

DOI No: <http://dx.doi.org/10.14225/Joh541>

## **LALE ÇILGINLIĞI'NDAN MORTGAGE KRİZİ'NE SPEKÜLATİF BALONLAR**

**Merter AKINCI\***  
**Gönül YÜCE AKINCI\*\***  
**Ömer YILMAZ\*\*\***

### **Özet**

“Spekülatif balon” terimi, bir varlığın öz değerinden farklı olarak tamamen spekülatif hareketler nedeniyle ilgili varlığın fiyatında ortaya çıkan hızlı artış durumunu tanımlamaktadır. Söz konusu spekülatif balonlar, getiri ve gelecek dönem beklentilerine ilişkin büyük dalgalanmaların spekülatif arzular için uygun olduğunun düşünülmesi durumunda meydana gelmekte ve böylesi süreç finansal skandallara neden olmaktadır. Halihazırda tarihteki ünlü spekülatif balonlar, günümüzle bağlantılı olabilen çok sayıda desteği sunmaktadırlar. Dolayısıyla, iktisat tarihinde farklı amaçlardan kaynaklanan arzular nedeniyle ortaya çıkan çok sayıda balon söz konusudur. Tarihsel sürece bakıldığında, bir lalenin bile spekülatif faaliyetlerin nedenini oluşturduğu görülebilmektedir. Bu bağlamda ilgili çalışma, tarihsel perspektif kapsamında varlık fiyatlarına ilişkin spekülatif balonları incelemektedir. Spekülatif balonların ne olduğu, bunları ortaya çıkaran mekanizmaların nelerden kaynaklandığı ve finansal – reel piyasalarda nasıl ortaya çıktığını anlayabilmek için Lale Çılgınlığı, Güney Denizi Balonu, Mississippi Balonu, ABD Hisse Senedi ve Gayrimenkul Balonu, Japonya Gayrimenkul Balonu, İsveç Gayrimenkul Balonu, İnternet Balonu ve Mortgage Krizi gibi spekülatif hareketler bu çalışmada incelenmiştir. İnceleme sonuçları, spekülatif balonların patlama olasılığında kendini gösteren algı değişimlerinin, ekonomilerin temel

---

\* Dr., Ordu Üniversitesi, Ünye İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

\*\* Yrd. Doç. Dr., Ordu Üniversitesi, Ünye İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

\*\*\* Prof. Dr., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

yapısına kıyasla varlık fiyat hareketlerinde çok daha fazla volatil yapıları ortaya çıkarabileceğini göstermiştir.

**Anahtar Kelimeler:** *Varlık Fiyatları, Spekülatif Balonlar, Finansal ve Reel Sektör Krizleri*

## **The Speculative Bubbles from Tulipmania to Mortgage Crisis**

### **Abstract**

The term “speculative bubble” refers to a situation where the price of an asset rapidly increases in a speculative manner that is distinct from what is considered to be the asset’s intrinsic value. Speculative bubbles occurs when the great waves of return and future expectations are seen to propel speculative ventures and such a process give rise to financial scandals. Currently, some of history’s more famous speculative bubbles provide a number of insights that are relevant today. Hence, in the economic history there have been numerous bubbles that arose from the enthusiasm generated by different purposes. When a look at the historical process, it can be seen that the reason of an speculative transactions could be even a tulip. Therefore, this study examines the speculative bubbles of the asset prices in the context of historical perspective. In order to discover what the speculative bubbles are, which mechanisms exposing them and how they occur in the financial and real markets, the experiences of the some asset price bubbles such as Tulipmania, The South Sea Bubble, The Mississippi Bubble, USA Stock Exchange and Real Estate Bubble, Japan Real Estate Bubble, Sweden Real Estate Bubble, The Internet Bubble and Mortgage Crisis are introduced in the paper. The investigation results show that perceived changes in the speculative bubbles.probability to burst can generate asset price movements that are many times more volatile than the economies’ fundamentals.

**Key Words:** *Asset Prices, Speculative Bubbles, Financial and Real Sector Crisis*

### **GİRİŞ**

Balon terimi, bir varlığın kendi öz değeri düşünülmezsizin yapılan spekülatif hareketlere bağlı olarak ilgili varlığın fiyatında meydana gelen hızlı artış olarak tanımlanabilmektedir. İmalı bir ifadeyi bünyesinde barındıran bu tanımlama, varlıklardaki fiyat artışlarının iktisadi temellerden kaynaklanmadığını ve dolayısıyla da varlık fiyatlarındaki ani düşüşün yaratacağı yıkımdan kaynaklanan risk olgusunu ihtiva etmektedir. Dolayısıyla, balonların ortaya çıkmasına yol açan temel şartlardan ilki; bir varlığın fiyatının, ilgili varlığın yaratabileceği nakit akımlarının beklenen değeri dikkate alınmadan oluşturulduğu öz değerini aşmasıdır. İkinci şart ise, ekonominin

genişleme ve daralma dönemi boyunca normal piyasa şartları göz önünde bulundurulmadan ticari işlemlere konu olan yüksek değerli varlıkların işlem yönlerinin değiştirilmesidir. Söz konusu bu durum hem balonun patlama safhasını gündeme getirmekte ve hem de ilgili süreci izleyen kriz olgusunun yaşanmasına yol açmaktadır (Phillips ve Yu, 2011, s. 459-460). Demarzo vd. (2008), **(i)** bir varlığın piyasa fiyatının, ilgili varlığın nakit akımları dolayısıyla sağlayacağı getiriden büyük olması, **(ii)** nakit akımlarının piyasa ile negatif olmayan korelasyonunun meydana çıkması ve **(iii)** ifade edilen bu iki şarta karşın rasyonel yatırımcıların söz konusu varlığı almaya devam etmeleri durumunda bir balondan bahsedilebileceğini ve ilgili sürecin kriz ile devam edebileceğini belirtmişlerdir.

Ekonomi üzerinde derin ve yıkıcı etkilere yol açan iktisadi ve finansal balonlar, teorisyenlerin üzerinde sıklıkla durduğu konuların başında gelmektedir. Özellikle balon modellerini oluşturan mekanizmalar, gelecek dönem kazançlarına ilişkin rasyonel beklentiler kapsamında balonlara yol açabilecek davranış kalıpları, balonlar ve bunların etkilerini belirlemek için kullanılan mekanizmalar ile ölçüm teknikleri, yatırımcı davranışlarına ilişkin psikolojik faktörler ve balonlara karşı uygulanabilecek etkin politika tedbirleri ilgili literatür içinde yer alan temel konuları oluşturmaktadır. Bu çalışmada ise; Lale ılgnlığı, Güney Denizi Balonu, Mississippi Balonu, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'ndeki Hisse Senedi ile Gayrimenkul Balonu ve takip eden Büyük Buhran, Japonya Gayrimenkul Balonu, İşve Gayrimenkul Balonu, İnternet Balonu ve Mortgage Krizi şeklinde sıralanabilen balon örnekleri kronolojik olarak incelenecektir. Temelini, yoğun spekülatif eylemlerin oluşturması ve genellikle global çapta derin finansal ve reel krizler ile sonlanması dolayısıyla dünya ekonomileri üzerindeki yıkıcı etkilerini gösterebilmek amacıyla ifade edilen sekiz spekülatif balon tanıtılmaya çalışılacaktır. Bu bağlamda çalışmanın amacı, dünya ekonomisinde kendisini gösteren tüm ekonomik ve finansal krizler ile spekülatif balonları açıklamak olmadığından dolayı; 1980 Latin Amerika Krizi, 1997 Asya ve Rusya Krizi ile 2001 Türkiye Krizi gibi resesyonist süreçlere değinilmemiştir. Dolayısıyla bu çalışma, spekülatif balonların kapsamlı bir şekilde tarihsel perspektiften anlaşılmasını, gerekli politika önlemlerinin algılanarak tedbirlerin alınabilmesi anlamında literatüre bir katkı yapmayı ve spekülatif balonların basit faaliyetler olmadığını anlatmayı amaçlamaktadır.

## 1. LALE ÇILGINLIĞI (TULIPMANIA)

1634 – 1637 yılları arasında Hollanda’da yaşanan ve Lale Çılgınlığı (Tulipmania) olarak adlandırılan olay, lale spekülasyonunun yarattığı fiyat dalgalanmalarının yıkıcı etkilerini göstermesi bakımından önemlidir. Anavatanı olan Türkiye’den ilk olarak Avusturya’ya gönderilen laleler, 16. yüzyılın ortalarında Batı Avrupa’ya yayılmıştır. En stilize bahçeler için uygun olduğu düşünülen ve nadir bir çiçek konumunda olan laleler, kısa bir süre içinde zenginliğin bir göstergesi olarak kabul edilmeye başlamıştır. Büyük bir popüleriteye kavuşan laleler, diğer piyasalarda olduğu gibi Hollanda bahçelerinde de dominant bir bitki türü olmuştur. Sağladığı ünden dolayı tohum olarak da ifade edilen lale arpacıkları, zor yetiştirilen bir ürün olması nedeniyle çiçeğe kıyasla daha yüksek fiyatlardan satılmaya başlamıştır (Garber, 1989, s. 537).

1600’lü yılların ilk çeyreğinde Hollanda’nın ekim metotları ve yeni türlerin oluşturulması bakımından Avrupa’nın merkezi konumuna gelmesi, ilk başlarda kalifiye olmayan üreticilerin yerine profesyonellerin ve zengin bitki tacirlerinin geçmesine neden olmuştur (Garber, 1990, s. 37). Özellikle lale arpacıklarına olan talebin artmaya başlaması ile birlikte lale ticaretinde hızlı değişimler meydana gelmiş ve artan talebin tetiklediği üretim birimleri gittikçe genişlemiştir. Bu durumun doğal bir sonucu, kendisini piyasa yapısının gelişmesi şeklinde göstermiş ve büyük bir pazar hacmi ortaya çıkmıştır (Fulcher, 2004). Bu piyasada, “kırık” olarak ifade edilen ve kırıcılı bir görünüme sahip olan çiçekler en değerli laleleri oluşturmuştur. İfade edilen bu türün değeri ise, ancak arpacıktan çoğaltılabilmesi ve aynı motife sahip olma sürecinin çok uzun olmasından kaynaklanmıştır. Çoğaltılmak istenen bir kırık laleden elde edilebilecek olan arpacık sayısının oldukça sınırlı olması, hızla üretilmeyen kırık lalelerin yüksek değerlere ulaşmasına neden olmuştur (Oran, 2011, s. 157). Genel bir ifadeyle belirtmek gerekirse, karar birimlerinin belli bir arbitraj oranı dahilinde lale fiyatlarındaki artışı beklemelerine bağlı olarak bugünden alım faaliyetlerinde bulunmaları, lale fiyatlarının öngörülemez düzeyde yükselmesine neden olmuştur. Bu bağlamda, fiyat artışlarına yol açan temel olgunun, standart piyasa yapısının işleme yerine bireysel faydayı maksimize etmek için bir araç olarak kullanılan spekülasyon mekanizması olduğunu söylemek mümkündür (Flood ve Garber, 1980, s. 749). Sonuçta artan talep ve fiyatlar sayesinde lale ticareti kârlı bir iş olarak görülmüş, yatırım imkanlarının pek yaygın ve kolay olmadığı bir dönemde daha çok kişiyi

cezbetmiş ve hızlı para kazanma umuduyla lale ticaretine girenlerin sayısı artmıştır. Hatta kaynakları daha kısıtlı olan yatırımcılar da alım – satım amacıyla kırık lalelerin dışında kalan ve nispeten daha düşük kaliteli laleleri de talep etmeye başlayınca fiyat artışları tüm piyasayı etkilemiştir (Oran, 2011, s. 158). Öyle ki, 1625 yılında bir *Semper Augustus* lale arpacığı 2.000 Guilder'e satılmıştır ki, bu değer onsu 400 dolardan 16.000 dolarlık altın değerine eşitti (Garber, 1990, s. 37). 1634 yılına gelindiğinde ise adı geçen arpacık, onsu 450 dolardan 50.000 dolarlık altın değerine eşit olan 5.500 Guilder'e satılmıştır (Garber, 1989, s. 537). Dash (1999), 1637 yılında fiyat artışının zirve noktasına ulaşan bir *Semper Augustus*'un 10.000 Guilder'e satıldığını belirterek, bu paranın Hollanda'daki en güzel ev fiyatına denk olduğunu belirtmiştir.

