



**SERMAYE PİYASASI KURULU**

**ARAŞTIRMA RAPORU**  
**(Kamuya Açık)**

**KÜRESEL BORSALARDA 2006 ve 2007 YILI DALGALANMALARI**  
**ve**  
**TÜRKİYE**

**Ekrem ÇANAKCI**  
Başuzman

**20 Eylül 2007**  
**Araştırma Dairesi**

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
GRAFİKLER LİSTESİ .....	3
TABLolar LİSTESİ .....	4
EK TABLolar LİSTESİ .....	4
1. KÜRESEL BORSALARDAKİ GENEL EĞİLİMLER .....	5
2. KÜRESEL BORSALARDA YAŞANAN 2006 VE 2007 DALGALANMALARI 11	
3. JAPON YENİNİN DEĞERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN TÜRK HİSSE SENEDİ VE BONO PİYASASIYLA İLİŞKİSİ .....	21
3.1. JAPON YENİNİN DEĞERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN TÜRK HİSSE SENEDİ PİYASASIYLA İLİŞKİSİ .....	23
3.2. JAPON YENİNİN DEĞERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN TÜRK BONO PİYASASIYLA İLİŞKİSİ .....	26
4. SONUÇ .....	28
KAYNAKÇA .....	29

## GRAFİKLER LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1: Dow Jones Sanayi Endeksi .....	6
Grafik 2: Dow Jones Sanayi Endeksindeki Yıllık Değişimler .....	6
Grafik 3: ABD ve Avrupa Borsa Endeksleri (1999=100) .....	9
Grafik 4: Asya ve Gelişen Ülkeler Borsa Endeksleri (1999=100) .....	9
Grafik 5: Dow Jones Sanayi Endeksi .....	11
Grafik 6: Nasdaq Bileşik Endeksi .....	11
Grafik 7: S&P 500 Endeksi .....	12
Grafik 8: Almanya DAX Endeksi .....	12
Grafik 9: Fransa CAC Endeksi .....	13
Grafik 10: İngiltere FTSE Endeksi .....	13
Grafik 11: Japonya Nikkei 225 Endeksi .....	13
Grafik 12: Hong Kong Heng Seng Endeksi .....	14
Grafik 13: Brezilya Bovespa Endeksi .....	14
Grafik 14: Arjantin Merval Endeksi .....	15
Grafik 15: Meksika IPC Endeksi .....	15
Grafik 16: Rusya Borsa Endeksi .....	16
Grafik 17: Türkiye İMKB-100 Endeksi .....	16
Grafik 18: Küresel Borsa Endekslerinde 2006 ve 2007 Dalgalanmalarının Etkisi (Endekslerdeki % değişme) .....	19
Grafik 19: Döviz Kurlarındaki Gelişmeler (Günlük kapanış) .....	21
Grafik 20: Döviz Kurlarındaki Gelişmeler (Yıl sonu kapanış) .....	22
Grafik 21: Japon Yeni Kurları ile İMKB-100 Endeksi İlişkisi .....	23
Grafik 22: Japon Yeni Kurları ile İMKB-100 Endeksindeki Aylık Değişimler (Ocak 2007-Ağustos 2007) .....	25
Grafik 23: Japon Yeni Kurları ile Gösterge Bono Faiz Oranı İlişkisi .....	26
Grafik 24: Japon Yeni Kurları ile Gösterge Bono Faiz Oranındaki Aylık Değişimler (%) (Ocak 2007-Ağustos 2007) .....	27

## TABLULAR LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1: Dow Jones Endeksi Değişimi .....	5
Tablo 2: Küresel Borsa Endekslerindeki Yıllık Değişimler (%) .....	7
Tablo 3: Küresel Borsa Endekslerinde 2002 Yılına Göre Değişimler .....	8
Tablo 4: Küresel Borsa Endekslerinin Ağustos 2007 Değerleri (1999=100) .....	10
Tablo 5: Küresel Borsa Endekslerindeki Son 20 Aylık Değişim (1999=100) .....	17
Tablo 6: Küresel Borsa Endekslerindeki 2006 ve 2007 Dalgalanmalarının Etkisi (Endekslerdeki yüzde Değişim) .....	18
Tablo 7: Döviz Kurlarındaki Yıllık Değişim (%) .....	22
Tablo 8: Japon Yeni Kurları İle İMKB-100 Endeksindeki Aylık Değişimler (%) ..	24
Tablo 9: Japon Yeni Kurları İle Gösterge Bono Faiz Oranındaki Aylık Değişimler(%) .....	27

## EK TABLULAR LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek Tablo 1: Dow Jones Sanayi Endeksi ve Yıllık Değişimleri .....	31
Ek Tablo 2: Küresel Borsa Endeksleri .....	32
Ek Tablo 3: Küresel Borsa Endeksleri (1999=100) .....	33
Ek Tablo 4: 2006 ve 2007 Dalgalanmalarında Aylık Ortalama Küresel Borsa Endeks Değerleri .....	34
Ek Tablo 5: Döviz Kurlarının Yıl Sonu Değerleri .....	34
Ek Tablo 6: Japon Yeni Kurları İle İMKB-100 Endeks Değerleri .....	35
Ek Tablo 7: Japon Yeni Kurları İle Gösterge Bono Faiz Oranları .....	36

## 1. KÜRESEL BORSALARDAKİ GENEL EĞİLİMLER

Bugünü anlayabilmek için dünü iyi analiz ederek öğrenmek zorunda olduğumuz gerçeği, diğer alanlardan belki de çok daha fazla mali piyasalar için olmazsa olmaz temel realitedir. 20. Yüzyılın son çeyreğinde iki finansal kriz yaşamış olan ve yaşadığı son finansal krizin etkileri belleklerde henüz çok taze iken küresel piyasalarda yeni bir finansal krizden söz edilmesi, krizlerden halen ders çıkarılmadığını göstermekte ve bundan sonra daha sık aralıklarla finansal kriz atmosferlerini yaşayacağımızın işaretlerini vermektedir.

Kindleberger, 18. yüzyıldan günümüze kadar olan krizleri incelediği kitabında<sup>1</sup>, fiyatların aşırı şişmesi karşısında yapılan uyarıların pek işe yaramadığını, hatta pek çok krizin bu uyarıları takiben çıktığını söylemektedir. Ancak potansiyel krizler karşısında yine de yapılması gereken şey, önceki finansal krizleri hazırlayan süreçleri iyi anlamaya çalışmaktır.

Hatırlanacağı üzere son iki finansal kriz, “**Kara Pazartesi**” olarak anılan 19 Ekim 1987 krizi ile 1998 yılı krizidir.

1979-1982 yıllarında Üçüncü Dünya Ülkelerine banka sendikasyon kredileri verilmesi, OPEC’in petrol fiyatlarını yükseltmesiyle ortaya çıkan paralar, aynı yıllarda ABD’de gayrimenkullerin, tarım arazilerinin fiyatlarını artırmış, 1982-1987 yıllarında ise bu çılgınlık yine ABD’de hisse senetlerine, lüks evlere, ofis binalarına ve dolara yayılarak bunların fiyatlarını aşırı derecede şişirmiştir. Tüm bunların sonucunda beklenen kriz 19 Ekim 1987 günü gelmiş ve kayıtlarda “**Kara Pazartesi**” olarak yerini almıştır.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Charles P. KINDLEBERGER, “**Cinnet, Panik ve Çöküş, Mali Krizler Tarihi**”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, Mart 2007. s.14, s.132-136.

<sup>2</sup> A.g.e. s. 326.

1990 yılında ise Japonya’da hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının hızla artması, 1994-1995 yıllarında Meksika’ya yüksek sermaye girişi ve ülkenin hızlı iç büyümesi, 1997-1998 yıllarında Tayland, Endonezya, Malezya, Kore, Rusya ve Brezilya’ya yüksek sermaye girmesi ve bu ülkelerin aşırı dış borçlanmaları, 1998 yılı krizini hazırlayan nedenler olmuş ve kriz Ağustos 1998’de patlamıştır.<sup>3</sup>

ABD hisse senedi piyasasının önemli göstergesi olan Dow Jones sanayi endeksi(Dow), hisse senetleri fiyatlarındaki trendi ve özellikle 1994 yılı sonrasında hisse senetlerinin aşırı yükseliş ve sonrasında yaşanan krizi çok net ortaya koymaktadır (Grafik 1).

Dow Jones sanayi endeksi, 1980’lerde başlayan ılımlı yükseliş eğilimini 1987 yılındaki krize rağmen etkilenmeden 1994 yılına kadar sürdürmüş ve bahsedilen dönemde yüzde 298 artmıştır.

1994 yılından 1999 yılına kadar olan dönem Dow’un yeni bir ivme kazandığı dönemdir ve beş yıllık bu dönemde Dow yüzde 200 değer kazanmıştır. Yani Dow 1980-1994 yıllarını kapsayan 14 yıllık süreçteki yüzde 298’lik artışın yaklaşık üçte ikisi kadar bir artışı (yüzde 200) 1994-1999 yıllarını kapsayan 5 yıllık süreçte gerçekleştirmiştir.

**Tablo 1: Dow Jones Endeksi Değişimi**

Dönem	Artış (- azalış)(%)
1980-1994	298
1994-1999	200
1999-2002	-27
2002-Ağustos 2007	60

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>

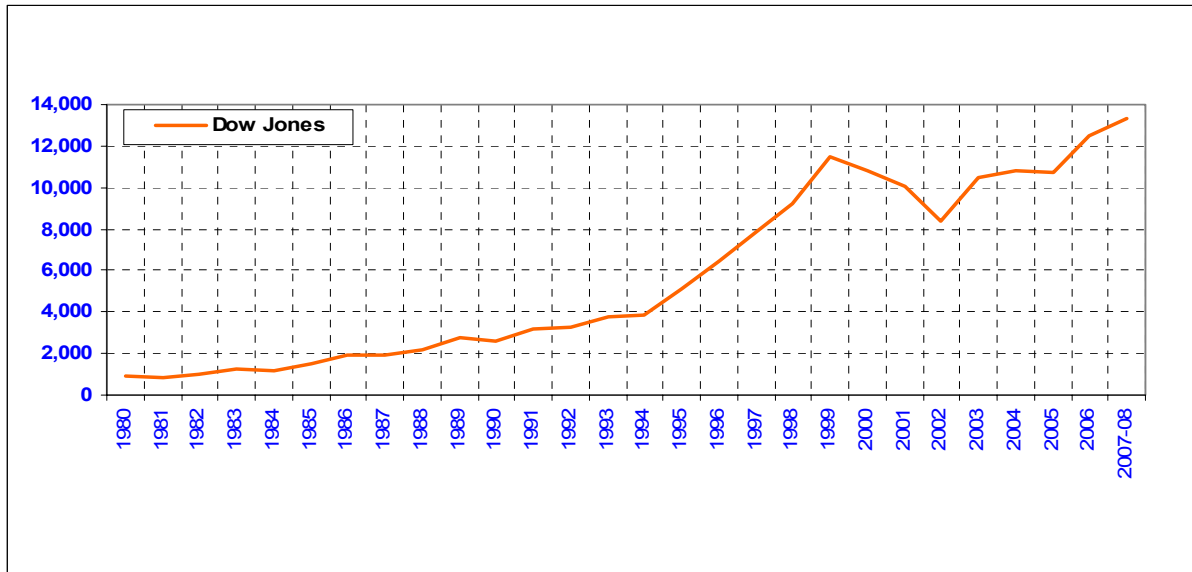
<sup>3</sup> A.g.e. s. 327.

Hisse senetleri fiyatlarında gözlenen bu hızlı şişmenin olumsuz sonuçları, krizin çıktığı 1998 yılında değil, bu yılı izleyen 1999 yılında kendisini göstermiştir. 1999 yılında başlayan ve 2002 yılına kadar 3 yıl süren düşüş trendinde, hisse senedi fiyatları yüzde 27 değer kaybetmiştir.

