocak 2008 arası) olarak alınmıştır. İstikrarlı dönem kriz öncesi dönem olarak, kargaşa dönemi de kriz

sonrası dönem olarak tanımlanmıştır.

Bulguların güvenilirliğini sağlamak için kargaşa dönemi de üç bölüme ayrılmıştır. 1 aylık kısa vadeli kargaşa dönemi (23 Temmuz 2007- 22 Ağustos 2008), 3 aylık orta vadeli kargaşa dönemi (23 Temmuz 2007- 22 Ekim 2007), 6 aylık uzun süreli kargaşa dönemi (23 Temmuz 2007-22 Ocak 2008).

Çalışmada kullanılan veriler Tayvan ekonomi dergisi (TED) uluslararası hisse senedi endeksleri veri tabanının dan alınmıştır. Çalışmada model olarak Forbes ve Rigobon tarafından önerilen Korelasyon Katsayısı yöntemi kullanılmıştır. Büyük uluslararası krizin etkilerini göstermek için kullanılan bu yaklaşım uluslararası varlık getirileri arasındaki korelasyon değişimi olup olmadığını değerlendirmektedir.

Çalışmada hisse senedi endeks getirilerinin çapraz pazar korelasyonu sakın dönem de ve kısa süreli çalkantı döneminde karşılaştırılmıştır. Şili, Almanya, Filipinler ve Singapur dışında, ABD ve diğer ülkeler arasında kısa süreli kargaşa dönemindeki çapraz pazar koşullu korelasyon sakın dönemden daha geniş çıkmıştır.

Sonuçlara göre alınan örneklem dönemlerine göre 1 aylık periyotta 6 (Kanada, Kore, Hong kong, Avustralya, Yeni Zelenda) hisse senedi piyasasında, 3 aylık periyotta 9 (Kanada, Arjantin, Japonya, Kore, Hong Kong, Tayvan, Malezya, Avustralya, Yeni Zelenda) hisse senetleri piyasalarında, 6 aylık periyotta 5 (Çin, Hong Kong, Tayvan, Avustralya, Yeni Zelenda) hisse senetleri piyasasında bulaşma etkisi gözlemlenmiştir. Bu ülkelerden de Hong Kong, Tayvan, Avustralya ve Yeni Zelenda en çok bulaşmaya maruz kalan yerler olmuştur.

Naoui, Khemiri vd. (2010), finansal bulaşıcılığı incelenmeyi amaçlamışlardır. Örneklem olarak 1 Ocak 2005 ile 1 Temmuz 2010 arası 10 adet gelişmekte olan piyasa hisse senedi getirileri alınmıştır. Veriler örneklem alınan ülkelerin borsa endeks getirilerinden oluşmaktadır ve Yahoo-France veri tabanından elde edilmiştir. Haftalık borsa endeksleri kullanılarak ülke başına 290 gözlem alınmıştır. Bunlardan 136'sı kriz öncesi döneme ait 154'ü kriz dönemine ait gözlemlerdir. Analiz yapılan dönem kriz

öncesi 01.01.2005 ile 31.07.2007 arası ve kriz dönemi 01.08.2007 ile 01.07.2010 olarak ikiye ayrılmıştır.

Sonuçlara göre gelişmekte olan piyasa getirilerinin (Arjantin, Brezilya, Kore, Hong-Kong, Endonezya, Malezya, Meksika, Singapur, Tayvan) Shangai piyasası hariç Subprime krizi esnasında anlamlı koşullu korelasyon gösterdiği ortaya çıkmıştır. Yine ampirik sonuçlara göre ABD den Arjantin, Brezilya, Kore, Hong-Kong, Malezya, Meksika, ve Singapur’a doğru bir saf bulaşama varlığından söz edilebilir.

Bekaert, Ehrmann vd. (2011), 55 ülke için ülkelerin hisse senedi sanayi portföylerine 2007-2009 finansal krizinin aktarımı incelenmişlerdir. Küresel ve yerel faktörler çerçevesinde varlık fiyatları kullanılarak krizin etkileri tahmin edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada küresel finans sektöründen ve ABD piyasalarından sistematik bulaşma kanıtı bulunmuştur, fakat etkileri çok küçük düzeydedir. Buna rağmen bireysel yurtiçi hisse senedi portföylerine yurtiçi hisse senedi piyasalarından önemli ve sistematik bulaşmalar olmuştur.

Krizlerin transferini küreselleşme ölçüsüne bağlayan küreselleşme hipotezi bu çalışmaya göre reddedilir. Bunun yerine piyasaların ve yatırımcıların kriz döneminde kendine özgü, ülkeye özgü davranış sergileyen “uyandırma çağrısı hipotezi” kabul edilmiştir. Çalışmada varlık fiyatlama modeli kullanılmıştır.

Küresel sermaye piyasasının ortak hareket etmesi beklenen varlık fiyatlama modellerine bir kriter belirlemeye yönelik 3 faktör belirlenmiştir. Bunlar ABD spesifik faktörü, Küresel finansal faktörü ve yurtiçi faktörüdür.

1 Ocak 1995 ile 15 Mart 2009 örneklem dönemi olarak seçilmiştir. 415, ülke sermaye portföyü için 725 adet haftalık gözlem alınmıştır. 7 ağustos 2007 kriz başlangıcı olarak alınmıştır, ancak Lehman Brothers’ın çöküşü olan 15 Eylül 2008 de alternatif bir başlangıç noktası olarak analizin sağlamlığı açısından alınmıştır.

Çalışma bulgularına göre küresel bazda ABD hisse senedi piyasalarından küresel

hisse senedi piyasalarına sistematik bulaşmaya dönük çok az kanıt bulunmuştur. Bunun yerine yurtiçi hisse senedi piyasalarından tek tek bireysel hisse senedi portföylerine bulaşma olduğu tespit edilmiştir.

Cherif ve Gammoudi (2012), ABD Subprime krizinin Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) hisse senedi piyasalarında ki subprime krizinin bulaşma etkisini incelemeyi amaçlamışlardır. 2005-2011 döneminde ABD hisse senetleri piyasaları ve MENA hisse senetleri piyasaları arasındaki uzun dönemli ilişkilerde davranış değişikliklerini ve karşılıklı bağımlılık ilişkilerini incelemek için korelasyon katsayıları ve eş bütünleşme yöntemi kullanılarak analiz yapılmıştır.

Örnekleme MENA ülkelerinin günlük kapanış borsa endeks fiyatlarından alınmıştır (Fas, Mısır, Kuveyt, Katar, Suudi Arabistan, Tunus, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri ve ABD). Tüm endeksler Thompson Finansal veri akışından elde edilmiştir.

Analiz yapılabilecek iki alt dönem belirlenmiştir. Birinci dönem 15.03.2005-15.09.2008 arası Kriz öncesi sakin dönem, İkinci dönem 16.09.2008 ile 31.12.2011 arası kriz dönemi olarak alınmıştır. MENA hisse senedi piyasalarında bulaşıcılığı test etmek için birinci aşamada Forbes ve Rigobon tarafından önerilen kısa süreli bağımlılığı vurgulamak amacıyla heteroskedastik düzeltilmiş korelasyon benimsenmiştir. Kısa süreli analize ek olarak ABD ve MENA ülkeleri hisse senedi piyasaları arasındaki uzun süreli ortak hareketleri incelemek için ko-entegresyon testleri uygulanmıştır.

Sonuçlara göre MENA bölgesinin genelinde bulaşma varlığı görülmüştür. Bunun yanında Kuveyt, Ürdün ve Tunus hisse senetleri piyasalarında kısa süreli çeşitlendirmeler yapılmasında fayda olduğu gözlemlenmiştir. Körfez işbirliği Konseyi hisse senedi piyasalarının uzun vadede uluslararası hareketlere karşı daha savunmasız olduğu görülmüştür. Fas, Mısır ve Tunus Hisse senedi piyasalarının uzun süreli dış şoklara karşı daha fazla bağımsızlık kazandığı söylenebilir.

Dooley ve Hutchison (2009), ABD de yaşanan Subprime krizinin gelişmekte olan ülkelere aktarımını incelemişlerdir. ABD şoklarının gelişmekte olan ülke CDS lerine

iletiminin nasıl olduğu incelenmiştir. CDS: Bir yatırımcının elindeki bonoları garanti altına almak için bir prim ödemesi durumudur. Bir başka deyişle değerli kağıtları sigortalama yöntemidir.

Analiz için veri kaynağı olarak, Saint Louis Federal Rezerv Bankası Tarafından yayınlanan önemli olaylar için zaman çizelgesi ve Bloomberg tarafından yayınlanan olaylar zaman çizelgesi kullanılmıştır. Bunun için 11 Gelişmekte olan piyasa seçilmiştir.

19 Ocak 2007 ile 19 Ocak 2009 arası dönemde seçilen gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin, Hisse senedi, kredi ve döviz piyasalarındaki gelişmeleri gözden geçirilmiştir. Çalışmadaki amaç ABD deki yoğun finansal çalkantı zamanlarında çıkan haberlerin gelişmekte olan ülkelerde nasıl yanıt verdiğidir. Bu amaçla seçilen ülkeler dünya coğrafyası üzerinde farklı bölgelere dağılmıştır. 5 ülke Latin Amerikada(Arjantin, Brezilya, şili, Kolombiya, Meksika), 3 ülke Asyada, (Çin, Güney Kore, Malezya) 3 ülke de diğer bölgelerden (Rusya, Güney Afrika, Türkiye) seçilmiştir.

Çalışmada ABD ekonomisi ve Finansal kriz ile ilgili önemli 15 adet haber duyurusu alınmıştır. Bu haberlerin gelişmekte olan ülkelerde ki CDS Spread leri üzerine olan etkileri analiz edilmiştir. Analiz kısmında basit regresyon metodolojisi (OLS) kullanılmıştır. Analiz sonunda tüm gelişmekte olan piyasalar için ortak olay Lehmen Brothers ‘ın iflası ile ilgili 4 haberi olmuştur. Bu önemli olay bütün ülkeler önemli ölçüde etkilemiş olup CDS puanlarını yükseltmiştir. Çinde 7, Arjantinde 100 puanlık bir artış olmuştur. Çin ve şili en az etkilenen ülkeler olup, Arjantin ve Rusya en fazla etkilenenler olmuştur. Çin hariç diğer bütün ülkeleri etkileyen ikinci haber Federal rezerv Takas düzenlemeleri olmuştur. Bu haber şilide 22 baz puan, güney körede 183 baz puanlık bir düşüşle sonuçlanmıştır.

11 gelişmekte olan ülkenin 9 unun hisse senetleri piyasaları ile ABD hisse senetleri piyasaları arasında ağustos 2008 den sonra fiyat artışları anlamında basit korelasyon olduğu görölmüştür.

3.1.2.2. İlgili Yurtiçi Literatür Örnekleri

Karaçor ve Alptekin (2006), Türkiye ekonomisinde Kasım 2000 ve Şubat 2001’de ortaya çıkan krizlerin öncü göstergeler yaklaşımı ile tahmin edilip edilemeyeceğini araştırmışlardır. Bu amaçla krize öncü gösterge olabilecek net uluslararası rezervler, ihracat, dış ticaret haddi, reel döviz kuru, M1 para arzı, M2/Reel para çarpanı, yurtiçi krediler/GSYİH, reel mevduat faiz oranları, M2/uluslararası rezervler ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinin krizlerden önce sinyal verip vermediği araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, seçilen makroekonomik değişkenlerin Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden önce sinyal verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Kök ve Kahyaoğlu (2006), Türkiye’nin finansal krize sürüklenmesinde en önemli nedenlerden biri olarak görülen yabancı para biriminden borç yükünün kriz için öncül gösterge olup olmadığını 1990 ile 2004 dönemi için aylık veriler kullanılarak araştırmışlardır. Bunun için ilk olarak döviz kuru, uluslararası rezervler ve faiz oranı değişkenleri kullanılarak kur baskı endeksi oluşturulmuş ve bu endeks modellerde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Bilanço kanalı yaklaşımında krizin nedenlerinden biri olarak gösterilen para uyumsuzluğu değişkeni döviz rezervleri ile borç stoku arasındaki farkın toplam ihracata oranı ve bu oranının yabancı para borcunun toplam borca oranı ile çarpımından elde edilmiştir. Analiz yöntemi olarak Markov rejim değişim modeli kullanılarak vade uyumsuzluğu değişkeninin işareti negatif olarak elde edilmiştir. Bu değişkenin işaretinin negatif olarak elde edilmesi Türkiye’nin kriz süreçlerini borçlanarak aştığını göstermektedir.

Barışık ve Tay (2010), içlerinde Türkiye’nin de bulunduğu dokuz gelişen piyasa ve on geçiş ekonomisinde ortaya çıkan para krizlerini panel lojistik regresyon modeli ile öngörmeye çalışmışlardır. Çözümleme sonucunda, reel döviz kuru, uluslararası döviz rezervleri, enflasyon oranı, cari işlemler açığı ve yabancı sermaye akımlarının geçiş ekonomilerinde krizleri öngörmede anlamlı sonuçlar verdiğini

belirlemişlerdir. Bununla birlikte, yurtiçi kredi hacmindeki büyüme, reel döviz kuru ve uluslararası döviz rezervleri gelişen ülkeler için krizleri öngörmeye iyi birer öncül gösterge olarak belirlenmiştir.

Gündem ve Tunç (2010), Finansal Liberalizasyon derecesinin artması ile birlikte finansal anlamda liberalizasyon derecesi yüksek olan öncü bir piyasada gerçekleşen kriz veya volatilitedeki bir değişimin görece olarak liberalizasyon derecesi düşük bir piyasayı etkileme durumunu analiz etmeyi amaçlamışlardır.

ABD’de başlayan kriz sürecinin gelişmekte olan bir piyasa olan Türkiye finans piyasası üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Bu konuda izlenecek yöntem Kanas (2000)’de uygulanan, hisse senedi piyasasındaki volatilitenin döviz kuru üzerindeki yayılma etkisinin ölçülmesinde kullanılan EGARCH modeli olarak nitelen aynı zamanda asimetric etki yani kaldıraç etkisinin de analiz edilmesinde kullanılan model olmuştur. Bunun için ABD ve Türkiye piyasalarını temsilen endeksler belirlenmiş ve bu endekslerin günlük verilerinden oluşan yüksek frekanslı zaman serileri üzerinde çalışılarak temel hipotez test edilmiştir.

Çalışma kapsamında kullanılan verilerde, borsa endekslerine ait günlük kapanış fiyatları alınarak bunların getirileri hesaplanmıştır. S&P 500 endeksine ait veriler www.finance.yahoo.com adresinden, İMKB100 endeksine ait günlük kapanış fiyatları ise Platodata veri tabanından temin edilmiştir. Veri aralığı olarak Ocak 2006 ile Mart 2010 aralığı tercih edilmiştir. EvIEWS 6 yazılım programı kullanılarak EGARCH analizinin yapıldığı bu çalışmada, bulaşma etkisi için oluşturulan modelde açıklayıcı değişken olarak S&P 500’e ait günlük getiriler belirlenmiştir. Endeks getirileri incelendiğinde 2007 yılından itibaren başlayan düşüşler gözlemlenmiştir. Son finansal küresel kriz tamamen dışsal kaynaklı olsa da Türkiye bu krizden küçümsenemeyecek derecede olumsuz etkilenmiştir. Çalışmada veri alınan S&P 500 endeksindeki volatilitenin Türkiye İMKB100 endeksine öncülük etmesi ve peşinden sürüklemesi de bu hipotezi destekler niteliktedir.

Dağgeçen (2012),’nin çalışmasında iki amacı bulunmaktadır . Bunlardan birincisi

Küresel Finansal Krizin bir sonucu olarak Yükselen Piyasa Ekonomileri'nin döviz kurları arasında bir yayılma etkisi olgusunun varlığının test edilmesidir. İkincisi ise KFK öncesinde ve sonrasında diğer YPE döviz kurlarıyla USD/TL arasındaki ilişkinin niteliğini ortaya çıkarmaktır.

Bu çalışmada MSCI EMI(Morgan Stanley Capital International -Yükselen Piyasa Ekonomileri Hisse Senedi Piyasaları Endeksi) içindeki esnek döviz kuru rejimi uygulayan ülkeler arasında en yüksek Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya (GSYİH) sahip dokuz ülke analize dahil edilmiştir. Veri seti Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Kore, Meksika, Polonya, Rusya, Türkiye ve Güney Afrika para birimlerinin 1 ABD doları karşısındaki günlük kapanış değerlerini kapsamaktadır. Veri seti 01.01.2005 ile 31.12.2011 arasını kapsamaktadır. Tüm döviz kuru serilerinin doğal logaritmaları alınmıştır. Çalışmanın veri seti Bloomberg veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir. Çalışmada döviz kuru serileri, 01.01.2005 ile 31.08.2008 arasını kapsayan kriz öncesi dönem, 01.09.2008 ile 09.03.2009 arasını kapsayan kriz dönemi ve 10.03.2009 ile 31.12.2011 arasını kapsayan kriz sonrası dönem olmak üzere üç ayrı dönem için incelenmiştir. Dönemlerin seçiminde MSCI World endeksi dikkate alınmıştır. MSCI World endeksi gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarının performansını ölçmek amacıyla tasarlanmış bir endekstir. Endekste yirmi dört gelişmiş ülkenin hisse senedi piyasası endeksleri ağırlıklandırılarak yer almaktadır.

Bu çalışmada MSCI EMI içinde en yüksek GSYİH'ye sahip dokuz ülkenin döviz kurları arasındaki ortak hareket ve diğer ülke döviz kurlarından LNTRY'ye (USD/Türk Lirası Kurunun Doğal Logaritması) yönelik bir nedensellik ilişkisi olup olmadığı incelenmiştir. Krizin etkisinin açıkça görülebilmesi amacıyla analiz VAR modeli kapsamında TY (Toda Yamamoto) prosedürü uygulanarak kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası olmak üzere üç dönem için yapılmıştır. Çalışmada ele alınan her bir dönem için ilk olarak döviz kuru serileri arasındaki uzun dönem denge ilişkisi incelenmiştir. İkinci olarak her bir döviz kurunda meydana gelen bir standart sapmalık şokların sistemdeki diğer değişkenlere nasıl sirayet ettikleri araştırılmıştır.

Analiz sonuçları kriz öncesi ve kriz dönemlerinde döviz kuru serileri arasındaki

uzun dönem ortak hareketin sınırlı olduğunu gösterirken, kriz sonrası dönemde ortak hareketteki artış göze çarpmaktadır. Üç analiz döneminde de döviz kuru serileri arasında kısa dönemde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunmuştur. Kriz sonrası dönemde döviz kurları arasındaki ortak hareketin kriz öncesi ve kriz dönemlerine göre önemli ölçüde artmış olması, yatırımcıların YPE'yi benzer risk kategorisinde değerlendirerek bu ülkelerin finansal varlıkları için ortak bir yatırım stratejisi izlemiş olmaları ile ilişkilendirilebilecektir.

Yalama ve Çelik (2009), tarafından 3 temel amaç güdülerak çalışma yapılmıştır. Birincisi Küresel kredi krizinin Amerika'dan Türkiye ye olan bulaşıcılık etkisini, İngiltere'nin bu krizin transferinde oynadığı rolü ortaya koyarak test etmektir. İkinci olarak bulaşıcılık testlerinde yaygın olarak kullanılan FR ve DFGM testlerinin sonuçlarını karşılaştırarak daha iyi model önerisinde bulunmaktır. Son olarak ta küresel kredi krizinin hangi yollarla transfer edildiğini ortaya koymaktır.

Çalışmada kullanılan veriler günlük frekansta 04.02.2005-25.03.2009 tarihleri arasındaki döneme ait İzmir Vadeli İşlemler Borsası'nda (VOB) işlem gören İMKB-30 endeks gelecek sözleşmesi, Chicago Ticaret Borsası'nda işlem gören S&P 500 gelecek sözleşmesi, Londra Uluslararası Finansal Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Borsası'nda işlem gören FTSE-100 gelecek sözleşmesi ve Osaka Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören NIKKEI-225 gelecek sözleşmesine ait getirilerden oluşmaktadır.

İMKB-30 gelecek sözleşmesine ait fiyat serileri VOB'un web sitesinden alınmıştır. İMKB-30 fiyat serileri, seçilen tarih aralığında her gün itibariyle en yakın vadeli sözleşmenin bilgilerinden oluşturulmuştur. Bir sözleşme sona erdiğinde aynı sözleşme türünden en yakın olan sözleşmenin bilgileri ile seri devam ettirilmiştir. S&P 500, FTSE-100 ve NIKKEI-225 gelecek sözleşmesine ait fiyat serileri ise Datastream'den alınmıştır. Bu verilerden Japonya (NIKKEI-225) verisi Türkiye, Amerika, İngiltere arasındaki bulaşıcılık etkisinin öngörülmesinde ilave koşullandırılan veri olarak kullanılmıştır.