Genellikle Nisan ve Mayıs aylarında çiçek açmaya başlayan lalelerin Haziran ayına gelindiğinde toplanması ve Eylül ayında ise tohumların yeniden ekilmesi mevsimsel koşullara bağlı olarak bir zorunluluk haline gelmiştir. Dolayısıyla, arpacıklara ilişkin spot ticaret sözleşmelerinin çiçek açma döneminden sonra ve özellikle de Haziran ile Eylül ayları arasında yapılması gerekliliği söz konusu olmuştur. Ancak, kırık lalelerin yetiştirme koşullarının çok daha zor olması ve uzun zaman isteyen bir süreç gerektirmesi; lalelerin üretimi, toplanması ve ödeme koşulları arasındaki bir nevi gelecek işlemlerinin geçerliliğini ortadan kaldırmaya başlamış ve üreticileri zor bir durumla karşı karşıya bırakmıştır. Bu koşullar altında, alıcılar teslimat gününde ödenmesi gereken nakdi ve satıcılar ise ürün kıtlığından dolayı yeni arpacıkları elde edememişlerdir. Söz konusu bu durum, Şubat 1637'de alınan bir yargısal kararla 30 Kasım 1636'ya kadar yapılan sözleşmelerin ifa edilmesi gerekliliğini ortaya koyması ve bu tarihten sonra gerçekleştirilen kontratların ise alıcıların belirlenen sözleşme bedelinin %10'unu satıcılara ödemesi koşuluyla sona ermiştir. Mayıs 1638'de, kontrat fiyatının %3.5'inin ödenmesi koşuluyla ilgili sözleşmenin fesih hakkının ortaya çıkacağı karara bağlanmıştır (Garber, 1989, s. 541-550; Thompson, 2007, s. 101). Lale üretim ve talebinin azalmasına yol açan bu sürecin temel nedeni, gelecek sözleşmelerinin opsiyon şartlarına<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Opsiyon sözleşmesi ve şartları, iki taraf arasında yapılan ve alıcıya, ödeyeceği belli bir tutar (opsiyon primi) karşılığında, belirli bir vadeye kadar (veya belirli bir vadede), bugünden belirlenen bir fiyat (kullanım fiyatı) üzerinden opsiyona dayanak teşkil eden bir malı, kıymeti veya finansal göstergesi satın alma veya satma hakkı tanıyan, satıcıya da alıcının bu sözleşmeden doğan hakkını kullanması durumunda sözleşmeye dayanak teşkil eden malı, kıymeti, veya finansal göstergesi satma veya alma yükümlülüğü getiren sözleşmedir. Alım opsiyonu ve satım opsiyonu olmak üzere iki tür opsiyon bulunmaktadır. Bir alım opsiyonunda

dönüştürülmesidir. 1637 yılından itibaren başlayan fiyat düşüşleri ile birlikte laleler, zirve noktasında ulaştıkları değerin %10'una bile satılamamış ve hatta 1739'a gelindiğinde en değerli arpacıların fiyatı 0.1 Guilders bile etmemiştir (Garber, 1990, s. 37-38).

## 2. GÜNEY DENİZİ BALONU (THE SOUTH SEA BUBBLE)

Güney Denizi olarak adlandırılan ve 1720 yılında patlayan balon, çoğunluğunun İspanya ve Portekiz'e ait olduğu Güney Amerika bölgelerinde monopolist bir yapılanmayla ticarete bulunmaya çalışan ve 1711 yılında George Caswall ile John Blunt tarafından kurulan Güney Denizi Şirketi'nin faaliyetlerini vurgulamaktadır. Aslında ticaretin oldukça küçük bir öneminin olduğu ve 1688 – 1689 Şanlı Devrim (Glorious Revolution)'inin bir ürünü olan bu şirketin kuruluşunun arkasındaki ana unsur, Tory hükümetinin<sup>2</sup> ulusal borçlarını organize etmeye yardımcı olmak ve hükümeti desteklemektir. İfade edilen Şanlı Devrim ise; hükümetin, parlamenter sistemi kurmak yoluyla gelecek dönemlerde elde edilebilecek olan vergi gelirlerini halihazırda mevcut olan borçlara yönlendirebilmek ve dolayısıyla da ulusal borçları kalıcı bir şekilde finanse edebilmek amacını gütmüştür. Bu amaç doğrultusunda hareket eden hükümet, borç yükünden kurtulabilmek için yüksek faiz politikalarına ilişkin uygulamaları benimsemek zorunda kalmıştır (Hoppit, 2002, s. 141-142).

18. yüzyılın ilk çeyreğinde büyük bir borç yükü altına giren hükümet, Güney Denizi Şirketi'ne ulusal borçları %6 faiz oranı ile finanse etmesi karşılığında Güney Amerika bölgelerinde bulunan kolonilerle sınırsız bir ticaret hakkı vereceğini belirten bir anlaşma teklifi önermiştir. Bu bölgelerde yapılacak ticaret sonucunda bol miktarda altın ve gümüş kaynaklarına ulaşacağını tahmin eden Güney Denizi Şirketi, ifade edilen anlaşmayı kabul etmiştir. Ayrıca, Meksikalılar ile Güney Amerikalıların da ticarete istekli olduklarının bilinmesi ve Şirket'in köle ticaretinde monopolcü bir yapı kurmak istemesi gibi hususlar da ifade edilen anlaşmanın onaylanması sürecini hızlandırmıştır. Bunun üzerine Şirket, hükümet borçlarını kapatabilmek için kendi finansal işlemlerine destek olması amacıyla 1719 yılında bir milyon poundu aşan değerinde hisse senedi çıkarmış ve hükümet borçlarını kapatmaya başlayan Şirket önemli sayılabilecek

---

dayanak varlığın spot piyasa fiyatı, kullanım fiyatından yüksekse bu opsiyon kârdadır. Bir satım opsiyonunda ise dayanak varlığın spot piyasa fiyatı kullanım fiyatının altında ise, opsiyon kârdadır.

<sup>2</sup> Günümüz İngiltere'sinde Muhafazakar Parti olarak da bilinen Sendikal Parti'nin geleneksel kökenlerini oluşturan yapılanmadır.

faiz kazançları da elde etmeye başlamıştır. Güney Denizi Şirketi'nin bu şekilde Pareto optimumuna<sup>3</sup> ulaşması yatırımcıları da harekete geçirmiş ve kolonilerle gerçekleştirilen monopol ticaretinden kâr sağlayabilmek amacıyla Şirket tarafından çıkarılan hisseler büyük bir taleple karşılaşmıştır. Hem hükümet borçlarının kapanmaya başlaması ve hem de piyasa genelinde sağlanan başarıyı takiben şirket daha fazla hisse çıkarma hakkına kavuşmuştur. Bu sayede Güney Denizi Şirketi, kendisine rakip olarak ortaya çıkan *Bank of England* ve *East India Company* gibi kuruluşları da saf dışı bırakabilmiştir. Sürekli yeni hisse çıkarabilme hakkına kavuşan Şirket deneyimli yöneticilerden oluşan bir yönetim kadrosuna sahip olmamasına karşın, çıkarılan hisseler yatırımcılar tarafından büyük bir hızla satın alınmaya devam etmiştir (Temin ve Voth, 2003, s. 7-8).

Hisse balonunun büyük bir ivmeyle şişmesi ve diğer şirketlerle girişilen rekabete bağlı olarak hisse fiyatları da artmaya başlamış ve artan fiyatlar hükümet borçlarının daha ucuza finanse edilmesine olanak tanımıştır. Bu durum, yatırımcılar nezdinde daha fazla ün kazanılmasına neden olan reklam kampanyalarına dönüşmüş ve ilgili süreç hisse artırımıyla devam etmiştir. Bununla birlikte Şirket, Latin Amerika limanlarının tüm kullanım hakkının İspanyollar tarafından kendisine verildiği söylentisini yaymaya başlamış; ancak gerçek durum, İspanyolların sadece üç limanı Güney Denizi Şirketi'ne tahsis ettiği şeklinde cereyan etmiştir. Dolayısıyla, gerçekçi olmayan bekleyişlerin ortaya atılması yatırımcılar ile spekülatörleri harekete geçirerek hisse balonunun büyümesine yol açmıştır (Colombo, 2007a). Öyle ki, 1720 Nisan'ında 128 pound olan Güney Denizi Şirketi hisse fiyatı, 1720 Temmuz'unda 1.050 pounda yükselmiştir (Markham, 2006, s. 247).

Piyasalarda ortaya çıkan tüm bu olumlu hava, İngiltere'nin İspanya ile girdiği savaşa bağlı olarak yavaş yavaş dağılmaya başlamış ve tüm ticari faaliyetler durma noktasına gelmiştir. Bu durum karşısında bile yerel yatırımcılar Şirket hisselerini almaya devam etmiş ve hatta Avrupalı tacirler de

---

<sup>3</sup> Temelini, ekonomik etkinlik kavramının oluşturduğu Pareto optimumu, kaynakların veya malların bir kısmının yeniden dağılımı ve kendi değer yargıları içerisinde diğer kişileri daha kötü konuma getirmeden, insanların bir kısmını veya tamamını yine kendi değer yargıları içerisinde daha iyi konuma getirme imkanının olmadığı bir durum olarak tanımlanmakta ve Pareto optimumu şeklinde ifade edilmektedir. Yani, üretim faktörlerinin mallar arasındaki yeni bir dağılımı ve malların tüketiciler arasındaki yeni bir bölüşümü, bireylerin bir kısmını daha kötü duruma getirmiyor ise, ekonomik etkinlik veya Pareto optimumu sağlanmıştır. Herhangi bir değişim kişilerin bir kısmının refahını diğerlerinin refahını azaltmadan artırırsa toplumun refahı da artar ve böylece toplum ekonomik etkinliğe ulaşmış olur (Yaylalı, 2004, s. 488-489).

bu spekülâtif hareketin bir halkasını oluşturmuşlardır. Ancak, ticari faaliyetleri neredeyse son bulan Şirket'in kârlarına kıyasla hisselerinin aşırı değerlenmiş olduğu anlaşılınca, kaçınılmaz son kendisini göstermeye başlamıştır. Başta şirket yöneticileri olmak üzere büyük yatırımcılar piyasada zirve noktasına ulaşıldığını fark ederek sahip oldukları hisselerini satmışlardır (Heffernan, 2005, s. 414). Güney Denizi Şirketi'nin hala kârlı olduğunu düşünen yerli ve yabancı yatırımcılar ise şirket yöneticilerinin bile sahip oldukları hisseleri sattıklarını duydukları andan itibaren satım faaliyetlerine girişmişlerdir. Büyük bir satış dalgasına dönüşen bu panik havası ile birlikte yabancı yatırımcılar da piyasayı terk etmiş ve çöküş süreci hızlanmıştır. Temmuz 1720'de zirve değerine ulaşan hisse fiyatları 1720 Eylül ortalarında 520 pounda kadar gerilemiş ve Ekim ayı başında ise 290 pounda düşmüştür. Güney Denizi Şirketi'ne ait hisse balonunun patlaması ile oluşan kriz, birçok kişinin varlığını kaybetmesine neden olmuş ve dünya tarihinin ilk finansal krizi olarak kabul edilmiştir (Speck, 1977, s. 198).

### **3. MISSISSIPPI BALONU (THE MISSISSIPPI BUBBLE)**

İngiltere'de Güney Denizi Balonu olarak adlandırılan finansal krizin bir benzeri, Fransa'da John Law tarafından kurulan şirketlere yönelik spekülâtif hareketlere bağlı olarak 1720 yılında Mississippi Balonu (The Mississippi Bubble) adıyla yaşanmıştır.