Üç yıl süren bu kısa ve nispeten düşük orandaki düzeltme hareketinin ardından

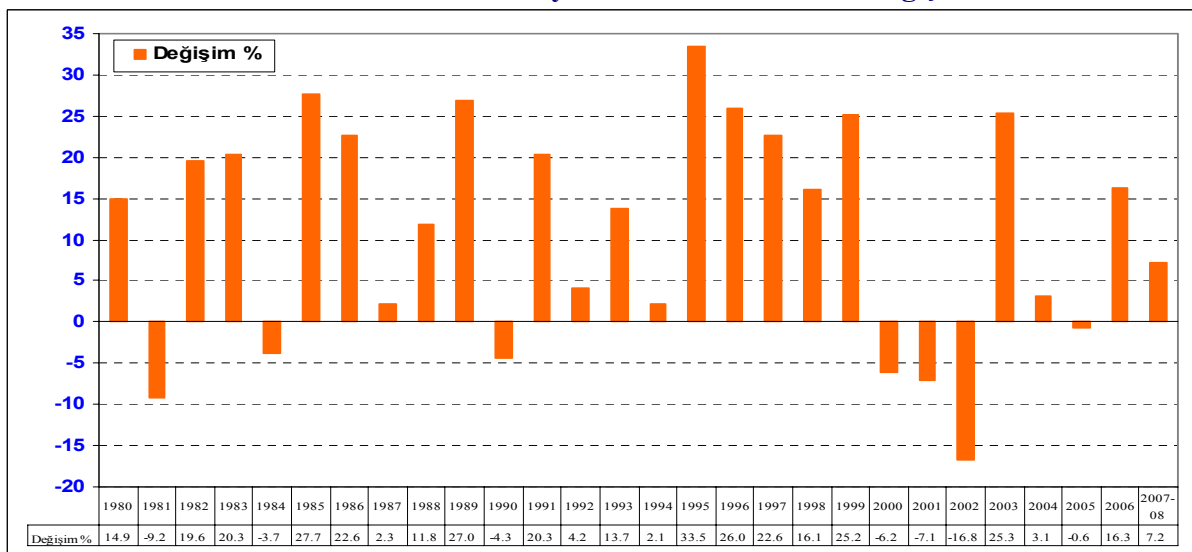
Dow yine yükselişe geçmiş ve günümüze kadar süren yaklaşık 5 yıllık süreçte (2002-Ağustos 2007) yüzde 60 değer kazanmıştır. Geline nokta 2002 yılında başlayan son yükseliş trendinin subprime mortgage dalgalanmalarının yaşandığı Temmuz-Ağustos 2007 aylarından itibaren kırılma endişeleri piyasalar tarafından değerlendirilmektedir.

**Grafik 1: Dow Jones Sanayi Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>

**Grafik 2: Dow Jones Sanayi Endeksindeki Yıllık Değişimler**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>

ABD hisse senedi piyasalarını yansıtan Dow Jones sanayi endeksinin 1980-2007/08 trendini ortaya koyduktan sonra daha yakın döneme odaklaşalım ve dünyanın önde gelen borsalarındaki ve seçilmiş gelişmekte olan ülke borsalarındaki trendleri inceleyelim.

Ağustos 1998 finansal krizin etkilerinin devam ettiği 2000 yılından Ağustos 2007 yılına kadar olan yaklaşık sekiz yıllık bu inceleme döneminde ABD, Avrupa, Asya ve Türkiye'nin de aralarında bulunduğu seçilmiş bazı gelişmekte olan ülke borsaları olmak üzere toplam 13 borsa endeksi çalışmaya dahil edilmiştir.

ABD borsa endeksleri olarak Dow Jones sanayi endeksi, NASDAQ bileşik endeksi ve S&P 500 endeksi, Avrupa borsa endeksleri olarak Almanya DAX endeksi, İngiltere FTSE endeksi ve Fransa CAC endeksi, Asya borsa endeksleri olarak Japonya NİKKEİ 225 endeksi ve Hong Kong Heng Seng endeksi, seçilmiş gelişen ülkeler endeksleri olarak Brezilya Bovespa, Arjantin Merval, Meksika IPC, Rusya hisse senedi endeksi ve Türkiye İMKB-100 endeksi alınmıştır.

ABD, Avrupa ve Asya borsaları 1998 krizinin etkileriyle düşüş eğilimini 2002 yılı sonuna kadar sürdürmüş ve sonrasında günümüze kadar yükselmişlerdir (Tablo 2).

**Tablo 2: Küresel Borsa Endekslerindeki Yıllık Değişimler (%)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007/08
<b>ABD Borsaları</b>								
Dow Jones	-6.2	-7.1	-16.8	25.3	3.1	-0.6	16.3	7.2
NASDAQ	-39.3	-21.1	-31.5	50.0	8.6	1.4	9.5	7.5
S&P 500	-10.1	-13.0	-23.4	26.4	9.0	3.0	13.6	3.9
<b>Avrupa Borsaları</b>								
Almanya	-7.5	-19.8	-43.9	37.1	7.3	27.1	22.0	15.8
İngiltere	-10.2	-16.2	-24.5	13.6	7.5	16.7	10.7	1.3
Fransa	-0.5	-22.0	-33.7	16.1	7.4	23.4	17.5	2.2
<b>Asya Borsaları</b>								
Japonya	-27.2	-23.5	-18.6	24.5	7.6	40.2	6.9	-3.8
Hong Kong	-11.0	-24.5	-18.2	34.9	13.2	4.5	34.2	20.1
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>								
Brezilya	-10.7	-11.0	-17.0	97.3	17.8	27.7	32.9	22.9
Arjantin	-24.3	-29.1	77.7	104.2	28.3	12.2	35.5	-1.4
Meksika	-20.7	12.7	-3.8	43.5	46.9	37.8	48.6	14.7
Rusya	-18.2	81.5	38.1	58.0	8.3	83.3	70.7	-0.1
Türkiye	-37.9	46.0	-24.8	84.6	30.4	59.3	-1.7	28.3

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınarak değişimler hesaplanmıştır.

Gelişen ülke borsaları ise karışık bir seyir izlemiştir. Brezilya gelişmiş ülke borsalarıyla aynı trendi izlerken, Rusya 2000 yılından, Arjantin 2001 yılından itibaren yükseliş trendine girmişlerdir.

Meksika ve Türkiye ise benzerlik göstererek 2001 yılında yükselmişler, 2002 yılında düşmüşler ve ardından 2006 yılına kadar yükselişlerini sürdürmüşlerdir. 2006 yılında ayrılan bu ülkelerden Meksika borsası 2006 yılında yıllık olarak yüzde 48.6 değer kazanırken Türkiye borsası aynı yılda yüzde 1.7 değer kaybetmiştir.

Dünya borsa endekslerinin Ağustos 2007 itibariyle 1998 krizinin etkisinin geçtiği 2002 yılına göre artışları incelendiğinde gerçekten çarpıcı rakamlar ortaya çıkmaktadır (Tablo 3). 2002-2007/08 döneminde gelişmiş ülkeler arasında en yüksek artışı Almanya (yüzde 164) ve Hong Kong (yüzde 157) sağlarken, Nasdaq (yüzde 94), Japonya (yüzde 93) ve Fransa (yüzde 85) bunları izlemiştir.

2002-2007/08 döneminde gelişen ülke borsa endekslerindeki artış ise en yüksek artışı sağlayan gelişmiş ülkelerin yaklaşık iki katı civarlarında olmuştur. Bahsedilen dönemde gelişen ülkeler arasında en yüksek artışı Rusya (yüzde 435) sağlarken bu ülkeyi Meksika (yüzde 395) ve Brezilya (yüzde 385) izlemiş, Türkiye borsasında

Küresel borsalardaki trendi bir arada görebilmek amacıyla yıl sonu borsa endeksleri 1999=100 kabul edilerek grafiklere yansıtılmıştır (Grafik 3 ve Grafik 4).

ABD ve Avrupa borsa endekslerinden Ağustos 2007 itibariyle 1999 yılına göre yukarıda olan üç endeks sırasıyla Dow Jones, Almanya Dax ve S&P 500 endeksidir. Diğer endeksler Nasdaq,

ise artış oranı yüzde 384 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 3: Küresel Borsa Endekslerinde 2002 Yılına Göre Değişimler**

	Ağustos 2007'de 2002 yılına göre değişim (%)
<b>ABD Borsaları</b>	
Dow Jones	60
NASDAQ	94
S&P 500	68
<b>Avrupa Borsaları</b>	
Almanya	164
İngiltere	60
Fransa	85
<b>Asya Borsaları</b>	
Japonya	93
Hong Kong	157
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>	
Brezilya	385
Arjantin	293
Meksika	395
Rusya	435
Türkiye	384

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınarak değişimler hesaplanmıştır.

İngiltere ve Fransa 1999 yılı endeks değerlerinin altındadır.

Asya borsalarından Japonya Ağustos 2007 itibariyle 1999 yılına göre aşağı durumdadır. 1999 yılında 100 olan Nikkei 225 endeksi Ağustos 2007 itibariyle 87.5 değerindedir. Hong Kong endeksi ise aynı dönemde 141 değerine ulaşmıştır.

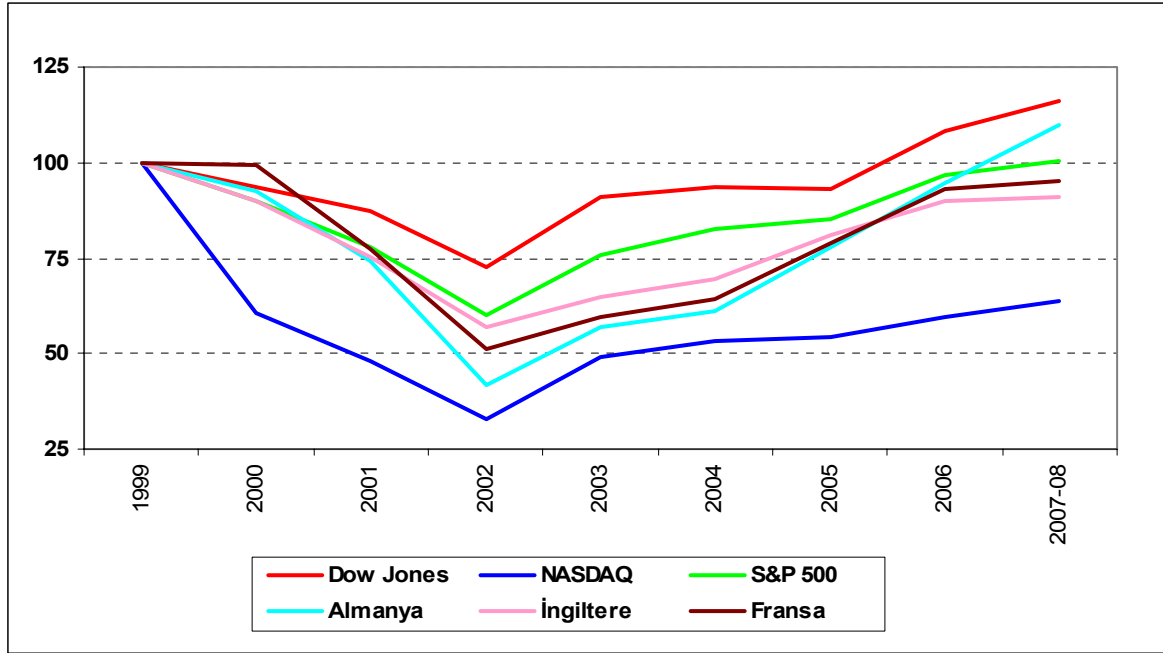
İncelen dönemde en çarpıcı gelişmeler ise gelişmekte olan ülke borsalarında



yaşanmıştır. Rusya borsa endeksi Ağustos 2007'de 1999 yılına göre yaklaşık 11 kat artmış, 1999 yılında 100 olarak baz alınan endeks Ağustos 2007'de 1,096'ya yükselmiştir (2005 yılından itibaren Grafik sınırlarının dışına çıkmıştır).