Bu çalışmada krizin başlangıç tarihi olarak 17 Temmuz 2007 olarak alınırken,

krizin bitiş tarihi olarak ise ulaşılabilen son tarihli veriler olan 25.03.2009 alınmıştır. Kriz öncesi dönem olarak ise 4 Şubat 2005 seçilmiştir. Çünkü VOB verileri bu tarihten itibaren başlamaktadır ve bu tarih Amerikan para politikası konjonktürünün dönüm noktası olan 2 Temmuz 2004 sonrasındaki döneme karşılık geldiği için kriz öncesi dönem için uygun görülmektedir. Örneklem dönemi, kriz öncesi dönem (4 Şubat 2005-16 Temmuz 2007), kriz dönemi (17 Temmuz 2007-25 Mart 2009) ve toplam dönem (4 Şubat 2005- 25 Mart 2009) olmak üzere üç döneme ayrılmıştır.

Bu çalışmada, bulaşıcılığı test etmede Forbes ve Rigobon tarafından geliştirilen iki değişkenli korelasyon ve kovaryans analizleri ile Dungey, Fry, Gonzalez-Hermosillo ve Martin tarafından geliştirilen iki değişkenli beklenmeyen şok modeli kullanılmıştır.

Amerika'dan Türkiye'ye; Amerika'dan İngiltere'ye; İngiltere' den Amerika'ya; İngiltere'den Türkiye'ye; Türkiye'den Amerika'ya; Türkiye'den İngiltere'ye doğru bulaşıcılık etkisinin varlığı onaylanmıştır. FR'de 'bulaşıcılık etkisinin' varlığı yakalanamazken, DFGM yönteminde yüksek derecede bulaşıcılık etkisinin varlığının tespit edilmiştir. Küresel kredi krizinin bulaşıcılık etkisi ve bulaşıcılığın yönü belirlendikten sonra, çalışmanın bu aşamasında kredi krizinin transferi acaba hangi yolla olmuştur sorusuna yanıt aranmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda, üç ülke arasındaki ticari ilişkiler araştırılmıştır, çünkü literatürde krizlerin ticari ya da finansal yolla yayıldığına yönelik önemli bulgular vardır.

Çalışmadan elde edilen verilere göre, Türkiye, İngiltere ve Amerika'nın birbirleriyle olan ticari ilişkilerinin, diğer ülkelerle yaptıkları ticari ilişkilere kıyasla çok düşük kaldığı görülmektedir. Örneğin, Amerika'nın Türkiye ile yaptığı ihracat toplam ihracatı ile karşılaştırıldığında 2004 yılından 2009 yılına kadar olan süre içerisinde ortalama olarak %0,39 iken yine Amerika'nın Türkiye'den yaptığı ithalat rakamı ortalama olarak %0,22'dir. Bu sonuçlar Amerika'dan Türkiye'ye ticari yolla bir şok transferinin çok olası olmadığını göstermektedir. Aynı şekilde Amerika'nın İngiltere'ye olan ihracatı ortalama olarak %3.05 iken, Amerika'nın İngiltere'den ithalatı ortalama olarak %2.44'dür. Bu oranlar üç ülkenin birbirleriyle çok yakın bir ticari ilişki içinde olmadıklarını göstermektedir. Bu kapsamda küresel kredi krizinin transfer yolunun ticari ilişkilerden

kaynaklanması zayıf bir olasılık olarak göze çarpmaktadır. Küresel kredi krizinin Türkiye'ye finansal yolla transferinin olasılığı daha da artmıştır.

3.2. AMPİRİK YÖNTEM VE VERİ SETİ

3.2.1. Araştırma Hipotezi

Literatür araştırmalarında, 2007-2009 ABD küresel krizinin, incelenen ülkelerin büyük bir çoğunluğuna bulaşma etkisi gösterdiği gözlemlenmiştir. Bu çalışmanın literatür araştırmaları bölümünde değinilen araştırmalarda da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar temel alınarak araştırmanın ilk hipotezi şu şekilde ifade edilebilir.

H₁: 2007-2009 Küresel finansal krizi, örneklem alınan ülkelere bulaşma etkisi göstermiştir.

ABD küresel krizinin gelişmiş piyasalara gelişmekte olan piyasalardan daha fazla bulaşma etkisi gösterdiği sonucuna ulaşan araştırmalara literatürde daha sık rastlanılmaktadır. Çalışmanın literatür araştırması bölümünde de bu sonucu destekler şekilde detaylı yapılmış araştırma örnekleri verilmiştir. Bunun yanı sıra gelişmekte olan piyasalara doğru bulaşma etkisinin daha fazla olduğu yönünde ya da örneklem seçilen ülke gruplarında hemen hemen aynı oranda bulaşma etkisi görüldüğü sonucuna ulaşan çalışmalarda mevcuttur. Bu yönü ile yapılan çalışmaların bütünü de ortak bir sonuca ulaşmamıştır.

ABD kaynaklı 2007-2009 küresel finans kriz, sebepleri ve sonuçları itibari ile birçok araştırmacı tarafından son yıllarda yoğun bir şekilde inceleme konusu olmuştur. Bunun en önemli sebebi, krizin 1929 buhranından sonra tüm dünyada etkileri hissedilen küresel ölçekte yaşanmış en büyük kriz olarak gösterilmesidir. Krizi inceleyen araştırmalarda krizin kaynağı olarak FED kararları, Dünya genelinde görülen likidite bolluğu ile birlikte finans kurumlarının riskli yatırım alternatifleri geliştirmesi, dar gelirli bireylere subprime kredilerin verilmesi, küresel bazda talep yetersizliği vb.

birtakım sebepler gösterilmektedir. Bunların dışında birçok araştırmacı tarafından da küresel krizin ABD kaynaklı yaşanmasında daha önce yaşanmış kriz deneyimlerinden farklı olarak türev piyasaları üzerinden yapılan aşırı riskli varlık ticaretlerinin de önemli ölçüde etkisi olduğu belirtilmektedir. Türev piyasaları üzerinden yapılan bu aşırı riskli yatırım ürünlerine bakıldığında, bu ürünlerin daha yoğun olarak gelişmiş piyasa ekonomilerinde ticaret konusu olduğu görülmektedir. ABD’de ki Hedge fonları bunun en temel örneklerindendir. Literatürde bulaşıcılığı inceleyen araştırmacıların büyük bir çoğunluğu da menkul kıymetler piyasaları üzerinden bulaşma etkisini incelemişlerdir. Dolayısı ile küresel finans krizinin türev piyasaları üzerinden, daha yoğun olarak gelişmiş ekonomiler üzerinde bulaşma etkisini göstermesi beklenebilir. Bu yönüyle çalışmanın ikinci hipotezi de aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

H₂: 2007-2009 Küresel finansal krizi, üst gelir grubu ülkelere daha fazla bulaşma etkisi göstermiştir.

Çalışmanın ampirik uygulama bölümünde, her iki hipotez de test edilerek ulaşılan bulgular yorumlanmıştır.

3.2.2. Ampirik Yöntem

Çalışmada Dinamik Koşullu Korelasyon (DCC) GARCH modeli kullanılarak küresel krizin örnek seçilen menkul kıymet borsaları üzerindeki bulaşma etkisi incelenmiştir. ABD’nin S&P 500 borsa endeksi bağımsız değişken olarak krizin kaynağı olan piyasa konumunda bulunmaktadır. Bağımlı değişken olarak ise, 11 farklı ülkeye ait borsa endeksleri kullanılmıştır. Söz konusu piyasalar çalışmanın amacına uygun olarak Dünya Bankası’nın kişi başı gelir sıralamasına göre oluşturduğu gruplarından seçilmiştir. Kişi başı geliri 1,046\$ ile 4,125\$ arasında yer alan ülkeler Dünya Bankası sınıflandırmasına göre alt orta gelir gurubunda yer almaktadır. Kişi başı geliri 4,126\$ ile 12,745\$ arasında yer alan ülkeler üst orta gelir gurubunda, kişi başı geliri 12,746\$ ve daha üstünde yer alan ülkeler de üst gelir gurubunda yer alan ülkeler olarak adlandırılmaktadır ([http://data.worldbank.org / about /country-and-lending-groups](http://data.worldbank.org/about/country-and-lending-groups)). Bu seçimde ayrıca ülkelerin kendi gruplarında IMF milli gelir sıralamasına

göre ilk sıralarda yer alan ülkeler olmasına dikkat edilmiştir. Buna göre üst gelir grubuna giren ülke ve borsa endeksleri; İngiltere-FTSE, Almanya-DAX, Japonya-NIKKEI225, Rusya-RTSI ve Güney Kore-KOSPI, üst-orta gelir grubuna giren ülke ve borsa endeksleri Brezilya-BOVESPA, Türkiye-BIST100, Güney Afrika-JOHANNESBURG, Çin-SSEC; alt-orta gelir grubuna giren ülke ve borsa endeksleri Hindistan-SENSEX ve Endonezya-JAKARTA'dır.

Finansal krizler ile ilgili yapılan çalışmalarda kriz dönemleri için ortak belirlenmiş bir dönem aralığı olmadığı görülmektedir. Verilerin dağılımından yola çıkarak kriz dönemlerini belirlemeye çalışan çalışmalar olduğu gibi (Favero ve Giavazzi, 2002), eşik modeliyle (Threshold model) kriz dönemini belirlemeye çalışan çalışmalar da mevcuttur (Lowell, Neu ve Tong, 1998). Fakat bu yöntemlerin kriz dönemini belirlemede çok da tatmin edici sonuçlar ortaya çıkarmadığı 1998 Asya krizinde görülmüştür (Dungey vd., 2005). Dolayısıyla, kriz döneminin belirlenmesi literatürde tartışmalı bir hal almıştır. Birçok araştırmacı kriz döneminin belirlenmesinde krizi doğuran haberlere itibar etmeyi tercih etmiştir (Dungey, 2009).

ABD'de yüksek riskli konut kredilerinden kaynaklanan sorunlara ilişkin endişelerin artmasıyla, 2007 yılı Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmayla birlikte uluslararası piyasalardaki belirsizlikler artmış ve kredi piyasalarından kaynaklanan risk algılamaları bozulmuştur (TCMB, Enflasyon Raporu 2008-I). Dolayısı ile 2007 yılı ağustos ayından itibaren ABD ekonomisinin de görülen olumsuzluklar birçok araştırmacıyı 2007 Temmuz-Ağustos dönemini krizi başlangıcı olarak almaya yönlendirmiştir.

Yapılan çalışmalar baz alındığında, küresel krizin Temmuz 2007 de ilk sinyalini verdiği söylenebilir. 17 Temmuz 2007 Bear Stearns' in hedge fonlarının çöktüğünü açıkladığı tarihtir. Literatürde bu tarihi kriz başlangıç tarihi olarak değerlendiren çalışmalar mevcuttur (Dungey, 2009).

Hwang, In ve Kim (2010), Baur (2011), Horta, Mendes ve Vieira (2008), Kenourgios, Christopoulos ve Dimitriou (2013), Imen ve Rim (2012), Naoui, Khemiri

ve Liouane (2010), Nikkinen, Saleem ve Martikainen (2013), küresel krizin bulaşma etkisini konu alan çalışmalarda krizin başlangıç tarihini 01.08.2007 olarak almışlardır. Yine literatürde benzer çalışmalarda krizi başlangıcını Temmuz 2007 ve Eylül 2007 içerisinde bir tarih belirleyen araştırmacılarda mevcuttur. Bu çalışmaların ortak noktası kriz başlangıcı olarak belirlenen tarihin krizi doğuran haberlere itibar edilmesi ile oluşturulmasıdır. Bu çalışmalarda kriz öncesi dönem de, 05.01.2005 ile 31.07.2007 tarihleri aralığı alınmıştır. Amerikan para politikası konjonktürünün dönüm noktası olan 2 Temmuz 2004 sonrasındaki döneme karşılık geldiği için kriz öncesi dönem için bu tarih uygun görülmektedir (Yalama ve Çelik, 2009: 91).

Bu çalışmada 05.01.2005 ile 01.07.2014 dönemi; kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem olarak 3 alt döneme ayrılmıştır. Literatürde belirtilen benzer çalışmalar da referans alınarak, kriz öncesi dönem 05.01.2005-31.07.2007 tarihleri arası, kriz dönemi 01.08.2007-31.08.2009 tarihleri arası ve kriz sonrası dönem 01.09.2009-01.07.2014 tarihleri aralığı belirlenmiştir.

Söz konusu dönemlere ait günlük ülke borsa endekslerinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan endeks getirileri veri olarak kullanılmıştır. Getirilerin hesaplanmasında şu formül kullanılmıştır:

$$R_t = \log (x_t / x_{t-1}) \times 100$$

Veriler Bloomberg aracılığı ile sağlanmış olup toplam 1802 adet veri kullanılmıştır. Tüm analizler Eviews 8.1 paket programında yapılmıştır.

Aşağıdaki tablolar toplam dönem, kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler bazında hisse senedi getirileri tanımlayıcı istatistiklere ait sonuçları göstermektedir.

Tablo 3.1: Günlük Hisse Senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu
(Toplam Dönem 05.01.2005-01.07.2014)

	S&P 500	FTSE	DAX	NIKKEI	RTSI	KOSPI	SSEC	BIST100	BOVESPA	JHNSBRG	JAKARTA	SENSEX
Ortalama	0,0122	0,0082	0,0202	0,0069	0,0192	0,0196	0,0121	0,0274	0,0183	0,0337	0,0177	0,0324
Medyan	0,0400	0,0175	0,0485	0,0290	0,0490	0,0450	0,0060	0,0660	0,0285	0,0430	0,0230	0,0490
Maksimum	4,0830	4,7210	5,0330	5,1270	12,8240	4,6880	5,6240	7,5750	5,1850	5,3720	2,5230	6,9440
Minimum	- 4,1130	- 3,2550	- 3,3610	- 5,2600	- 13,9330	- 4,8520	- 5,5430	- 4,9770	- 5,2530	- 5,3550	- 3,1170	- 5,5570
Standart Sapma	0,6041	0,6000	0,6831	0,7601	1,1787	0,6890	0,8476	0,9164	0,8575	0,7104	0,3911	0,8043
Skewness	- 0,5103	0,2181	- 0,0003	- 0,5746	- 0,1697	- 0,4710	- 0,0092	- 0,1117	- 0,0456	0,2779	- 0,4148	- 0,0047
Kurtosis	10,5287	10,4905	8,5007	10,4500	28,4560	9,6007	7,7404	8,2233	7,9131	13,2203	12,4329	10,6936
Jarque-Bera	4.334,02	4.227,07	2.271,87	4.266,44	48.663,33	3.337,95	1.687,22	2.052,21	1.813,04	7.866,00	6.732,50	4.444,24
Gözlem Sayısı	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802	1.802

Toplam dönem bazında değerlendirildiğinde tanımlayıcı istatistikler tablosuna göre en düşük ortalama NIKKEI, en yüksek ortalama JOHANNESBURG borsasında görülmüştür. Maksimum getiri sonuçlarına göre en yüksek değer NIKKEI, en düşük değer JAKARTA borsasında çıkmıştır. Minimum getiri -13,9330 RTSI ile -3,1170 JAKARTA arasında değişmektedir. Standart sapma değerleri incelendiğinde en yüksek risk seviyesi RTSI’da, en düşük risk seviyesi ise JAKARTA borsasına ait çıkmıştır. Olumsuz Skewness (Çarpıklık) katsayıları serilerin sola çarpık olduğunu göstermektedir. Kurtosis (Basıklık) istatistik sonuçları da 3’den büyük olduğu için serilerin düz dağılım gösterdiğini ifade etmektedir.

Tablo 3.2: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Kriz Öncesi Dönem 05.01.2005-31.07.2007)

	S&P500	FTSE	DAX	NIKKEI	RTSI	KOSPI	SSEC	BIST100	BOVESPA	JHNSBRG	JAKARTA	SENSEX
Ortalama	0,0176	0,0238	0,0490	0,0349	0,0999	0,0663	0,1080	0,0651	0,0667	0,0689	0,0351	0,0745
Medyan	0,0430	0,0320	0,0655	0,0345	0,1170	0,0855	0,0905	0,0950	0,0795	0,1010	0,0260	0,1020
Maksimum	1,0560	1,1640	2,4770	2,1960	4,6770	2,2070	3,8840	2,9490	2,1040	2,5570	1,3390	4,4130
Minimum	- 1,5350	- 1,3890	- 1,8450	- 1,8370	- 5,3290	- 1,8590	- 4,0200	- 3,4730	- 2,9780	- 2,9100	- 2,0610	- 3,6140
Standart Sapma	0,3260	0,3554	0,4514	0,5019	0,8342	0,5519	0,8187	0,8380	0,7459	0,5468	0,3253	0,7190
Skewness	- 0,3989	- 0,1966	- 0,1126	- 0,2150	- 0,8401	- 0,2117	- 0,2234	- 0,3506	- 0,3759	- 0,4575	- 0,6738	- 0,3820
Kurtosis	4,3939	4,8351	5,2951	4,5480	10,1621	4,4313	7,5363	4,4195	4,0590	6,9091	8,8630	8,2914
Jarque-Bera	55,02	75,14	113,45	55,06	1.154,53	47,53	443,26	53,47	35,99	343,85	772,08	609,76
Gözlem Sayısı	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513

Kriz öncesi dönemde bütün ülkeler için hisse senedi ortalama getirileri olumlu görünmektedir. Bu dönemde en fazla ortalama getiri Çin, en az ABD piyasasında gözlemlenmiştir. Bu dönemde maksimum getiri sonuçlarına göre en yüksek değer

Rusya piyasasında, en düşük değer ABD piyasasında görülmüştür. Minimum getiri değerleri -5,329 Rusya ile -1,389 İngiltere arasında değişmektedir. Çarpıklık katsayıları bütün piyasalar için negatif çıkmış olup verilerin sola çarpık olduğu söylenebilir

Tablo 3.3: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Kriz Dönemi 01.08.2007-31.08.2009)

	S&P500	FTSE	DAX	NIKKEI	RTSI	KOSPI	SSEC	BIST100	BOVESPA	JHNSBRG	JAKARTA	SENSEX
Ortalama	-0,0347	-0,0249	-0,0319	-0,0560	-0,0522	-0,0167	-0,0415	-0,0143	0,0096	-0,0133	-0,0138	0,0060
Medyan	0,0220	-0,0065	0,0245	-0,0175	0,0075	0,0370	-	-0,0120	0,0435	-0,0070	-0,0135	0,0645
Maksimum	4,0830	4,7210	5,0330	5,1270	12,8240	4,6880	5,6240	7,5750	5,1850	5,3720	2,5230	6,9440
Minimum	-4,1130	-3,2550	-3,3610	-5,2600	-13,9330	-4,8520	-5,5430	-4,9770	-5,2530	-5,3550	-3,1170	-5,5570
Standart Sapma	0,9603	0,9541	0,9814	1,0976	1,9231	1,0407	1,2356	1,2414	1,2604	1,1697	0,6068	1,2602
Skewness	-0,3389	0,3836	0,2089	-0,3835	0,0585	-0,2934	0,0910	0,2883	0,0894	0,4367	-0,1515	0,1120
Kurtosis	5,9665	6,3933	6,5800	7,9831	16,9496	6,5354	5,1906	7,8900	6,0790	7,3646	7,7736	6,4847
Jarque-Bera	156,64	204,74	219,76	430,02	3,292,08	217,27	81,74	410,14	160,91	335,16	387,04	206,28
Gözlem Sayısı	395	395	395	395	395	395	395	395	395	395	395	395

Kriz döneminde hisse senedi ortalama getirileri sadece Brezilya ve Hindistan piyasalarında olumlu çıkmıştır. Maksimum getiri sonuçlarına göre en fazla değer Rusya’da en düşük değer Endonezya’da oluşmuştur. Minimum getiri sonuçları incelendiğinde -13,933 Rusya ile -3,117 Endonezya arasında değişmektedir. Çarpıklık katsayıları, S&P 500, NIKKEI, JAKARTA ve KOSPI piyasalarında negatif çıkmış olup bu veriler sola çarpıktır.