1715 yılında Kral XIV. Louis'in ölümüyle birlikte Fransa'da ortaya çıkan finansal istikrarsızlıklara bağlı olarak tıpkı İngiltere ve Hollanda'da olduğu gibi bir tür merkez bankası kurulması fikri gündeme gelmiştir. 1714 yılında Paris'e yerleşen İskoç kökenli banker John Law, ülkenin içinde bulunduğu büyük borç yükünden ancak ticaret ve sanayinin uyarılması yoluyla kurtulabileceğini öne sürmüştür. Etkin reformist görüşlerini açık bir şekilde ortaya koyan Law, Kral XV. Louis dönemi Fransa'sının yönetim vekillerinden birisi olan Orléans Dükü II. Philippe'nin güvenini kazanmayı başarmıştır. Bunun üzerine 1716 yılında kağıt para basma yetkisinin yanı sıra hisse senedi ve tahvil çıkarma ile mevduat toplama gücüne haiz olan *Banque Générale* isimli ilk özel bankanın kuruluş görevi kraliyet tarafından Law'a verilmiştir. Piyasaya yönlendirilecek kredi hacmi ve kâğıt paraların Fransız ekonomisini yeniden canlandıracağını düşünen Law, ülkenin ticari dinamizmini kazandıracak olan temel unsurun para sirkülasyonu olduğunu düşünmüştür (Kohn, 2001, s. 270).

Bankacılık faaliyetleri dolayısıyla ticari kârlar elde etmeye başlayan Law, kraliyetin daha fazla saygısını kazanarak Fransa'nın en geniş ticari ve finansal



monopolist yetkileri ile donatılmıştır. 1717 yılında Amerika'da bulunan Mississippi Nehri vadisinde ticari faaliyetlerde bulunma ve kolonileşme hareketlerini hızlandırma yetkisi kraliyet tarafından kendisine verilmiştir. Koloni gelişimini sağlayabilmek ve Louisiana Bölgesi'ni kalkındırabilmek amacıyla çeşitli projeler üreten Law, *Compagnie d'Occident* isimli şirketi kurmuştur. Adı geçen şirket daha çok Mississippi Nehri bölgesindeki ticari faaliyetler ile ilgilendiğinden dolayı Mississippi Şirketi olarak da adlandırılmıştır. Mississippi kolonileri arasındaki ticaretin şekillendirilmesinin yanı sıra sanayi ve tütün üretimine ilişkin imtiyazlar ile Fransız denizcilik işletmelerine yönelik haklar da Law'a verilmiştir. Para basılmasına ilişkin olarak elde edilecek olan kârları talep etme serbestisine de sahip olan Law'a, 1719 yılında vergi gelirlerini toplama imtiyazı da sunulmuştur. Özellikle ticarete elde ettiği başarılar sonucunda Doğu Hindistan, Çin ve Afrika kökenli rakip ticari şirketleri bünyesine alarak *Compagnie des Indies* adlı kuruluş altında toplaması, Law'ın bu son ayrıcalığı elde etmesini sağlamıştır. Söz konusu kuruluş, istikrarlı bir para birimi üzerinden kurumsallaşmış bir yapılanmayla yatırımcılara kısa vadeli krediler kullandırarak ticaret hacmini artırmayı hedeflemiş ve bir banka statüsünde çalışmıştır. Law'ın kurmuş olduğu bankacılık sistemine çok güvenen hükümet, Law tarafından önerilen nispeten düşük faizli hisse senetlerinin çıkarılarak halka satılmasının ve halktan toplanan mevduatların kraliyet tarafından güvence altına alınmasının mevcut finansal yükümlülüklerin azaltılmasını sağlayan sistemi de onaylamıştır (Spotton, 1997, s. 180-181). Dolayısıyla, Law'dan önce sadece toplumun en üst kademesindeki kişilere verilen varlık transferi hakkı artık toplumdaki tüm kesimlere spekülatif faaliyetlerde bulunma hakkını vermiş ve banka tarafından çıkarılan hisseler kamuya arz edilmiştir. Bu sistem ile birlikte Law, hisse satışlarından elde edeceği gelirlerle hükümet borçlarının yarısından fazlasını kendisinin karşılayacağı belirtmiştir.

Law'ın Mississippi Şirketi ile bankacılık sistemine büyük bir güven duyan Fransızlar, hükümetin de Law'ı desteklemesine bağlı olarak koloni bölgelerdeki reel varlık eksikliğine rağmen yüksek kârlar elde edebilme beklentisi ile çıkarılan hisseleri artan bir taleple satın almaya başlamışlardır. Hatta küçük yatırımcılar bile kendi değerlerinin yaklaşık 40 katı yüksekliğine satılan hisse alımlarına çekilmeye çalışılmıştır. Kısa bir süre içinde Avrupa'nın en popüler bankeri olmayı başaran Law, Fransa'yı etkisi altına almaya başlayan spekülatif çılgınlığın da önderi olmuştur. Bu durumun avantajını kullanmak

isteyen hükümet ise Law'ın kamusal kreditorlüğü altında hisse alımlarının artırılabilmesi için daha fazla kâğıt para basılmasına izin vermiştir. Hisselere olan talebin önlenemez yükselişi hisse fiyatlarını artırdıkça artırmış ve Law'ın şirketinin değeri dolaşımında bulunan altın miktarının katbekat üstüne çıkmıştır (Lynch ve Rothchild, 1997, s. 30). Temmuz 1719'da 1.000 livre olan hisse fiyatı, Ağustos'ta 1.800 livreye, Ekim'de 3.000 livreye ve yılsonu itibariyle 10.000 livreye yükselmiştir (Garber, 1990, s. 43). Hisse fiyatlarının hızlı yükselişindeki temel etken, hem kraliyet tarafından güvence altına alınan hisselerden büyük kârlar elde etmek ve hem de Law'a verilen vergi toplama yetkisine bağlı olarak kendisine duyulan güven olmuştur.

Piyasalardaki bu olumlu gidiş emisyon hacminin artırılmaya başlaması ile kaybolmuş ve ülke bir anda kendisini enflasyonist bir ortam içinde bulmuştur. Ayrıca bankanın, sahip olunan varlıklara kıyasla daha fazla hisse senedi çıkarmasına bağlı olarak bu hisselerin karşılığı olan altınla desteklenememesi sonucunda ilgili hisseler değersizleşmeye başlamıştır. Bu gelişmeler üzerine Law, aşırı değerlendirilmiş olan hisseleri yaklaşık %50 oranında devalüe etmeye karar vermiş ve bu sonuç, banka tarafından çıkarılan kâğıt paraların itibari değerini kaybetmesine neden olmuştur. İfade edilen süreç, yatırımcılar tarafından elde edilen sermaye kazançlarının altına çevrilmeye başlaması ile büyük bir ivme kazanmış ve hisselerdeki talep düşmüştür. Öyle ki, Ocak 1720'de 10.000 livrenin altına düşmeye başlayan hisse fiyatları Mart ayında 9.000 livreye kadar gerilemiştir. Aşırı değerlendirilmiş hisselerin banka ve kraliyet bünyesinde altın karşılığı olmadığı için panik halindeki satış dalgası büyük bir hızla devam etmiş ve parasal genişleme ile birleşen bu süreç ülke ekonomisini bunalıma sürüklemiştir. Olumsuz konjonktürün tetiklediği hisse satışları sonucunda 9.000 livre olan birim fiyatlar Aralık ayının başında 5.000 livreye kadar gerilemiş ve ay sonu itibariyle 1.000 livre olmuştur (Garber, 1990, s. 45). Mississippi Balonu'nun patlaması ile birlikte büyük bir finansal kriz ortaya çıkmış, hisse satın alan tüm yatırımcılar servetlerinin neredeyse tamamını kaybetmiş, Law'ın oluşturduğu sistemin aslında bir aldatmacaya yönelik olduğu şeklinde fikir birliğine varılarak Law'ın *Oz Büyücüsü* (Wizard of Oz)'nden başka bir şey olmadığı düşünülmüş ve ülke, tarihin en büyük bunalımına girmiştir (Lynch ve Rothchild, 1997, s. 31).

#### 4. ABD HİSSE SENEDİ İLE GAYRİMENKUL BALONU VE 1929 BÜYÜK BUHRANI

Birinci Dünya Savaşı'ndan önce ABD, 1890'lı yıllardan itibaren sanayileşmiş bir ülke olmakla birlikte, politik iktisat anlayışı içerisinde dünya ekonomisi içinde oldukça küçük bir rol üstlenmiştir. Avrupa'nın birçok ülkesi 1914 yılında başlayan savaşa katılmalarına karşın 1917'ye kadar ABD bu savaşa resmi olarak dahil olmamış ancak Amerikan ordusu, Almanya'yı yenilgiye uğratabilmeleri için İngiltere ve Fransa'ya yardımcı olmuştur. Belirli bir süre sonra savaşa giren ve galip devletler içerisinde yer alan ABD, Avrupa'nın pek çok ülkesinin tahrip olmasının da etkisiyle dünyanın en etkin gücü olmayı başarmıştır. Savaşın bitmesi ile birlikte başta İngiltere, Fransa ve Almanya olmak üzere ekonomilerini yeniden inşa etmeyi hedefleyen çoğu Avrupa lkesi, ABD'den milyon dolarlara ulaşan kredileri almaya başlamışlardır. Bununla birlikte, Avrupa lkelerinde düşen üretim hacmine karşın ABD ekonomisinde gerçekleştirilen teknolojik yenilikler ile birlikte bir taraftan üretim kapasitesi hızla artmış ve diğer taraftan da savaş öncesinde ABD hükümeti tarafından orduya destek olunması amacıyla çıkarılan ve *Liberty Bonds* olarak adlandırılan menkul kıymete yönelik yatırımların artmasıyla finansal işlemler de farklı bir boyut kazanmıştır. Dolayısıyla, ABD için bu süreç finansal refah anlamına gelen çağın başlangıcını oluşturmuştur. Çünkü önceleri sahip oldukları tasarruflarını sadece bankalara yatırmak suretiyle değerlendirmeye alışan Amerikalılar, *Liberty Bonds*'lara yönelerek %3.5 ile %4.5 oranlarına varan faiz kazancını elde etmişlerdir. Karşılıklı bir fayda maksimizasyonu anlamına gelen bu süreç, hem hükümetin ve hem de yatırımcıların krlarını artırmıştır. Birinci Dünya Savaşı'nı takip eden dönem ile birlikte oldukça yavaş bir iktisadi düzeni arkasında bırakan Amerikan halkı, gelişim sürecinin hızlanabilmesi amacıyla 1928 yılında Herbert Hoover'ı başkan olarak seçmiştir. Bu seçim, özellikle 1920'li yıllarda başta otomotiv sanayisi olmak üzere çeşitli tüketim ve teknoloji kullanımının canlandığı pozitif ivmeli sürece daha büyük bir dinamizm kazandırabilmek amacıyla da yapılmıştır. İlk olarak nispeten riskli bir varlık şeklinde değerlendirilebilen *Liberty Bonds*'lara yönelen yatırımcılar, Hoover yönetiminin çıkarılmasına izin verdiği çeşitli şirket hisselerini almaya da başlamışlar ve böylece hisse piyasalarına olan eğilim artmıştır. Ayrıca, ihtiyaç duydukları mal ve hizmetleri satın alabilmek için yeterli likiditeye sahip olmayan halk çeşitli finans sektörlerine de yönelmeye başlamış ve dolayısıyla da kredi hacmi genişlemiştir.

Ekonomilerinin oldukça güçlü olduğuna inanan halk, ödeme planları yardımıyla aldıkları kredileri kolaylıkla geri ödeyebileceklerini düşünmüştür (Gitlin ve Sylla, 2008, s. 8-15).