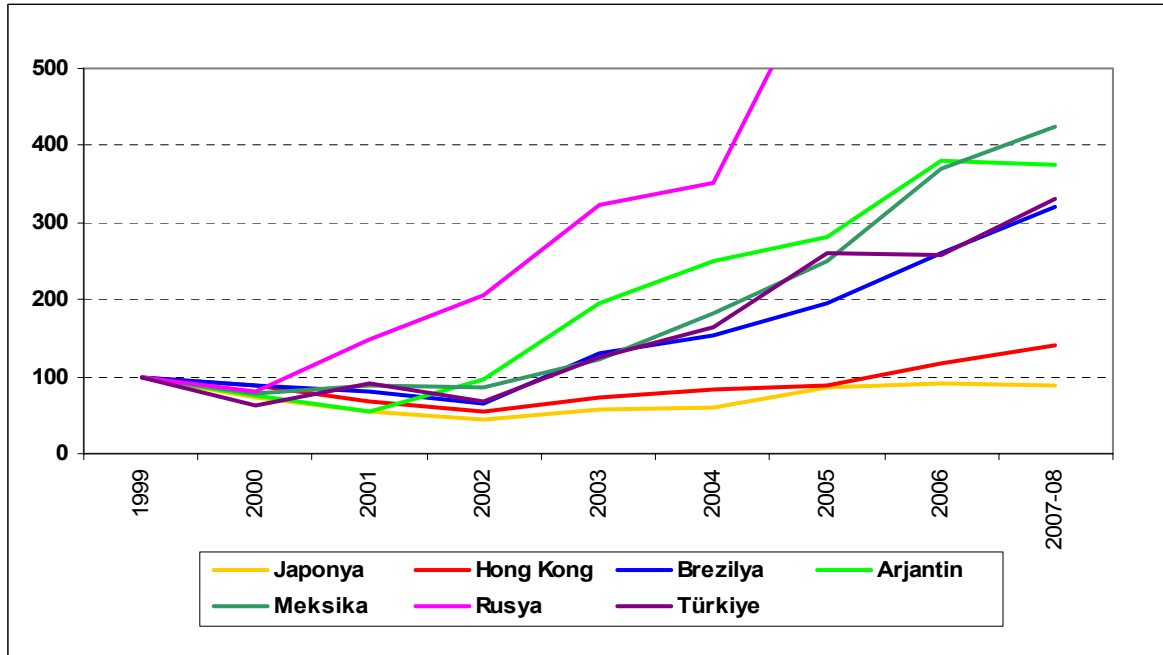
Gelişen ülke borsa endeksleri aynı dönemde 320-425 arasında endeks değerlerine ulaşırken, Türk borsasının ulaştığı endeks seviyesi 330 olmuştur.

**Grafik 3: ABD ve Avrupa Borsa Endeksleri (1999=100)**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınmıştır.

**Grafik 4: Asya ve Gelişen Ülkeler Borsa Endeksleri (1999=100)**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınmıştır.

**Tablo 4: Küresel Borsa Endekslerinin Ağustos 2007 Değerleri (1999=100)**

	Endeks Değeri
<b>ABD Borsaları</b>	
Dow Jones	116.2
NASDAQ	63.8
S&P 500	100.3
<b>Avrupa Borsaları</b>	
Almanya	109.8
İngiltere	91.0
Fransa	95.0
<b>Asya Borsaları</b>	
Japonya	87.5
Hong Kong	141.4
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>	
Brezilya	319.7
Arjantin	374.6
Meksika	425.6
Rusya	1,095.5
Türkiye	330.1

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınmıştır

## 2. KÜRESEL BORSALARDA YAŞANAN 2006 VE 2007 DALGALANMALARI

Küresel borsalarda 2006 ve 2007 yılı dalgalanmalarının rakamsal sonuçlarına bakmadan önce bu dalgalanmaları hazırlayan süreci gözden geçirmekte yarar vardır.

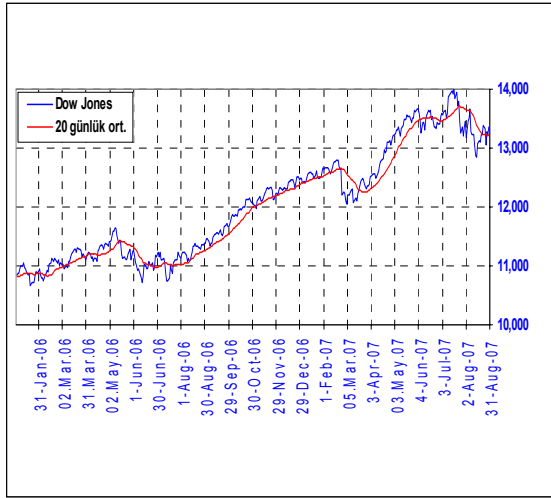
Hangi faktörler Nisan-Mayıs 2006 ve Temmuz-Ağustos 2007 dalgalanmalarını doğurmuştur?

Borsa endeksleri üzerindeki etkileri nedir?

Dalgaların gerek oluşumunda gerekse sonuçlarında benzerlikler veya farklılıklar var mıdır?

Tüm bu sorulara yanıt verebilmek için öncelikle 2006 yılı başından itibaren finansal piyasalardaki yurt içi ve yurt dışı haber akışını gözden geçirelim. (Aşağıda yer alan bilgiler Reuters ve günlük ekonomi basınında çıkan yazılardan derlenmiştir.)

**Grafik 5: Dow Jones Sanayi Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

### Ocak 2006

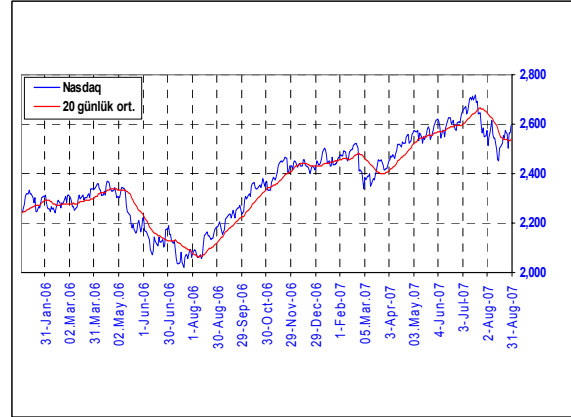
Piyasalar tarafından ABD büyümesinde yavaşlama olduğu ve bu nedenle FED'in faiz artırımlarının sonuna gelindiği değerlendirildi, dünya borsalarında alım yönünde eğilimleri artmıştır. ABD doları

değer kaybederken gelişmekte olan ülke borsalarına sıcak para akışı hızlanmıştır.

AB üyelik görüşmeleri, ekonomik programın hayata geçirilmesindeki başarılar Türkiye'nin küresel sermayeden aldığı payın artmasını sağlamaktadır. Sermaye girişleri Türk Lirasını güçlendirmektedir.

FED gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 4.50'ye yükseltmiştir.

**Grafik 6: Nasdaq Bileşik Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

### Şubat 2006

Gelişmekte olan ülkelerin getirilerinin gelişmiş ülkelere göre yüksek olması, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere doğru akışını hızlandırmaktadır.

Rusya, Venezüella ve Brezilya gibi emtia ihraç eden ülkelerin dış borçlarını erken ödemeye başlaması Türkiye'ye sıcak para girişini artırmaktadır.

Japonya Merkez Bankası (BOJ), uzun bir süredir sıfır olarak devam eden gevşek para politikasına yakın zamanda son vereceğini açıklamıştır.

### Mart 2006

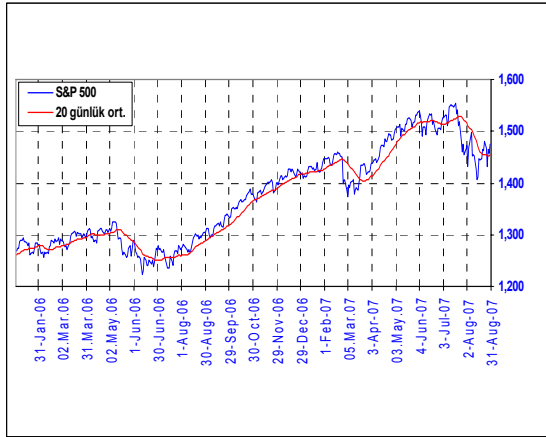
Petrol fiyatlarının hızla yükselmesi, küresel enflasyonun yükseleceği yönünde endişeleri artırmaktadır. Buna bağlı olarak Amerika, Avrupa ve Asya merkez

bankalarının sıkı para politikası uygulayacağına yönelik değerlendirmeler uzun vadeli faiz oranlarını yükseltmektedir.

Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 2.50'ye yükseltmiştir.

FED gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 4.75'e yükseltmiştir.

**Grafik 7: S&P 500 Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

Japonya Merkez Bankası'nın gevşek para politikasına son vereceğini açıklaması sonrasında gelişmekte olan piyasalardan hızla para çıkmaktadır. Bunun sonucu olarak piyasalarda oynaklık oldukça artmış ve gelişmekte olan ülkelerin para birimleri hızla değer kaybetmeye başlamıştır.

Yurt içinde TCMB başkanlığı atanma sürecinin uzaması, tekstil ve giyim sektörüne sağlanan KDV indirimi, sosyal güvenlik reformunun gecikmesi ve memurlara seyyanen ücret artışı yapılması piyasalarda olumsuz hava yaratmıştır.

### **Nisan 2006**

Petrol fiyatlarındaki artışın sürmesine rağmen Çin ve Asya ülkeleri ile Amerika'da büyüme devam etmektedir.

Uluslar arası tahvil piyasaları faizlerin artırılacağı beklentileriyle sarsılırken, hisse senetleri piyasaları yükselmeye devam etmektedir.

Küresel sermaye, küresel likiditenin azalması nedeniyle cari açığı ve finansman ihtiyacı yüksek ülkelere çıkmaktadır.

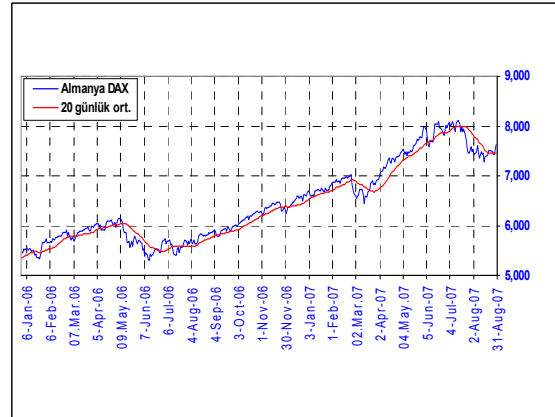
Yurt içinde Nisan enflasyonunun beklentilerin üzerinde gelmesi piyasalarda hayal kırıklığı yaratmıştır.

Fed Başkanı Bernanke, ABD ekonomisinin 2006 yılının kalan bölümünde daha sürdürülebilir bir hızla büyüyeceğini ancak yüksek enerji fiyatlarının enflasyon ve ekonomik canlılık bakımından risk oluşturduğunu söylemiştir.

Avrupa Merkez Bankası, ekonomik canlanmanın güçlenmesi durumunda enflasyon riskini ortadan kaldırmak için faiz oranlarını artırdığını açıklamıştır.

ABD ile İran arasındaki gerginliğin artması ve buna bağlı olarak petrol fiyatlarının yükselmeye devam etmesi piyasalar tarafından endişeyle izlenmektedir.

**Grafik 8: Almanya DAX Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

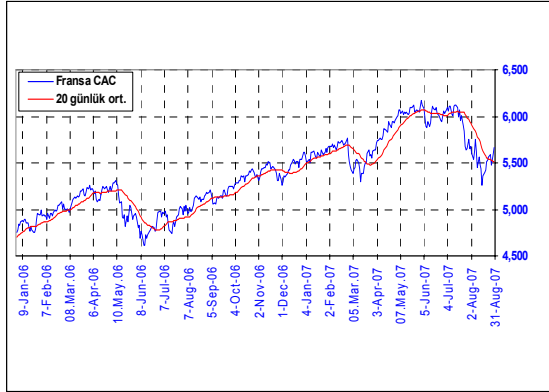
### **Mayıs 2006**

Küresel piyasalardaki bozulma gelişmekte olan ülke piyasalarında sert satışlara yol açmıştır.

Petrol fiyatlarındaki artış devam etmektedir. Fed'in sıkı para politikası ekonomik büyümeyi azaltmaktadır.

FED gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 5.00'e yükseltmiştir.

### Grafik 9: Fransa CAC Endeksi



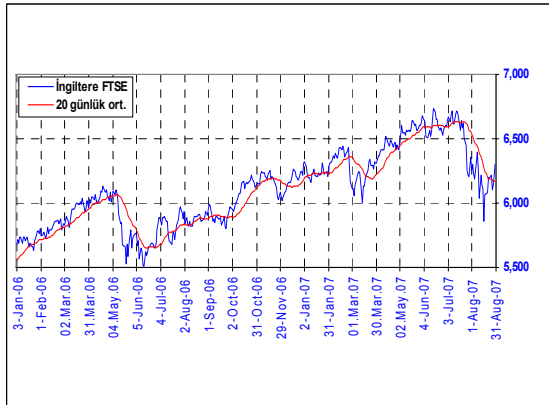
Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

Enerji fiyatlarının artması, faizlerdeki yukarı seyir ve büyümenin durgunluğa dönüşmesi endişeleri gelişmekte olan ülkelerden para çıkışını artırmaktadır.

Dolar, yen ve euro'ya karşı değer kaybetmektedir. Yen üzerinden borçlanarak bu paraları geliştirmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerine yatıran hedge fonlar, hızla pozisyonlarını kapatmaya başlamıştır.

Küresel piyasalardaki dalgalanmalar sonucunda Türkiye Mayıs ayında en çok kaybeden ülke olmuştur. Hisse senedi fiyatları ve Türk lirası yaklaşık yüzde 20 değer yitirirken, faiz oranları ortalama 4 puan artmıştır.