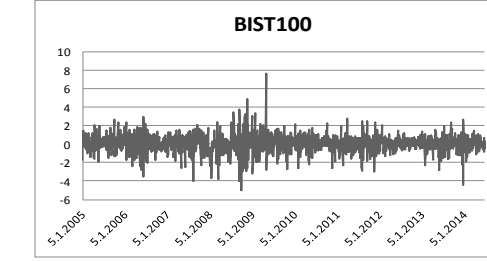
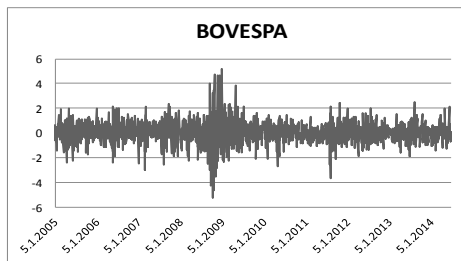
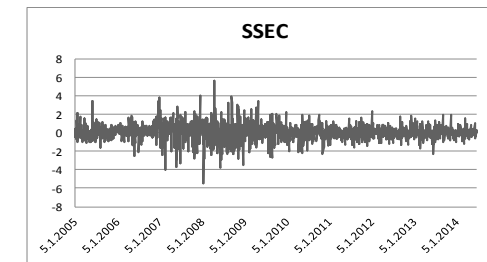
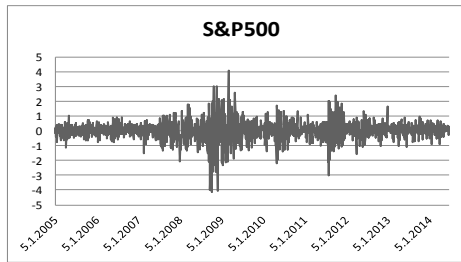
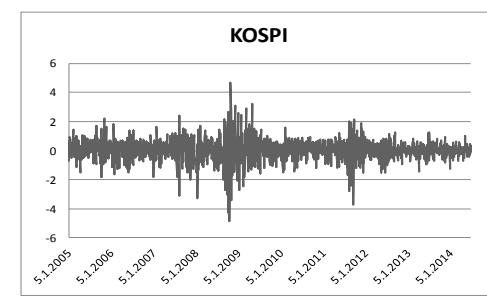
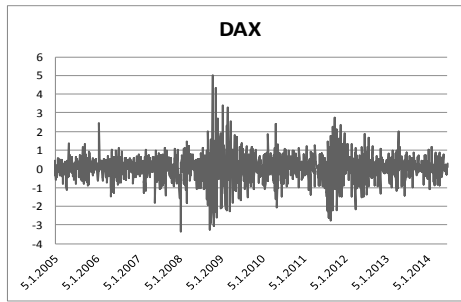
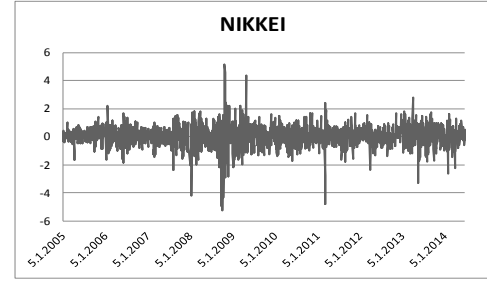
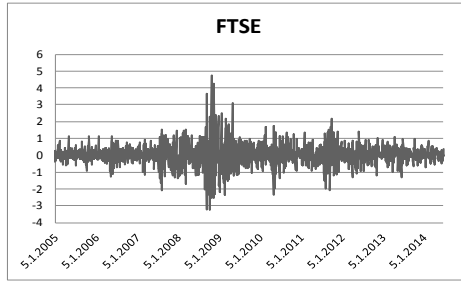
Tablo 3.4: Günlük Hisse senedi Getirileri Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu (Kriz Sonrası Dönem 01.09.2009-01.07.2014)

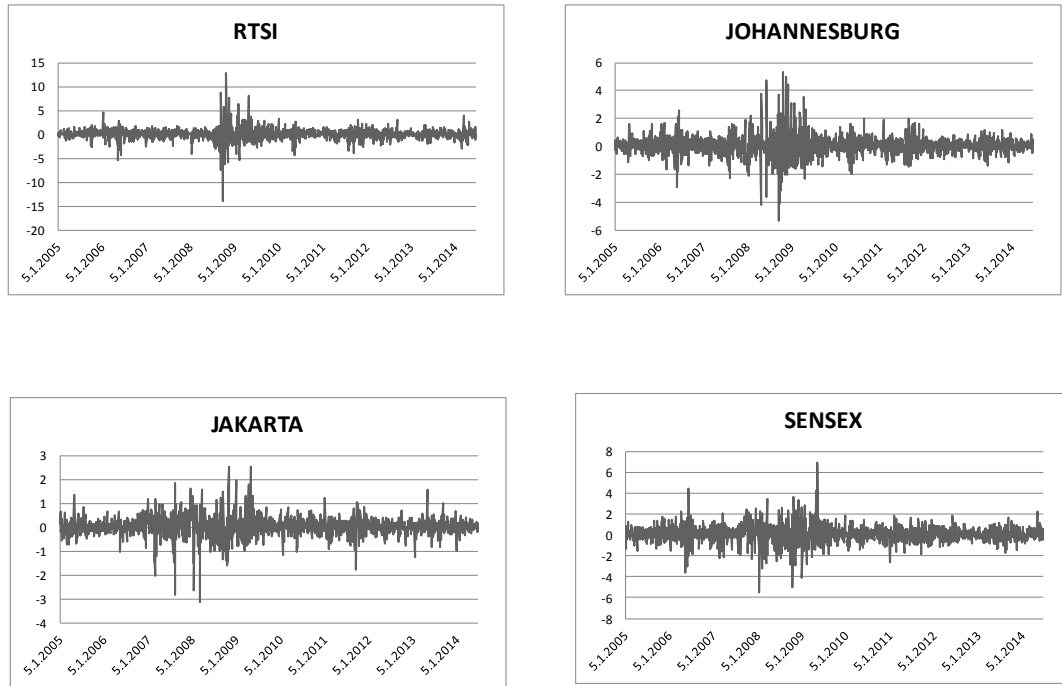
	S&P500	FTSE	DAX	NIKKEI	RTSI	KOSPI	SSEC	BIST100	BOVESPA	JHNSBRG	JAKARTA	SENSEX
Ortalama	0,0309	0,0147	0,0278	0,0199	0,0052	0,0093	-0,0193	0,0266	-0,0053	0,0351	0,0218	0,0216
Medyan	0,0410	0,0240	0,0450	0,0320	0,0130	0,0220	-0,0140	0,0650	-0,0070	0,0400	0,0270	0,0180
Maksimum	2,3940	2,2060	2,7750	2,8230	3,8610	2,1280	2,3890	2,7390	2,5350	2,0010	1,5750	2,2850
Minimum	-2,9950	-2,3480	-2,7880	-4,8440	-4,3020	-3,7210	-2,3650	-4,4350	-3,6610	-1,9920	-1,7890	-2,6180
Standart Sapma	0,5087	0,4931	0,6250	0,6915	0,8539	0,5420	0,6083	0,7715	0,6690	0,4768	0,2850	0,5375
Skewness	-0,3032	-0,1521	-0,1425	-0,5851	-0,2886	-0,6528	0,0712	-0,5646	-0,1548	-0,0406	-0,4301	0,0394
Kurtosis	7,1801	5,4517	5,6896	6,9406	5,8857	7,4128	4,8638	5,7373	4,9341	4,9873	7,7966	4,5219
Jarque-Bera	656,41	224,54	269,14	621,70	318,63	779,14	128,55	322,57	141,15	145,55	873,72	85,44
Gözlem Sayısı	893	893	893	893	893	893	893	893	893	893	893	893

Kriz sonrası dönem tanımlayıcı istatistikler tablosuna göre hisse senedi ortalama getirileri, Çin ve Brezilya piyasaları dışında olumlu çıkmıştır. Bu dönemde

Maksimum getiri değeri en fazla Rusya, en az Endonezya’da gözlemlenmiştir. Çin ve Hindistan dışında çarpıklık katsayıları negatif çıkmış olup veriler sola çarpıktır. Ülkelerin hesaplanan endeks getirileri aşağıda belirtilen şekillerde verilmiştir. Ayrıca ülke borsa endekslerinin kapanış fiyat değerleri de EK 1’de yer almaktadır.

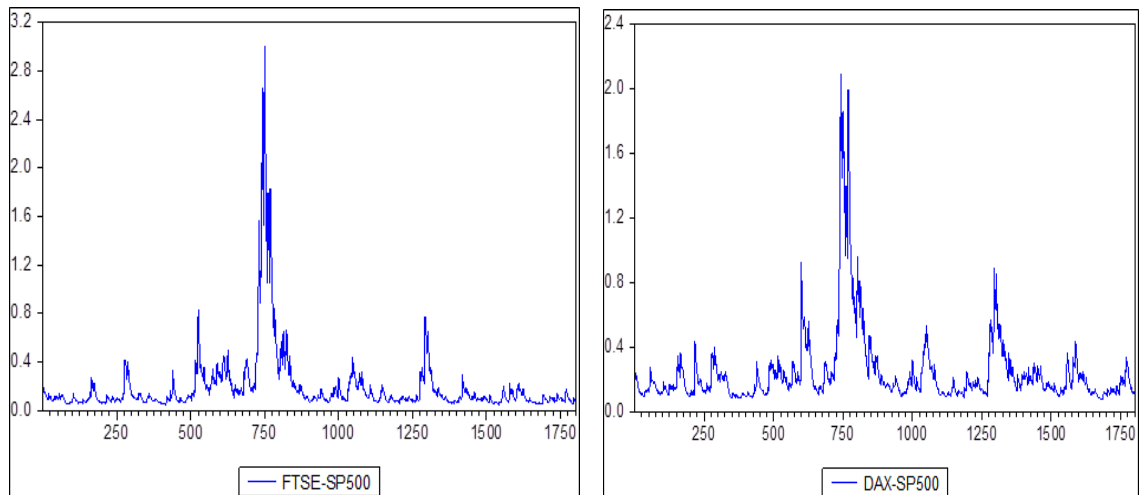
Grafik 3.1: Menkul Kıymet Borsaları Endeks Getiri Serileri

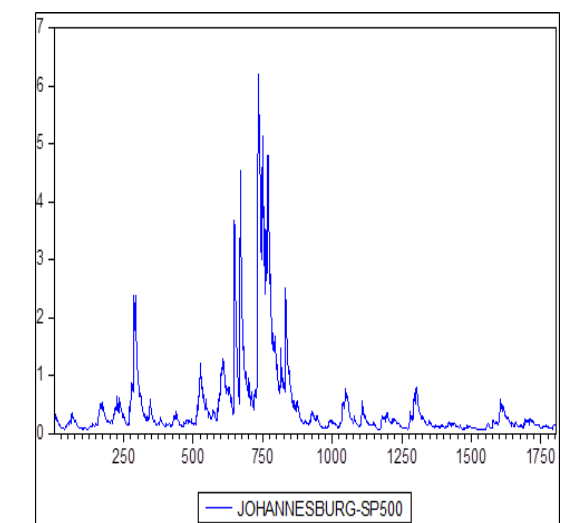
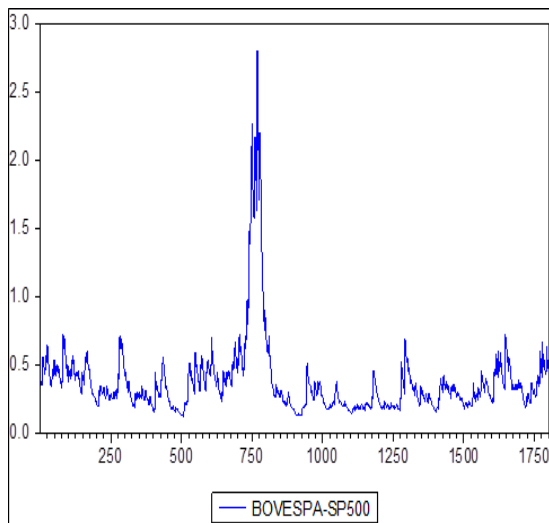
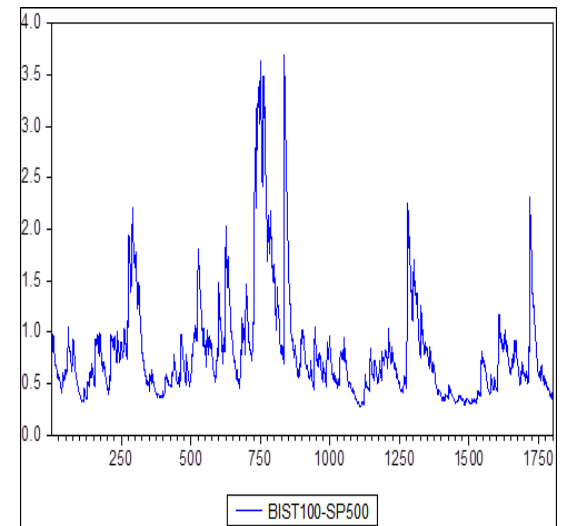
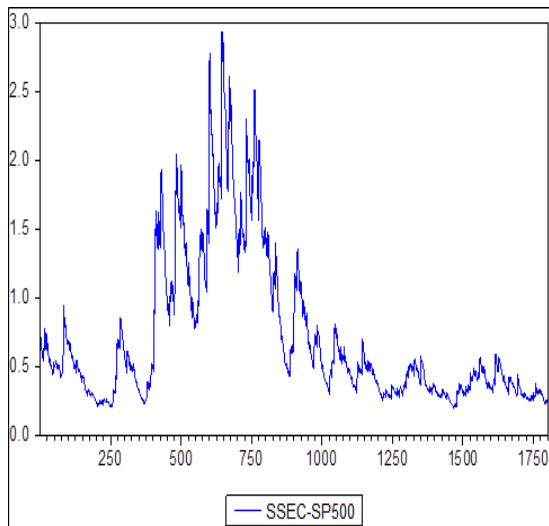
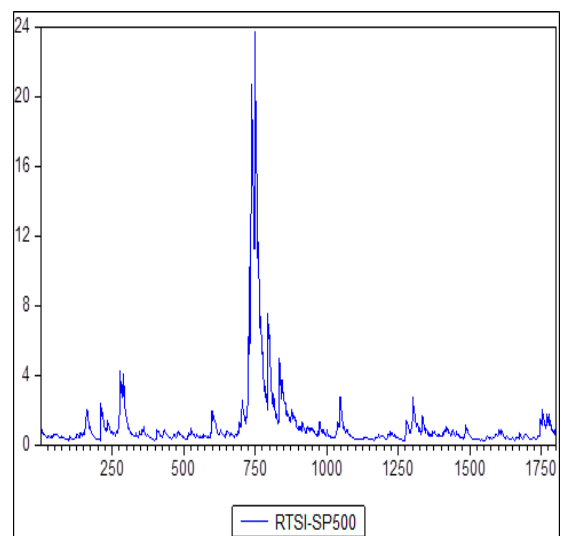
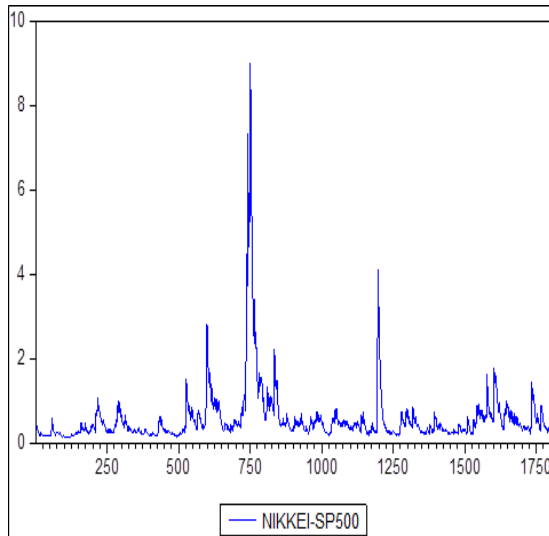


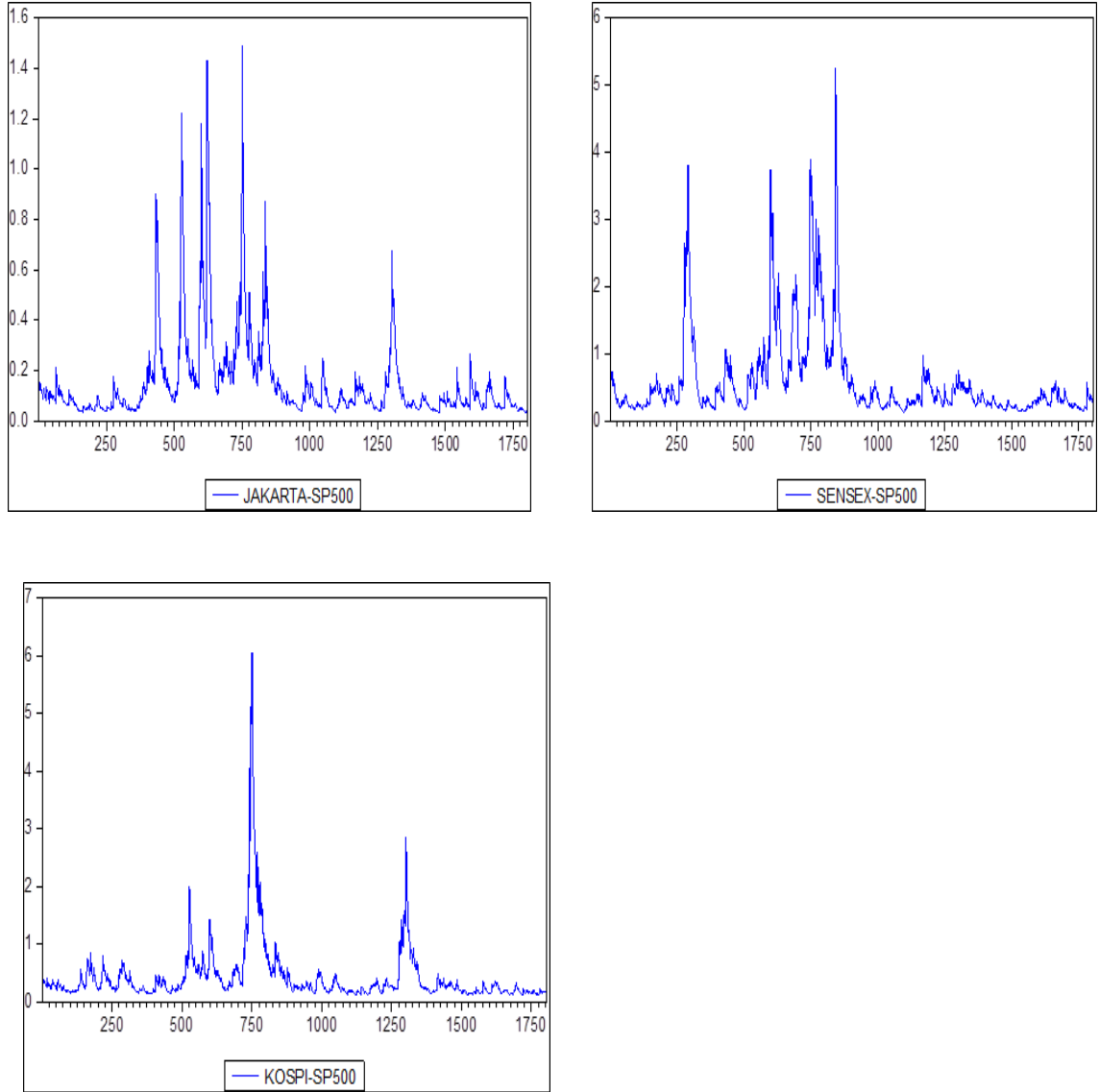


Aşağıda yer alan koşullu varyans grafikleri kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemleri kapsamakta olup riskin dağılımını göstermektedir. Kriz öncesi dönem 0 ile 513 örneklem arası, 05.01.2015 ile 31.07.2007 tarihleri aralığına denk gelmektedir. Kriz dönemi 514 ile 909 örneklem arası, 01.08.2007 ile 31.08.2009 tarihleri aralığına, kriz sonrası dönem de 910 ile 1802 örneklem arası 01.09.2009 ile 01.07.2014 tarihleri aralığına denk gelmektedir.

Grafik 3.2: Kriz öncesi, Kriz dönemi ve Kriz sonrası Dönemler Bazında S&P 500 ve Diğer Piyasalar Koşullu Varyansları







Koşullu varyans grafikleri incelendiğinde tüm ülkeler için kriz döneminde riskin dağılımı kriz öncesi ve sonrası dönemlere göre yükselmiştir.