Gerek hisse ve gerekse de reel piyasalarda oluşan bu olumlu konjonktür, hem hisselerle olan spekülâtif işlemleri hızlandırmış ve hem de tarım ile sanayi sektörlerinde ürün fazlalarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle teknik gelişimin tetiklediği bu arz fazlası, malların Avrupa ülkelerine ihracı ile giderilmeye çalışılmıştır. Ancak savaş sonrası dönemde ekonomilerini tedrici olarak düzeltmeye başlayan Avrupa ülkeleri, Amerikan mallarına olan taleplerini de azaltmışlardır. 1920'li yılların ortalarına gelindiğinde ABD'den borçlanan İngiltere, Fransa ve Almanya gibi pek çok Avrupa ülkesi üretim kapasitelerini artırmak suretiyle kendine yeterli bir konuma gelmişlerdir. Dolayısıyla, reel piyasası aşırı kapasite ile genişlemeye başlayan ABD'de üretim sektörü durgunluğa doğru sürüklenmiştir. Diğer taraftan, kolay yoldan yüksek kazanç elde etmeyi amaçlayan Amerikan yatırımcıları, sahip oldukları tasarruflarını bankalara yatırmak yerine hisse piyasalarına yönlendirmeyi uygun görerek, bu piyasalardaki işlem hacimlerini artırmaya başlamışlardır. Varlıkları ile *Liberty Bonds* gibi tahvilleri ve çeşitli şirket hisselerini satın alarak belli bir süre sonra daha yüksek getirilere ulaşmayı hedefleyen yatırımcılar refahları artırmayı amaçlamışlardır. Ancak hisselerle yönelik yatırımların oldukça kârlı olduğunu hesaplayan yatırımcılar, riskli yapılarından dolayı getirilerin garanti altında olmadığına muhasebesini yapmakta zorlanmışlardır. Risk yönetiminin etkin olmamasına karşın piyasalardaki iyimser hava New York Borsası (New York Stock Exchange)'nda günlük alım ve satım faaliyetlerinin artmasına neden olmuştur. 1920'li yılların son dönemlerinde borsa hacmi, yabancı yatırımcıların da brokerlik faaliyetleri yardımıyla piyasaya girişlerine bağlı olarak maksimum seviyeye ulaşmıştır. Yatırımcılar bir şirkete ait hisseleri satın aldıkça ilgili şirketin büyüme sürecine katkıda bulunmuşlar ve şirketin genişlemesine bağlı olarak artan kâr hacmi ise yatırımcıların sahip oldukları hisselerin değerini artırmıştır. Spekülâtif faaliyetlerin hacmini genişleten bu sistem, şirket hisseleri ile ekonomiye uzun vadeli yatırımların yapılmasını engellemiş ve piyasalara patlayıcı bir nitelik kazandırmıştır (Sauert, 2010, s. 5-12). İfade edilen ekonomik gelişmelerin en temel sonucu, kendisini gelir eşitsizliği biçiminde göstermiştir. 1920'ler boyunca gittikçe daha eşitsiz bir yapıya bürünen gelir dağılımı, üretim sürecinde makineleşme düzeyinin artmasına paralel olarak özellikle kalifiye olmayan ve emek istihdamının yüksek olduğu sektörlerde

daha fazla bozulmuştur. İfade edilen bu süreç, ekonomik yapıda adaleti sağlayabilmek amacıyla gelir vergisi oranlarının düşürülmesi gibi bir politikanın uygulanma esasını gündeme getirmiş, ancak bu politika yükselen bir ivme kazanan sermaye piyasalarından daha fazla gelir elde eden zengin sınıfın refahının daha da artması ile sonuç vermiştir. Zengin sınıf ile yoksul sınıf arasındaki uçurumun artması yönünde eğilimleri beraberinde getiren bu ekonomik yapı, gelir adaletsizliğinin en fazla bozulduğu bir döneme de girilmesine zemin hazırlamıştır. 1929 yılına kadar geçen süre zarfında, nüfusun beşinci %20'lik dilimi toplam ulusal gelirin %54'n kazanırken, nüfusunun %40'ının toplam ulusal gelirin sadece %12,5'ini elde etmesi, gelir eşiitsizliğinin ne derece vahim boyutlar kazandığını göstermesi açısından önemli bir gösterge niteliğindedir (French, 1997, s. 183). 1920'lerin ABD'sinde "abuk zengin olma felsefesi" şeklinde ifade edilebilecek toplumsal düşünce silsilesi, adaletsiz gelir dağılımının temel nedenini oluşturmuştur. Büyük Buhran'a kadar uzanan dönemde gelir eşiitsizliğinde görülen bu kararlı artış süreci, piyasa başarısızlığının açık bir göstergesi olarak yorumlanmış ve kamusal müdahalelere olan ihtiyacın gün yüzüne çıkmasına yol açmıştır (Vandewalle, 2012, s. 35).

Hisse piyasalarına yönelik spekülatif saldırılar Dow Jones Endeksi dikkate alınmak suretiyle rahatlıkla görülebilmektedir. 1928 yılının başlarında 191'den düşük olan endeks değeri Aralık ayına gelindiğinde 300'e yükselmiş ve zirve değeri olan 381'e 1929 Eylül'nde ulaşmıştır. Dolayısıyla endeks, yaklaşık iki yıllık bir zaman dilimi içinde iki katına çıkmıştır (Kindleberger, 1986, s. 95). Hisse piyasalarındaki bu olumlu gelişmeyi yakından takip etmek isteyen İngiltere Maliye Bakanı Philip Snowden Ekim ayı başında ABD'ye gitmiştir. Bir süre Amerikan sermayedarlarının yatırım davranışlarını inceleyen Snowden, New York Borsası'nın aslında "spekülatif balon (speculative orgy)" içinde olduğunu belirterek, işlem gören hisselerin aşırı değerlendiğini vurgulamıştır. Piyasa istikrarsızlığını gözler önüne seren bu açıklama karşısında hisselerini derhal satmaya başlayan İngiliz yatırımcıları borsadan paralarını çekmişlerdir. Ortaya çıkan satış dalgasının bir halkasını oluşturmaya başlayan Amerikan yatırımcıları da hisse fiyatları daha fazla düşmeden sahip oldukları hisselerini elden çıkarmışlardır. Bir anda gündeme gelen bu belirsizlik ortamı 23 Ekim 1929'da hisse fiyatlarındaki keskin bir düşüşle kendisini göstermiştir. Büyük çöküşe henüz ulaşmayan New York Borsası, "Kara Perşembe" olarak adlandırılan 24 Ekim günü en büyük satış dalgasıyla karşı karşıya kalmıştır.

Borsaya duyulan güven tamamen kaybolunca daha fazla panikleyen yatırımcılar, fiyatlar dip seviyeye ulaşmadan hisselerini satmaya çalışmışlardır. Kısa süre içinde tüm Atlantik'e yayılan satış dalgasına, Londra Borsası (London Stock Exchange) da dahil olmuş ve fiyatlar sıfırlanmadan önce Amerikan hisselerinin bu borsada satılmaya çalışılacağı haberi yayılmıştır (Gitlin ve Sylla, 2008, s. 42-46). Piyasalardaki satış dalgası tüm hafta boyunca devam etmiş ve "Kara Salı" olarak adlandırılan 29 Ekim günü 16.4 milyon hisse satılarak yaklaşık 40 yıllık bir zaman dilimindeki rekor satım faaliyeti gerçekleşmiştir (Kindleberger, 1986, s. 105). Hisse senedi balonunun patlaması ile birlikte borsa çökmüş ve 1929 Eylül'ünde 381 puanla zirve değerine ulaşan Dow Jones Endeksi yılsonu itibariyle 290'a gerilemiştir. Bu yıldan itibaren istikrarlı bir düşüş trendi içine giren Dow Jones Endeksi, 1932 yılında 79.4'e düşmüştür (Bierman, 1998, s. 3).

Hisse piyasalarında yaşanan bu gelişmelerin yanı sıra 1929 Büyük Buhranı'nı tetikleyen bir başka gelişme ise Florida'da kendini göstermiştir. 1920'li yıllarda pek çok Amerikalı; kış şartlarının diğer eyaletlere kıyasla daha ılımlı geçmesi, ekime elverişli verimli topraklara sahip olması, otomotiv sektörü ile demiryolu ağının gelişmesine paralel olarak ulaşım imkanlarının kolaylığı ve yaşam koşullarının elverişliliği gibi nedenlerle Florida'da bir gayrimenkul edinmek istemiş ve dolayısıyla da gayrimenkule ilişkin spekülatif hareketler ortaya çıkmaya başlamıştır. 1920 – 1925 yılları arasında pek çok insanın Florida'ya göç etmesi ve bu bölgedeki nüfusun yaklaşık %20 oranında artmasına bağlı olarak toprak fiyatları yükselmiştir. Fiyatların yükselmesi ile birlikte mali yapılanmaları nispeten yetersiz olan bankalardan kredi çekilmek suretiyle gayrimenkullerin satın alınıp daha sonra yüksek fiyatlardan satılması arzusu, gayrimenkul balonunun şişmesine neden olmuştur. Birkaç ay içinde elde edilebilecek olan yüksek kârlar, tüm spekülâtörleri harekete geçirmiş ve emlak sektörüne yönelik yatırımlar gün geçtikçe artmıştır. Florida'da gayrimenkul fiyatları o kadar yükselmiştir ki, 1896'da 25 dolara alınan bir emlak 1925 yılında 150.000 dolara satılmıştır. İlgili yılın sonunda Florida topraklarının değeri dört milyon dolara kadar çıkmıştır. Ancak çok uzun sürmeyen bu spekülatif çılgınlığı sona erdirecek olan ateşin ilk fitili, demiryolu şirketlerinin gıda ve ilk yardım malzemelerinden başka ürünleri artık Florida'ya taşımak istememeleri üzerine yakılmıştır. Ayrıca, büyük bir hızla Florida'ya akın eden insanların emlak ihtiyaçlarını karşılamak için gerekli olan yapı malzemelerinin kıtlaşması da inşaat sektörüne darbe vurmaya başlamıştır. Bu sebepler, yukarı

yönlü artış eğilimi içinde olan fiyatların keskin düşüşüne zemin hazırlamış ve piyasanın zirve seviyesinde emlak alımı yapan yatırımcılar üzerinde panik havası oluşturmuştur. Ancak gayrimenkul sektörünü derinden sarsan olay, Eylül 1926'da tüm Miami ve Florida eyaletlerini etkileyen kasırga ile yaşanmıştır. Yaklaşık 400 kişinin ölümüne ve 50.000 insanın evsiz kalmasına neden olan kasırgaya bağlı olarak ifade edilen eyaletler boşaltılmış, toprak fiyatları hızla düşmüş, evlerini kaybeden insanlar bankalara olan borçlarını ödeyememiş, gayrimenkulleri zarar görmeyenler ise bu emlaklarını ya çok düşük fiyatlardan satmak zorunda kalmış ya da hiç elden çıkaramamış ve böylece gayrimenkul balonu patlamıştır (Derbyshire, 2013, s. 31-34).

Borsa ve gayrimenkul balonlarının patlaması ile birlikte ilk önce tüm ABD'yi ve daha sonra da birçok ülkeyi derinden etkileyen Büyük Dünya Buhranı 1929 yılında patlak vermiştir. Yığın üretim şeklinde ortaya çıkan artan arz fazlaları, talep yetersizlikleri, finansal yapıları etkin olmayan kurumların varlığı, ABD tarafından diğer ülkelere verilen kredilerin geri ödenmemesi, ihrac sektörünün çökmesi, Hoover yönetiminin krize müdahale etme yönünde adımlar atmaması ve gümrüklerin yükseltilmesi gibi sebepler ifade edilen iki spekülatif balonun patlamasına ilaveten krizi tetikleyen diğer unsurlar olarak göze çarpmaktadır.

Dünya ekonomileri üzerinde önemli etkileri olan Büyük Dünya Buhranı Türkiye ekonomisinde de bazı sorunların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Yaşanan başlıca problemler; dış ödemeler açığı, Türk parasının değer yitirmesi, deflasyonist sürecin yaşanması ve tarımsal ekim alanlarının daralması şeklinde sıralanabilir. Dış dengenin sağlanması için alınan tedbirler ithalatı miktar ve değer olarak azaltmıştır. İhracatta miktar olarak artış yaşanmış olmasına rağmen, fiyatlardaki düşüş nedeniyle ihracat değer olarak azalmıştır. Tarımsal ürün fiyatlarında ortaya çıkan düşüşleri dengelemek için devlet bazı ürünlere taban fiyat uygulaması getirmiş ve bu ürünlerin işlenmesi için sanayi tesisleri kurmaya yönelmiştir. Devlet, harcamalarını kısarak denk bütçe politikası izlemiştir (Işık ve Duman, 2012, s. 81).