### Grafik 10: İngiltere FTSE Endeksi



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

### Haziran 2006

Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 2.75'e yükseltmiştir.

Fed, gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 5.25'e yükseltmiştir. Avrupa Merkez Bankası'nın gösterge faizleri Ağustos 2006 ayında artırması ve halen yüzde 2.75 olan faizleri yıl sonuna kadar yüzde 3.25'e çıkarması beklenmektedir.

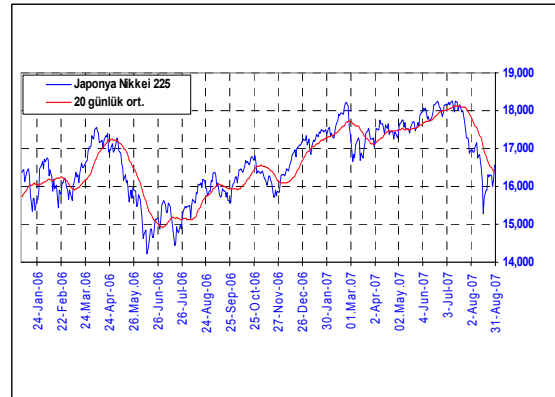
Amerika, Avrupa ve Japonya merkez bankalarının enflasyondaki artışı frenlemek için sıkı para politikası uygulamaya başlaması dünya piyasalarında sert turbulansa yol açmıştır.

Yurt içinde TCMB, gecelik faizleri kademeli olarak 4 puan artırmış ve dövize satış yönünde müdahale etmiştir.

### Temmuz 2006

Küresel piyasalardaki dalgalanma durulmaya başlamıştır. Küresel likiditede daralma beklentileri kendisini iyimserliğe bırakmıştır.

### Grafik 11: Japonya Nikkei 225 Endeksi



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

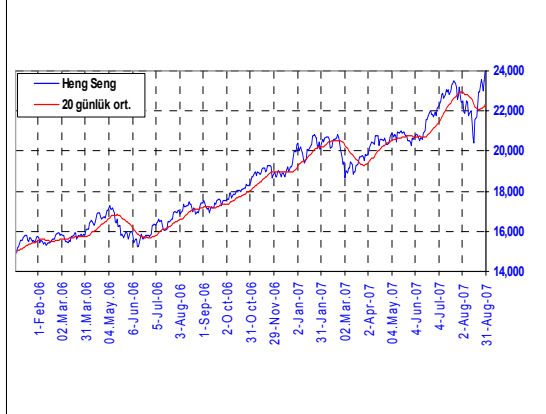
Japonya Merkez Bankası, uzun süredir sıfır olarak tuttuğu faiz oranını 25 baz puan artırmıştır. Japonya'nın sıkı para politikasını kademeli ve sınırlı olarak uygulayacağına ilişkin beklentilerle Japon yeni borçlanmasında yeniden artış görülmeye başlamıştır.

Hedge fonlar yen üzerinden borçlanmaya devam ederek gelişmekte olan ülke piyasalarına tekrar girmeye başlamıştır.

## Ağustos 2006

Fed'in faiz artırımlarına ara vermesi ile küresel piyasalarda iyimserlik havası hakim olmaya başlamıştır. Piyasalarda, küresel ekonominin yumuşak iniş senaryosunu izlediği yönündeki görüşler ağırlık kazanmaya başlamıştır.

### Grafik 12: H. Kong Heng Seng Endeksi



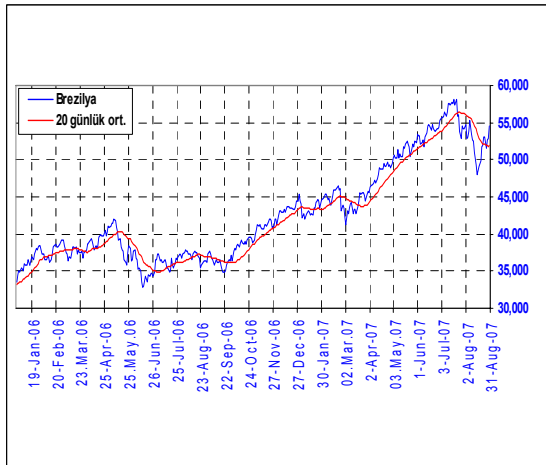
Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere yönelik para akışında artış görülmektedir.

Yurt içinde Merkez Bankası'nın faiz artırımından sonra Türk lirasının hızlı değerlenmesi süreci devam etmektedir.

İngiltere Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 4.75'e yükseltmiştir.

### Grafik 13: Brezilya Bovespa Endeksi



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 3'e yükseltmiştir.

## Eylül 2006

Petrol fiyatlarındaki düşüş sürmektedir. Açıklanan göstergelerden Amerikan ekonomisinde yavaşlama olduğu görülmektedir. Küresel enflasyonla ilgili kaygılar azalmaya başlamıştır.

Cari dengedeki bozulma nedeniyle Türkiye gelişmekte olan ülkelere giren sermaye sıralamasında sonlarda yer almaktadır.

## Ekim 2006

Avrupa Birliği'nin Türkiye'nin Gümrük Birliği ek protokolünü uygulamasını ve Kıbrıs çıkışlı gemilere limanlarını açmasını istemesi, Türkiye'nin de Kuzey Kıbrıs'a uygulanan ekonomik ambargo kalkmadan Güney Kıbrıs'a limanlarını açmaması gerginliği artırmaktadır.

## Kasım 2006

Avrupa Birliği Komisyonu Türkiye ile görüşmelerin kısmen dondurulması yönünde tavsiye kararı almıştır.

## Aralık 2006

Avrupa Birliği ve Türkiye'den gelen olumlu açıklamalarla piyasalardaki tedirginlik azalmaya başlamıştır.

Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülke piyasalarına para akışı devam etmektedir.

## Ocak 2007

ABD ekonomisindeki kötümser beklentilerin azalmasıyla küresel piyasalarda olumlu hava devam etmektedir.

Türkiye'de piyasalar, Cumhurbaşkanlığı ve genel seçimlere odaklanmıştır.

Yurt dışı borsalardaki gelişmelere paralel olarak yurt içinde hisse senedi piyasasında yabancı alımları artmıştır.

İngiltere Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 5.25'e yükseltmiştir.

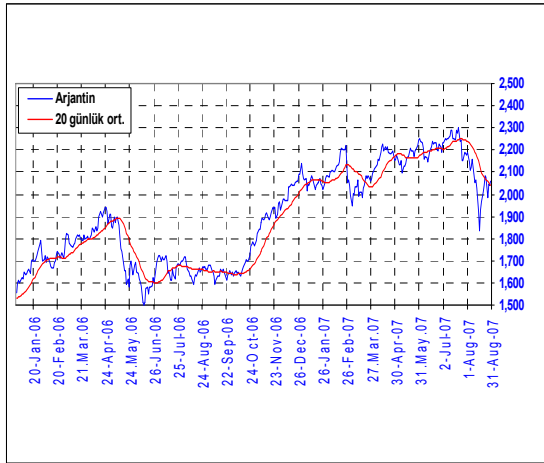
## Şubat 2007

Çin devletinin borsadaki spekülasyonu durdurmak için önlem alacağı beklentisiyle Çin borsasında hızlı düşüş yaşanmış, ardından birkaç saat içinde tüm dünya borsalarında satış dalgası görülmüştür.

Eski Fed Başkanı Greenspan'ın Amerikan ekonomisinin durgunluğa girebileceği konusundaki açıklamaları piyasalarda dalgalanmaları artırmıştır.

Japonya Merkez Bankası, faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 0.50'ye yükseltmiştir.

**Grafik 14: Arjantin Merval Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

## Mart 2007

Amerikan ekonomisinin durgunluğa gireceğine yönelik endişeler piyasalarda artmaya başlamıştır.

İran ile ABD arasındaki gerginliğin artması petrol fiyatlarını artırmaktadır.

Düşük gelirli yatırımcılara verilen kredilerdeki geri dönmeme sorunu büyümektedir. Bankaların teminat olarak tuttukları gayrimenkulleri satmaları konut fiyatlarında keskin düşümlere yol açmaktadır.

Risk iştahının artması ve carry trade işlemleriyle gelişmekte olan ülkelere para girişi yeniden artmaya başlamıştır.

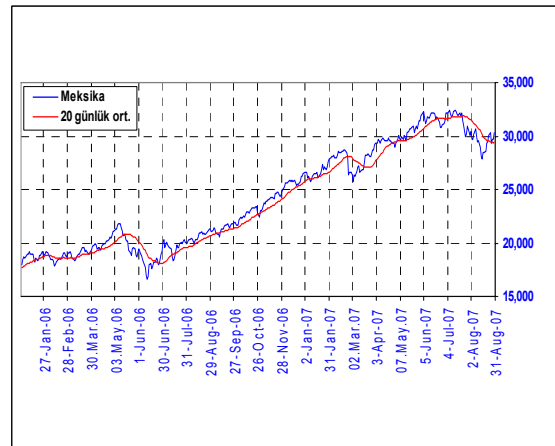
Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 3.75'e yükseltmiştir.

## Nisan 2007

Türkiye'de Hükümet erken genel seçime gitme kararı almış ve tarihini 22 Temmuz 2007 olarak açıklamıştır.

Petrol fiyatlarının düşmesi ve ABD konut satışlarının artması piyasalar tarafından olumlu algılanmıştır.

**Grafik 15: Meksika IPC Endeksi**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

## Mayıs 2007

Küresel likiditedeki artış nedeniyle hisse senetleri, gayrimenkuller, emtialar başta olmak üzere tüm varlık fiyatları en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkeler de bu yükselişten fazlasıyla olumlu etkilenmektedir.

Çin'de sermaye kazançlarının vergilendirileceğine ilişkin beklentiler ve Greenspan'ın Çin piyasasının aşırı yükseldiği ve sert bir düzeltmeyle karşılaşabileceği yönündeki açıklamaları sonrasında Çin Borsasında sert düşüşler yaşanmıştır.

## Haziran 2007

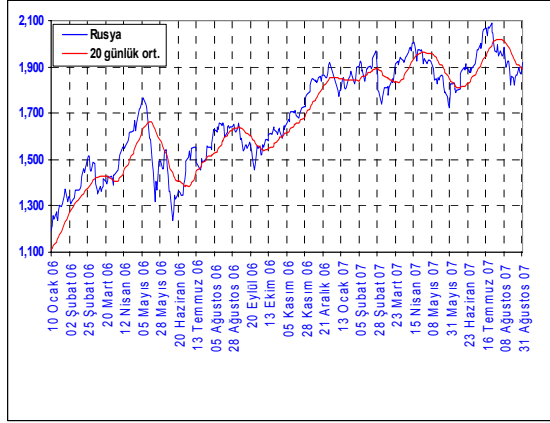
Mortgage kredilerindeki sıkıntı nedeniyle en büyük kredi sağlayıcısı Bear Sterns'ın iki fonu ödeme sıkıntısıyla karşılaşmıştır.

Japonya'nın uyguladığı gevşek para politikası, küresel risk iştahında lokomotif görevi yapmaktadır.



Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 4.00'e yükseltmiştir.

### Grafik 16: Rusya Borsa Endeksi



Kaynak: <http://www.rts.ru/en/index/stat/dailyhistory.html?code=RTSI>. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

### Temmuz 2007

Küresel piyasaları satış dalgası sarmıştır. ABD mortgage kredilerindeki sıkıntının büyümesi gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan tüm ülke borsalarında sert satışlara yol açmıştır.

İngiltere Merkez Bankası gösterge faiz oranını 50 baz puan artırarak yüzde 5.75'e yükseltmiştir.

Yurt içinde 22 Temmuz 2007 genel seçimlerinden tek parti iktidarı çıkmıştır.

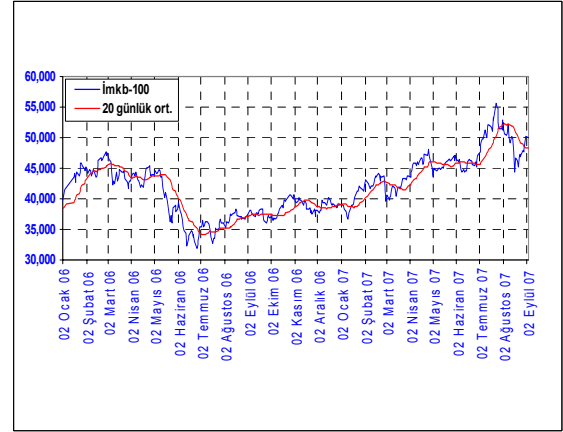
### Ağustos 2007

Fed'in kredi piyasasındaki daralmanın derinleşmesine ve ekonominin durgunluğa girmesine izin vermeyeceğini açıklaması ve borç verme faizini yüzde 6.25'ten yüzde 5.75'e indirmesi dünya piyasalarındaki olumsuz havayı değiştirmiştir.