3.2.3. Dinamik Koşullu Korelasyon GARCH (DCC-GARCH) Modeli

Değişen varyans kavramı, tek bir değişken için zaman içerisinde, Otoregresif Koşullu Değişen Varyans (ARCH) modeliyle ya da Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans (GARCH) modeliyle ele alınmaktadır. İlk defa zaman serilerinde sabit varyans varsayımının sağlanamadığını ortaya koyan Engle (1982) olmuştur. Engle, otoregresif koşullu değişken varyans (Autoregressive Conditional

Heteroscedasticity ARCH) modelini geliştirmiştir. Kurulan modellerin tahmin yapma da tam başarı sağlayabilmeleri için zaman serilerinin sabit varyansa sahip olmaları gerekmektedir. ARCH modelleri varyansa öngörü hatalarının karelerinin bir fonksiyonu olarak değişim serbestliği getirmektedir (Anbar vd., 2011:160). ARCH(1) modeli,

$$\begin{aligned} y_t|Y_{t-1} &= (x_t b, h_t) \\ h_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1} \\ \varepsilon_t &= y_t - x_t b \end{aligned} \quad (1)$$

şeklindedir ve modelde $\alpha_0 > 0$ ve $0 < \alpha_1 < 1$ kısıtları vardır.

Daha uzun hafıza ve daha esnek bir gecikme yapısı oluşturmak amacıyla koşullu varyansı, ARMA süreci şeklinde modelleyerek Engle'in çalışmasını genişleten Bollerslev (1986), koşullu varyansın ARMA yapısında olduğu durumda da tahminine olanak sağlamıştır. Bollerslev (1986) böylelikle ARCH modelini genişleterek, hem daha fazla belleğe dayanan hem de daha esnek bir gecikme yapısına sahip olan bir model geliştirmiştir (Işığıok, 1999; 7). Söz konusu modele genelleştirilmiş ARCH (GARCH) adını vermiştir. Bu model yapısı,

$$\begin{aligned} y_t|Y_{t-1} &= (0, h_t) \\ h_t &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i} + \sum_{j=1}^q \beta_j h_{t-j} + v_t \\ \varepsilon_t &= y_t - x_t b \end{aligned} \quad (2)$$

yapısında olup, modeldeki kısıtlar

$$\alpha_0 > 0, \alpha_i \geq 0, \beta_j \geq 0 \text{ ve } \sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{j=1}^q \beta_j < 1 \text{ şeklindedir.}$$

Baillie ve Bollerslev, Sabit Koşullu Korelasyon GARCH (CCC-GARCH) modelini çok değişkenli GARCH yapısını modellemek için geliştirmiştir (Baillie ve Bollerslev, 1992). Bu sayede tek değişkenli bu modeller kullanılarak, ihtiyaç duyulan daha detaylı analizlerin yapılabil-diği çok değişkenli GARCH modelleri de oluşturulabilmiştir. Dinamik Koşullu Korelasyon GARCH (DCC-GARCH) modeli ise, Sabit Koşullu Korelasyon CCC-GARCH (Constant Conditional Correlation) modelinin

bir genelleştirilmiş hali olup, iki değişken arasında zamana göre değişen dinamik koşullu korelasyon katsayılarının elde edilmesine olanak sağlamaktadır (Anbar vd., 2011:161).

Dinamik Koşullu Korelasyon GARCH (DCC-GARCH) modeli koşullu korelasyonların zaman içinde değişmesine zemin sağladığı için Sabit Koşullu Korelasyon GARCH (CCC-GARCH) modeline göre daha gerçekçidir. (Songül, 2010:4) DCC modelinin tahmini iki aşamada gerçekleştirilmektedir. İlk aşamada, tek değişkenli GARCH modelleri yardımıyla, her bir değişken için volatilité yapısı tahmin edilmekte; ikinci aşamada ise, ilk aşamada elde edilmiş standartlaştırılmış kalıntılar kullanılarak zamana göre değişen dinamik korelasyon matrisi elde edilmektedir. (Anbar vd., 2011:161)

Engle (2002), normal dağıldığı varsayılan çok değişkenli k gözlemleri bir getiri (r) vektörü için bu prosedürü şu şekilde ele almaktadır:

$$r_t | \Phi_{t-1} \sim N(0, H_t)$$

Burada, H_t koşullu varyans kovaryans matrisidir. Bu matris,

$$H_t \equiv D_t R_t D_t \quad (3)$$

şeklinde tanımlanır ve $k \times k$ boyutlu köşegen bir matris olan zamana bağlı standart sapmalardan oluşan D_t matrisi ile yine $k \times k$ boyutlu zamana göre değişen korelasyon matrisi yardımıyla elde edilir. D_t matrisi daha önce değinilen (2) no'lu eşitlikteki tek değişkenli GARCH (p, q) yapısından elde edilir.

$$D_t = \begin{bmatrix} \sqrt{h_{111,t}} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sqrt{h_{222,t}} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \ddots & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sqrt{h_{kkk,t}} \end{bmatrix}; \quad (4)$$

R_t k x k boyutlu zamana göre değişen korelasyon matrisi ise aşağıdaki şekildedir.

$$R_t = \begin{bmatrix} 1 & p_{12,t} & \dots & p_{1k,t} \\ \vdots & 1 & & \\ & & \ddots & \\ p_{k1,t} & & & 1 \end{bmatrix}. \quad (5)$$

Her bir getiri vektörü kendi koşullu standart sapması $\sqrt{h_{i,t}}$ ile oranlandığında, standartlaştırılmış getiri vektörleri elde edilmiş olur $(\varepsilon_t = D_t^{-1} r_t)$.

Böylece aşağıdaki eşitlik (6) ve (7)'de verilen Engle (2002)'deki dinamik korelasyon spesifikasyonuna ulaşılır.

$$Q_t = \left(1 - \sum_m \alpha_m^* - \sum_n \beta_n^*\right) \bar{Q} + \sum_m \alpha_m^* (\varepsilon_{t-m} \varepsilon_{t-m}') + \sum_n \beta_n^* Q_{t-n} \quad (6)$$

$$R_t = \text{diag}(Q)^{-1} Q_t \text{diag}(Q)^{-1} \quad (7)$$

Burada, $\bar{Q}$ hata terimlerinin koşulsuz varyans kovaryans matrisidir. α_m^* ve β_n^* parametreleri için $\sum_m \alpha_m^* + \sum_n \beta_n^* < 1$, kısıtı geçerlidir. Engle (2002)'deki bu spesifikasyon Dinamik Koşullu Korelasyon (m,n) Modeli olarak adlandırılmaktadır.

3.3. AMPİRİK BULGULAR

Araştırmada ARCH-LM, ADF ve PP birim kök testleri ile, kullanılacak değişkenlerin otokorelasyon ve birim kök sınamaları yapılmıştır. ARCH-LM testi ile modelde kullanılacak değişkenlerde ARCH etkisi olup olmadığı, birim kök testleri ile de serilerde birim kökün var olup olmadığı incelenmiştir.

Birim kök testleri ve ARCH-LM test sonuçlarına uygun olarak DCC-GARCH modelleri kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem olmak üzere tüm ülke borsa endeks getirileri için tahmin edilmektedir. Tahmin edilen modeller aracılığı ile dinamik koşullu korelasyon katsayısı ve koşullu varyans grafikleri elde edilmiştir. Tahmin edilen modellerin geçerli olup olmadığı tekrar ARCH-LM testi ile test edilmiştir.

3.3.1. ARCH-LM Testi

ARCH-LM testi, ARCH tipi modellemelerin yapılabilmesi için bir önkoşul testi niteliğindedir. Değişen varyansın ortadan kaldırılmasında kullanılan ARCH tipi modeller, değişen varyansın varlığı durumunda uygulanır. ARCH-LM testi bir modelde ARCH etkisinin varlığını tespit etmede kullanılır. Bu test için boş hipotez ARCH etkisinin olmadığı, alternatif hipotez ise ARCH etkisinin olduğu şeklindedir.

GARCH modeli kurulmadan önce endeks getirilerinde ARCH etkisi olup olmadığının araştırılması için 1 gecikmeli ARCH-LM testi yapılmıştır. S&P 500 getirilerinin bağımsız değişken, diğer ülke endeks getirilerinin bağımlı değişken olduğu her bir basit regresyon modeli tahminine göre ARCH LM(1) testi sonuçları Tablo 3,5’de yer almaktadır. Tabloya göre, olasılık değerleri 0,05’den düşük çıkan her bir model için ARCH etkisinin var olduğu gözlemlenmekte olup tüm modeller için GARCH modeli kurulabilecektir.

Tablo 3.5: DCC-GARCH Modeli Öncesi ARCH-LM(1) Test Değerleri

	Değişkenler	Test değeri	Olasılık değeri
Üst Gelir Grubu	FTSE	56,392	0,00
	DAX	66,733	0,00
	S&P 500	80,56	0,00
	NIKKEI	108,641	0,00
	RTSI	18,767	0,00
	KOSPI	305,555	0,00
Üst Orta Gelir Grubu	SSEC	10,078	0,00
	BIST100	34,392	0,00
	BOVESPA	68,483	0,00
	JOHANNESBURG	170,299	0,00
Alt Orta Gelir Grubu	JAKARTA	24,29	0,00
	SENSEX	22,335	0,00

3.3.2. ADF ve PP Birim Kök Testleri

Durağanlık testlerinde yaygın olarak birim kök testleri kullanılmaktadır. Birim kök testlerinde amaç serinin birim kök içerip içermediğini araştırmaktır. Eğer seri birim kök içeriyorsa o seri durağan değildir. Bu nedenle çalışmada, öncelikle analiz yapılan serilerin durağanlıkları test edilmiştir. Çalışmada ele alınan zaman serilerinin durağanlıkları, durağanlık testlerinde yaygın olarak kullanılan Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller-ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile saptanmış ve test sonuçları Tablo 3.2 'de verilmiştir.

H_0 : Birim kök var; seri durağan değil

H_a : Birim kök yok; seri durağan

Yukarıdaki H_0 boş hipotezi alternatif hipotez karşısında test edildiğinde, ADF ve PP test sonuçlarına göre, tüm borsa endeks getirilerinin temel düzeyde durağan olduğu, başka bir deyişle, H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir (Olasılık değerleri 0,05'den küçüktür). Bu durumda modellerde borsa endekslerinin getirileri temel düzeyde kullanılabilir.

Tablo 3.6 : ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları

	Değişkenler	ADF					PP			
		Test İst.	Olasılık	Gecikme	Maks. Gec.	Gözlem	Test İst.	Olasılık	Bant Genişliği	Gözlem
Üst Gelir Grubu	FTSE	29,54	0.0000	1	24	1800	29,59	0.0001	1.0	1801
	DAX	28,85	0.0000	0	24	1801	28,88	0.0001	6.0	1801
	S&P500	32,74	0.0000	1	24	1800	33,37	0.0001	9.0	1801
	NIKKEI	30,83	0.0001	0	24	1801	30,47	0.0001	10.0	1801
	RTSI	28,27	0.0000	0	24	1801	28,29	0.0000	13.0	1801
	KOSPI	30,47	0.0000	0	24	1801	30,75	0.0000	9.0	1801
Üst Orta Gelir Grubu	SSEC	29,46	0.0000	0	24	1801	29,46	0.0000	2.0	1801
	BIST100	30,79	0.0000	0	24	1801	30,78	0.0000	9.0	1801
	BOVESPA	29,03	0.0000	1	24	1800	29,05	0.0000	11.0	1801
	JHNSBRG	30,57	0.0000	2	24	1799	31,58	0.0001	15.0	1801
Alt Orta Gelir Grubu	JAKARTA	26,98	0.0000	0	24	1801	26,84	0.0000	6.0	1801
	SENSEX	27,97	0.0000	0	24	1801	27,92	0.0000	14.0	1801

3.3.3. DCC-GARCH Modeli Analiz Sonuçları

Kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler bazında her ülke için DCC – GARCH modeli kurularak tahminler gerçekleştirilmiştir. Modellerde kullanılmak üzere veri olarak alınan her bir ülke borsa endeks getirii 1802 adet gözlemden oluşmuştur. Kriz öncesi dönem olarak belirlenen aralıkta 0-513 gözlem arası toplam 513 adet veri yer almıştır. Kriz dönemin 514-909 gözlem arasına denk gelmiş olup toplam 395 adet veri elde edilmiştir. Kriz sonrası dönem içinde 910 ile 1802 gözlem arası toplam 893 adet veri kullanılmıştır.

DCC-GARCH(1,1) modeli iki getiri serisi arasında koşullu korelasyonun zamanla değiştiğini varsaymaktadır. Küresel krizin kaynağı olarak kabul edilen S&P 500 endeks getirileri ile örneklem seçilen ülkeler arasındaki koşullu korelasyon değişimleri incelenmiştir. Çalışmada ülkelerin borsa endeks getiri serileri için tahmin edilen DCC-GARCH modeli tahmin sonuçları elde edilerek tabloda paylaşılmıştır.

Modelde yer alan değişkenler arasındaki korelasyonun incelendiği DCC katsayıları GARCH modelindeki parametrelerden elde edilmiş olup ayrı bir tabloda verilmiştir. Her bir ülke endeks getirileri, S&P 500 borsa endeks getirileri ile

açıklanmaya çalışılmış olup; kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem olarak volatilité modelleri tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları Tablo 3.7’de yer almaktadır.

Tablo 3.7: DCC-GARCH Modeli Tahmin Sonuçları

		Kriz Öncesi (05/01/2005-31/07/2007)						Kriz (01/08/2007-31/08/2009)						Kriz Sonrası (01/09/2009-01/07/2014)					
		Getiri Modeli			Varyans Modeli			Getiri Modeli			Varyans Modeli			Getiri Modeli			Varyans Modeli		
		μ	γ_1	γ_2	ω	α_1	β_1	μ	γ_1	γ_2	ω	α_1	β_1	μ	γ_1	γ_2	ω	α_1	β_1
ÜST GELİR GRUBU	FTSE	0,020	0,007	0,506*	0,008*	0,120*	0,790*	0,007	- 0,019	0,694*	0,004	0,109*	0,881*	- 0,009	0,046**	0,744*	0,021	0,22*	0,602*
	DAX	0,043	0,022	0,721*	0,011	0,079*	0,844*	- 0,0003	0,050	0,374*	0,018*	0,099*	0,877*	0,001	0,063**	0,87*	0,005	0,075*	0,892*
	NIKKEI	0,037***	0,034	0,209*	0,007	0,103**	0,870*	- 0,018	- 0,065	0,325	0,035***	0,144*	0,829*	0,019	- 0,016	0,290*	0,119**	0,156**	0,579*
	RTSI	0,14*	0,038	0,397*	0,084	0,14**	0,730*	0,043	0,078	0,452*	0,016	0,139**	0,874*	0,001	0,0736**	0,814*	0,0209**	0,091**	0,873*
	KOSPI	0,077*	0,025	0,378*	0,018	0,084**	0,852*	0,006	0,012	0,395*	0,020	0,116*	0,858*	0,009	0,032	0,268*	0,011**	0,096*	0,855*
ÜST ORTA GELİR GRUBU	SSEC	0,08**	- 0,019	0,176***	0,008	0,084**	0,909*	0,023	- 0,015	0,031	0,028	0,037**	0,945*	- 0,022	0,003	0,202*	0,625	- 0,001	- 0,650
	BIST100	0,065**	0,076**	0,373	0,028	0,067**	0,897*	0,031	0,010	0,436*	0,161	0,082**	0,803*	0,036	- 0,009	0,308*	0,017	0,062**	0,908*
	BOVESPA	0,046	0,002	1,61*	0,070	0,009	0,991*	0,024	0,092**	1,033*	- 0,001	0,075*	0,928*	-0,02***	0,038	0,833*	0,007	0,04**	0,931*
	JOHANNESBURG	0,06*	0,015	0,457*	0,008**	0,15*	0,822*	0,050	- 0,060	0,465*	0,258***	0,312*	0,478*	0,022***	0,019	0,464*	0,0108**	0,115*	0,817*
ALT ORTA GELİR GRUBU	JAKARTA	0,016	0,172*	0,074	0,002	0,0777*	0,908*	0,014	0,18*	0,139*	0,041**	0,197**	0,702*	0,02**	0,123*	0,099	0,007**	0,072**	0,834*
	SENSEX	0,083*	0,072	0,397*	0,024***	0,129*	0,814*	0,038	0,057	0,461*	0,092***	0,149*	0,795*	0,019	0,068**	0,311*	0,005	0,025**	0,952*

Yukarıdaki tabloda yer alan *, **, *** değişkenlere ait parametrelerin % 1, % 5 ve % 10 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığını göstermektedir.

μ : getiri modeli sabit terimi; γ_1 : her bir endeks getirisinin bir önceki dönemi; γ_2 : S&P500 endeksine ait getiri

ω : varyans modeli sabit terimi; α_1 : arch katsayısı; β_1 : garch katsayısı.

α_1 ve β_1 katsayıları volatilité kalıcılığının ölçüsüdür. Literatürde α ve β 'nin toplamını alarak ya da sadece β_1 katsayısı ile volatilité kalıcılığı yorumlanmaktadır. α_1 katsayısını kısa dönem, β_1 katsayısını da uzun dönem de volatilité kalıcılığının ölçüsü olarak kullanan araştırmalar da mevcuttur. Kurulan GARCH (1,1) modelinin anlamlılığı için $\alpha_1 + \beta_1$ toplamı 1'den küçük çıkmalıdır. Yüksek frekanslı finansal verilerle yapılan birçok ampirik çalışmada α_1 ve β_1 toplamı 1'e çok yakın çıkmaktadır. Bu çalışmada da bütün modeller için $\alpha + \beta$ değeri 1'e oldukça yakın tahmin edilmiştir. $\alpha + \beta$ değerinin 1'e oldukça yakın olması nedeniyle modellerde yüksek derecede direnç gözlemlenmiştir. Bu durum koşullu varyansın yüksek derecede oynaklık direnci sergilediğinin bir göstergesidir. Tabloda görüldüğü gibi durağanlık şartı olan α_1 ve β_1 toplamının 1'den küçük olması durumu tüm modellerde sağlanmaktadır

3.3.3.1. Ülke Grupları Bazında Ampirik Bulgular

Gelir gruplarına göre ülkeler, Dünya bankası gelir sıralamasına göre üst gelir grubu, üst orta gelir grubu ve alt orta gelir grubu olarak üç farklı sınıflandırma kapsamında değerlendirilmiştir. Küresel krizin bulaşıcılığı kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası dönemlerine ait korelasyon katsayılarına göre her bir ülke için incelenmiştir. Örneklem seçilen ülkeler kendi grupları içerisinde de aşağıda belirtildiği şekli ile değerlendirilebilir.

✓ Üst Gelir Grubu Ülkeler

Çalışmada bu grupta yer alan ülkelerden İngiltere (FTSE), Almanya (DAX), Japonya (NIKKEI), Rusya (RTSI) ve Güney Kore (KOSPI) bulaşıcılık etkisinin analiz edildiği ülkelerdir.

Kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem için S&P 500 dönem getirisinde meydana gelen artış üst gelir gurubu ülkeleri olumlu etkilemektedir. S&P 500 dönem getirisinde meydana gelen %1'lik artış, kriz öncesi dönemde en fazla DAX

en az NIKKEI borsalarında, kriz döneminde en fazla FTSE en az NIKKEI borsalarında, kriz sonrası dönemde ise en fazla DAX en az KOSPI borsalarında artış göstermiştir.

Varyans modeline göre FTSE, DAX, RTSI ve KOSPI borsalarında volatilitede kalıcılık kriz öncesi döneme göre, kriz döneminde yüksek çıkmıştır. Kriz döneminde bu piyasalar için risk yükselmiştir. DAX için kriz sonrası dönem volatilitede kalıcılık artarak devam etmiştir. NIKKEI borsasında volatilitede kalıcılık kriz öncesi dönemde, kriz dönemi ve sonrası döneme göre daha yüksek çıkarak, kriz öncesindeki belirsizlik diğer dönemlere göre bu piyasa için daha fazladır.

Getiri modelinden elde edilen sonuçlara göre kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler bazında üst gelir gurubunda yer alan ülkeler dönem getirileri, bir önceki dönem getirilerinden kriz öncesi dönem için olumlu, kriz dönemi için NIKKEI ve FTSE piyasaları olumsuz, kriz sonrası dönem için ise sadece NIKKEI borsası olumsuz etkilenmiştir.

✓ Üst Orta Gelir Grubu Ülkeler

Bu grupta yer alan ülkelere Çin (SSEC), Türkiye (BIST 100), Brezilya (BOVESPA) ve Güney Afrika (JOHANNESBURG) piyasaları çalışmaya analiz ülkeleri olarak dâhil edilmiştir.

Kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem için S&P 500 dönem getirisinde meydana gelen artış üst orta gelir gurubu ülkeleri olumlu etkilemektedir. S&P 500 dönem getirisinde meydana gelen %1’lik artış, kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemlerde ortak bir şekilde en fazla BOVESPA en az SSEC borsalarında artış göstermiştir.

Varyans modeline göre SSEC borsası dışındaki diğer piyasalarda volatilitede kalıcılık kriz döneminde, kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlere göre düşük çıkmıştır. SSEC piyasasında kriz döneminde risk yükselmiştir. BIST, BOVESPA ve

JOHANNESBURG piyasalarında kriz sonrası dönemde risk, dolayısı ile belirsizlik artarak devam etmiştir.

Getiri modelinden elde edilen sonuçlara göre kriz öncesi dönemde SSEC piyasası, kriz döneminde SSEC ve JOHANNESBURG, kriz sonrası dönemde de BIST 100 piyasası dönem getirileri bir önceki dönem getirilerinden olumsuz etkilenmiştir. Bunların dışında kalan piyasalar tüm dönemler bazında bir önceki dönem getirilerinden olumlu etkilenmiştir.

✓ **Alt Orta Gelir Grubu Ülkeler**

Bu gruptan örneklem seçilen ülkeler Hindistan (SENSEX) ve Endonezya (JAKARTA)'dır.

Kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem için S&P 500 dönem getirisinde meydana gelen artış, alt orta gelir gurubu ülkeleri olumlu etkilemektedir. S&P 500 dönem getirisinde meydana gelen %1'lik artış, kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemlerin tamamında en fazla SENSEX en az JAKARTA piyasasında, artış göstermiştir.

Varyans modeline göre JAKARTA ve SENSEX piyasalarında kriz öncesi dönem volatilite de kalıcılık kriz dönemine göre yüksek çıkmış olup kriz sonrası dönemde daha da artarak devam etmiştir.

Getiri modelinden elde edilen sonuçlara göre kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler bazında alt orta gelir gurubunda yer alan ülkeler dönem getirileri, bir önceki dönem getirilerinden olumlu etkilenmiştir.

3.3.4. Dinamik Koşullu Korelasyon Katsayısı ve Ampirik Yorumları

Modeldeki parametrelerden elde edilen DCC katsayılarına göre küresel krizin diğer ülkeler üzerindeki bulaşıcılık etkisi yorumlanmıştır. DCC-GARCH modelleri tahmini sonucunda her bir model için S&P 500 ile olan dinamik koşullu korelasyon katsayıları Tablo 3.8’de paylaşılmıştır.

Tablo 3.8: Dinamik Koşullu Korelasyon Katsayısı

Dinamik Koşullu Korelasyon		KRİZ ÖNCESİ			KRİZ DÖNEMİ			KRİZ SONRASI		
		Korelasyon katsayısı	t istatistik	Olasılık	Korelasyon katsayısı	t istatistik	Olasılık	Korelasyon katsayısı	t istatistik	Olasılık
ÜST GELİR GRUBU	FTSE-S&P 500	60,45%	11,36	0,00	99,67%	3,69	0,00	72,72%	36,09	0,00
	DAX-S&P 500	66,49%	8,85	0,00	73,86%	31,96	0,00	72,24%	3,44	0,00
	NIKKEI-S&P 500	42,80%	0,55	0,57	80,21%	5,9	0,00	28,25%	2,16	0,03
	RTSI-S&P 500	21,18%	3,29	0,00	41,45%	6,44	0,00	52,36%	17,26	0,00
	KOSPI-S&P 500	26,84%	4,94	0,00	30,26%	2,81	0,00	32,94%	2,7	0,00
ÜST ORTA GELİR GRUBU	SSEC-S&P 500	40,16%	5,8	0,00	69,14%	2,26	0,02	77,35%	15,17	0,00
	BIST100-S&P 500	21,16%	3,61	0,00	33,01%	4,12	0,00	21,91%	5,14	0,00
	BOVESPA-S&P 500	79,72%	17,58	0,00	82,24%	7,1	0,00	-0,02%	-0,01	0,99
	JOHANNESBURG-S&P 500	34,69%	3,85	0,00	44,28%	9,65	0,00	52,96%	19,04	0,00
ALT ORTA GELİR GRUBU	JAKARTA-S&P 500	16,15%	1,66	0,10	22,39%	4,44	0,00	14,78%	2,55	0,01
	SENSEX-S&P 500	25,62%	5,74	0,00	48,49%	3,53	0,00	29,55%	7,99	0,00

* 0,01 düzeyinde, ** 0,05 düzeyinde, *** 0,10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır

Kriz öncesi, kriz ve kriz sonrası dönemlerine ait korelasyon katsayılarına göre bulaşıcılık incelenmiştir. Kriz öncesi dönemde S&P 500 ile NIKKEI arasındaki korelasyon katsayısı istatistiksel olarak anlamsızdır. Üst gelir grubunda kriz öncesi dönem için korelasyon katsayısının büyüklüğüne göre sırasıyla; DAX, FTSE, KOSPI ve RTSI ile ilişki çıkmıştır.

Üst orta gelir grubunda kriz öncesi dönemde katsayı büyüklüğüne göre sırasıyla BOVESPA, SSEC, JOHANNESBURG ve BIST100 ile ilişki vardır. Bu grupta yer alan ülkelerden Güney Afrika modeli (Johannesburg – S&P 500 GARCH

(1,1) modeli) ARCH etkisinden arındırılmadığı ve modelde otokorelasyonun var olduğu görüldüğü için, GARCH modeline uygun değildir.

Alt orta gelir grubunda kriz öncesi dönemde SENSEX ile ilişki bulunmaktadır. Kriz öncesi dönem için bu gruptan Endonezya (JAKARTA) ile S&P 500 arasındaki korelasyon katsayısı istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Kriz döneminde S&P 500 ile tüm borsa endeksleri arasında korelasyon katsayısı istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. S&P 500 ile diğer borsa endeksleri arasında bulaşıcılıktan söz edilebilmektedir. Üst gelir grubunda kriz dönemi için korelasyon katsayısı büyüklüğüne göre sırasıyla; FTSE, NIKKEI, DAX, RTSI ve KOSPI ile ilişki çıkmıştır. Örneklem seçilen üst gelir gurubu ülkelerin tamamında DCC katsayısı kriz öncesi döneme göre kriz döneminde daha yüksek çıkmıştır. Dolayısı ile kriz dönemi için bu piyasalarda küresel krizin bulaşıcılık etkisinin daha fazla görüldüğü söylenebilir. Kriz döneminde %99,6 ile İngiltere piyasası örneklem seçilen üst gelir gurubu ülkeler içerisinde bulaşıcılığın en çok görüldüğü ülke olmuştur. İngiltere'den sonra ikinci %80,2 ile Japonya piyasasında daha sonra %73,8 katsayı ile Almanya piyasasında bulaşıcılık etkisi görülmüştür. %41,4 ile Rusya piyasasından sonra son olarak %30,26 ile Güney Kore piyasasında küresel krizin bulaşma etkisi görülmüştür.

Üst orta gelir grubunda kriz döneminde korelasyon katsayısının kuvvetine göre sırasıyla BOVESPA, SSEC, JOHANNESBURG ve BIST100 ile ilişki çıkmıştır. Grupta yer alan tüm ülkeler için kriz dönemindeki korelasyon katsayısı kriz öncesi döneme göre daha yüksek çıkmıştır. Kriz döneminde de kriz öncesi döneme benzer şekilde, DCC katsayısı en fazla %82,2 ile Brezilya piyasasında (BOVESPA) görülmüş olup bu grupta yer alan ülkeler içinde diğerlerine göre en fazla krizin etkisinin görüldüğü ülke olmuştur diyebiliriz. Brezilyadan sonra %69,1 ile Çin piyasası (SSEC) ve en son olarak ta %33 ile Türkiye (BIST 100) piyasası üzerinde bulaşma etkisi görülmüştür.

Alt orta gelir grubunda korelasyon katsayısının kuvvetine göre kriz döneminde SENSEX ve JAKARTA ile ilişki çıkmıştır. Bu iki piyasa içinde korelasyon katsayıları

kriz öncesi döneme göre kriz döneminde daha yüksek çıkmıştır. Kriz döneminde korelasyonun yükselmesi S&P 500’de meydana gelen değişikliklerin etkilerinin örneklem seçilen alt gelir gurubu ülkelerde kriz dönemi için daha çok görüldüğü ve daha fazla ilişki kurabileceği anlamına gelmektedir. Kriz döneminde DCC katsayısı %48,4 ile en fazla Hindistan (SENSEX) piyasasında, daha sonra %22,3 ile Endonezya (JAKARTA) piyasasında görülmüştür

Kriz sonrası dönemde de üst gelir gurubu ülkelerin tamamı ile korelasyon katsayısı anlamlı çıkmış olup bulaşıcılık etkisi görülmüştür. Bu dönem için de en fazla etki İngiltere (FTSE) piyasasında görülmüştür. Daha sonra sırasıyla, Almanya (DAX), Rusya (RTSI), Güney Kore (KOSPI) ve Japonya (NIKKEI) piyasalarında bulaşma etkileri görülmektedir. Rusya ve Güney Kore piyasaların da DCC katsayısı kriz sonrası dönem için kriz döneminden daha yüksek çıkmış olup, guruptaki ülkeler içerisinde, bu piyasalar da küresel krizin bulaşma etkisi kriz sonrası dönem itibari ile de artarak devam etmiştir

Kriz sonrası dönem için üst orta gelir gurubu ülkelerinden, S&P 500 ile BOVESPA dışında diğer piyasalar ile korelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Korelasyon katsayısının büyüklüğüne göre sırasıyla SSEC, JOHANNESBURG ve BIST100 ile ilişki vardır. Kriz sonrası dönem için de bulaşıcılıktan bahsedilebilmektedir. Çin piyasası kriz sonrası dönem korelasyonu, kriz öncesi ve kriz döneminden daha yüksek çıkmıştır. Çin piyasasında görülen krizin bulaşma etkisi kriz sonrası dönemde de artarak devam etmiştir. Her üç ülke içinde küresel krizin bulaşıcılığından söz edilebilmektedir.

Alt gelir grubunda ise korelasyon katsayısının büyüklüğüne göre sırasıyla, SENSEX ve JAKARTA ile ilişki çıkmıştır.

Ülke gelir guruplarından bağımsız olarak örneklem seçilen tüm ülkeleri kriz dönemi için değerlendirildiğin de, en fazla FTSE ve BOVESPA, en az KOSPI ve JAKARTA piyasaları kriz dönemi için bulaşma etkisine maruz kalmışlardır. Literatürde İngiltere piyasasını örnek seçen çalışmalarda, özellikle İngiltere’nin küresel krizden en

fazla etkilenen piyasalardan birisi olduğu ve krizi diğer ülkelere taşımada aracı rol üstlendiği sonucuna ulaşan birçok çalışma mevcuttur. Bu hali ile bu çalışmada da İngiltere piyasası ile elde edilen sonuçlar diğer çalışmalar ile paralellik göstermektedir.

2007- 2009 ABD küresel krizinin örneklem ülkeleri üzerinde ki bulaşma etkisine, kurulan hipotezler çerçevesinde bakıldığında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

- ✓ Tüm ülkeler için kriz dönemi DCC katsayıları Kriz öncesi döneme göre yüksek çıkmıştır. Dolayısı ile; “H₁: 2007-2009 Küresel finansal krizi, örneklem alınan ülkelere bulaşma etkisi göstermiştir” hipotezini destekler nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. Elde edilen sonuçlar literatür araştırmasında belirtilen çalışmalar ile büyük ölçüde örtüşmektedir.
- ✓ Üst gelir grubu ülkelerden Rusya ve Güney Kore dışındaki üç ülke (İngiltere, Almanya ve Japonya) krizin bulaşma etkisine en fazla maruz kalan ülkeler arasında olmuştur. Yine bu sonuçlar da “H₂: 2007-2009 Küresel finansal krizi, üst gelir grubu ülkelere daha fazla bulaşma etkisi göstermiştir” hipotezini destekler nitelikte olmuştur. Elde edilen bulgular özellikle İngiltere ve Japonya piyasaları için literatür araştırması bölümünde belirtilen çalışmalar ile örtüşmektedir.

3.3.5. Literatür İle Mevcut Çalışma Sonuçlarının Karşılaştırılması

Bu çalışma ile benzer ülkeleri referans alan çalışmalar karşılaştırıldığında, aşağıdaki şekil de sonuçlar yorumlanabilir.

Naoui, Liouane, Brahim (2010), küresel krizin örneklem aldıkları ülkeler içerisinde en fazla Fransa, Almanya, Hollanda, İngiltere’ ye daha sonra Hindistan, Malezya ve Singapur’a ve en zayıfta Çin, Hong Kong, Kore ve Tunus’a bulaşma etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Imen ve Rim (2012), Arjantin, İngiltere, Malezya ve Japonya ekonomileri üzerinde korelasyon katsayısının yüksek çıktığı ve bulaşma etkisinin yüksek gerçekleştiğini belirlemişlerdir. Meksika, Fransa, Almanya, Çin ve Singapur üzerinde daha az bir etki gözlemlemişlerdir.

Horta, Mendes, Vieira, (2008), çalışmalarında en yüksek Kanada da daha sonra Japonya, Fransa, İtalya ve İngiltere üzerinde, en az da Almanya üzerinde bir bulaşma etkisi görüldüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Aloui, Aissa ve Nguyen (2011), BRIC ülkelerini inceledikleri çalışmalarında en fazla Brezilya ve Rusya daha sonra Çin ve Hindistan piyasalarının küresel krizin bulaşma etkisine maruz kaldıkları sonucunu elde etmişlerdir.

Morales ve Andreosso (2013), çalışmalarında Afrika pazarında bulaşma etkisini açıklamaya yardımcı olacak kuvvetli bir durum belirleyememişlerdir. Asya pazarında Avustralya, Hong Kong, ve Japonya da yine bulaşma etkisine yönelik bir kanıt bulunamamıştır. Bu bölgede Hindistan, Tayland ve Endonezyada bulaşma etkileri görülmüştür. Singapur piyasası ile kuvvetli bir korelasyon görülmüştür. Ortadoğu da sadece İsrail ile kuvvetli bir korelasyon görülmüştür. Kanada, Brezilya, Peru, Arjantin, Şili, Kolombiya ve Meksika da da bulaşma etkisi kuvvetli bir şekilde görülmüştür. Çek Cumhuriyeti, Hırvatistan, Macaristan, Romanya, Slovenya, Türkiye ve Ukrayna değerlendirildiğinde, Ukrayna dışında kalan diğer tüm ülkelerde bulaşma etkisi görülmüştür.

Çelik (2012), çalışmasında Brezilya, Kore, Malezya, Meksika, Singapur piyasaları üzerinde bulaşma etkisini gözlemlemiş olup, Çin ve Tayvanda bu etki gözlemlenememiştir.

Dungey (2009), çalışmasında İngiltere, Almanya, Japonya ve Avustralya piyasaları içinde en fazla Avustralya en az Japonya üzerinde bulaşıcılık etkisi gözlemlenmiştir.

Nikkinen, Saleem ve Martikainen (2013), BRIC ülkeleri üzerindeki bulaşma etkisini inceledikleri çalışmalarında en fazla Rusya ve Hindistan daha sonra Brezilya ve Çin piyasalarının etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Lee (2012), Çalışmasında Kanada, Arjantin, Japonya, Kore, Hong Kong, Tayvan, Malezya, Avustralya ve Yeni Zelanda piyasaları üzerinde bulaşma etkisini incelemiştir. Sonuçta Hong Kong, Tayvan, Avustralya ve Yeni Zelanda en çok bulaşmaya maruz kalan ülkeler olup diğer ülkelerde daha az etki gözlemlenmiştir.

Naoui, Khemiri, Liouane (2010), yaptıkları çalışmada korelasyon kuvvetine göre sırasıyla ABD ile Arjantin, Brezilya, Kore, Hong-Kong, Malezya, Meksika ve Singapur arasında ilişki bulmuşlardır.

Dooley ve Hutchison (2009), çalışmalarında Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Çin, Güney Kore, Malezya, Rusya, Güney Afrika ve Türkiye piyasalarını bulaşma etkisinin analiz edileceği ülkeler olarak seçmişlerdir. Çalışma sonunda Arjantin ve Rusya ile en fazla Çin ve Şili en az bulaşma etkisine maruz kalan ülkeler olarak görülmüştür.

Yukarıda verilen örnek çalışmalar ile mevcut çalışma sonuçları karşılaştırıldığında özellikle üst gelir grubu ya da gelişmiş piyasalar üzerinde, ortak bir şekilde bulaşma etkisinin fazla olduğu söylenebilir. Birçok çalışmada Almanya üzerinde bulaşma etkisi zayıf gözlemlenmiştir. Bu çalışmada Almanya ile kriz dönemi korelasyonu %73 çıkarak örneklem seçilen ülkeler arasında korelasyon yüksek çıkmıştır. Çin ile olan korelasyon kuvveti birçok çalışmada zayıf bulunmuştur. Bu çalışmada da Çin piyasası ile korelasyon kriz döneminde %69 seviyelerinde çıkarak önemli ölçüde korelasyon olduğu gözlemlenmiştir. Rusya ile olan korelasyon mevcut çalışmada kriz dönemi için %41 seviyelerinde düşük çıkarken diğer çalışmalarda genel itibari ile yüksek çıkmıştır. Fakat Rusya piyasaları için kriz öncesi dönemden kriz dönemine geçişte, korelasyon kuvvetleri arasındaki fark önemli ölçüde artarak bulaşıcılığa yönelik bir kanıt olduğu söylenebilir. Yine ortak belirlenen ülkeler baz

alındığında Brezilya, Japonya, Hindistan, Kore ve Türkiye için benzer sonuçlar elde edilmiştir.

3.3.6. Modellerin Geçerlilik Testi

Kurulan GARCH (1,1) modellerinin elde edilen artık terimlerine 1 gecikmeli ARCH LM testi uygulandı da;

H_0 : ARCH etkisi yoktur,

H_a : ARCH etkisi vardır, hipotezleri varsayımı ile Johannesburg GARCH (1,1) modeli hariç tüm modellerin olasılık değeri 0,01 ve 0,05'den büyük olduğu için H_0 hipotezi red edilemez kararı verilir. Johannesburg GARCH (1,1) modeli ARCH etkisinden arındırılmamıştır. Bu durumda Johannesburg için kurulan GARCH modeli geçerli değildir.

ARCH etkisinin bu modelde yok olup olmadığını test etmek için (bu modelin uygunluğunu test etmek için) tekrar ARCH-LM testi yapılmış ve testin F istatistiğinin olasılık değeri %1 ve %5'ten büyük olduğu için GARCH (1,1) modelinde hata terimleri arasındaki ARCH etkisinin kalmadığı sonucuna varılmıştır. NIKKEI ve KOSPI modelleri için F istatistik değerleri Yalnızca %10'dan küçük çıksa da, %1 ve %5 düzeylerinde yine H_0 hipotezi red edilemez sonucuna varılmıştır. Yapılan ARCH-LM testi sonuçları Tablo 3,9'da verilmiştir.

Tablo 3.9: DCC-GARCH Modeli Sonrası LM Testi

	Değişkenler	Test değeri	Olasılık değeri
Üst Gelir Grubu	FTSE	0,80	0,37
	DAX	0,11	0,74
	S&P500	0,82	0,36
	NIKKEI	2,90	0,09
	RTSI	1,01	0,31
	KOSPI	3,08	0,07
Üst Orta Gelir Grubu	SSEC	1,65	0,20
	BIST100	0,12	0,73
	BOVESPA	1,22	0,27
	JOHANNESBURG	12,97	0,00
Alt Orta Gelir Grubu	JAKARTA	0,26	0,61
	SENSEX	0,75	0,39

* 0,01 düzeyinde, ** 0,05 düzeyinde, *** 0,10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır

3.3.7 Otokorelasyon Sınaması

Otokorelasyon sınamaları için korelogram analizi sonuçlarına bakıldığında sadece Johannesburg modelinde otokorelasyonun varlığından söz edebiliriz. Diğer kurulan modeller için otokorelasyonun var olmadığı görülmekte olup olasılık değeri Johannesburg modeli hariç 0,05’den büyük çıkmıştır. Bu durumda Johannesburg modeli hariç kurulan tüm modeller anlamlıdır.