## **5. JAPONYA GAYRİMENKUL BALONU**

Japonya'da 1800'lü yılların ikinci yarısından itibaren ahlaki erdemler bakımından toplumun en üst tabakasında yer alan aristokrat fakat yoksul samuraylar ile ahlaki erdem düzeyine göre sosyal düzenin en alt katmanında bulunan ancak zengin olan tüccar sınıf arasında ekonomik bakımdan kendini

gösteren yakınlaşma sonucunda “Meiji Restorasyonu” gerçekleşmiştir. İktidara gelen samuraylar devlet eliyle sanayileşme stratejisini benimsemişler ve devlet, özel sermayenin yetersiz olduğu sektörleri destekleyerek, onları kâr elde etmeye başlayana kadar kendisi yönetmiştir. Daha sonra küçük bir bedelle özelleştirilen sektörler ve bu uygulamalar sonucunda ortaya çıkan politika uygulamaları, Japonya’da devlet eliyle doğan yeni bir girişimci sınıfın varlığı ile sonuçlanmıştır. Bir taraftan geleneksel endüstri ve diğer taraftan da devletçe kurulan büyük ölçekli endüstriler, Japon aristokratlarından oluşan bir piyasa kültürünü geliştirmiştir. Ekonomik sekülerizeyi gerçekleştiren bu yeni girişimci samuraylar, Japon kalkınmasının öncüleri olmuştur. Japon piyasa kültürü de samuraylar tarafından oluşturulmuş ve geliştirilmiştir (Özdemir, 2005, s. 99-100). Bu doğrultuda, Japonya’da 1850’li yıllardan itibaren idari ve ekonomik alanda modern reformlara girilmiştir. Ayrıca, Japonya’nın geleneksel toplum yapısı, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra Batılı üretim tekniklerinin etkisinde kalarak hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu sürece katkıda bulunan ve savaş sonrasında Japon ekonomisinin yeniden inşasına destek sağlayan Marshall Planı hem iki ülke arasındaki ilişkilerin düzelmesine ve hem de Japon imalat sanayi ürünlerinin ihraç piyasalarında büyük bir yer edinmesine olanak tanımıştır. Bu dönüşüm ile birlikte Japon imalat sanayisi, geniş ailelerce yönetilen büyük sanayi şirketleri ile *Zaibatsu* olarak bilinen ve daha sonra da *Keiretsu*<sup>4</sup> adı altında birleşen finans ve işletme holdingleri tarafından etkin bir şekilde kontrol edilmeye başlamıştır. İfade edilen yapılanmalar sayesinde Batı ürünlerini taklit eden, onları geliştiren ve Avrupa piyasalarına nispeten daha düşük fiyatlarla satan Japon sanayii, ihraç pazarlarında büyük bir rekabet gücü kazanmıştır. Bu gelişimini teknoloji ve etkin üretim yöntemleriyle birleştiren endüstri, Japon Yeninin düşük değerli olmasının da etkisiyle gittikçe artan oranlarda ihraç gelirleri elde etmeye başlamıştır. İmalat sanayinin yanı sıra yüksek teknolojili elektronik ürünler ile otomotiv sektörünü de genişleten Japonlar, müreffeh bir toplum yapısına doğru harekete geçmişlerdir (Colombo, 2007b).

---

<sup>4</sup> Her ne kadar 19. yüzyılda ortaya çıkmış olsa da Birinci Dünya Savaşı’ndan sonra adı sıkça duyulmaya başlayan *Zaibatsu*, Japonya’nın köklü ve zengin aileleri tarafından yönetilen ve özellikle de bir sektörü tekel altında tutan grup şirketleri birliğini ifade etmektedir. Söz konusu bu şirketler, ekonomik olarak gruba bağlı bankalar ve yan sanayi kuruluşlarının da yönetimini kontrol altında tutmaktadırlar. *Keiretsu* ise, bir bankayı merkez alan grup şirketlerinden ya da şirketler birliğinden oluşan yapılanmalardır. Genel olarak *Keiretsular*; finans odaklı, yatırım, üretim ve tedarik fonksiyonlarında yetkinleşmiş kümelenmelerdir.



İhracat odaklı yapısı ve uyguladığı iktisat politikalarıyla hem Japon ve hem de dünyadaki birçok yatırımcının güvenini kazanan istikrarlı Japon ekonomisi, doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarını da bünyesinde toplamaya başlamış ve iktisadi büyüme sürecine ivme kazandırmıştır (Harris, 2003, s. 570). Bu gelişmelere ilaveten, finansal dereglasyonlar ile birleşen bankacılık sistemindeki gelişmeler ve yaratılan cari fazlalar; para ve kredi hacminin artmasına, faiz oranlarının düşmesine ve emlak fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Sahip oldukları gayrimenkullerin değerleneceğini düşünen Japon yatırımcıları doğrudan emlak ve emlaklara bağlı hisse senetlerini almaya, yabancı yatırımcılar ise borsa kanalıyla ilgi duydukları menkul alımlarına başlamışlardır. Özellikle ekonomilerinin sürekli genişlediğinin ve gelirlerinin gittikçe arttığının farkında olan yatırımcılar, bankalar tarafından 100 yıllık vadelere kadar önerilen mortgage kredilerine de yönelmişlerdir. Aslında “nesiller arası borç” şeklinde nitelendirilebilecek olan bu krediler ile birlikte Japonlar, sadece çocuklarını değil, aynı zamanda gelecek nesillerini de borlandırdıklarını görememişlerdir. Bu gelişmelerin yanı sıra, sağlanan demeler bilançosu fazlalarına bağlı olarak yerel piyasalara kredi ve dış piyasalara ise borç verme şeklinde gerçekleştirilen işlemlerin Japon bankacılık sktrnn sermaye yapısını bozabileceği ihtimali dikkate alınmamıştır. Özellikle *Keiretsu* grubunun içinde yer alan bankalardan istenilen ölçüde ve sorgulanmadan kredi alınabilmesi ekonomik kaynakların verimsiz kullanılmasına yol açmış ve teminat olarak gösterilen arsa ile gayrimenkul fiyatlarının daha da yükselmesine neden olmuştur (Rubino, 2003, s. 35-36). Dolayısıyla, verilen krediler bireyler ile firmaların nakit akışına göre değil de teminat olarak gösterilen ve değerlerinin düşeceği beklenmeyen gayrimenkullere bakılarak verilmeye başlandığında bankalar büyük bir risk altına girdiklerini üstü kapalı şekilde kabul etmişlerdir (Akkemik, 2011, s. 174).

1980'li yılların ilk yarısında Japon Merkez Bankası (Bank of Japan) tarafından gevşek para politikasını gündemine alan uygulamalar gerçekleştirilmiştir. Bu uygulama ile birlikte firmaların fon toplama maliyeti azalmış ve buna bağlı olarak da elde ettikleri kaynakları geniş ölçekli yatırımlara kanalize etme imkanları ortaya çıkmıştır. Bu süreç, fiyatı yükselen hisse senetleri dolayısıyla mali kurumların sermaye maliyetini düşürmüş ve piyasa fiyatından yeni hisse senetleri ihraç ederek kaynak bulma imkanlarını

artırmıştır. Ancak 1985 yılında ABD ile imzalanan Plaza Anlaşması<sup>5</sup>'na bağlı olarak Japon Yeninin aşırı değer kazanması sonucunda oluşan durgunluktan çıkmak için iskonto oranları %6'dan %2.5'a kadar düşürülmüştür. Uygulanan bu politika ile birlikte 1987 yılı ortalarına doğru ekonomi tekrar iyileşmeye başlamış, para arzı ile kredi hacmi yeniden genişlemiş, faiz oranları düşmüş ve varlık fiyatları artmaya devam etmiştir. Bunun üzerine Japon Merkez Bankası, para arzının olması gerekenden fazla artmasının ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını düşünerek para politikasında daha dikkatli bir tutum izlemeye başlamıştır. 1989 yılına gelindiğinden ise iskonto oranının düşüklüğü sorunu ciddi olarak ele alınmış ve aynı yılın Mayıs ayından itibaren iskonto oranının yeniden %6'ya yükseltilmesi yoluyla sıkı para politikası izlenmeye başlamıştır. Para politikasındaki bu değişim, aşırı değer kazanmış varlıkların fiyatlarının düşmesine ve büyük bir kredi probleminin yaşanmasına neden olmuştur. Özellikle arazi fiyatlarında devam eden yükselişi sınırlandırmak amacıyla gayrimenkul piyasasına verilecek olan banka kredileri azaltılmış ve buna bağlı olarak da gayrimenkul yatırım harcamalarının azalması dolayısıyla ekonomi durgunluğa girmeye başlamıştır. Bu durum; gayrimenkul şirketlerinin hisse değerlerinin düşmesine, borsa<sup>6</sup> hacminin daralmasına, banka hisse senetlerinin değerinin azalmasına bağlı olarak sermaye yapısı üzerinde baskı oluşmasına, çekilen krediler karşılığında teminat olarak gösterilen gayrimenkullerin değer kaybetmesine, gayrimenkul fiyatlarının hızla düşmesine ve borçluların aldıkları kredileri geri ödeyememeleri nedeniyle bankaların mali yapılarının zayıflamasına sebep olmuştur (Çokaklı, 2002, s. 8-10). Pek çok banka iflasını beraberinde getiren ve emlak sektörünün çökmesine yol açan süreç, gayrimenkul fiyatları dolayısıyla oluşan balonun patlamasıyla sonuçlanmış ve ekonomiyi büyük bir bunalıma sürüklemiştir.

---

<sup>5</sup> 1980'li yıllarda büyük bir cari açık problemi yaşayan ABD, Japonya'nın uluslararası ticarete uyguladığı kısıtlayıcı politikalar sonucu biriktirdiği dış ödeme fazlalarının Amerikan ticaret bilançosu açıklarına yol açtığını savunmuş ve dolayısıyla da Japonya'nın daha liberal bir dış ticaret rejimi ile harcama genişletici politikalar izlemesi gerektiğini önermiştir. Bu öneri 1985 Eylül'ünde taraflarca kabul görmüş ve imzalanan Plaza Anlaşması'yla ABD yüksek faiz politikasını terk etmiş, Japonya ise iç piyasada harcama genişletici politikalar uygulamaya başlamıştır (Seyidoğlu, 2009). Ayrıca, bu anlaşma kapsamında; Japon Yeninin, Amerikan Doları karşısındaki değeri de yükseltilmiştir.

<sup>6</sup> 1989 yılında 39.000 endeks değeri ile zirve noktasına ulaşan Nikkei Borsası (Nikkei Stock Exchange), 1990 yılına gelindiğinde yaklaşık %50 oranında bir kayıpla 20.000 endeks değerine düşmüş ve 1992 yılında ise 15.000'e kadar gerilemiştir.