Japonya, Avrupa ve ABD Merkez Bankaları dalgalanmaları yatıştırmak için piyasalara para aktarmıştır.

Mortgage kredilerinin kötüleşmesi hedge fonları ve yatırım bankalarını olumsuz etkilemiştir. Bunun sonucunda küresel risk iştahında ciddi azalma gözlenmektedir.

### Grafik 17: Türkiye İMKB-100 Endeksi



Kaynak: TCMB. Ortalamalar tarafımızdan hesaplanmıştır.

Küresel borsalardaki Ocak 2006'dan Ağustos 2007'ye kadar olan trendleri, piyasalara hakim olan önemli olaylarla birlikte verdikten sonra, şimdi bu borsalardaki eğilimleri değerlendirmeye çalışalım.

Genel olarak bakıldığında Ağustos 2007 itibariyle tüm küresel borsaların 2006 yılı başındaki endeks değerlerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle gerek 2006 yılında gerekse 2007 yılında yaşanan dalgalanmalar sonrasında endeksler yukarı yönlü trendlerini yine de sürdürmüşlerdir (Tablo 5).

Bu süreçte en düşük artışı yüzde 3 ile Japonya sağlarken, en yüksek artış yine gelişmekte olan ülke borsalarında yaşanmıştır. ABD borsalarından Dow yüzde 25 artarken, Nasdaq ve S&P 500 endeksleri yüzde 18 oranında artmıştır.

Avrupa borsalarından Almanya borsası açık ara önde yüzde 41 artarken, Fransa borsası yüzde 20 ve İngiltere borsası yüzde 12 artış sağlamıştır.

Gelişmekte olan ülke borsalarından Rusya ve Meksika ilk sıraları alırken (sırasıyla yüzde 71 ve yüzde 70), Brezilya ve Arjantin borsaları onları izlemiştir. Türkiye borsası yüzde 26 ile son 20 aylık dönemde yine gelişmekte olan ülkeler arasında en az artış sağlayan borsa olmuştur.



**Tablo 5: Küresel Borsa Endekslerindeki Son 20 Aylık Değişim (1999=100)**

	Ağustos 2007'de 2006 Başına Göre Değişim (%)
<b>ABD Borsaları</b>	
Dow Jones	25
NASDAQ	18
S&P 500	18
<b>Avrupa Borsaları</b>	
Almanya	41
İngiltere	12
Fransa	20
<b>Asya Borsaları</b>	
Japonya	3
Hong Kong	61
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>	
Brezilya	63
Arjantin	34
Meksika	70
Rusya	71
Türkiye	26

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Kapanış değerleri baz alınarak hesaplanmıştır.

Değişik oranlarda da olsa küresel borsaların tamamı Ocak 2006-Ağustos 2007 döneminde artış sağlamışlardır. Peki bu borsalar 2006 ve 2007 dalgalanmalarından nasıl etkilenmişlerdir?

Bu sorunun yanıtını verebilmek için dalgalanma dönemlerine odaklaşmaya çalışalım. Bilindiği üzere 2006 dalgalanması Nisan-Haziran 2006 döneminde yaşanırken, 2007 dalgalanması Temmuz-Ağustos 2007 (şimdiye kadar görünen boyutuyla) döneminde yaşanmıştır.

Dalğanın borsa endekslerindeki etkisini ölçmek için dalgadan önceki ayın ortalama endeks değeri ile dalğanın yaşandığı son

ayın ortalama endeks değerleri arasındaki değişim oranı tarafımızca hesaplanmıştır.

2006 ve 2007 yılı dalgalanmaları için yapılan bu hesaplamanın sonuçları Tablo 6'da verilmiştir. Tablo 6 incelendiğinde çarpıcı olarak ilk görülen husus iki dalğanın borsalar üzerindeki etkilerinin farklı olduğu yönündedir.

2006 dalgalanmasında istisnasız tüm küresel borsalar düşmüştür; ABD borsaları yüzde 1.3-7.1 düşerken, Avrupa borsaları yüzde 4.6-6.3 aralığında, Asya borsaları yüzde 0-8.1 aralığında ve gelişmekte olan ülke borsaları yüzde 1.5-20.9 aralığında düşmüştür. Bir başka bakış açısıyla en az etkilenen borsa sıfıra yakın değeriyle Hong Kong borsası olurken, en fazla düşen borsa

yüzde 20.9 oranıyla Türkiye borsası olmuştur. En fazla düşenler sıralamasında Türkiye'den sonra diğer iki gelişmekte olan ülke borsaları Arjantin (yüzde 10.5) ve Brezilya (yüzde 7.1) gelmiştir.

borsası en yüksek artışı sağlayan borsa olurken (yüzde 6.6), Hong Kong borsası yüzde 5.1 ve Rusya borsası yüzde 2.2 artış oranıyla Türkiye'yi izlemiştir.

Temmuz-Ağustos 2007 dalgalanmasına bakıldığında ilginç sonuçlar görülmektedir. 2007 dalgasında üç ülke dışında tüm küresel borsa endeksleri düşerken, bu üç artış sağlayan ülkeler arasında Türkiye'de yer almıştır. Hatta bu dönemde Türkiye

<b>Tablo 6: Küresel Borsa Endekslerindeki 2006 ve 2007 Dalgalanmalarının Etkisi (Endekslerdeki yüzde Değişim)</b>		
	<b>Nisan-Haziran 2006 Dalgalanması</b>	<b>Temmuz-Ağustos 2007 Dalgalanması</b>
<b>ABD Borsaları</b>		
Dow Jones	-1.3	-1.8
NASDAQ	-7.1	-2.2
S&P 500	-3.1	-4.0
<b>Avrupa Borsaları</b>		
Almanya	-6.3	-5.2
İngiltere	-4.6	-6.4
Fransa	-6.3	-8.0
<b>Asya Borsaları</b>		
Japonya	-8.1	-8.6
Hong Kong	-0.0	5.1
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>		
Brezilya	-7.1	-2.8
Arjantin	-10.5	-7.0
Meksika	-4.5	-6.8
Rusya	-1.5	2.2
Türkiye	-20.9	6.6

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>.

2006 yılı dalgalanması için Mart 2006 ile Haziran 2006 aylık ortalama endeks değerlerindeki değişim, 2007 yılı dalgalanması için Haziran 2007 ile Ağustos 2007 aylık ortalama endeks değerlerindeki değişim hesaplanmıştır.

2007 dalgalanmasında en yüksek düşüş Japonya(yüzde 8.6) ve Fransa(yüzde 8) borsasında yaşanırken, bu borsaları Arjantin(yüzde 7), Meksika(yüzde 6.8) ve İngiltere(yüzde 6.4) izlemiştir. ABD borsalarındaki düşüş ise yüzde 1.8-4.0

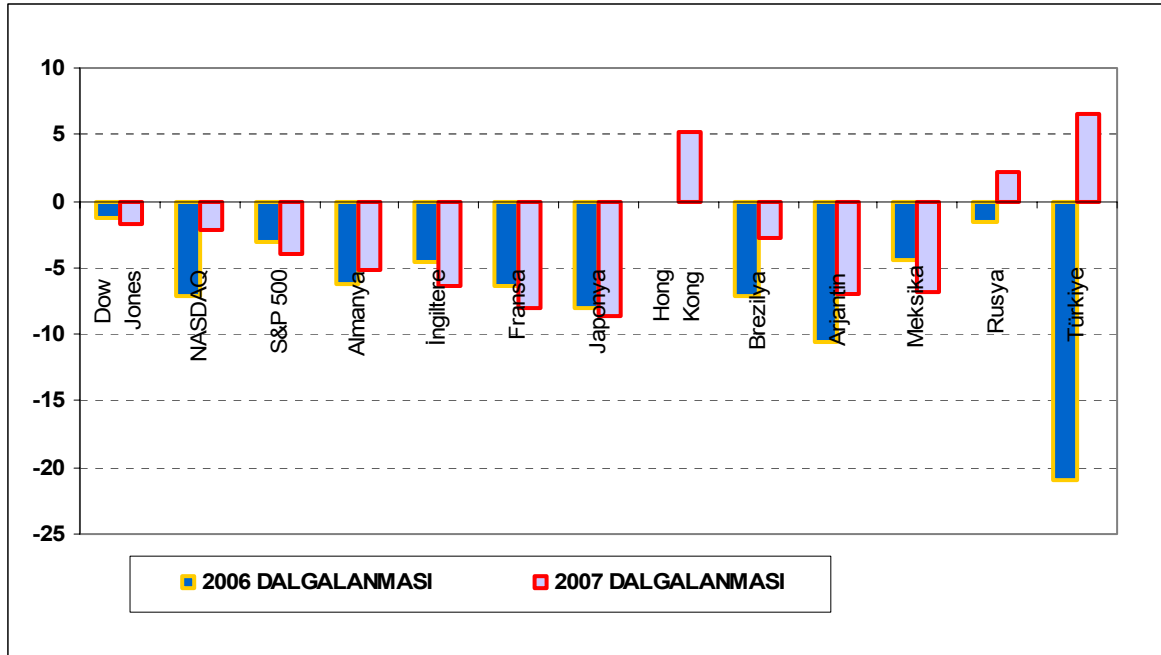
arasında Avrupa borsalarına kıyasla daha sınırlı olmuştur.

Küresel borsalardaki 2006 ve 2007 dalgalanmaları grafik üzerinde daha açıkça görülmektedir(Grafik 18). Maviyle temsil edilen 2006 dalgalanmasında tüm borsa endeksleri düşerken, 2007 dalgalanmasında sadece Türkiye, Hong Kong ve Rusya borsasının yükseldiği net olarak görülmektedir. Diğer ülke borsaları her iki dalgada da düşüş göstermiştir.

Aslında grafikte görülen ilginç noktalardan biri, Türkiye borsasının 2006 dalgalanmasında en yüksek düşüşü gösteren borsa iken 2007 yılı dalgalanmasında artış sağlayan üç borsa arasında yer alması ve bunlar arasında da en yüksek artışı sağlamasıdır. Bununla

ilgili olarak Türkiye'nin 2007 dalgalanmasındaki koşullarına bakmak gerekir. 2006 dalgalanmasında önünde Cumhurbaşkanlığı ve genel seçimleri bulunan ve cari açığı ve finansman ihtiyacı yüksek bir ülke varken, 2007 dalgalanmasında genel seçimleri tamamlamış, seçim sonuçları itibariyle tek parti iktidarı olan ve piyasalar tarafından son dönemde uygulanan ekonomi ve maliye politikalarının devam ettirileceği düşünülen bir atmosfer vardır. Hatta Temmuz ve Ağustos 2007 döneminde dış piyasalarda bozulma olmasaydı yukarıda belirtilen atmosferle piyasaların çok daha yukarılara gidebileceği öngörüsü bile yapılabilirdi.

**Grafik 18: Küresel Borsa Endekslerinde 2006 ve 2007 Dalgalanmalarının Etkisi (Endekslerdeki % değişme)**



Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>.

Diğer taraftan 2006 ve 2007 dalgalanmasında Japonya borsasında aynı oranlarda (sırasıyla yüzde 8.1 ve yüzde 8.6) düşüşler yaşanmıştır. ABD borsalarında karışık bir seyir izlenmiştir. 2007 yılında Dow ve S&P 500 endeksleri 2006 yılına göre daha fazla oranda düşerken, Nasdaq borsası tam tersi eğilim göstermiş, 2006 yılında yüzde 7.1, 2007 yılında yüzde 2.2 düşmüştür. İngiltere ve

Fransa borsalarında 2007 dalgalanmaları daha yüksek düşüşler yaratırken, Almanya borsasında 2006 yılının olumsuz etkisi 2007 yılına göre daha fazla olmuştur. 2006 dalgalanması gelişmekte olan ülkelerden Brezilya ve Arjantin borsalarını 2007 dalgalanmasından daha fazla vurmuştur. 2006 ve 2007 dalgalanmalarında Arjantin borsası sırasıyla yüzde 10.5 ve yüzde 7

düŒerken, Brezilya borsası yine sırasıyla yüzde 7.1 ve yüzde 2.8 düŒmüŒtür.