Tablo 3.10: Otokorelasyon Sınaması sonuçları

	FTSE		DAX		NIKKEI		RTSI		KOSPI		SSEC		BIST100		BOVESPA		JHNSBRG		JAKARTA		SENSEX	
Gecikme Dönemleri	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık	Q İst.	Olasılık
1	0.8027	0.370	0.1146	0.735	29160	0.088	10142	0.314	30920	0.079	16604	0.198	0.1197	0.729	12243	0.269	12999	0.000	0.2645	0.607	0.7549	0.385
5	41.294	0.531	22.218	0.818	35.480	0.616	30.898	0.686	56.566	0.341	42.120	0.519	24.464	0.785	28.882	0.717	13.646	0.018	26.426	0.755	18.298	0.872
10	15.540	0.114	53.816	0.864	82.316	0.606	49.581	0.894	10.617	0.388	11.762	0.301	41.341	0.941	46.887	0.911	16.172	0.095	50.920	0.885	97.051	0.467
15	18.414	0.242	86.041	0.897	97.545	0.835	71.239	0.954	16.821	0.330	14.085	0.519	49.691	0.992	11.517	0.715	18.775	0.224	59.207	0.981	11.161	0.741

SONUÇ

Küreselleşen dünyada finansal serbestleşmenin getirdiği birçok olumlu sonucun yanında olumsuz etkileri de gözlemlenmektedir. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren teknolojik gelişmeler ile birlikte sermayenin serbest dolaşımı da teşvik edilmiştir. Ülkeler arasındaki ticaret sınırlarının ortadan kalkması bir ülkede görülen ekonomik dalgalanmanın diğer ülkelere yayılmasını da beraberinde getirmiştir. Dünya genelinde ortaya çıkan çeşitli krizlerin sadece ortaya çıktığı ülkeyi değil sınır komşularına da etki ettikleri gözlemlenmiştir. Sınır komşuları dışında yoğun ticari ilişkileri bulunan ülkeleri, hatta ticaret ilişkisi olmasa dahi sürü psikolojisi vb. tanımlamalar ile literatürde açıklanan davranışsal birtakım özellikler ile küresel boyut kazanarak, birçok coğrafyada etki gösterdikleri görülmüştür. Dolayısı ile çalışmada ilk önce küreselleşme kavramı geniş bir literatür temelinde açıklanmıştır.

Küreselleşme ile birlikte ekonomiler ve finansal sistemler, teknolojik gelişmelere de paralel olarak entegre olmuşlardır. Bunun doğal bir sonucu, ekonomilerin gittikçe artan ölçüde ortak özellikler taşıması ve ortak hareket etmesidir. Bu özellikleri ile de küreselleşme, krizlerin önemli ölçüde yayılmasına ve dünya coğrafyası üzerinde birçok piyasa üzerinde yıkıcı bir etkide bulunmasına sebep olmuştur denilebilir. Riskli yatırım alternatiflerinin çeşitlenmesi ve küreselleşme ile birlikte bu araçların tüm dünya piyasalarında yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanması da, kriz ortamında şokların transferinde aracı rol üstlenmiştir. Yapılan çalışmalar, finansal krizlerin, diğer kriz türlerine göre, daha şiddetli ve uzun süreli olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda bu tür krizlerden kurtulmak daha yavaş ve maliyetli olmaktadır. Bu nedenledir ki küresel krizin Dünya piyasaları üzerindeki etkileri halen tartışma konusudur. Çalışmada da kriz sonrası dönem olarak, etkileri halen tartışılması sebebi ile 2014 yılı Temmuz ayına kadar olan dönem alınmıştır.

Günümüzde ekonomik krizlerin öngörülmesi ve sona erdirilmesinde çok büyük role sahip olan, para politikası, döviz kuru politikası ve maliye politikası gibi politikalar, yatırımcı güveni ve beklentileri açısından büyük öneme sahiptir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları, kamu kesimi bütçe açığı, cari işlemler açığı, özel kesim

finansman açığı koşulları altında uygulanan iktisat politikaları sürdürülemez bir yapı arz etmektedir. Bu durum, finansal istikrarsızlıklar ve finansal krizlerin tetikleyicisi konumunda oldukları söylenebilir.

Ülkeler arasında krizlerin transferi literatürde bulaşma etkisi ile açıklanmış olup, bu çalışmada da bulaşma kavramının tanımlarına yer verilmiştir. Çalışmanın da konusu olan küresel finansal kriz, özellikle 1990'lı yıllardan sonra görülen ve kendisi dışında birçok ülkeye de etki eden finansal krizler ile birlikte bulaşıcılık kavramı temelinde açıklanmaya çalışılmıştır.

Küresel kriz ile ilgili yapılan birçok çalışmada da ortaya konulduğu üzere ekonomiler bu krizden ciddi şekilde etkilenmişlerdir. Bu etkilenme çalışmada da belirtilen bulaşma kanalları vesilesi ile olmuştur. Etkilenen her ülke kendi iç ekonomik dinamikleri temelinde bu kanallardan bir ya da birkaçı yolu ile bulaşma etkisine maruz kalmıştır. Bu çalışmada da örneklem seçilen ülkelerin krizin kaynağı konumunda olan ABD piyasaları ile karşılıklı etkileşimleri menkul kıymetler piyasası üzerinden ortaya konmuştur. Çıkan sonuçlar değerlendirildiğinde, benzer yapılmış çalışmalara göre birkaç ülke modeli dışında paralel sonuçlar elde edilmiştir. Özellikle üst gelir grubu ya da gelişmiş ülke piyasaları üzerine kriz dönemi olarak belirlenen dönem bazında küresel krizin ciddi etkileri olduğu ortaya konulmuştur.

Benzer çalışmalarda analiz ülkeleri seçilirken çok farklı kriterler temel alınarak seçildiği gözlemlenmiştir. Sınıflandırmalar genelde Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrımına göre olmakla birlikte, MENA ülkeleri, BRICS ülkeleri OPEC ülkeleri vb. türden gruplandırmalar da yapılabilmektedir. Bu yönden aynı sınıflandırma içerisinde yer alan ortak ülkeleri temel alan birçok çalışma mevcuttur. Mevcut durumda bu çalışma, seçilen ülkeler yönüyle özgün bir çalışma olmuştur. Ülkelerin seçiminde Dünya bankasının kişi başına düşen gelir sıralamasına göre oluşturduğu guruplardan üst gelir grubu, üst orta gelir grubu ve alt orta gelir grubu ülkelerinden on bir piyasa seçilmiştir. Gruplar içerisinde ülkelerin seçiminde de IMF'in milli gelir sıralaması dikkate alınmış olup kendi gruplarındaki üst sıralarda yer alan ülkeler seçilmiştir.

Çalışmada yer verilen ülkeler incelendiğinde aynı zamanda BRICS ülkelerini de kapsamaktadır.

Finansal krizlerin bulaşma etkilerinin incelendiği çalışmalarda en fazla uygulanan ampirik yöntem olan DCC-GARCH modeli bu çalışmada da kullanılmıştır. Literatür de göz önüne alınarak seçilen dönemler itibariyle ilgili ülkelerin borsa endeks getirileri veri alınmış ve analize tabi tutulmuştur. Model kurulmadan önce ARCH etkisinin varlığı ADF ve PP testleri ile test edilmiştir. Model sonunda ARCH etkisinin kalkıp kalkmadığı tekrar test edilerek sonuçlar yorumlanmıştır.

Finansal krizler ile ilgili çalışmalarda en çok tartışma konusu olan husus, kriz dönemlerinin belirlenmesidir. Kriz dönemlerini farklı metotlarla belirleyen araştırmacılar mevcut olsa da genel kabul görmüş husus, finansal olaylara itibar edilmesidir. Bu çalışmada da finansal olayları temel alarak, kriz dönemlerini belirleyen çalışmalar referans alınmış ve kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler belirlenmiştir. 05.01.2005 ile 01.07.2014 arası dönem toplam analiz dönemi olarak alınmıştır. Kriz öncesi dönem 05.01.2005 ile 31.07.2007 arası, kriz dönemi 01.08 2007 ile 31.08.2009 arası, kriz sonrası dönem olarak ta 01.09.2009 ile 01.07 2014 arası dönemler seçilmiştir. Her bir dönem kendi içinde değerlendirilerek ampirik uygulamalar ve yorumlar yapılmıştır.

DCC-GARCH modeli sonucunda elde edilen bulgulara göre küresel finans krizin bulaşma etkisi, örneklem alınan piyasalar üzerinde farklı kuvvetlerde görülmüştür. Her ülke kendine özgü ekonomik dinamiklerine bağlı olarak bu krizden değişen ölçülerde etkilenmiştir. Çıkan sonuçlara göre kriz dönemi olarak alınan dönem aralığı için en fazla etki FTSE, BOVESPA, NIKKEI, DAX piyasaları üzerinde görülmüştür. Türkiye ve Endonezya ise tüm dönemler bazında bulaşma etkisinin en az görüldüğü ülkelerdendir. Literatürde küresel krizin Rusya ya yönelik bulaşma etkisinin yüksek olduğu sonucuna ulaşan birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmada örneklem seçilen ülkeler arasında Rusya tüm dönemler bazında korelasyon kuvvetinin az olduğu ülkeler arasına yer almıştır. Bu yönüyle benzer çalışmalardan farklı bir sonuç elde edilmiştir. Fakat bu sonuç bulaşmanın olmadığı yönünde bir hipotezi desteklemez. Kriz

öncesi ve kriz dönemi arasında korelasyon kuvveti farkları değerlendirildiğinde Rusya piyasası için iki katı bir artış görülmüştür. Dönemler arasında korelasyon kuvveti farklarının yüksekliğini de bazı araştırmacılar bulaşmanın varlığına yönelik yorumlamışlardır.

Üst gelir grubu, üst orta gelir grubu ve alt orta gelir grubu ülkeleri, kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler bazında incelendiğinde farklı kuvvetlerde bulaşma etkisine maruz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle kriz dönemi için değerlendirildiğin de, üst gelir grubu ülkelerinde, alt orta ve üst orta gelir grubu ülkelerine nazaran daha şiddetli bulaşma etkisi görüldüğü söylenebilir. Üst gelir grubu ülkeleri içerisinde ise, en fazla FTSE ve NIKKEI daha sonra DAX piyasasında, en az ise KOSPI piyasasında bulaşma etkisi görülmüştür. Üst orta gelir grubu ülkelerinde en fazla BOVESPA, daha sonra ise SSEC piyasasında bulaşma etkisi görülmüş olup, bu grupta en az BIST 100 piyasasında bulaşma ilişkisi vardır. Alt orta gelir grubu değerlendirildiğinde ise genel itibari ile tüm ülkelerde zayıf korelasyon görülmekle birlikte grup içerisinde en fazla SSEC piyasasında en az da JAKARTA piyasasında bulaşma etkisi vardır.

Çalışmada ulaşılan bulgular, kurulan hipotezlerin geçerliliği çerçevesinde yorumlandığında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

İlk hipotez olan; H_1 : Küresel Finansal Kriz örneklem alınan ülkelere bulaşma etkisi göstermiştir hipotezi kriz dönemi korelasyonunun, öncesi döneme göre tüm ülkeler için yüksek çıkması dolayısı ile Red edilememektedir.

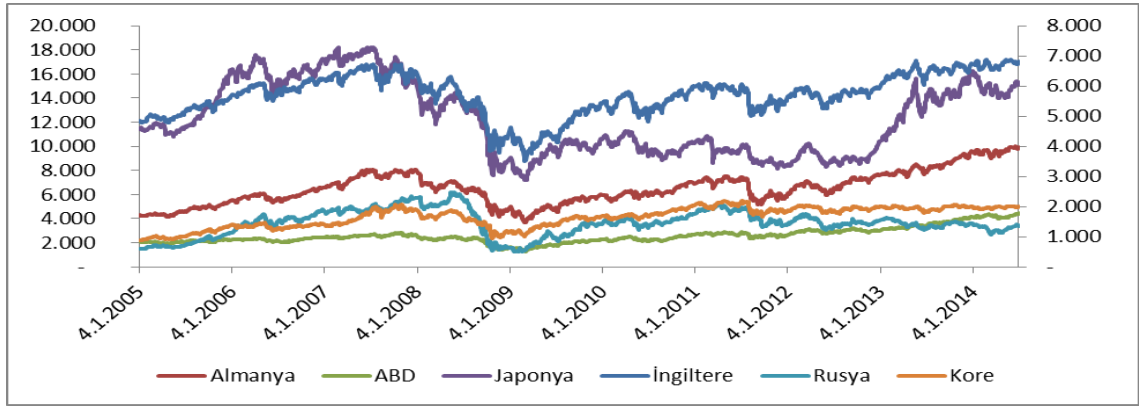
İkinci Hipotez; H_2 : Küresel finansal kriz örneklem alınan ülkelerden üst gelir grubu ülkelere daha fazla bulaşma etkisi göstermiştir hipotezi de, DCC katsayı sonuçlarının ülke grupları bazında değerlendirilmesi ile test edilmiştir. Özellikle FTSE, DAX ve NIKKEI piyasalarında görülen yüksek korelasyonlar ve bunun yanında alt orta gelir grubu ülkelerde daha düşük korelasyon oranlarının görülmesi, H_2 hipotezinin de kabul edilebileceği sonucunu doğurmaktadır. RTSI ve KOSPI piyasaları üst gelir grubu ülkeler içerisinde yer almasına rağmen DCC katsayıları daha düşük çıkmıştır. Bu durum

H₂ hipotezin red edilmesini gerektirmemektedir. Çünkü literatür incelendiğinde de H₂ hipotezini doğrular nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır. Bu anlamda Hwang In ve Kim (2010), Naoui, Liouane ve Brahim, (2010), Imen ve Rim (2012), Horta, Mendes vd. (2008), Samarakoon (2010)'un benzer ülkeleri örneklem aldıkları çalışmaları ile uyumludur.

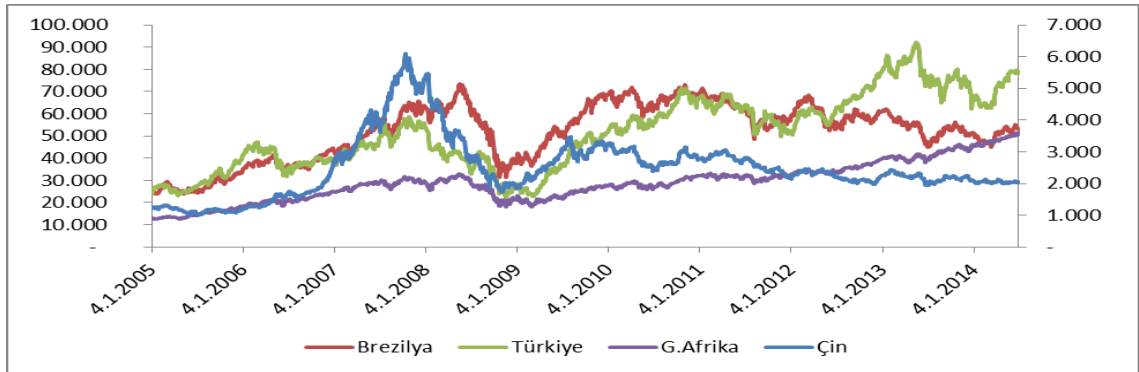
EKLER

EK 1: Örnekleme Seçilen Ülkelerin Borsa Grafikleri (Kapanış Fiyat Değerleri)

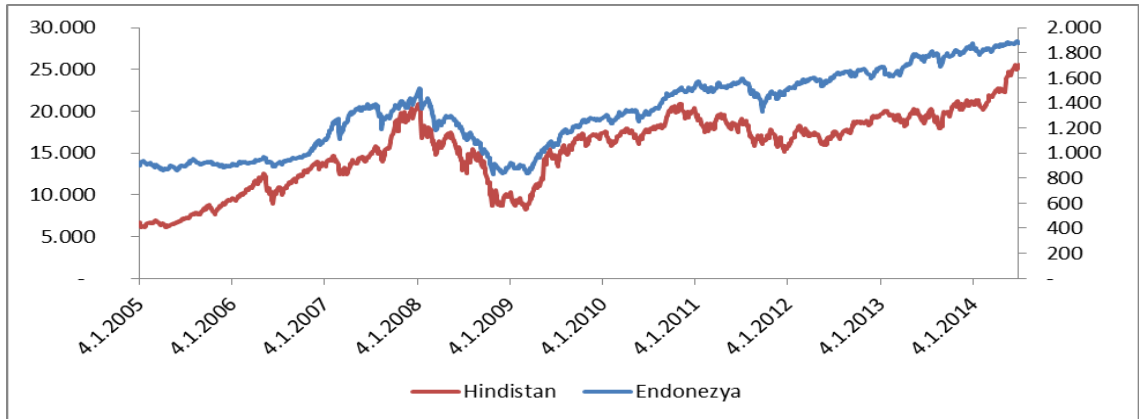
Grafik 1: Üst Gelir grubu ülkeler kapanış Fiyat değerleri



Grafik 2: Üst Orta Gelir Grubu Ülkeler Kapanış Fiyat Değerleri



Grafik 3: Alt Orta Gelir Grubu Ülkeler Kapanış Fiyat Değerleri



KAYNAKÇA

- AFŞAR, Muharrem (2011), “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 2, Eskişehir, ss. 143 – 171
- AGENOR, Pierre-Richard, Joshua, AIZENMAN, (1998), “Contagion and Volatility with Imperfect Credit Markets”, **International Monetary Fund Staff Papers**, Vol. 45, Nr. 2 (June 1998), pp. 207-235
- AKAR, Cüneyt ve Serkan, ÇİÇEK (2007), “Türkiye’de Bankacılık Sektörünün merkezileşmesi”, **Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi**, İstanbul, Cilt: XXIII, Sayı:12, İstanbul
- AKIN, Faruk ve Nalan, ECE (2009), ‘Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık sektörü’, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: XXVII, Sayı: II, İstanbul, ss.153-168
- AKGÜÇ, Öztin (2001), “Bankacılık Kesimi Kriz Nedeni mi?”, **İktisat Dergisi**, Şubat – Mart Sayısı, İstanbul, ss. 31–43
- AKMAN, M. Sait, (2008), “Dünya Ticaret Örgütü Yapısı, ilkeleri ve İşleyişi”, **İktisadi Kalkınma Vakfı ve Türkiye İhracatçılar Meclisi Eğitim Semineri**, TOBB Plaza: İktisadi Kalkınma Vakfı, ss.36-38
- AKTAN, C. Can ve Hüseyin, ŞEN (2001), “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı: 42, Eylül–Ekim, Ankara, ss.1225 – 1230
- ALANTAR, Doğan (2011), “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Maliye – Finans Yazıları Dergisi**, Maliye Finans Yazıları Yayımcılık, İstanbul, ss. 1–10, [http:// www. Finans kulup.org.tr /assets/ maliyefinans/81/ Dogan Alantar Küresel Finansal Kriz Nedenleri Sonuçları, MFY81. pdf](http://www.Finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/DoganAlantarKureselFinansalKrizNedenleriSonuçlarıMFY81.pdf), (15.07.2015),
- ALOUİ, Riadh, Mohamed Safouane Ben, AİSSA, Duc Khuong, NGUYEN (2011), “Global Financial Crisis, Extreme Interdependences, and Contagion Effects: The Role of Economic Structure?” **Journal of Banking and Finance**, 35, pp.130–141
- ALP, Ali (2002), **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul

- Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, ss.158-160
- ANBAR, Adem, Değer, ALPER ve Esen, KARA (2011), “Küresel Finansal Kriz Döneminde ABD Hisse Senedi Piyasası İle İMKB Arasındaki Etkileşimin Dinamik Koşullu Korelasyon Analiziyle İncelenmesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Bahar-2011, Cilt:10, Sayı:36, ss.155-170
- ANDERSEN, T. M ve Tryggvi Thor, HERBERTSSON (2003), “Measuring Globalization, **The Institute For The Labor (IZA) Discussion Paper**, No:817, July
- ASAN, Kader (2007), “Avrupa Birliği’nin Terörizmle Mücadele Politikası”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara
- Atatürk’ün Türk Tabipler Birliği Söylevi – IV, (1933), “Atatürk’ün Söylev ve Demeçlerinde Millet ve Milliyetçilik Kavramları”, **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Milliyetçilik ve Küreselleşme Özel Sayısı, Sayı: 5, Kasım – Aralık 2001, Ankara, ss. 80-85
- AYDIN, M. Faruk, (2002), “Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tebliğ No:13, Ankara
- AZIZ, Jahangir, Francesco, CARAMAZZA ve Ranil, SALGADO (2000), “Currency Crisis: In Search of Common Elements” **IMF working paper**, wp/00/67
- BAIG, Taimur ve İlan, GOLDFAJN (2000), "The Russian Default and the Contagion to Brazil," **IMF Working Papers**, wp00/160
- BAILLIE, Richard T. ve Tim, BOLLERSLEV (1992), “Prediction in Dynamic Models With Time-Dependent Conditional Variance”, **Journal of Econometrics** 52, pp. 91-113
- BAL, İhsan (2006), **Alacakaranlıkta Terörle Mücadele ve Komplo Teorileri**, Uluslararası Stratejik Araştırmalar Kurumu, Ankara
- BALCI, Berna (2010), “Küresel Kriz ve Türkiye’de İstihdam”, **Halil Seyidoğlu’na Armağan Finansal Kriz Yazıları**, (Der.), İrfan KALAYCI, (Ed.), Nobel Yayın Dağıtım, ss.149-173
- BARIŞIK, Salih ve Arzu, TAY (2010), “An Analysis of Financial Crises by Early Warning Systems Approach: The Case of Transition Economies and Emerging

- Markets (1994-2006 Period Panel Logit Model),” **International Journal of Economic Perspectives**, Cilt 4, Sayı 2, pp. 403-426
- BAUR, Dirk. G. (2012), “Financial Contagion And The Real Economy” **Journal of Banking & Finance**, No.36, pp. 2680-2698
- BAYAR, Fırat (2005), “Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye”, **Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi**, Sayı: 33, Ankara, ss. 25 – 34.
- BAYRAMOĞLU, Sonay (2002), “Küreselleşmenin Yeni Siyasal İktidar Modeli: Yönetişim”, **Praksis Dergisi**, Sayı: 7, Yaz – 2002, Ankara, ss. 85.
- BEKAERT, Geert, Michael, EHRMANN, Marcel, FRATZSCHER ve Arnaud, MEHL (2011), “Global Crises and Equity Market Contagion”, **Working Paper Series**, No 1381, European Central Bank, September 2011
- BERG, Andrew, Eduarda, BORENSZTEIN, ve Catherine, PATTILLO (2003), “Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?”, **IMF Working Paper**, International Monetary Fund, Washington
- BİBER, Ayhan (2005), “Felsefe ve Edebiyatta Küresel Düşler, Küresel Kâbuslar”, **Küreselleşmenin Yüzleri**, Filiz BAŞKAN, (Ed.), Everest Yayınları, No: 333, İstanbul.
- BİLGE, Orhan (2009), “Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri”, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, **T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü**, Ankara
- BLEANEY, Michael ve F. Gülçin, ÖZKAN (2008), “Credibility and Macroeconomic Policy Design: How Effective are Currency Pegs?”. **The Journal of International Trade and Diplomacy**, 2(1), Spring 2008, pp. 115-136.
- BLASZKIEWICZ, Monika (2011), “The South Korean Currency Crisis, 1997–1998. The Episodes of Currency Crisis In Latin American and Asian Economies”, Marek, DABROWSKI (Ed.), **CASE Reports 39**, Warsaw.
- BODUR, H. Ezber (2006), “Protestan Etiğine Dayalı Liberal Ahlakilik ve Ekonomik Küreselleşme”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İlâhiyat Fakültesi Dergisi**, Yıl 4, Sayı: 8 Temmuz-Aralık 2006, K.Maraş, ss.12-13
- BOLLERSLEV, Tim (1986),” Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity”, **Journal of Econometrics** 31, 307–327.