## 6. İSVEÇ GAYRİMENKUL BALONU

Finansal piyasalarında ilk deregülasyon sürecini İkinci Dünya Savaşı sonrasında başlatan İsveç, finansal sistemin yapısını değiştiren temel dinamikleri 1980'li yılların başlarında gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede ilk olarak bankalar için dispoñibilite oranları<sup>7</sup> düşürülmüş ve daha sonra ise faiz ve kredi tavanları ile döviz işlemlerinde kısıtlayıcı düzenlemeler büyük ölçüde kaldırılmıştır (Erdönmez, 2005, s. 63). Finansal piyasalardaki deregülasyonu takiben kredi hacminde hızlı bir genişleme dönemine girilmiş ve 1986 – 1990 yılları arasında Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) içindeki kredilerin payı %85'ten %135'e yükseltilmiştir. Liberalizasyon öncesi dönemde İsveç finansal sistemi riski değerlendirme ve ölçme konusunda çok deneyimli olmadığı için finansal piyasalarda çeşitli buhranlarla karşılaşmış, ancak gerçekleştirilen yapısal düzenlemeler ile birlikte bu sorunlar giderilmeye çalışılmıştır. Fakat bu gelişmelere karşın kredi hacmindeki genişleme ekonominin sektörleri arasında optimum bir şekilde dağıtılamamış ve söz konusu bu kredilerin önemli bir kısmı gayrimenkul sektörü ile finansal varlık işlemlerine yönlendirilmiştir (Pomerleano, 2005, s. 504). Bankaların ve ipotek kuruluşlarının kredileri 1986 – 1990 döneminde sırasıyla %174 ve %167 oranında artmıştır. Daha önce büyümelerine olanak sağlayan pazarlarda önemli payı bankalara kaptıran finans şirketleri daha riskli piyasalara yönelmişler ve mevduat toplama ile menkul kıymet çıkarma olanakları olmadığından finansmanlarının bir kısmını şirket yatırım sertifikaları çıkararak karşılamışlardır. Bu sertifikalar bankalar tarafından garanti altına alınmış ve sonuçta bankalar daha fazla kredi riski üstlenmişlerdir. Finansal sistemin en önemli parçasını oluşturan bankalar gittikçe riskli bir yapıya bürünmelerine karşın 1989 Kasım'ına dek bir kriz göstergesi ortaya çıkmamış ve hatta ekonomide yoğun bir ısınma söz konusu olmuştur. İşsizlik oranları düşmüş, fiyatlar yükselmeye başlamış, reel kur değerlenmiş ve menkul kıymetler borsası yükselmeye devam etmiştir. Fiyat artışları nedeniyle özellikle gayrimenkul yatırımları yaklaşık iki katına çıkmıştır (Aydın, 2002, s. 14-15).

Reel ve finansal piyasalarda ortaya çıkan bu olumlu hava, 1989 sonbaharında uygulanan genişletici para politikalarına bağlı olarak artan kira

<sup>7</sup> Mevduat kabul eden bankaların taahhütlerine karşılık olarak nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir, diğer bir ifadeyle likiditesi yüksek değerler bulundurma zorunluluğu olarak ifade edilmektedir. Bankalardaki mevduat ile bu mevduata karşılık bulundurmak zorunda oldukları nakde çevrilebilecek değerler arasındaki ilişkiyi ifade eden dispoñibilite oranı piyasanın likiditesini etkileyen bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.

düzeylerinde kiracı bulmanın zorlaşmaya başlaması ile tersine dönmeye başlamış ve ilk kriz sinyalleri ortaya çıkmıştır. Alım gücünü düşürmeye başlayan yüksek fiyatlar işsizlik oranlarını artırmaya başlamış, istihdam oranları düşmüş, borsa endeksi dip değerine ulaşmış, kamu harcamalarının artırılmasına bağlı olarak bütçe açıkları genişlemiş, artan bütçe açıkları borçlanma ve dolayısıyla da faiz oranlarını yükseltmiştir (Freeman vd., 2010, s. 1). Yükselen faiz oranlarına bağlı olarak şirket yatırım sertifikası çıkaran finans firmalarının vadesi gelmiş sertifikalarını ödeyemez hale gelmeleri nedeniyle bu piyasanın tamamına yayılan bir kriz başlamış, kendini kurtarmayı başaran finans şirketleri her ne kadar banka kredilerine başvursalar da iflas sürecinden kaçamamışlardır. Bankaların, banka dışı finans kuruluşlarına da kredi açmaya başlamaları ile birlikte üstlendikleri risk düzeyi hızla yükselmiş ve takibe düşen krediler artmıştır. 1990 yılı sonunda %1'e, 1991 sonunda %3.5'e ve 1992'nin son çeyreğinde %7.5'e ulaşan takibe düşmüş krediler, bankacılık sisteminin de krize girmesine neden olmuştur. Kriz, gayrimenkul piyasasında fiyatların düşüş trendi içine girmesiyle şiddetlenmiş ve toplam kredilerin %10 - %15'ini oluşturan gayrimenkul kredileri, toplam zararın %40 - %45'ini oluşturmuştur (Aydın, 2002, s. 16). Sonuçta finansal altyapının güçlendirilmeden gerçekleştirildiği geniş çaplı deregülasyon süreci, genişletici para politikası, etkin olmayan risk analizi ve kredi hacmindeki hızlı artışlara bağlı olarak gayrimenkul ve finansal piyasalarda spekülasyon hareketleri nedeniyle oluşan balon patlamış ve Norveç ile Finlandiya başta olmak üzere tüm İskandinav ülkelerine yayılan derin bir kriz yaşanmıştır (Hemmelgarn vd., 2012, s. 62).

## **7. İNTERNET BALONU (THE DOTCOM BUBBLE)**

İnternet Balonu (The Dotcom Bubble), teknoloji firmalarının yer aldığı borsa endeksi olan Nasdaq'daki hisse senetlerinin, bilgisayar ve internet teknolojilerine yatırım yapan sermayedarların getiri bazında bekledikleri geri dönüşü sağlayamamaları nedeniyle 2000 yılında büyük bir değer kaybı yaşamasıyla patlayan spekülasyon balonu tanımlamak için kullanılmaktadır.

1990'lı yıllarda iletişim teknolojilerinde sağlanan hızlı gelişmelere paralel olarak kişisel bilgisayar sayısı artmış, yazılım ile program paketlerinin kapsamı genişletilmiş ve internet ağları yoluyla tüm sınırlar kaldırılmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak iş döngüleri ile kişisel yatırımlar sanal ortama aktarılmaya başlamış ve reel piyasalardaki işletme faaliyetleri artan bir oranda elektronik olarak gerçekleştirilme yönünde ivme kazanmıştır. Bilgisayar odaklı

teknoloji sayesinde global finans merkezlerinde güçlü boğa piyasaları harekete geçirilmiş ve finansal piyasalar bütünleşik bir yapı göstermeye başlamıştır. Hatta bazı ekonomistler bu yeni döngüyü, enflasyonun olmadığı ve hisse piyasası krizlerinden izole edilmiş Yeni Ekonomi şeklinde tanımlamışlardır. Söz konusu gelişmeler ile birlikte tüm dünyadaki yatırımcıların kâr güduları tetiklenmiş ve boğa piyasasına<sup>8</sup> olan yönelim hızlanmıştır. 1990'lı yılların ortalarından itibaren büyük bir ivme kazanan bu süreç, çoğu teknoloji şirketinin internet üzerinden ilk halka arz faaliyetleri ile zirveye doğru harekete geçmiştir. İnternet üzerinden gerçekleştirilen hisse faaliyetleri dolayısıyla pek çok işletmenin sahip olduğu varlık değerleri yükselmiş ve menkul değerler satın alan yatırımcılar birkaç günde milyonlara varan kazançlar elde etmişlerdir (Kaizoji, 2006, s. 124). Gerek şirketler ve gerekse de yatırımcıların sağladığı kârlardaki artışlar ilgili menkul kıymet fiyatlarının da yükselmesine neden olmuş ve spekülatif bir hareketin başlangıcı gündeme gelmiştir. Elde edilen yüksek oranlı kârların yanı sıra varlık fiyatlarında görülen büyük oranlı artışın temel sebeplerinden bir diğeri de Amerikan Merkez Bankası (FED) tarafından 1990'lı yılların ortalarından itibaren uygulanan düşük faiz politikasıdır. Bu politika ile birlikte pek çok şirket yatırım yapmak için gerekli olan başlangıç sermayesini düşük maliyetle elde etmiş ve dolayısıyla da sermayedarlar internet ağları yardımıyla sanal bir şirketleşmeye başlamışlardır (Wollscheid, 2012, s. 4).

Yatırımcıların, piyasa koşullarını ve olası riskleri dikkate almadan internet ağları vasıtasıyla arz edilen hisse senetleri için yaptıkları irrasyonel harcamalar, ilgili menkullerin aşırı değerlenmesine yol açmış ve spekülatif hareketler şiddetlenmiştir (Friedman ve Friedman, 2010, s. 31). Söz konusu bu hareketler Nasdaq Menkul Kıymet Endeksi'nde de açıkça kendisini göstermiştir. Öyle ki, 1996 yılında 600 olan endeks değeri 2000 yılına gelindiğinde 5.000'e ulaşmıştır. Sanal ortamdaki bu olumlu konjonktür, 2000 yılı başında FED'in piyasa faiz oranlarını üst üste altı kez yükseltmesi nedeniyle

---

<sup>8</sup> Hisse senedi piyasasında sıkça duyulan “boğa” ve “ayı piyasası” terimleri, piyasadaki çeşitli kesimlerin gelecek hakkındaki beklentilerinin yönünü belirtmektedir. Bu iki terim, Londra Borsası'nda 18. yüzyıl başlarında da kullanılmaya başlanmıştır. “Boğa piyasası” (bull market) terimi, gelecek hakkındaki iyimserliği belirtmektedir. “Boğa”lar, piyasanın yükseleceği beklentisi içindedirler. Bu düşünceye sahip kişiler, piyasa yükselmeden, ellerinde yeterli fon bulunmasa bile borçlanma mekanizmasıyla hisse senedi satın alarak, daha sonra da yüksek fiyattan satmaktadırlar. Bu terimin kökeninde, boğaların boynuzları ile her şeyi yukarı kaldırması olduğu inancı yatmaktadır.

kaybolmuş ve ısınan ekonomi hız kaybetmeye başlamıştır. Bu süreç dolayısıyla yatırımcılar internet üzerinden alım – satımı gerçekleştirilen hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiğini ve aslında spekülâtif bir balonun tüm piyasaya yayıldığını anlamışlardır. Bir anda oluşan panik havasıyla birlikte büyük çaplı hisse satış dalgası kendisini göstermiş ve Mart ayında spekülâtif balon patlamıştır. Bu gelişme üzerine hisse fiyatları hızlı bir düşüş trendi içine girmiş ve birkaç ay içinde Nasdaq Endeksi 5.000’den 2.000’e kadar gerilemiştir. Spekülâtif balonun zirve değerine ulaştığı 1999 yılı sonu ve 2000 yılı başlarında Silikon Vadisi’nde her altmış saniyede yeni bir milyonerin ortaya çıktığının söylendiği konjonktür bir anda tersine dönmüş, trilyon dolar seviyesine ulaşan piyasa ve pek çok yatırımcı sistem içinde kaybolmuştur. Teknoloji firmalarının hisselerine yatırım yapan ya da yapmayan binlerce kişi sahip olduğu varlıkların tamamına yakın bir bölümünü kaybetmiş, işsizlik oranları artmış, reel kesim faaliyetleri yavaşlamış ve ekonomi durgunluk dönemine girmiştir (Colombo, 2007c).

## **8. MORTGAGE KRİZİ (2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ)**

2000’li yıllarda başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarında önemli bir gevşemeye gitmişler ve faiz oranlarını düşürmüşlerdir. Uygulanan gevşek para politikaları, bir yandan varlık fiyatlarında şişme yaratırken, diğer yandan bankaların kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi plasmanı yapmalarını teşvik etmiştir. Bankaların, konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredi çeşitlendirmesine gitmeleri ve kredi koşullarını esnekletirmeleri özellikle geri ödeme olasılığı düşük olan tüketicilerin kredi kullanım oranının hızla artmasına neden olmuştur. Böylece, ABD’deki finansal kuruluşlar, ödeme gücü yeterli olmasa da binlerce insanı ipotekli konut kredileri ile borçlandırmaya başlamışlar ve krediyi kullananların ödeme güçlüğüne düşebilecek profilde olmalarının bilinmesine karşın konut kredisi verilenlerden alınan senetler menkul değerlere dönüştürülünce, risk de başkalarına devredilmiştir. Bu araçları çıkaranlar, riski mümkün olan en hızlı biçimde diğer bankalara ve kurumsal yatırımcılara aktaran ilk mortgage kurumları olmuştur. Söz konusu menkul değerler, ABD’den Avrupa ve Japonya’ya kadar birçok ülkenin finans sistemine girmiş ve böylece işlem gören bu menkul değerler de küreselleşmiştir (Çamoğlu vd., 2010, s. 78).