Rusya borsasının ise her iki dalgalanmadan da önemli derecede etkilenmediği görölmektedir. 2006 dalgalanmasında

yüzde 1.5 düŒen Rusya borsası 2007 dalgalanmasında yüzde 2.2 oranında değer kazanmıŒtır. Bu durumun Rusya'nın önemli emtia üreticisi ve ihracatçısı bir ülke olmasından kaynaklandığı söylenebilir.

### 3. JAPON YENİNİN DEĞERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN TÜRK HİSSE SENEDİ VE BONO PİYASASIYLA İLİŞKİSİ

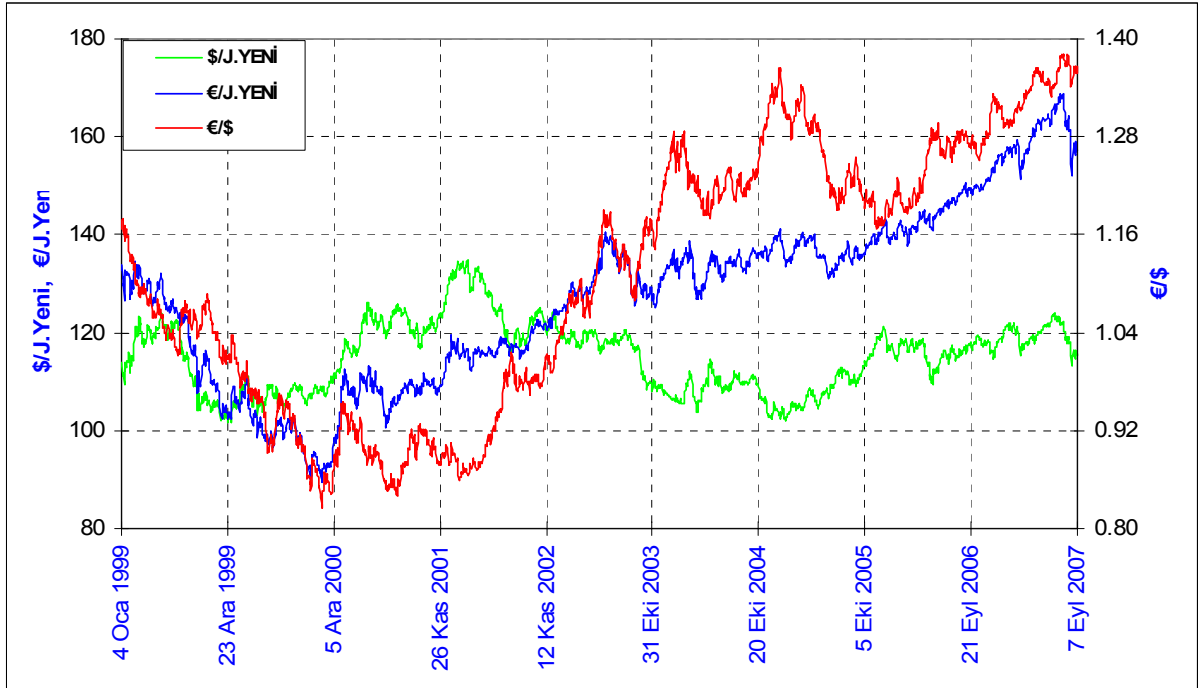
Japonya’da düşük faiz politikası ve Japon para birimi yenin özellikle ABD doları ve euro karşısında değer kaybını sürdürmesi veya en azından düşük seviyesini koruması sonucunda uluslar arası kurumsal yatırımcılar, Japon yeni üzerinden borçlanmakta ve bu paraları özellikle yüksek getiri sağlayan gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırmaktadırlar. Japon yeni carry trade’i olarak adlandırılan bu işlemler daha çok hedge fonlar tarafından yapılmaktadır.

Hedge fonların Japon yeni borçlanması sonucunda pozisyon açması piyasaları yükseltirken, pozisyonlarını kapaması ise tersi etki yapmakta yani piyasaları düşürmektedir.

Son dönemde özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelen fonların carry trade’den kaynaklandığı piyasalarca ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler liginde yer alan Türkiye’ye acaba bu işlemten kaynaklanan fonlar gelmekte midir? Acaba Japon yeni kurları ile ülkemizin hisse senedi ve bono piyasası arasında bir ilişki var mıdır?

Bu soruların yanıtına geçmeden önce döviz kurlarındaki (Dolar/Japon Yeni, Euro/Japon Yeni ve Euro/Dolar) eğilimi 1999 yılından bu yana incelemeye çalışalım.

**Grafik 19: Döviz Kurlarındaki Gelişmeler (Günlük kapanış)**



Kaynak: TCMB.

Ağustos 1998 krizinin etkisiyle hisse senedi piyasalarında görülen dalgalanmalar döviz piyasalarında da yaşanmıştır.

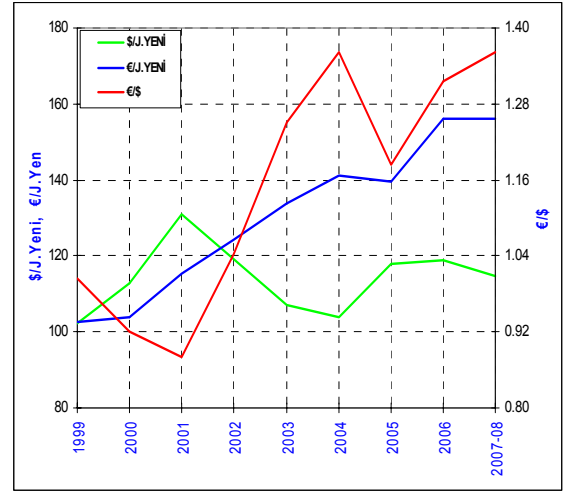
Dolar euro karşısında 2000 ve 2001 yıllarında sırasıyla yüzde 8.3 ve yüzde 4.3

değer kazanırken izleyen üç yılda yüksek oranlarda değer yitirmiştir. 2004 yılı sonunda dolar 2001 yılı sonuna göre euro karşısında yüzde 54.5 değer kaybetmiştir. 2004 yılı sonunda 1.3611 olan euro/dolar paritesi yüzde 13 düşerek 2005 yılı

sonunda 1.1842'ye gerilemiş, 2006 yılı sonunda yüzde 11.1 artarak 1.3153 seviyesine yükselmiştir. Ağustos 2007 sonu itibariyle ise yüzde 3.47 artarak parite 1.3610'a yükselmiştir. Diğer bir ifadeyle dolar euro karşısında son altı yılda 2005 yılı dışında değer kaybına uğramıştır.

Japon yeninin euro ve dolar karşısındaki durumuna bakacak olursak; 1999 yılında 102.60 olan €/Japon Yeni kuru yüzde 37.6 artarak 2004 yılı sonunda 141.21 seviyesine ulaşmış, 2005 yılında yüzde 1.16 düşüşün ardından 2006 yılında yüzde 12 yükselerek 156.27 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ağustos 2007 sonundaki €/Japon Yeni kuru (156.17) ise 2006 seviyelerine yakındır.

**Grafik 20: Döviz Kurlarındaki Gelişmeler (Yıl sonu kapanış)**



Kaynak: TCMB.

Japon yeni dolar karşısında ise 1999-2001 yıllarında yüzde 28.1 değer kaybetmiş, 2002-2004 yıllarında 20.8 değer kazanmış ve 2005-2006 yıllarında ise yüzde 14.5 değer kaybetmiştir. Ağustos 2007 sonundaki \$/Japon Yeni kuru 2006 sonuna göre yüzde 3.47 daha aşağı durumdadır(114.75).

**Tablo 7: Döviz Kurlarındaki Yıllık Değişim (%)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007/08
<b>\$/J.YENİ</b>	10.40	16.05	-8.92	-10.33	-3.00	13.61	0.80	-3.42
<b>€/J.YENİ</b>	1.28	11.02	7.76	7.57	5.60	-1.16	11.96	-0.06
<b>€//\$</b>	-8.26	-4.33	18.31	19.96	8.87	-13.00	11.07	3.47

Kaynak: TCMB.

### 3.1. JAPON YENİNİN DEĞERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN TÜRK HİSSE SENEDİ PİYASASIYLA İLİŞKİSİ

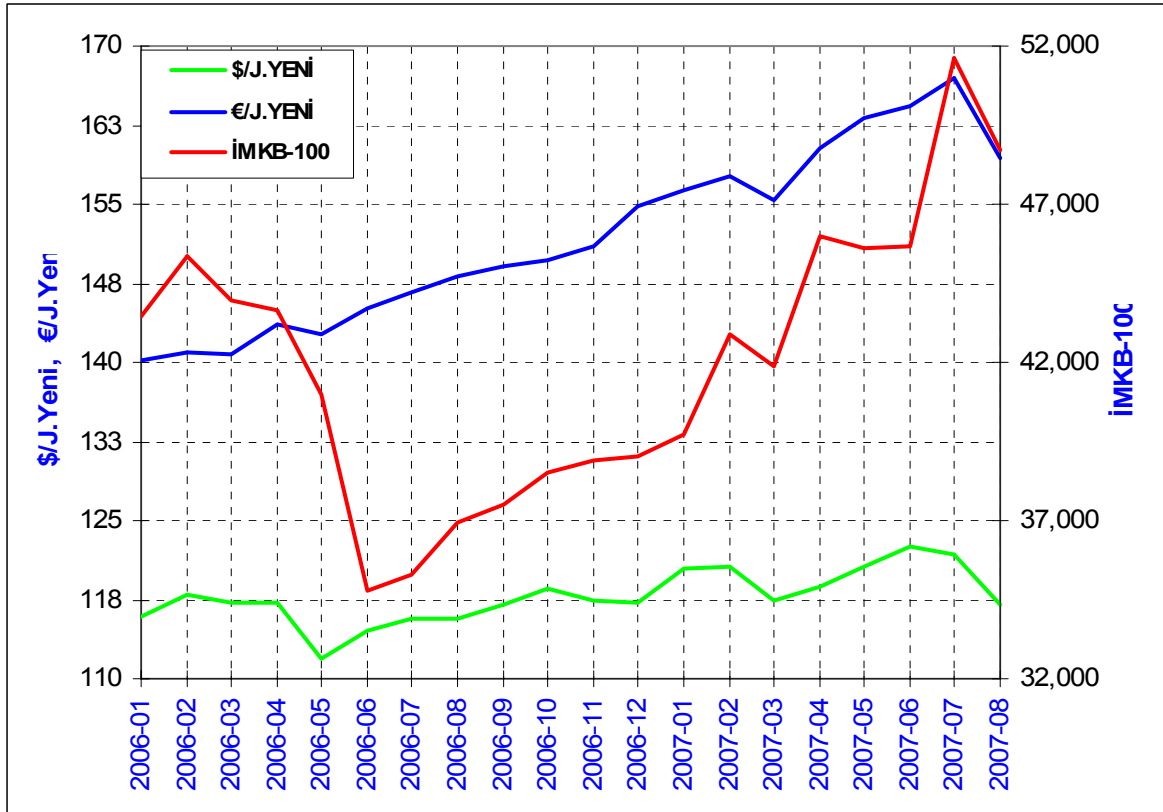
Yukarıda verilen rakamlardan görüldüğü üzere, Japon yeninin euro karşısında 1999 yılından bu yana sürekli değer kaybettiği, ABD doları karşısında ise 1999-2001 döneminde değer kaybettikten sonra 2002-2004 döneminde değer kazandığı, sonrasında 2005-2006 yıllarında değer kaybettiği izlenmekte, 2007 yılının sekiz aylık bölümünde ise 2006 yılı sonuna göre değer kazandığı anlaşılmaktadır.

Japon yeni üzerinden yapılan carry trade işlemlerinin Türkiye'nin hisse senedi piyasası üzerinde etkisi var mıdır? Bu sorunun yanıtını verebilmek için Japon

yeninin euro ve dolar kurları ile İmkb-100 endeksini grafik üzerinde karşılaştırmaya çalışalım (Grafik 21).

Grafik 21'de açıkça görüldüğü üzere Ocak 2006-Ağustos 2007 döneminde hisse senedi endeksinde iki ana trend gözlenmektedir. İlki Şubat 2006'dan başlayıp Haziran 2006 kadar süren ve ortalama olarak hisse senetlerinde yüzde 23.4 düşüşe yol açan iniş trendidir. Diğeri ise Haziran 2006'dan başlayıp Temmuz 2007'ye kadar devam eden ve ortalama olarak hisse senetlerinde yüzde 48.5 artışa yol açan çıkış trendidir.

**Grafik 21: Japon Yeni Kurları ile İMKB-100 Endeksi İlişkisi**



Kaynak: TCMB.