- BORDO, Michael D. ve Anna J., SCHWARTZ (1999), "Monetary policy regimes and economic performance: The Historical Record," Handbook of Macroeconomics, in: J. B. TAYLOR ve M. WOODFORD (Ed.), **Handbook of Macroeconomics Edition 1**, Elsevier, Volume 1, Chapter 3, pp. 149-234
- BORDO, Michael D ve Antu Panini, MURSHİD, (2001). "Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence on Contagion?", S. CLAESSENS ve K. FORBES (Ed.), **International Financial Contagion, Boston, MA: Kluwer Academic Publishers**, pp.367–405
- BOUGHTON, James M. (1997) , "From Suez To Tequila: The IMF As Crisis Manager" **IMF Working Paper**, No:90, pp.1-24
- BOYACIOĞLU, Ebru Zümrüt (2007), "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Kalkınma Kriterleri Açısından Karşılaştırılması ve Türkiye İçin Öneriler", Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Trakya Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü**, Tekirdağ
- BOZKURT, Veysel. (2000), **Enformasyon Toplumu ve Türkiye**, Sistem yayıncılık, Ankara
- BRAHMBHATT, Milan ve Uri, DADUSH (1996), "Disparities in Global Integration", **Finance & Development**, September 1996, pp. 47-50
- BULUTOĞLU, Kenan (2004), **Yöresel ve Küresel Para Krizleri, Dünya Kazan Ben Keççe: 2**, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul
- CAPRIO, Gerard ve Daniela, KLİNGEBİEL (1996), "Bank In Solvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking?" **Annual World Bank Conference on Development Economics**, World Bank, Washington D.C.
- CHERIF, Monder ve Mouna, GAMMOUDI (2012), "Impact of the U.S subprime Crises on MENA Stock Markets: New empirical Investigation" , **La Revue Du Financier**, Volume 34, pp.120-128, <http://www.cybel.fr/html/Communaute/rdf/198-7.pdf> (21.06.2015),
- CHIODO, Abbigail J. ve Michael T., OWYANG (2002), "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", **Federal Reserve Bank of St. Louis**, Missouri

- CITRIN, Daniel ve Stanley, FİSCHER (2000), “Strengthening The International Financial System: Key Issues”, **World Development**, Vol:28, No:6, pp.1133-1142.
- ÇELİK, Sibel (2012), “The More Contagion Effect on Emerging Markets: The Evidence Of DCC-GARCH Model”, **Economic Modelling**, 29 (2012), pp. 1946-1959
- ÇETİN, M. Şükrü (2008), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Isparta
- ÇEVİK, Abdulkadir (2003), “Küreselleşme ve Kimlik”, **Emniyet Genel Müdürlüğü Polis Dergisi**, Temmuz – Ağustos 2003, Yıl: 9, Sayı: 36, EGM Yayın No: 349, APK Dairesi Başkanlığı Yayın No: 219, s 216.
- ÇOBAN, A. Namık (2002), “Küreselleşmeye Karşı Olmak: Olanaklar ve Sınırlılıklar”, **Praksis Dergisi**, Sayı: 7, Yaz – 2002, Ankara, ss.119-121
- ÇONKAR, Kemalettin ve H. Ali, ATA (2003), "Finansal Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1996-2003)". **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 5, Sayı 2, Afyon, ss.1-19.
- ÇUBUKÇU, Tuğrul. ve Erdal, TÜRKKAN (1994), “Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması, Uruguay Round Müzakerelerinin Sonuçları ve Etkileri”, **Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği Yayınları**, Tuğrul, ÇUBUKÇU, (Ed.), Ankara, ss.125-128
- DAĞDELEN, İlhan (2004), “Liberalizasyon”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, Sayı 1, No:1, ss.1-66.
- DAĞGEÇEN, Ali Can (2012), “Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Gelişmekte Olan Ülke Döviz Kurları Arasındaki İlişki”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Temmuz 2012, Ankara
- DANIEL, Yergin (1993), “The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power”, **Pocket Books**, Londra

- DELİCE, Güven (2003), “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 20, Ocak – Haziran, Kayseri, ss. 57 – 81
- DEMİRBAŞ, Erkan (2008), “Ülke Uygulamaları Işığında Tobin Vergisi ve Uluslararası Finansal İstikrarsızlıkları Önlemedeki Rolü”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kırıkkale
- DEMİRHAN, Ahmet (2001), **ABD, Terör ve İslam: 11 Eylül Üzerine**, Vadi Yayınları, Ankara
- DOĞRUEL, Fatma ve A. Suut, DOĞRUEL (2006), **Bıçak Sırtında Büyüme ve İstikrar: Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail, Türkiye Deneyimleri**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, Nisan 2006, İstanbul
- DOOLEY, Michael ve Michael, HUTCHISON (2009), “Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis” **JIMF/Warwick Conference**, April 6
- DORNBUSCH, Rudiger, Yung Chul, PARK ve Stijn, CLAESSENS (2000), “Contagion: How It Spreads and How It Can be Stopped”, **Paper Presented at the Joint ADB, IMF and World Bank Conference** <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.1918&rep=rep1&type=pdf> (12.08.2015)
- DPT (2000), “Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, **8. Beş Yıllık Kalkınma Planı**, ss.22-25, Ankara, <http://www.ekutup.dpt.gov.tr/dunya/oik560.pdf>. (15.08.2015)
- DRAZEN, Allen (1999), “Political Contagion in Currency Crises”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, Nr. 7211, July 1999
- DREHER, Axel (2005),” The Influence of Globalization on Taxes and Social Policy an Empirical Analysis for OECD Countries” **Thurgau Institute of Economics**, Switzerland and University of Konstanz, Department of Economics Press, pp.4-11
- DREHER, Axel (2006), “Does Globalization Affect Growth? – 2007 KOF Index of Globalisation”, **Empirical Evidence from a New Index**, Applied Economics – 38, pp. 1091 – 1110.
- DREHER, Axel, Noel, GASTON ve Pim, MARTENS (2008), **Measuring Globalization - Gauging its Consequence**, Springer, New York

- DUNGEY Mardi, Renee, FRY, Gonzalez, HERMOSİLLO ve Vance MARTİN, (2005), “Empirical Modeling of Contagion: A Review of Methodologies”, **Quantitative Finance**, 5, 1, pp.9-24.
- DUNGEY, Mardi (2009), “The Tsunami: Measures of Contagion In the 2007-2008 Credit Crunch”, **Cesifo Forum**, Vol. 9, Issue 4, pp.33-34
- DURA, Cihan (2009), “Ekonomik Kriz Nedir, Özellikleri Nelerdir, Nasıl Gelişir?”, **Turan Stratejik Araştırmalar Merkezi**, <http://www.turansam.org/makale.php?id=226> (24.07.2015)
- EDWARDS, Sebastian (2000), “Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia”, **NBER Working Paper Series**, No. 7233
- EICHENGREEN, Barry, Andrew, ROSE ve Charles, WYPLOSZ (1996) “Contagious Currenacy Crises” **NBER Working Paper**, No:5681, www.papers.nber.org/papers/&w5681.pdf (12.09.2015)
- EĞİLMEZ, Mahfi ve Ercan, KUMCU (2002), **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- ENGLE, Robert F. (1982), “Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of UK Inflation”, **Econometrica** 50, pp.987–1008.
- ENGLE, Robert. E. (2002), “Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models”, **Journal of Business and Economic Statistics** 20, pp.339–350
- EREN, Aslan ve Bora, SÜSLÜ (2001), “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı: 42, Eylül – Ekim, ss. 662 – 674.
- ERDÖNMEZ, P. Ataman (2009), “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi” **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı 68, ss.85-100, İstanbul
- ERİNÇ, Yeldan (2009), “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007 – 2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?”, **Çalışma ve Toplum Dergisi**, Sayı: 1, İstanbul
- ERKAL, Mustafa (2002), “Küreselleşmenin Tesirleri ve Ülkemize Yönelen Tehdit Unsurları”, **Türkiye’nin Güvenliği Sempozyumu – Bildiriler (Tarihten Günümüze İç ve Dış Tehditler)** – Elazığ 17 – 19 Ekim 2001, Editörler: Kılıç,

- O. ve Çevik, M., Fırat Üniversitesi Rektörlüğü, Ceren Matbaası, Nisan 2002, Elazığ
- ERKEKOĞLU, Hatice ve Emine, BİLGİLİ (2005), “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, Ocak - Haziran 2005, ss. 15-36
- ERTÜRK, Korkut (2003), “Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar”, **İktisat Üzerine Notlar – II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, Editör: F., ŞENSES, E., YELDAN, ve H. A, KÖSE, (Ed.), İletişim Yayınları, Ankara.
- FAVERO, Carlo Ambrogio ve Francesco, GİAVAZZİ (2002), “Is the International Propagation of Financial Shocks Nonlinear? Evidence from the ERM”, **Journal of International Economics**, 57, 1, pp.231-246
- FELDSTEIN, M. David. (1999), “Self – Protection for Emerging Market Economies”, **NBER Working Paper Series**, No: 6907, January 1999, pp. 105 – 153.
- FORBES, Kristin J. ve Roberto, RİGOBON (1999), "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements," **NBER Working Paper Series**, No: 7267, April 1999, pp.1-18
- FRATZSCHER, Marcel (1998), “Why Are Currency Crises Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994-1995 and the Asian Crisis of 1997-1998”, **Weltwirtschaftliches Archiv**, 134, 4.
- FRIEDMAN, Daniel (1998), "On Economic Applications of Evolutionary Game Theory," **Journal of Evolutionary Economics**, Springer, vol. 8(1), pp. 15-43.
- FRY, Renee, Vance, MARTIN ve Chrismin L., TANG (2008), “A New Class of Tests of Contagion with Applications to Real Estate Markets”, **Centre for Applied Macroeconomics Analyses Working Paper Series**, Nr. 1/2008
- GERLACH, Stefan ve Frank, SMETS (1995), “Contagious Speculative Attacks”, **European Journal of Political Economy**, Vol. 11, Nr. 1 March 1995, pp. 45-63
- GIDDENS, Anthony (2000), **Üçüncü Yol**, M., ÖZAY, (Çev.), Birey Yayıncılık, İstanbul
- GIDDENS, Anthony (2000/a), **Elimizden Kaçıp Giden Dünya**, O., AKINBAY, (Çev), Alfa Yayınları, İstanbul

- GOLDSTAIN, Morris ve Philip, TURNER (1998), “Banking Crises In Emerging Economies: Origins And Policy Options”, **BIS Economic Papers**, No: 46, BIS Basle, November
- GOLDSTAIN, Ilan (2000), “The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis”, **Texto Para Discussao**, No. 422, April 2000
- GOSOVIÇ, Bronislav (2001), “Küresel Entelektüel Hegemonya ve Milletlerarası Kalkınma Gündemi, S., KARABEKİR, (Çev), **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Milliyetçilik ve Küreselleşme Özel Sayısı, Sayı: 5, Kasım – Aralık 2001, Ankara ss. 153-159
- GÖKSU, Erkan (2014), “Küreselleşme, Milli Devlet, Milli Kültür”, <http://www.haberdokuz.com/2014/05/06/kuresellesme-milli-devlet-ve-milli-kultur> (25.06.2015)
- GRUBEN, William C. ve John H. WELCH (2001), “Banking and Currency Crisis Recovery: Brazil’s Turnaround of 1999”, **Economic and Financial Review**, Federal Reserve Bank of Dallas, 4th quarter, pp.12-23
- GURVICH, Evsey, Brian, PÍNTO, ve Sergei, ULATOV (2004), “Lessons from the Russian Crisis of 1998 and Recovery”, **Managing Volatility and Crisis: A Practitioner’s Guides**, Joshua, AÍZENMAN ve Brian, PÍNTO (Ed.), The World Bank, February
- GÜNDEM, Fırat ve Tunç, RAMAZAN (2011), “ Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Küresel Finansal Krizin Türkiye Üzerine Etkileri: S&P 500 ve İMKB Üzerine Bir Analiz”, **Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi E Kitabı**, ss.1325-1355, Malatya: İnönü Üniversitesi, <http://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/77.pdf> (09.08.2015)
- GÜVEN, Yılmaz (2008), “Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Analizi ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi” **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Nisan 2008, 3, (1) ss.92-93
- HAWKINS, John ve Marc, KLAU (2000), “Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies”, **BIS Working Paper**, No. 91, October 2000
- HEPAKTAN, C. Erdem ve Serkan, ÇINAR (2011), “Mali Krizler ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 30, Ağustos 2011, ss. 155 – 168.

- HESHMATI, Almas (2003), “Measurement of a Multidimensional Index of Globalization and Its Impact on Income Inequality”, **UNU Wider Discussion Paper**, 2003/69
- HIRST, Paul ve Graham, THOMPSON (1995), “Küreselleşme ve Milli Devletin Geleceği”, A. Selçuk, CAN (Çev), **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Milliyetçilik ve Küreselleşme Özel Sayısı, Sayı: 5, Kasım – Aralık 2001, Ankara, s.123-127
- HORTA, Paulo, Carlos, MENDES ve Isabel, VIEIRA (2008), “Contagion Effects Of The US Subprime Crisis On Developed Countries”, **CEFAGE-UE Working Paper**, 2008/08
- HORTA, Paulo, Carlos, MENDES ve Isabel, VIEIRA (2009), “Contagion Effects of the Subprime Crisis in the European NYSE Euronext Markets”, **CEFAGE-UE Working Paper**, 2009/01
- HUNTINGTON, Samuel P. (1997), “After Twenty Years: The Future of the Third Wave”, **Journal of Democracy** 8(4), pp. 3–12
- Atlas ile gelirimiz 20 milyar dolar arttı, *Hürriyet*. (30 Eylül 2002)
- HWANG, Inchag, Francis, IN ve Tongsuk, KIM (2010), “Contagion Effects of the U.S. Subprime Crisis on International Stock Markets”, **Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper**, January 13
- IMEN, Gallali Mohamed ve Abidi, RİM (2012), “A Dynamic Analysis of Financial Contagion: The Case of the Subprime Crisis”, **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol. 4, No. 2, pp. 11-27
- IMF (1998), “**World Economic Outlook**”, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch1.pdf> April, (16.08.2015)
- IMF (2011), “**World Economic Outlook**”, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24628.0>, September (16.08.2015)
- IMF (2012), “**World Economic Outlook**”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/index.htm>, April, (16.08.2015)
- IŞIĞIÇOK, Erkan (1999), “Türkiye’de Enflasyon ’un Varyansının ARCH ve GARCH Modelleri İle Tahmini”, **Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:17, Sayı:3, Bursa
- İMER, Evrim (2003), “Genel Kabul Gören Gözlemle Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama”,

- Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Eylül 2003, Ankara
- İ.M.K.B. Araştırma Müdürlüğü (1998), “Güney Doğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İ.M.K.B.’ye Etkileri”, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Yayınları**, İstanbul, ss.13-20
- İNAN, E. Alp (2002), “Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme” **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Yıl:13, Sayı 41, İstanbul, ss.57-74
- KANSU, Aydan (2004), “IMF’in Kurtarma Politikalarının Yarattığı İkilem: Ahlaki Riziko ve Bulaşma” **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 46. Seri, ss.164-175
- KAMİNSKY, Graciela Laura ve Sergio, SCHMUKLER (1999), “ What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis”, **Journal of Intertional Money and Finance**, 18, pp.537-560
- KARABIYIK, Lale Erdem (2004), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri**, Marmara Kitabevi, Bursa
- KARABULUT, Gökhan (2002), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul
- KARAÇOR, Zeynep ve Volkan, ALPTEKİN (2006), “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği,” **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 13, Sayı 2, Manisa, ss. 237-256.
- KARAKAYALI, Hüseyin (2009), **Türkiye’nin Ekonomik Yapısı ve Değişim**, Emek Matbaacılık Yayıncılık, Üçüncü Baskı, Manisa
- KARLUK, S. Rıdvan, Özgür, TONUS, ve Nazım, ÇATALBAŞ (2001), “Güney Doğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye”, **EconTürk Dergisi**, Yıl:1, Sayı:3, ss. 2 – 16
- KAZİ, İrfan Akbar, Khaled, GUESMİ ve Olfa, KAABİA (2011), “Contagion Effect of Financial Crisis on OECD Stock Markets” , **Economics and Journal Discussion Paper**, No. 2011-15, June 2011, <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/> (20.05.2015)

- KFP (2007), **A.T. Kearney/Foreign Policy Globalization Index 2007**, http://www.foreignpolicy.com/articles/2007/10/11/the_globalization_index_2007 (18.05.2015)
- KENC, Turalay ve Sel, DİBOOGLU (2010), “The 2007-2009 Financial Crisis, Global Imbalances and Capital Flows: Implications for Reform,” **Economic Systems**, 34, pp. 3-21.
- KENOURGİOS, Dimitris, Apostolos, CHRİSTOPOULOS ve Dimitrios, DİMİTRİOU (2013), “Asset Markets Contagion during the Global Financial Crisis”, **Multinational Finance Journal**, vol. 17, no. 1/2, pp. 1–28
- KEPENEK, Yakup ve Nurhan, YENTÜRK (2000), **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 11. Baskı, İstanbul
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2006), “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler: 1969 – 2001”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Cilt: 1, Sayı: 41, Eylül – Ekim, ss. 174 – 182
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2010), “Küresel Finans Krizinin Türkiye’ye Etkileri”, **Sosyal Politika Ekonomisi ve İslam’daki Algılanışı Çalıştayı Bildiri Kitabı**, Konrad Adenauer Vakfı Yayınları, Ankara
- KOF (2014), “**2014 KOF Index of Globalization**”, http://globalization.kof.ethz.ch/media/filer_public/2014/04/15/rankings_2014.pdf (03.06.2015)
- KONGAR, Emre (2001), **Küresel Terör ve Türkiye**, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- KORAY, Duman (2004), “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, Sayı8, 2004, ss. 32-41
- KORKMAZ, Abdurrahman (2010), “Türk Mevduat Bankacılığı Sektöründe Rekabet Derecesi: Bresnahan-Lau Modeli’nden Kanıtlar”, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı: 74, İstanbul, ss.3-19
- KORKMAZ, Abdurrahman (2011), “Finansal Krizler ve Aktarım Kanalları: Literatür İncelemesi”, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı: 77, İstanbul, ss.36-49
- KORKMAZ, Turhan ve E. İsmail, ÇEVİK (2012), “Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Dış Ticaret ve Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi 2003-2012 Dönemi”, **Bursa Sanayicileri ve İşadamları Derneği (BUSİAD) Raporu**, Bursa, ss.45