2000’li yılların ilk yarısında dünya piyasalarında yaşanan likidite bolluğu, finansal işlemlerin kârlı operasyonlara dönüştürülmesine yol açmış ve böylece

piyasalara enjekte edilen kredi hacmi genişlemiştir. Herhangi bir işi, geliri ve varlığı olmayan kişilere bile kredi verilmesi, başta konut olmak üzere pek çok varlık fiyatının hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Özellikle mortgage kuruluşlarının verdikleri emlak kredileri karşılığında borlananın gayrimenkulne ipotek koymasđ, hiç de beklenmeyen bir krizin temel tetikleyicisini oluşturmuştur. Bunun yanı sıra; verilen krediler için ortaya çıkması muhtemel risk olgusunun yatđtırđlabilmesi amacıyla risk paylaşımında bulunulması, yüksek getiri beklentileri, yasal sermaye yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde kolaylık sağlaması ve risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerine imkan tanınması dolayısıyla menkul kıymetleştirme işlemleri hızlanmış ve verilen krediler karşılığında ipotek altına alınan gayrimenkuller menkulleştirilmiştir. Konut kredisi verilenlerden alınan senetler menkul değerlere dönüştürülünce risk de başkalarına devredilmiş ve toksik kağıtlar tüm dünyadaki finansal piyasalarda işlem görmeye başlamıştır (Afşar, 2011, s. 150-151).

2004 yılının ikinci çeyreğinden itibaren Amerikan Merkez Bankası, enflasyonist baskıları kontrol altına almak amacıyla faiz artırımlarına başlamış, konut talebi ve konut fiyatlarındaki artış yerini durgunluğa bırakmıştır. Bu dönemde faiz oranlarındaki yükselişe bağlı olarak başta değişken faizli konut kredileri olmak üzere tüm konut kredilerinde ödeme güçlükleri ortaya çıkmıştır. Konut fiyatlarındaki düşme eğilimi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma imkanını sınırlandırmış ve buna bağlı olarak bankalar tarafından verilen krediler geri dönmemiştir. Böylece, piyasalarda önce likidite darlığı olarak ortaya çıkan problemler, bir süre sonra finansal kurumların bilançolarındaki bozulma ile birlikte bu kuruluşları iflas tehlikesi ile karşı karşıya getirmiştir (Yılmaz, 2008, s. 2). Konut fiyatları balonu 2007 yılında patladığı zaman, finansal sistemdeki çöküş süreci hızlanmış, mortgage kredilerinin geri denememesinin yanı sıra yapısal kredi sorunları da büyük boyutlara ulaşmıştır. Finansal kurumların bilançolarındaki bozulma bir süre sonra ekonomik aktiviteleri de azaltmış, yatırımlarda, tüketim harcamalarında ve borç verme oranlarında düşüşler meydana gelmiştir (ztrk ve Gövdere, 2010, s. 382-383). Daha açık bir ifadeyle, finansal sektörde başlayan kriz, reel sektöre yansımış ve dünyadaki çoğu ülkenin resesyon sürecine girmesine neden olmuştur.

1929 Büyük Bunalımı'ndan sonraki en yıkıcı kriz olarak değerlendirilen Küresel Finansal Kriz, ABD'nin en büyük kuruluşlarından olan Bear Stearns,

Lehman Brothers, Merrill Lynch, American International Group, Washington Mutual ve Wachovia gibi finansal şirketlerin iflas etmesine neden olmuştur. Gerek gelişmiş ve gerekse de gelişmekte olan tüm ülkelere yayılan kriz, dünya ekonomisinin büyük bir resesyona sürece sürüklenmesine yol açmıştır. Dünya üretim hacmi 2002 yılında, bir önceki yıla göre %2.9 artmış ve en yüksek gelişimi 2007 yılında göstererek %5.3 olmuştur. Üretim hacmindeki daralma, finansal krizin ortaya çıktığı 2008 ve krizin etkisinin şiddetlendiği 2009 yılında sırasıyla %2.8 ve -%0.6 olmuştur. Gelişmiş ülkelerde üretim hacmindeki en yüksek artış %3.2 ile 2004 yılında yaşanmıştır. 2008 yılında %0.2'ye düşen üretim hacmi artış hızı, 2009 yılına gelindiğinde -%3.2'ye düşmüştür. Üretim hacmindeki benzer düşüş eğilimi yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmekte olan ülkelerde de görülmüştür. 2007 yılında %8.7 ile zirve yapan üretim hacmindeki artış hızı, 2009 yılına gelindiğinde % 2.5'e düşmüştür. Bir önceki yıla göre en yüksek büyüme oranlarına ulaşıldığı 2007 yılında dünya genelinde, gelişmiş ülkelerde ve yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmekte olan ülkelerde bu oranlar sırasıyla %4.1, %3.9 ve %6.2 olmuştur. Krizin yıkıcı etkilerinin ortaya çıktığı 2009 yılına gelindiğinde ise büyüme hızları sırasıyla -%2'ye, -%2.8'e ve %1.7'ye düşmüştür. Dünyada 2003 ve 2007 yıllarında %4.3 ile en yüksek düzeyine ulaşan enflasyon oranları, finansal kriz ile birlikte 2009 yılında %2.6'ya gerilemiştir. Gelişmiş ülkeler ve yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmekte olan ülkelerde 2008 yılında zirve yapan enflasyon oranı sırasıyla %3.4 ve %9.2 olmuş, 2009 yılına gelindiğinde ise %0.1 ve %5.2'ye gerileyerek büyük bir düşüş göstermiştir. 2008 krizinin dış ticaret hacmi üzerindeki olumsuz etkileri ise daha belirgin olmuştur. 2004 yılında, bir önceki yıla göre dış ticaret hacminde meydana gelen artışlar en yüksek düzeye ulaşmış, dünya genelinde, gelişmiş ülkelerde ve yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmekte olan ülkelerde sırasıyla %10.8, %18.4 ve %31 olmuştur. Küresel krizin etkilerinin en ağır bir biçimde hissedildiği 2009 yılında ticaret hacmi sırasıyla -%11, %25.1 ve -%16 oranında daralmıştır. Gelirin pozitif yönlü bir fonksiyonu olan tasarruflar ile tasarruf hacmine bağlı olarak değişim gösteren yatırım harcamaları da küresel krizden olumsuz etkilenen makro büyüklükler olmuştur. 2007 yılında dünyada GSYİH'nın %24.3'ünü oluşturarak en yüksek düzeyine ulaşan tasarruf hacmi ile birlikte yatırım hacmi de aynı yıl en yüksek seviyesine ulaşmış ve GSYİH'nın %23.7'sini oluşturmuştur. Dünya genelinde 2009 yılında en düşük seviyeyi gören tasarruf hacmi %21.8 olmuş ve tasarruf hacmindeki daralmaya bağlı olarak yatırımlar da %21.6'ya düşmüştür. Gelişmiş ülkeler baz



Lale Çılgınlığı'ndan Mortgage Krizi'ne Spekülatif Balonlar

alındığında, en yüksek değerine %22 ile 2002 yılında ulaşan tasarruf oranları, beraberinde yatırım oranlarında da büyük bir artış getirmiş ve %22.7 olmuştur. 2009 yılında %17.1 seviyesine gerileyen tasarrufları takiben yatırımlar da %17.8 düzeyine inmiştir. Benzer bir eğilim yükselen piyasa ekonomiler ile gelişmekte olan ülkelerde de görülmüş, ancak tasarruf ve yatırımlardaki düşüş miktarı daha ılımlı olmuştur. En yüksek seviyesine 2008 yılında ulaşan tasarruf ve yatırım oranları sırasıyla %33.8 ve %30.3 olmuş, 2009 yılında ise %32.1 ve %30.1 düzeyine inmiştir (Yılmaz ve Akıncı, 2012, s. 115-116). Küresel finansal krizin 2002-2009 döneminde gelişmiş ülkeler ile yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri Tablo 1'de özet olarak gösterilmiştir.

**Tablo 1:** Küresel Krizin 2002-2009 Döneminde Ülke Gruplarına Göre Seçilmiş Makroekonomik Büyüklükler Üzerindeki Etkileri

Üretim Hacmindeki Yüzde Değişim								
Yıllar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Gruplar</b>								
Dünya	2,9	3,6	4,9	4,6	5,2	5,3	2,8	-0,6
GÜ	1,7	1,9	3,2	2,7	3,0	2,7	0,2	-3,2
YPE ve AGÜ	4,8	6,2	7,5	7,3	8,2	8,7	6,0	2,5
Büyüme Oranları								
Dünya	2,0	2,7	4,0	3,5	4,0	4,1	1,6	-2,0
GÜ	1,9	2,0	3,7	3,2	3,6	3,9	0,9	-2,8
YPE ve AGÜ	3,9	4,8	5,5	5,4	5,8	6,2	5,1	1,7
Tüketici Fiyatları ile Enflasyon Oranları								
Dünya	4,2	4,3	3,9	4,1	4,0	4,3	3,5	2,6
GÜ	1,6	1,9	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1
YPE ve AGÜ	6,9	6,7	5,9	5,9	5,6	6,5	9,2	5,2
Dış Ticaret Hacmindeki Yüzde Değişme								
Dünya	3,5	5,4	10,8	7,8	8,9	7,4	2,9	-11,0
GÜ	5,2	7,5	18,4	12,7	16,4	11,6	2,3	-25,1
YPE ve AGÜ	12,9	20,8	31,0	23,4	21,2	20,9	13,6	-16,0
Tasarrufların GSYİH İçindeki Oranı								
Dünya	22,2	21,8	22,1	22,8	24,1	24,3	24,1	21,8
GÜ	22,0	21,0	20,0	20,2	20,9	20,8	19,6	17,1
YPE ve AGÜ	23,4	25,0	29,6	31,1	33,0	33,3	33,8	32,1
Yatırımların GSYİH İçindeki Oranı								
Dünya	23,3	22,1	22,1	22,5	23,2	23,7	23,1	21,6
GÜ	22,7	21,3	20,7	21,2	21,6	21,6	20,9	17,8
YPE ve AGÜ	25,9	25,0	27,3	26,9	27,9	29,2	30,3	30,1

**Kaynak:** Yılmaz ve Akıncı, 2012, s. 114.

## SONUÇ

Ekonomi üzerinde derin ve yıkıcı etkilere yol açan iktisadi ve finansal balonlar, teorisyenlerin üzerinde sıklıkla durduğu konuların başında gelmektedir. Ekonomi literatüründe derin araştırmaların yapıldığı spekülâtif balonlar ile reel ve mali krizler ile nihayete ulaşan sonuçlarını kavrayabilmek adına bu çalışmada; Lale Çılgınlığı, Güney Denizi Balonu, Mississippi Balonu, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'ndeki Hisse Senedi ile Gayrimenkul Balonu ve takip eden Büyük Buhran, Japonya Gayrimenkul Balonu, İsveç Gayrimenkul Balonu, İnternet Balonu ve Mortgage Krizi şeklinde sıralanabilen balon örnekleri kronolojik olarak incelenmiştir. Temelini, yoğun spekülâtif eylemlerin oluşturması ve genellikle global çapta derin finansal ve reel krizler ile sonlanması dolayısıyla dünya ekonomileri üzerindeki yıkıcı etkilerini gösterebilmek amacıyla ifade edilen sekiz spekülâtif balon tanıtılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda çalışmanın amacı, dünya ekonomisinde kendisini gösteren tüm ekonomik ve finansal krizler ile spekülâtif balonları açıklamak olmadığından dolayı; 1980 Latin Amerika Krizi, 1997 Asya ve Rusya Krizi ile 2001 Türkiye Krizi gibi resesyönist süreçlere değinilmemiştir. Dolayısıyla bu çalışma, spekülâtif balonların kapsamlı bir şekilde tarihsel perspektiften anlaşılmasını ve gerekli politika önlemlerinin algılanarak tedbirlerin alınabilmesi anlamında literatüre bir katkı yapmayı amaçlamıştır.