2006 yılı dalgalanmasının yaşandığı Nisan-Haziran 2006 dönemine odaklandığında göze çarpan önemli husus, İmkb-100 endeksinin bu dönemdeki sert düşüşüdür. Özellikle Mayıs 2006'da Japon yeni dolar karşısında yüzde 4.6 oranında hızlı değer

kazanırken, aynı ayda İmkb-100 endeksinde yüzde 6.2 oranında değer kaybı yaşanmış, Japon yeni izleyen ay euro ve dolar karşısında değer yitirmesine rağmen İmkb-100 endeksi Haziran 2006 ayında

yüzde 15.1 değer kaybederek düşüşüne devam etmiştir.

2006 yılı dalgalanmasında özellikle Japon yeninin dolar karşısındaki değer kazanmasının İmkb-100 endeksini düşüren tetikleyici neden olduğu söylenebilir. Ardından Japon yeninin dolar ve euro karşısında değer kaybetmeye başlamasına rağmen İmkb-100 endeksinin düşmesi ise

Türkiye'ye ait kırılganlığa bağlanabilir. Hatırlanacağı üzere Nisan 2006 ayında TCMB başkanlığı atanma sürecinin uzaması, tekstil ve giyim sektörüne sağlanan KDV indirimi, sosyal güvenlik reformunun gecikmesi ve memurlara seyyanen ücret artışı yapılması etkenleri bu kırılganlığı pekiştiren unsurlar olmuştur.

<b>Tablo 8: Japon Yeni Kurları İle İMKB-100 Endeksindeki Aylık Değişimler (%)</b>			
<b>Aylar</b>	<b>\$/J.YENİ</b>	<b>€/J.YENİ</b>	<b>İMKB-100</b>
2006-01	-2.2	-0.3	12.9
2006-02	1.7	0.5	4.4
2006-03	-0.6	-0.1	-3.1
2006-04	0.1	1.9	-0.7
2006-05	-4.6	-0.6	-6.2
2006-06	2.3	1.7	-15.1
2006-07	1.0	1.1	1.5
2006-08	0.0	1.0	4.7
2006-09	1.1	0.6	1.5
2006-10	1.3	0.4	2.7
2006-11	-1.0	0.9	1.1
2006-12	-0.2	2.5	0.2
2007-01	2.8	1.0	1.9
2007-02	0.2	0.8	7.9
2007-03	-2.8	-1.5	-2.4
2007-04	1.3	3.2	10.0
2007-05	1.6	1.8	-1.0
2007-06	1.6	0.7	0.2
2007-07	-0.6	1.5	13.1
2007-08	-4.0	-4.6	-5.7

Kaynak: TCMB. Aylık ortalama değerler üzerinden hesaplamalar yapılmıştır.

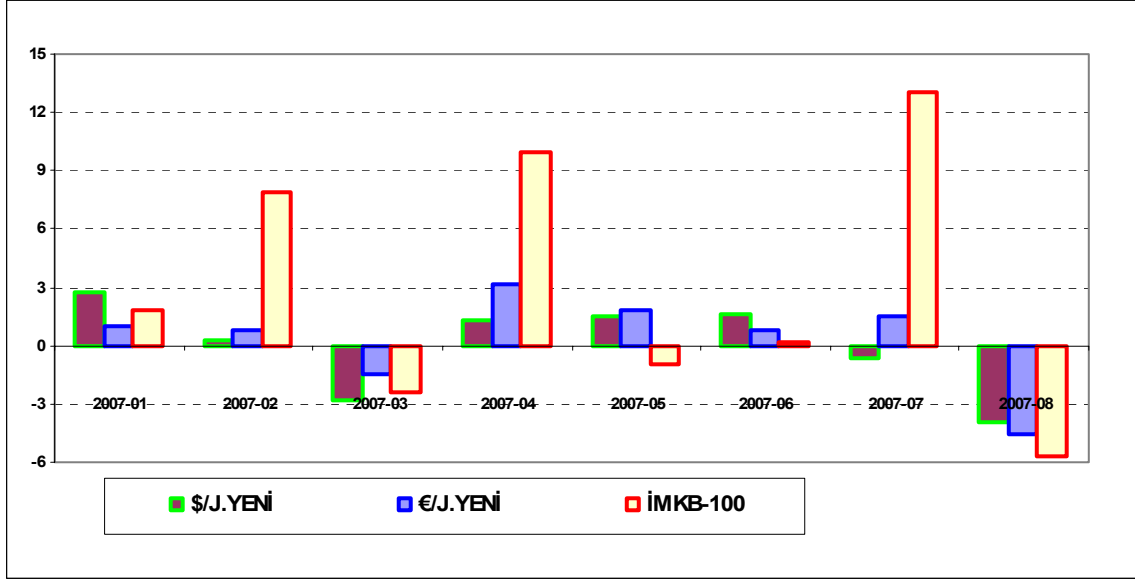
Haziran 2006-Ağustos 2007 döneminde ise İmkb-100 endeksi ile Japon yeninin dolar ve euro karşısındaki değerleri arasında çok yakın ilişki görülmektedir. Japon yeni bahsedilen para birimleri karşısında değer kaybettiğçe İmkb-100 endeksi yükselmekte, tersi durumunda ise İmkb-100 endeksi değer kaybetmektedir.

Özellikle 2007 yılının Ocak ayından bu yana Japon yenindeki değişimlerin İmkb-

100 endeksi ilişkisi daha çarpıcı olarak görülmektedir (Grafik 22). Mayıs 2007 dışındaki aylarda İmkb-100 endeksi ile euro/Japon yeni kuru aynı yönlü hareket etmiştir. 2007 dalgalanmasının yaşandığı bilhassa Ağustos 2007 ayında dolar/Japon yeni ve euro/Japon yeni kurları aylık olarak sırasıyla yüzde 4 ve yüzde 4.6 değer yitirirken, İmkb-100 endeksi aynı ayda yüzde 5.7 oranında değer kaybetmiştir.



**Grafik 22: Japon Yeni Kurları ile İMKB-100 Endeksindeki Aylık Değişimler  
(Ocak 2007-Ağustos 2007)**



Kaynak: TCMB. Aylık ortalama değerler üzerinden hesaplamalar yapılmıştır.

### 3.2. JAPON YENİNİN DEĞERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN TÜRK BONO PİYASASIYLA İLİŞKİSİ

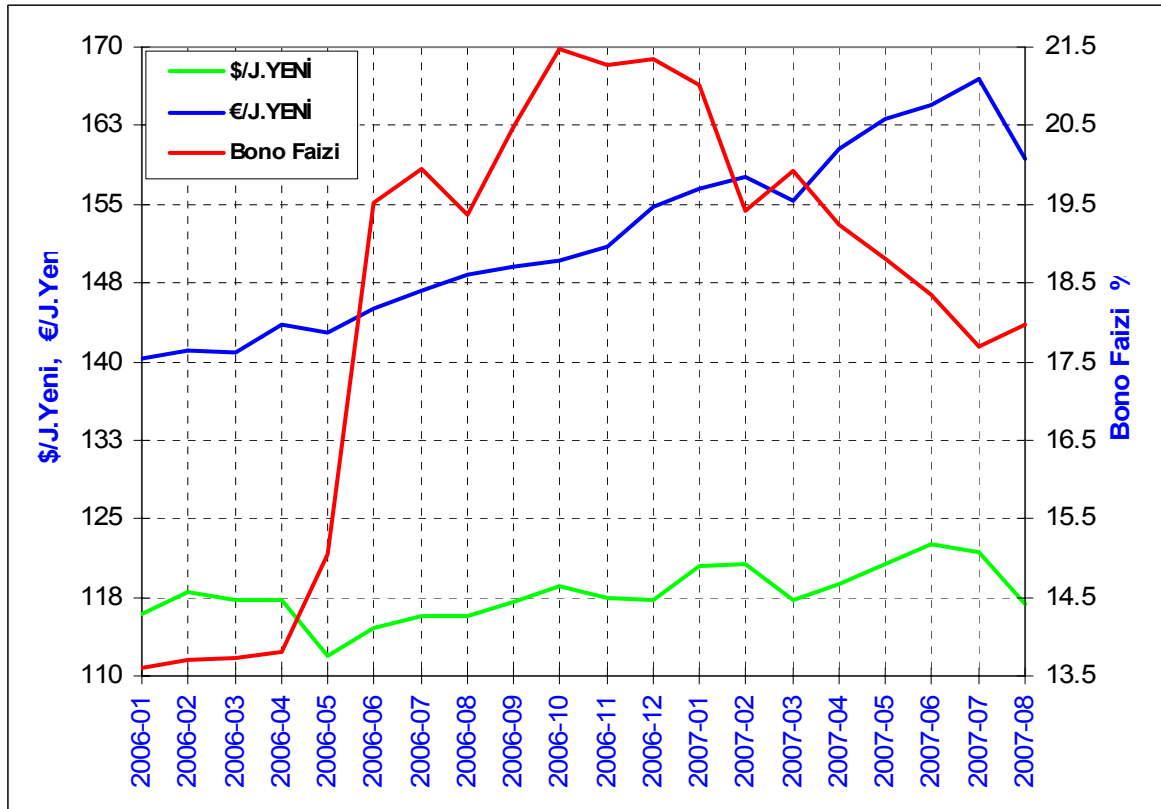
Japon yeni kurlarının hisse senedi piyasasıyla ilişkisi olduğunu Grafikler üzerinde ortaya koyduktan sonra aynı ilişkinin bono piyasasında olup olmadığına bakmaya çalışalım.

Bono piyasasını yansıtmaması açısından gösterge bononun yıllık bileşik faiz oranı grafiklere dahil edilmiştir. Japon yeni kurları ile gösterge bono bileşik faiz oranlarını yine Grafiğe aktararak incelediğimizde hisse senedi piyasasında ilişkinin bono piyasasında da kurulabildiği görülmektedir.

2006 dalgalanmasında Japon yeni kurlarındaki değişimin bono faiz oranlarını yukarıya sıçratmada tetikleyici etken olduğu söylenebilir. Mayıs 2006 ayında dolar/Japon yeni kuru yüzde 4.6 düşerken, faiz oranı aynı ayda yüzde 9.1 artmış, izleyen Haziran ayında bono faizindeki artış ise yüzde 29.6 olarak gerçekleşmiştir.

Hatırlanacağı üzere T.C. Merkez Bankası 2006 dalgalanmasında gecelik faiz oranını kademeli olarak 4 puan artırmış ve dövize satım yönünde müdahalede bulunmuştur.

**Grafik 23: Japon Yeni Kurları ile Gösterge Bono Faiz Oranı İlişkisi**

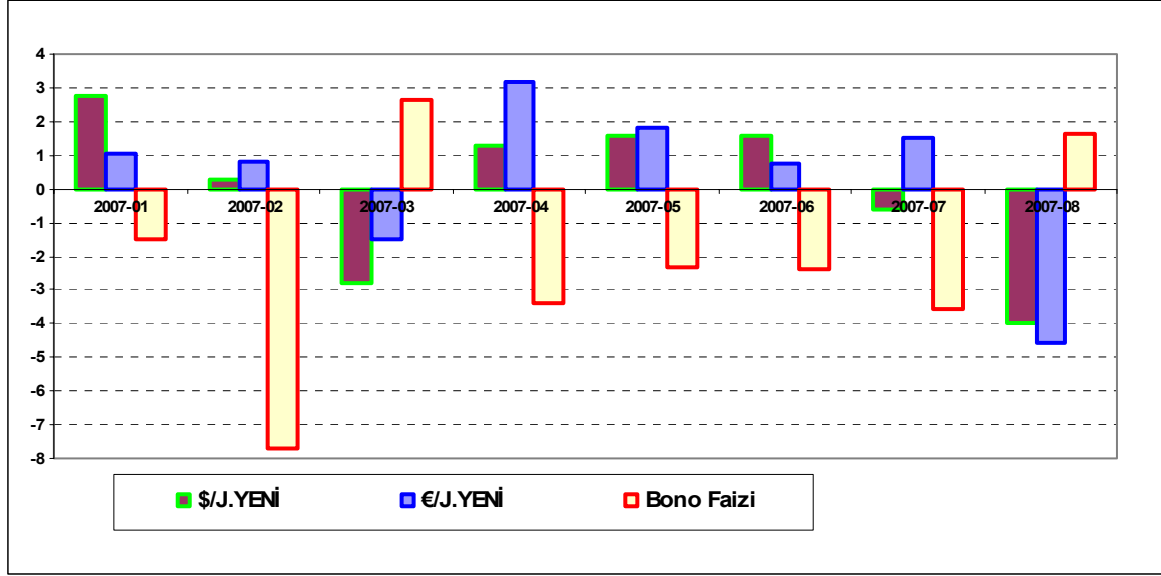


Kaynak: TCMB, İMKB. Gösterge bono bileşik faiz oranı aylık ortalamalarıdır.