- KOZANOĞLU, Hayri (1995), " Meksika'da Kriz", **Birikim Dergisi**, İstanbul, Sayı:75, <http://www.birikimdergisi.com/sayi/75/meksikada-kriz>, (07.07.2015)
- KOZANOĞLU, Hayri (2002), "Küreselleşme ve Uluslarüstü Sermaye Sınıfı", **Doğu – Batı Dergisi**, Sayı: 5, ss. 55 – 64
- KÖK, Recep ve Hakan, KAHYAOĞLU (2006), "Yeni Yaklaşımlar Çerçevesinde Kriz Dinamikleri Üzerine Bir İnceleme," **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Halil, SEYİDOĞLU ve Rıfat, YILDIZ (Der.), Arıkan Basın Yayım Dağıtım, İstanbul
- KRUGMAN, Paul R. (1998), "What Happened to Asia?" **Unpublished Paper**, Massachusetts Institute of Technology
- KRUGMAN, Paul R (2001), **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Neşenur DOMANIÇ (Çev.), 2.baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul
- KUZU, Mehmet (2011), "Krizler İlk Değil Sonda Olmayacak", **Egemen Gazetesi**, <http://www.egemengazetesi.com/printer.php?q=1&id=5589>, (11.08.2015)
- KÜÇÜKSARAÇ, Doruk, Pınar, ÖZLÜ ve Deren, ÜNALMIŞ (2012), "Küresel Kriz, Avrupa Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Piyasalarda Bulaşıcılık Etkisi", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Dergisi**, Sayı: 4, Şubat Dönemi, ss. 2-8
- LEE, Hsien-Yi (2012), "Contagion in International Stock Markets during the Sub Prime Mortgage Crisis", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 2, No.1, pp.41-53
- LIPSKY, John (2008), "The Global Economy and Financial Crisis", **IMF Discussion Paper**, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/092408.htm>, (13.07.2015)
- LİTAN, Robert (1998), "Does The IMF Have a Future? What Should It Be?", Brooking Policy, Brief No:30, **Washington Brooking Institution**, February, pp.1-16, <http://www.brook.edu/views/papers/litan/19981009.htm>, (02.06.2015)
- LOWELL, Julia F., C. Richard, NEU ve Richard, TONG (1998), "Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries", **RAND's National Security Research Division Monograph Report**, Working Paper, No:MR-962, Santa Monica

- MARTENS, Pim ve Daniel, ZYWIETZ (2006), "Rethinking Globalization: A Modified Globalization Index", **Journal of International Development**, 18, pp.331-350
- MASSON, Paul (1998), "Contagion: Mossoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria", **International Monetary Fund Working Paper**, Nr, 98/142, September
- MASSON, Paul(1999a), " Contagion: Macroeconomic Models in Multible Equilibria" **Journal of International Money and Finance**, (18), pp.587-602
- MASSON, Paul(1999b), "Multiple Equilibria, Contagion, and the Emerging Market Crises", **International Monetary Fund Working Paper**, Nr. 99/164, November
- MELTZER, Allan H., (1998) "Asian Problems and the IMF," **Cato Journal**, Cato Institute, vol. 17(3), Winter. pp. 1-10
- MISHKIN, Frederic S., (1990), "Asymetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", **NBER Working Papers Series**, No: 3400, pp.1-34
- MISHKIN Frederic S., (1999), "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability," **NBER Working Papers** 6390, National Bureau of Economic Research, Inc.
- MISHKIN, Frederic S. (1999a), "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues," **Journal of Economic Perspective**, Vol 13(4), pp. 3- 20
- MISHKIN, Frederic S. ve Miguel A., SAVASTANO (2000), "Monetary Policy Strategies for Latin America," **NBER Working Papers** 7617, National Bureau of Economic Research, Inc.
- MISHKIN, Frederic S. (2001), "Financial Policies And The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper**. 8087, National Bureau of Economic Research, Inc.
- MOLLAH, Sabur, Goran, ZAFIROV ve Shahiduzzaman, QUORESHI (2011), "Financial Market Contagion During Global Financial Crisis", **Center for Innovation & Technology Research**, Working Paper Series, WP/ 2014-5
- MORALES, Luc'ia, Bernadette, ANDREOSSO (2014), "The Global Financial Crisis: World Market or Regional Contagion Effects?", **International Review of Economics and Finance**, Volume 29, January 2014, Pages 108–131

- MUSSA, Michael (2002), “Argentina and the Fund: From Triumph To Tragedy”, **Policy Analyses In International Economics**, 67, IIE, Washington, DC, pp.6-10
- NAOUI, Kamel, Naoufel, LIOUANE ve Salem, BRAHIM (2010), “A Dynamic Conditional Correlation Analysis of Financial Contagion: The Case of the Subprime Credit Crisis”, **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 2, No. 3; August
- NAOUI, Kamel, Seifallah, KHEMİRİ ve Naoufel, LIOUANE (2010), “Crises and Financial Contagion: The Subprime Crisis”, **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol. 2, No. 1, pp. 15-28
- NEAL, Larr ve Mar, WEIDENMEIR (2002), “Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences.” **NBER Working Paper**, 9147.
- NIKKINEN, Jussi, Kashif, SALEEM ve Minna, MARTIKAINEN (2013), “Transmission of The Subprime Crisis: Evidence From Industrial and Financial Sectors of BRIC Countries”, **The Journal of Applied Business Research**, September/October 2013, Volume 29, No. 5
- ÖZ, Esat (2001), “Küreselleşme, Demokrasi ve Milli Devlet: Yeni Çağda Milliyetçi Bakış Açısının Anlamı ve Gerekliliği Üzerine”, **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Milliyetçilik ve Küreselleşme Özel Sayısı, Sayı: 5, Kasım – Aralık 2001, Ankara, ss. 10-16.
- ÖZATAY, Fatih ve Güven, SAK (2002), “The 2000-2001 Financial Crisis In Turkey”, **Prepared For Brookings Trade Forum**, Central Bank of Turkey and Ankara University, August
- ÖZATAY, Fatih (2000), “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, **Journal of Policy Reform**, Vol.3, Issue. 4, pp.327-352
- ÖZCAN, Mustafa (2001), “Batı’da ve Türkiye’de Milliyetçiliğin Değişen Anlamı ve Evrensel Bir Değer Olarak Milliyetçilik”, **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Milliyetçilik ve Küreselleşme Özel Sayısı, Sayı: 5, Kasım – Aralık 2001, Ankara, ss. 38-43
- ÖZCAN, Mustafa ve İdris, BAL, (2002), “Ulusal Güvenlik ve Bilişim Suçları: Bu Suçların Niteliği ve Mücadelede Karşılaşılan Zorluklar”, **Türkiye’nin**

- Güvenliği Sempozyumu – Bildiriler (Tarihten Günümüze İç ve Dış Tehditler)**, Orhan, KILIÇ ve Mehmet, ÇEVİK, (Ed.), Fırat Üniversitesi Rektörlüğü, Ceren Matbaası, Nisan 2002, Elazığ
- ÖZEL, Saruhan (2005), **Global Finansal Krizler**, Deniz Kültür Yayınları, 1. Basım, İstanbul
- ÖZEN, Çınar (2004), “Dünya Düzeni ve Gelişmekte Olan Ülkeler”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 52, Ankara, ss.185-205
- ÖZDAMAR, Kazım (1999), **Paket Programlar İle İstatistiksel Veri Analizi 2**, 8. Baskı, Kaan Kitabevi, Eskişehir
- ÖZDEMİR, Bilge Kağan (2007), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri: Markov Geçiş Modellemesi” Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Eskişehir
- ÖZGÜVEN, Ali (2001), “İktisadi Krizler”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Sayı: 41, Yıl: 7, Ankara, ss. 56-63
- PACZYNSKI, Wojciech (2001) “The Mexican Peso Crisis 1994–1995”, The Episodes Of Currency Crisis In Latin American And Asian Economies, Marek DABROWSKI (Ed.), **CASE Reports 39**, Warsaw
- PARASIZ, İlker (2001), “Dış Ekonomik İlişkiler ve Ekonomik Kriz – Washington Konsensüsü, Krizler, Ayak Sürümleri ve Sonuçları”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, II.Sayı: 42, Yıl: 7, Ankara, ss. 847-853
- PESENTI, Paolo ve Cedric, TİLLE(2000), “The Economics of Currency Crises and Contagion: an Introduction”, **FRBNY Economic Policy Review**, Vol: 6, No: 3
- POWELL, Andrew, Leandro, AROZAMENA (2003),”Liquidity Protection Versus Moral Hazard: The Role Of The IMF”, **Journal of International Money And Finance**, Vol: 22, ss.1041-1063
- RADELET, Steven ve Jeffrey, SACHS (2000), “The Onset of the East Asian Financial Crisis, **NBER Working Paper Series**, Number: 6907, January 1999, pp. 154 – 173
- RAMEE, John (1987), “Crisis management: looking forwarning signs”, **Management Solutions**, June, pp. 5-10

- RANDOLPH, J. (2001), "G-Index: Globalisation Measured", **World Markets Research Centre**, <http://www.ub.unimaas.nl/ucm/e.readers/L5212/randolph.pdf> (20.06.2015)
- ROSE, Andrew K. ve Reuven, GLICK (1999), "Contagion and Trade, Why Are Currency Crises Regional?", **Journal of International Money and Finance**, Vol: 18, pp.603-617
- SACHS, Jeffery ve Warner, ANDREW (1995), "Economic Reform and The Process of Global Integration", **Brookings Papers on Economic Activity**, 1, 25th Anniversary Issue, pp. 1-10
- SAMARAKOON, Lalith P., (2011), "Stock Market Interdependence, Contagion, and The U.S. Financial Crisis: The Case of Emerging and Frontier Markets", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, Vol.21, pp.724-742
- SANDER, Herald ve Stefanie, KLEİMEİER (2003), "Contagion and Causality: An Empirical Investigation of Four Asian Crisis Episodes." **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, Vol. 13, Issue 2, pp. 171–86
- SARAÇ, Gülfem (2002), "Bankacılık Krizlerini Etkileyen Belirleyici Faktörler: Uluslararası Deneyimler ve Türkiye Değerlendirmesi", Uzmanlık Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara
- SCHWARTZ, Anna J., (1998), "International Financial Crises: Myths and Realities," **Cato Journal**, Cato Institute, vol. 17(3), Winter, pp. 251-256
- Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, (2000), "**Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu**", Ankara
- SEYİDOĞLU, Halil (2003), **Uluslararası Finans**, Gizem Yayınları, 4.Baskı, İstanbul
- SOMEL, Cem(2001), "Küreselleşen Dünyada Kalkınma Stratejisi Nasıl Olmalı?", **Emek Politikaları Sempozyumu**, 24-25 Mart, Ankara, ss. 1-5
- SOMEL, Cem (2005), "Azgelişmişlik Perspektifinden Küreselleşme", **Doğu – Batı Dergisi**, Sayı: 16, Ankara, ss. 141 – 150
- SONGÜL, Hüseyin (2010), "Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modelleri: Döviz Kurları Üzerine Uygulama", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü**, Ankara

- STIGLITZ, Joseph (2006), “Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı”, Arzu, TAŞÇIOĞLU Deniz, VURAL (Çev.), **Plan B Yayınları**, 2. Baskı, İstanbul
- SYLLIGNAKIS Manolis N. ve Georgios, P. KOURETAS (2011), “Dynamic Correlation Analysis of Financial Contagion: Evidence from the Central and Eastern European Markets”, **International Review of Economics and Finance**, 20 (2011), pp. 717–732
- ŞEN, Ali (2005),” Finansal Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- TAYYAR, Işıl (2008), “İnsani Kalkınma ve Ekonomik Büyümeyle Olan İlişkisi: Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kayseri
- TBMM, (2005), “Bankacılık Kanunu Tasarısı”, **Plan ve Bütçe Komisyonları Raporları**, (1/1007), ss. 960-972
- TBMM, (2011), “Tarihe Düşülen Notlar-1”, **TBMM Başkanlığı Yayınları**, Sayı:35, http://www.tbmm.gov.tr/yayinlar/cumhurbaskani_genel_kurul_konusmalari/C_B_konusmalari_cilt_1.pdf (01.06.2015)
- TCMB, (2002), “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **TCMB Yayınları**, Mayıs 2002 Sayısı, Ankara, ss.5-15, <http://www.tcmb.gov.tr/veni/evds/vayin/kitaplar/kuresel.pdf>, (06.07.2015)
- TEPAV, (2009), “2007-2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler”, **Küresel Kriz Çalışma Grubu Politika Notu**, Ankara
- TOPRAK, Metin (2001), “Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı: 42, Eylül – Ekim 2001, Ankara, ss. 854 – 889
- TURAN, Zübeyir (2011), “Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, 2011, Cilt: 4, Sayı: 1, Niğde, ss. 56-80
- TÜSİAD, (2008), “ABD Finans Sisteminde Yaşanan Kriz Üzerine Notlar”, **TÜSİAD ABD Temsilciliği**, Eylül 2008, ss. 1-5
- UNDP (2011), “Human Development Reports”, http://hdr.undp.org/en/media/HDR_2011_EN_Tables.pdf, (06.06.2015)

- UZUN, Meral (2006), “Latin Amerika’da Yaşanan Finansal Krizlerin Kriz Erken Uyarı Göstergeleri Açısından Değerlendirilmesi,” **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Halil, SEYİDOĞLU ve Rıfat, YILDIZ (Der.), Arıkan Basın Yayın Dağıtım, İstanbul
- ÜNAY, Sadık (2009), “IMF ve Küresel Misyon Arayışı”, **Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı**, Ekim 2009, ss.1-19
- VAZQUEZ, Ian (1998), “International Financial Crises and the IMF”, **IMF Working Paper**, pp.651-659, <http://www.cato.org/pubs/handbook/hb108-63.pdf>, (02.08.2015)
- WOLF, Martin (2001), “Will the Nation – State Survive Globalization? – Defining Globalization”, **Foreign Affairs**, January – February 2001, <http://www.foreignaffairs.com/articles/56665/martin-wolf/will-the-nation-state-survive-globalization>, (15.07.2015)
- WOLF, Martin (2002), “A Permanent Precedent”, **Financial Times**, <http://www.ft.com/cms/s/0/614df5de/-9ffe-11e1-94ba-out-of-debt-by-adding-debt> (25.07.2015)
- WORLD BANK, (2013), “World Development Indicators”, **Reports on Urbanization**, <http://wdi.worldbank.org/table/3.12> (16.08. 2015)
- YALAMA Abdullah ve Sibel, ÇELİK (2009), “Küresel Kredi Krizinin Türkiye’ye Bulaşıcılık Etkisi” **13. Ulusal Finans Sempozyumu**, 21-24 Ekim 2009, Afyonkarahisar, ss. 87-109
- YAY, Gürkan ve Ensar, YILMAZ (2001), “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”, **İstanbul Ticaret Odası (İTO) Yayınları**, Yayın No: 2001 – 47, İstanbul
- YELDAN, Erinç (2012), “İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”, **Birikim Dergisi**, Sayı 163/164, Kasım 2012, ss. 107-119
- YENİÇERİ, Özcan (2001), “Milletlerin Orta Direği: Milliyetçilik”, **Türkiye ve Siyaset Dergisi**, Milliyetçilik ve Küreselleşme Özel Sayısı, Sayı: 5, Kasım – Aralık 2001, Ankara, ss. 112-119
- YERGİN, Daniel (1993), “The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power”, **Pocket Boks**, Londra

- YILDIRIM, Süreyya (2010), “2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı:12, No:18, Karaman
- YILMAZ, Durmuş (2011), “2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 39, Bursa, ss. 1 – 12.
- YÜCEL, Fatih ve Hüseyin, KALYONCU (2010), “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği” **Maliye Dergisi**, Sayı 159, Temmuz-Aralık 2010, Ankara
- YÜREKLİ, Özlem (2004), “Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Isparta
- YÖRÜK, E. Esin (1995), “Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri; Üç Model ve Türkiye Uygulamaları”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara
- YÖRÜKOĞLU, Mehmet (2009, “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi”, **T.C Merkez Bankası Tebliği**, 26 Şubat 2009, Ankara
- IFC, Statistical Yearbook, Çeşitli Sayılar.

DİZİN

-A-

Ahlaki Riziko, 14, 61, 187
 ARCH, 153, 156, 157, 165, 170, 175, 187
 Artan Farkındalık, 61

-B-

Boyut, 7, 12, 17, 19, 20, 21
 BRICS, 28, 174
 Bulaşıcılık, 51, 115
 Bulaşma, 2, 3, 14, 39, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 62, 67, 70, 75, 79, 81, 82, 85, 86, 88, 94, 95, 98, 99, 106, 110, 111, 112, 113, 115, 116, 117, 119, 120, 121, 122, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 139, 143, 144, 166, 167, 168, 169, 170, 173, 175
 Bulaşma Etkisi, 2, 82, 91, 95, 99, 107, 126, 129, 131

-Ç-

Çoklu Denge, 58

-D-

DCC GARCH, 3, 120, 122, 134
 Devalüasyon, 38, 48, 55, 63, 71, 87, 93, 94, 96, 97, 102, 106
 Dinamik Koşullu Korelasyon, 118, 119, 123, 143, 153, 154, 155, 164, 165, 179
 Doğrudan Yabancı Yatırımlar, 26, 31
 Dünya Bankası, 13, 30, 33, 45, 52, 57, 66, 67, 73, 143

-E-

Ekonomik Bağlantılar, 62
 Endeks, 2, 30, 31, 97, 117, 119, 132, 133, 134, 135, 137, 140, 145, 148, 156, 157, 158, 159, 175
 Entegrasyon, 31, 60, 65

-F-

FED, 84, 106, 107, 108
 Finansal Bağlantılar, 64
 Finansal Bulaşma, 57

-G-

GARCH, 116, 119, 120, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 143, 153, 154, 155, 156, 158, 159, 160, 161, 164, 165, 170, 171, 175, 181, 187
 Gelişmekte Olan Ülkeler, 71, 74, 78, 192
 Gelişmiş Ülkeler, 68, 74

-İ-

IMF, 13, 14, 39, 45, 46, 52, 56, 66, 67, 68, 70, 73, 74, 78, 79, 80, 81, 83, 84, 85, 87, 89, 91, 96, 97, 98, 106, 113, 143, 174, 179, 180, 181, 187, 190, 193, 194, 195

-K-

Kargaşa, 1, 116, 122, 133
 KOF, 15, 183, 189
 Küresel, 1, 2, 8, 10, 13, 21, 25, 28, 31, 32, 67, 70, 76, 107, 109, 110, 111, 112, 113, 114, 119, 124, 127, 132, 134, 138, 139, 140, 141, 142, 158, 161, 173, 178, 179, 180, 181, 182, 184, 185, 186, 189, 190, 195, 196, 197
 Küreselleşme, 2, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 15, 16, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 134, 173, 174

-M-

MENA, 124, 135, 174, 182
 Moratoryum, 87, 89, 90, 96, 97, 106
 Mortgage, 1, 48, 132, 190
 MSCI, 121, 122, 124, 125, 126, 139, 140
 Muson Etkisi, 64

-Ö-

Öngörü, 44, 153

-P-

Politik Bulaşma, 60

Portföy Düzeltme, 59

-S-

S&P 500, 2, 143, 147, 151, 156, 159,
161, 162, 163, 164, 166

Subprime, 107, 116, 117, 120, 130, 131,
132, 133, 134, 135, 136, 183, 186,
187, 191, 192

Sürü, 1, 55, 61, 81, 95, 117, 173

-T-

Tanımlayıcı İstatistikler, 145, 146, 147

Ticaret Etkisi, 63

-V-

Volatilité, 43, 71, 91, 119, 154, 159,
161, 162, 163