Ekonomi üzerinde oldukça yıkıcı etkileri olabilen spekülâtif balonlar, tasarruf sahiplerinin kısa süre içinde varlıklarını artırma ve dolayısıyla da geleceği bugünden planlayıp işlem yapma faaliyetleri dolayısıyla ortaya çıkmaktadırlar. Piyasalar için her ne kadar istikrar sağlama fonksiyonunu yerine getirirler de genel olarak istikrar bozucu bir yapı sergileyen spekülâtif hareketler, iktisadi işlemlere konu olan tüm varlıklar için söz konusu olabilmektedirler. Bir iktisadi varlığın fiyatında beklenen yükselme, gelecekte artan fiyatlardan satılması amacıyla kâr güdüsünü tetikleyerek ilgili varlığa yönelik alım faaliyetlerini bugünden artırmakta ve dolayısıyla da gelecek dönemlerde ortaya çıkması düşünülen fiyat artışları tahminlerin ötesinde gerçekleşmektedir. Söz konusu varlığın fiyatında görülen yüksek oranlı artışlar ise toplumun tüm kesimlerinin dahil olduğu spekülâtif işlem hacmini yükseltmekte ve kendi öz değerine kıyasla ilgili varlığın yapay değeri hızla yükselmektedir. Belirli bir süre iyimser konjonktürle devam eden yüksek getiri ve olumlu hava gerek iç ve gerekse de dış faktörlerden dolayı bir anda tersine dönebilmekte ve bu süreç, panik şeklinde gerçekleştirilen büyük bir satış

dalgasıyla devam etmektedir. Mümkün olan en yüksek kr elde etmeyi amaçlayan yatırımcılar, sahip oldukları varlıkları elden çıkararak keskin bir fiyat düşüne yol açmakta ve fiyat düşüşlerinin neden olduğu olumsuz konjonktür bir anda tüm ekonomiye yayılabilmektedir. Makroekonomik göstergelerin hepsine sirayet eden panik havası hem reel ve hem de finansal sektörde büyük bir baskı yaratarak ilgili sektörleri etkisi altına almakta ve ekonomi topyekn olarak resesyonist bir sürece girmektedir. İfade edilen olumsuz sonuçlar, çalışmada incelenen ve ortak kaynak noktasından sayılabilecek sebepler dolayısıyla ortaya çıkan sekiz spekülatif balon örneğinde olduğu gibi kendisini göstermiş ve sadece ilgili ülkelerde değil, tüm dünya ülkelerinin ekonomik yapıları üzerinde ağır tahribatlar yaratmıştır. Çalışmada sunulan spekülatif faaliyetlerin başlangıç noktaları, faaliyetlere konu olan metallerin farklı olması nedeniyle çeşitlilik göstermiş, ancak ekonominin kendine olan güveninin sarsılması ve daha az harcama akımına girilmesi nedeniyle resesyonist etkilerin baskın bir yapı sergilemesinde ortak noktasına kavuşmuştur. Bu nedenle balonlar, çeşitli ekonomik kanallar doğrutusunda yoğun finansal ve reel krizlerin yaşanmasına yol açmışlardır. Özellikle, refahın temel göstergeleri olan hanehalkı piyasalarının bozulması ile gelir dağılımında eşitsiz bir sürece girilmesine neden olan ve çalışmada incelenen balon örnekleri, gerek yerel ve gerekse de küresel ekonominin toparlanma süreçlerinin uzamasına sebebiyet vermişlerdir. Dolayısıyla, ifade edilen tüm bu ortak sonuçlar, çalışmanın belirli spekülatif balon örnekleri ile sınırlarının çizilmesini zorunlu hale getirmiştir.

Spekülatif balonlara tarihsel bir perspektiften bakıldığında yatırımcıları kr güdüsüyle tetikleyen varlıkların kimi zaman bir lale ve kimi zaman da yüksek değerli bir menkul kıymet olduğu anlaşılmakta, ancak varlığın mahiyetine bakılmaksızın ortaya konulabilecek en önemli ve tek sonuç ise ülke ekonomisi için büyük bir depresyon olmaktadır. İster finansal ve isterse de reel piyasalarda ortaya çıksın söz konusu kriz mutlaka ekonominin bir diğer sektörüne yansımakta ve bulaşma etkisi kanalıyla tüm dünya ekonomilerine yayılmaktadır. En yıkıcı örneklerini 1929 Büyük Buhranı ve 2008 Küresel Finansal Krizi ile gördüğümüz bu süreç ile birlikte tüm dünya ekonomileri dip seviyesinin mutlaka görüleceği konjonktüre yakalanmakta ve uzayan toparlanma dönemi iktisadi faaliyetleri durma noktasına getirmektedir. Dolayısıyla, politika yapıcıları bakımından üzerinde durulması gereken temel nokta, krizlerin nc göstergelerinin aralıksız olarak takip edilmesi ve gerek

kriz öncesi ile gerekse de kriz sonrası dönemde optimum para ve maliye politikalarının uygulanması olmaktadır. Alınması geciken ve ihmal edilen her önlem ekonomiye büyük bir darbe vurmakta ve bu süreç tüm dünya refahının azalmasıyla sonuçlanmaktadır.

### KAYNAKÇA

Afşar, M. (2011). Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), s. 143-171.

Akkemik, K. A. (2011). Japonya (1991) ve ABD (2007-2009) Finans Krizlerinin Politik İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2), 171-186.

Aydın, A. (2002). İsveç Bankacılık Sistemi: Kriz, Krizde Yapılanlar ve Kriz Sonrası. *Bankacılar Dergisi*, 40, 13-35.

Bierman, H. (1998). *The Causes of the 1929 Stock Market Crash: A Speculative Orgy or a New Era?*. USA: Greenwood Publishing.

Colombo, J. (2007a). The South Sea Bubble. Erişim Tarihi: 26.12.2012, <http://www.stock-market-crash.net/south-sea-bubble/>

Colombo, J. (2007b). Japan's Bubble Economy of the 1980s. Erişim Tarihi: 31.12.2012, <http://www.thebubblebubble.com/japan-bubble/>

Colombo, J. (2007c). The Dot-Com Bubble. Erişim Tarihi: 02.01.2013, <http://www.stock-market-crash.net/dot-com-bubble/>

Çamoğlu, S. M., Yüce, G. ve Akıncı, M. (2010). 2008 Küresel Finansal Kriz ve Türkiye: Makro Ekonomik Göstergelerin Kümeleme Yöntemi İle Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 47(546), 75-88.

Çokaklı, S. (2002). Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Japonya Örneği. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu MSPD Çalışma Raporu*, No. 2002/2.

Dash, M. (1999). *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused*. New York: Three Rivers Press.

Demarzo, P. M., Kaniel R. and Kremer, I. (2008). Relative Wealth Concerns and Financial Bubbles. *Review of Financial Studies*, 21(1), 19-50.

Derbyshire, W. (2013). *Dark Realities: America's Great Depression*. London: Spiramus Press.

Erdönmez, P. A. (2005). Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Fiyatları ve Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler. *Bankacılar Dergisi*, 54, 59-73.

Flood, R. P. and Garber, P. M. (1980). Market Fundamentals versus Price-Level Bubbles: The First Tests. *Journal of Political Economy*, 88(4), 745-770.

Freeman, R. B., Swedenborg, B. and Topel, R. (2010). Introduction. In R. B. Freeman, B. Swedenborg and R. Topel (Eds.), *Reforming the Welfare State: Recovery and Beyond in Sweden* (pp. 1-24). Chicago: University of Chicago Press.

French, M. (1997). *US Economic History Since 1945*. UK: Manchester University Press.

Friedman, H. H. and Friedman, L. W. (2010). The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong?. In R. W. Kolb (Ed.), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future* (pp. 31-36). New Jersey: John Wiley & Sons.

Fulcher, J. (2004). *Capitalism: A Very Short Introduction*. UK: Oxford University Press.

Garber, P. M. (1989). Tulipmania. *Journal of Political Economy*, 97(3), 535-560.

Garber, P. M. (1990). Famous First Bubbles. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 35-54.

Gitlin, M. and Sylla, R. (2008). *The 1929 Stock Market Crash*. USA: ABDO Publishing.

Harris, L. (2003). *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press.

Heffernan, S. (2005). *Modern Banking*. UK: John Wiley & Sons.

Hemmelgarn, T., Nicodeme, G. and Zangari, E. (2012). The Role of Housing Tax Provisions. In J. S. Alworth and G. Arachi (Eds.), *Taxation and the Financial Crisis* (pp. 61-87). New York: Oxford University Press.

Hoppit, J. (2002). The Myths of the South Sea Bubble. *Transactions of the Royal Historical Society*, 12, 141-165.

Işık, N. ve Duman, E. (2012). 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi'nin Türkiye Ekonomisi zerindeki Etkileri. *ankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(1), 73-101.

Kaizoji, T. (2006). A Precursor of Market Crashes: Empirical Laws of Japan's Internet Bubble. *The European Physical Journal B*, 50(1-2), s. 123-127.

Kindleberger, C. P. (1986). *The World in Depression, 1929-1939*. California: University of California Press.

Kohn, G. C. (2001). *The New Encyclopedia of American Scandal*. USA: Infobase Publishing.

Lynch, P. and Rothchild, J. (1997). *Learn to Earn: A Beginner's Guide to the Basics of Investing and Business*. USA: John Wiley & Sons.

Markham, J. W. (2006). *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*. New York: Sharpe Inc.

Oran, A. (2011). Balonları Daha İyi Tanımaya Çalışmak: Balon Tanımları, Modelleri ve Lale Çılgınlığı Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1), 151-161.

Özdemir, Z. (2005). Japon Kalkınması ve Piyasa Özgürlüğünün Sonu. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 95-106.

Öztürk, S. ve Gövdere, B. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 377-397.

Phillips, P. C. B. ve Yu, J. (2011). Dating the Timeline of Financial Bubbles During the Subprime Crises. *Quantitative Economics*, 2(3), 455-491.

Pomerleano, M. (2005). The Morning After: Restructuring in the Aftermath of an Asset Bubble. In W. C. Hunter, G. G. Kaufman and M. Pomerleano (Eds.), *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies* (pp. 503-516). USA: The MIT Press.

Rubino, J. (2003). *How to Profit from the Coming Real Estate Bust: Money-Making Strategies for the End of the Housing Bubble*. USA: Rodale.

Sauert, D. (2010). *The Role of the 1929 Stock Market Crash and Other Factors That Caused the Great Depression*. Germany: GRIN Verlag.

Seyidoğlu, H. (2009). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. 17. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları.

Speck, W. A. (1977). *Stability and Strife: England, 1714-1760*. USA: Harvard University Press.

Spotton, B. (1997). Financial Instability Reconsidered: Orthodox Theories versus Historical Facts. *Journal of Economic Issues*, 31(1), 175-195.

Temin, P. and Voth, H. J. (2003). Riding the South Sea Bubble. *Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper Series*, No. 04-02.

Thompson, E. A. (2007). The Tulipmania: Fact or Artifact. *Public Choice*, 130(1-2), 99-114.

## Lale ılgınlığı'ndan Mortgage Krizi'ne Spekülatif Balonlar

Vandewalle, G. (2012). The Failure of Neoclassical and Keynesian Economic Policies to Deliver Sustainable Economic Growth: Are There Alternatives?. In G. Erreygers and M. Vermeire (Eds.), *Macroeconomics and Beyond: Essays in Honour of Wim Meeusen* (pp. 38-48). Belgium: Maklu.

Wollscheid, C. (2012). *Rise and Burst of the Dotcom Bubble: Causes, Characteristics, Examples*. Germany: GRIN Verlag.

Yaylalı, M. (2004). *Mikroiktisat*. 3. Baskı. İstanbul: Beta Yayınları.

Yılmaz, D. (2008). Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?. *Türkiye Ekonomi Kurumu Bunalım Çalıştayı*, No. 2008/1.

Yılmaz, Ö. ve AKINCI, M. (2012). *İktisadi Büyüme ve Makroekonomik Belirleyicileri*. 1. Basım, Ankara: Nobel Akademi Yayınları.