Mayıs 2006 ayında Japon yenindeki değişim tetikleyici etken olmakla birlikte, izleyen aylarda bu ilişkinin kaybolduğunu görüyoruz. Bu ilişkiyi hisse senedi piyasasında olduğu gibi yine Ocak 2007'den bu yana görmeye başlıyoruz. Özellikle Mart 2007'den itibaren Japon

yeni kurundaki yükselişlerle bono faiz oranlarında hızlı düşüşlerin yaşandığı görülmekte, 2007 dalgalanmasının bilhassa etkilerinin görüldüğü Ağustos 2007 ayında tekrar kırılmanın yaşandığı açıkça izlenmektedir.

**Grafik 24: Japon Yeni Kurları ile Gösterge Bono Faiz Oranındaki Aylık Değişimler (%)**  
(Ocak 2007-Ağustos 2007)



Kaynak: TCMB, İMKB

Mart-Temmuz 2007 döneminde euro/Japon yeni kuru yüzde 7.5 artarken, aynı dönemde gösterge bono faizi yüzde 11.1 düşmüştür. Ağustos 2007 ayında ise euro/Japon yeni kuru yüzde 4.6 düşerken, aynı ayda gösterge bono faizi yüzde 1.6 yükselmiştir. Dolayısıyla özellikle 2007 yılı başından bu yana Japon yeni kuru ile gösterge bono faizi arasında ters yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

**Tablo 9: Japon Yeni Kurları İle Gösterge Bono Faiz Oranındaki Aylık Değişimler (%)**

Aylar	\$/J.YENİ	€/J.YENİ	Bono Faizi
2006-01	-2.2	-0.3	-2.6
2006-02	1.7	0.5	0.9
2006-03	-0.6	-0.1	0.1
2006-04	0.1	1.9	0.5
2006-05	-4.6	-0.6	9.1
2006-06	2.3	1.7	29.6
2006-07	1.0	1.1	2.2
2006-08	0.0	1.0	-2.9
2006-09	1.1	0.6	5.8
2006-10	1.3	0.4	4.8
2006-11	-1.0	0.9	-1.0
2006-12	-0.2	2.5	0.4
2007-01	2.8	1.0	-1.5
2007-02	0.2	0.8	-7.7
2007-03	-2.8	-1.5	2.7
2007-04	1.3	3.2	-3.4
2007-05	1.6	1.8	-2.3
2007-06	1.6	0.7	-2.4
2007-07	-0.6	1.5	-3.6
2007-08	-4.0	-4.6	1.6

Kaynak: TCMB, İMKB. Gösterge bono bileşik faiz oranı aylık ortalamalardır

#### 4. SONUÇ

1-Hisse senetleri ve diğer varlık fiyatlarındaki aşırı yükselişler nedeniyle küresel piyasalarda en son kriz Ağustos 1998’de yaşanmış ve yaklaşık üç yıl süren düzeltmeden sonra varlık fiyatları yeniden yükseliş trendine girmiştir. Nisan-Haziran 2006 ve Temmuz-Ağustos 2007 dönemlerinde piyasalarda dalgalanmalar yaşanmakla birlikte varlık fiyatlarındaki yükseliş trendi yavaşlayarak da olsa halen devam etmektedir.

2-Küresel borsalarla karşılaştırıldığında 2006 ve 2007 yılları dalgalanmalarının Türk borsası üzerinde farklı sonuçları olmuştur. 2006 yılı dalgalanmasını en yüksek hasarla kapatan Türk hisse senedi piyasası, 2007 dalgalanmasında artış sağlayan üç ülkenin ilk sırasında yer almıştır. Bu durum, iki dalgalanmada Türkiye’nin birbirinden farklı koşullara sahip olmasından ve Türk piyasalarının dış etkilere karşı giderek daha dirençli hale gelmesinden kaynaklanmaktadır.

3-Japon yeni değerindeki değişmelerle Türk hisse senedi ve bono piyasası arasında özellikle 2007 başından bu yana yakın ilişki vardır. Japon yeni borçlanarak sağlanan fonlarla Türk hisse senedi ve bono piyasalarına da yatırım yapıldığı ve Japon yeninin değerindeki değişmelere bağlı olarak yapılan pozisyon açma ve kapama işlemlerinden bu piyasaların etkilendiği görülmektedir.

## **KAYNAKÇA**

-Charles P. KINDLEBERGER, “Cinnet, Panik ve Çöküş, Mali Krizler Tarihi”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, Mart 2007.

-<http://finance.yahoo.com/>

-<http://www.rts.ru/en/index/>

-<http://www.tcmb.gov.tr/>

-<http://www.imkb.gov.tr/>

## **EK TABLOLAR**

**Ek Tablo 1: Dow Jones Sanayi Endeksi ve Yıllık Değişimleri**

Dönem	Endeks Değeri (Yıl Sonu Kapanış)	%
1980	964	14.9
1981	875	-9.2
1982	1,047	19.6
1983	1,259	20.3
1984	1,212	-3.7
1985	1,547	27.7
1986	1,896	22.6
1987	1,939	2.3
1988	2,169	11.8
1989	2,753	27.0
1990	2,634	-4.3
1991	3,169	20.3
1992	3,301	4.2
1993	3,754	13.7
1994	3,834	2.1
1995	5,117	33.5
1996	6,448	26.0
1997	7,908	22.6
1998	9,181	16.1
1999	11,497	25.2
2000	10,788	-6.2
2001	10,022	-7.1
2002	8,342	-16.8
2003	10,454	25.3
2004	10,783	3.1
2005	10,718	-0.6
2006	12,463	16.3
2007-08	13,358	7.2

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>

<b>Ek Tablo 2: Küresel Borsa Endeksleri</b>								
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007/08</b>
<b>ABD Borsaları</b>								
Dow Jones	10,788	10,022	8,342	10,454	10,783	10,718	12,463	13,358
NASDAQ	2,471	1,950	1,336	2,003	2,175	2,205	2,415	2,596
S&P 500	1,320	1,148	880	1,112	1,212	1,248	1,418	1,474
<b>Avrupa Borsaları</b>								
Almanya	6,434	5,160	2,893	3,965	4,256	5,408	6,597	7,638
İngiltere	6,223	5,217	3,940	4,477	4,814	5,619	6,221	6,303
Fransa	5,926	4,625	3,064	3,558	3,821	4,715	5,542	5,663
<b>Asya Borsaları</b>								
Japonya	13,786	10,543	8,579	10,677	11,489	16,111	17,226	16,569
Hong Kong	15,096	11,397	9,321	12,576	14,230	14,876	19,965	23,984
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>								
Brezilya	15,259	13,578	11,268	22,236	26,196	33,456	44,474	54,637
Arjantin	417	295	525	1,072	1,375	1,543	2,090	2,062
Meksika	5,652	6,372	6,127	8,795	12,918	17,803	26,448	30,348
Rusya	143	260	359	567	614	1,126	1,922	1,920
Türkiye	9,437	13,783	10,370	19,148	24,972	39,778	39,117	50,199

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleridir.



<b>Ek Tablo 3: Küresel Borsa Endeksleri (1999=100)</b>								
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007/08</b>
<b>ABD Borsaları</b>								
Dow Jones	93.8	87.2	72.6	90.9	93.8	93.2	108.4	116.2
NASDAQ	60.7	47.9	32.8	49.2	53.5	54.2	59.4	63.8
S&P 500	89.9	78.1	59.9	75.7	82.5	85.0	96.5	100.3
<b>Avrupa Borsaları</b>								
Almanya	92.5	74.2	41.6	57.0	61.2	77.7	94.8	109.8
İngiltere	89.8	75.3	56.9	64.6	69.5	81.1	89.8	91.0
Fransa	99.5	77.6	51.4	59.7	64.1	79.1	93.0	95.0
<b>Asya Borsaları</b>								
Japonya	72.8	55.7	45.3	56.4	60.7	85.1	91.0	87.5
Hong Kong	89.0	67.2	55.0	74.1	83.9	87.7	117.7	141.4
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>								
Brezilya	89.3	79.4	65.9	130.1	153.3	195.7	260.2	319.7
Arjantin	75.7	53.7	95.4	194.7	249.9	280.4	379.8	374.6
Meksika	79.3	89.4	85.9	123.4	181.2	249.7	371.0	425.6
Rusya	81.8	148.4	204.9	323.7	350.4	642.2	1,096.6	1,095.5
Türkiye	62.1	90.6	68.2	125.9	164.2	261.5	257.2	330.1

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

**Ek Tablo 4: 2006 ve 2007 Dalgalanmalarında Aylık Ortalama Küresel Borsa Endeks Değerleri**

	<b>Mart 2006</b>	<b>Haziran 2006</b>	<b>Haziran 2007</b>	<b>Ağustos 2007</b>
<b>ABD Borsaları</b>				
Dow Jones	11,144	10,998	13,480	13,240
NASDAQ	2,300	2,137	2,595	2,539
S&P 500	1,294	1,253	1,514	1,455
<b>Avrupa Borsaları</b>				
Almanya	5,862	5,495	7,874	7,464
İngiltere	5,939	5,668	6,598	6,177
Fransa	5,112	4,789	6,015	5,535
<b>Asya Borsaları</b>				
Japonya	16,312	14,990	18,001	16,461
Hong Kong	15,729	15,725	21,232	22,321
<b>Gelişen Ülke Borsaları</b>				
Brezilya	37,767	35,072	53,646	52,163
Arjantin	1,794	1,605	2,205	2,051
Meksika	19,033	18,185	31,648	29,486
Rusya	1,413	1,391	1,860	1,901
Türkiye	43,972	34,768	45,667	48,689

Kaynak: <http://finance.yahoo.com/>. Yıl sonu kapanış değerleri baz alınarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

**Ek Tablo 5: Döviz Kurlarının Yıl Sonu Değerleri**

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007/08</b>
<b>\$/J.YENİ</b>	102.22	112.85	130.96	119.28	106.96	103.75	117.87	118.81	114.75
<b>€/J.YENİ</b>	102.60	103.91	115.36	124.31	133.72	141.21	139.58	156.27	156.17
<b>€/§</b>	1.0037	0.9208	0.8809	1.0422	1.2502	1.3611	1.1842	1.3153	1.3610

Kaynak: TCMB.

**Ek Tablo 6: Japon Yeni Kurları İle İMKB-100 Endeks Değerleri**

Aylar	\$/J.YENİ	€/J.YENİ	İMKB-100
2006-01	115.90	140.23	43,441
2006-02	117.91	140.99	45,366
2006-03	117.23	140.82	43,972
2006-04	117.31	143.56	43,661
2006-05	111.89	142.67	40,974
2006-06	114.50	145.06	34,768
2006-07	115.67	146.72	35,298
2006-08	115.72	148.23	36,941
2006-09	117.02	149.13	37,477
2006-10	118.58	149.67	38,487
2006-11	117.37	150.95	38,929
2006-12	117.17	154.78	39,011
2007-01	120.42	156.40	39,741
2007-02	120.72	157.65	42,870
2007-03	117.32	155.29	41,850
2007-04	118.80	160.24	46,018
2007-05	120.65	163.17	45,578
2007-06	122.56	164.39	45,667
2007-07	121.79	166.91	51,644
2007-08	116.94	159.31	48,689

Kaynak: TCMB. Aylık ortalama değerler.

**Ek Tablo 7: Japon Yeni Kurları İle Gösterge Bono Faiz Oranları**

Aylar	\$/J.YENİ	€/J.YENİ	Bono Faizi %
2006-01	115.90	140.23	13.6
2006-02	117.91	140.99	13.7
2006-03	117.23	140.82	13.7
2006-04	117.31	143.56	13.8
2006-05	111.89	142.67	15.0
2006-06	114.50	145.06	19.5
2006-07	115.67	146.72	19.9
2006-08	115.72	148.23	19.4
2006-09	117.02	149.13	20.5
2006-10	118.58	149.67	21.5
2006-11	117.37	150.95	21.3
2006-12	117.17	154.78	21.3
2007-01	120.42	156.40	21.0
2007-02	120.72	157.65	19.4
2007-03	117.32	155.29	19.9
2007-04	118.80	160.24	19.2
2007-05	120.65	163.17	18.8
2007-06	122.56	164.39	18.3
2007-07	121.79	166.91	17.7
2007-08	116.94	159.31	18.0

Kaynak: TCMB, İMKB.