

***MORTGAGE KRİZİNDEN AVRUPA BORÇ KRİZİNE***

# **KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN EVRİMİ**

***NEDENLERİ, ETKİLERİ VE SONUÇLARI AÇISINDAN***

***Doç. Dr. Cemil ERARSLAN***  
***2021***



© Doç. Dr. Cemil ERARSLAN

Kitabın Adı : Küresel Finansal Krizin Evrimi  
Kitabın Yazarı : Cemil ERARSLAN  
Sayfa Düzeni : Buse ÜLKÜ  
Kapak Tasarım : Buse ÜLKÜ  
Baskı-Cilt : Özdoğan Matbaa Yayın SAN. TİC. LTD. ŞTİ  
İvedik Org. San. Matbaacılar Sitesi 1514. Sk. No: 29  
Yenimahalle - ANKARA Tel: (0312) 395 85 00  
Kapak Baskı : Özdoğan Matbaa Yayın  
Dizi No : 4T Yayınları Dizisi 132  
Kâğıt : 1 Hamur, 70 gr.  
Cilt : Amerikan Cilt - Sıcak Tutkal  
Yayıncı Sertifika No : 31539  
Matbaa Sertifika No : 17021  
ISBN : 978-625-7820-30-1

**Mortgage Krizinden Avrupa Borç Krizine Küresel Finansal Krizin Evrimi: Nedenleri, Etkileri ve Sonuçları Açısından**

**Anahtar Kelimeler:**

Mortgage Krizi, Avrupa Borç Krizi, Finansal Kriz Türleri,  
Kriz Teorileri, Borç Krizine Düşen Ülke Deneyimleri, Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler

**Cemil Erarslan**

Doç. Dr., Yalova Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü

E-posta: cemilerarslan@hotmail.com.tr

**4TYayinevi**  
www.4tyayinevi.com www.4takademi.com

**MİM DANIŞMANLIK EĞİTİM VE YAYINCILIK LTD.ŞTİ.**

Barbaros Mh. Karayolları Site Sk. Soyak Gökyüzü Apartmanı, C Blok: No:1

Üsküdar - İstanbul / Tel: (0216) 651 31 68 - (0534) 511 10 79

www.4tyayinevi.com - www.4takademi.com

## ÖNSÖZ

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nin finansal ve konut sektörlerinde yaşanan problemlerin açığa çıkması ile başlayan ve "Mortgage Krizi" olarak adlandırılan finansal kriz, kısa sürede dış ticari ve finansal bağlantılar yoluyla Avrupa Birliği ülkelerine sıçrayarak 2008/2009 yıllarında küresel bir borç krizine dönüşmüştür.

Söz konusu küresel finansal kriz, akademik olduğu kadar reel politik ve toplumsal yaşamda da oldukça ilgi çekmiştir. Bu konuda literatürde çok sayıda çalışma yapılmıştır. Global finansal kriz, küreselleşmenin en yoğun biçimde yaşandığı ve bilgi işlem teknolojilerinin geliştiği çağımızda, ulusal ve bölgesel ekonomilerde yaşanan sorunların dünya ekonomisini tehdit eder hale geldiğinin en iyi örneğidir.

Bu bağlamda küresel finansal krizin nedenlerini, etkilerini ve krizle mücadele yöntemlerini içeren çok sayıda ulusal ve uluslararası toplantılar yapılmış, akademik makaleler ve kitaplar yayınlanmış, iktisat politikası önlemleri alınmış ve bu konuda zengin bir literatür oluşmuştur. Ancak ülkeler tarafından alınan büyük kapsamlı parasal ve mali tedbirler ile kurtarma paketlerine rağmen küresel finansal kriz, uzun yıllar etkisini devam ettirmiştir. IMF, Dünya Bankası ve Avrupa Birliği'nin yayınladığı tartışma raporlarına göre de küresel borç krizinin gelişmiş ülke ekonomilerini görece daha fazla negatif yönde etkilediği görülmektedir. Küresel finansal kriz sebebiyle krizin yaşandığı ülke ekonomilerinde büyüme oranları yavaşlamış, işsizlik oranları artış göstermiş, milli gelirler hızla düşmüş ve toplam yatırımlar azalmıştır.

Dolayısıyla bu kitabın hazırlanma gerekçesini de küresel ekonomiyi 2000'li yılların ikinci yarısından itibaren etkisi altına alan söz konusu küresel finansal krizin geçirdiği evrimleri, sonuçları ve etkileri açısından açıklamak oluşturmaktadır.

**Cemil ERARSLAN**

İstanbul

Haziran 2021

## İÇİNDEKİLER

### 1. FİNANSAL KRİZLERİN TÜRLERİ VE KRİZ TEORİLERİ

1.1. Finansal Krizlerin Tanımı .....	1
1.2. Finansal Krizlerin Oluşum Süreci .....	3
1.3. Finansal Krizlerin Türleri .....	6
1.3.1. Döviz (Para) Krizleri .....	6
1.3.2. Bankacılık Krizleri .....	8
1.3.3. Borç Krizleri .....	11
1.4. Kriz Teorileri .....	15
1.4.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri: Genişlemeci Parasal ve Mali Politikalar .....	15
1.4.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri: Çok Yanlı Denge ve Beklentilerin Olumsuzla Dönmesi .....	17
1.4.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri: Ahbap-Çavuş Kapitalizmi ve Bulaşma Etkisi .....	20

### 2. MORTGAGE KRİZİNİN NEDENLERİ VE KRİZLE MÜCADELE İÇİN ALINAN ÖNLEMLER

2.1. Mortgage Krizinin Nedenleri .....	27
2.1.1. FED'in İzlediği Tutarsız Para Politikaları .....	29
2.1.2. Subprime Konut Kredilerinin Genişlemesi .....	33
2.1.3. Menkul Kıymetleştirme Olgusunun Giderek Yaygınlaşması .....	40
2.1.4. Konut Fiyatlarında Yaşanan Aşırı Artışlar .....	48
2.2. Mortgage Kriziyle Mücadele İçin Alınan Önlemler .....	52
2.2.1. FED'in Faiz Oranlarını İndirmesi .....	53
2.2.2. Piyasalara Likidite Enjeksiyonu Yapılması .....	55
2.2.3. Finansal Kurumlara Mali Destek Sağlanması .....	56
2.2.4. Sorunlu Bankaların ve Finansal Varlıkların Satın Alınması .....	57

### 3. ÜLKE DENEYİMLERİ ÇERÇEVESİNDE AVRUPA BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ

3.1. Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine Dönüşmesi .....	64
3.2. Avrupa Borç Krizine Düşen Ülkelerin Deneyimleri .....	72
3.2.1. Yunanistan .....	72
3.2.1.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar .....	73
3.2.1.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri .....	77
3.2.1.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler .....	81
3.2.2. İspanya .....	87
3.2.2.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar .....	87
3.2.2.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri .....	93
3.2.2.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler .....	97
3.2.3. Portekiz .....	98
3.2.3.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar .....	98
3.2.3.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri .....	100
3.2.3.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler .....	101
3.2.4. İtalya .....	104
3.2.4.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar .....	104
3.2.4.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri .....	106
3.2.4.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler .....	108

<b>SONUÇ</b> .....	<b>113</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>121</b>

## TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Euro Bölgesi ve AB Üyesi Ülkelerde GSYİH ve Kamu Kesimi Göstergeleri (2007-2010) .....	14
Tablo 2: Mortgage Kredileri (2001-2007, Milyar \$) .....	36
Tablo 3: Mortgage Ödünçleri ve Menkul Kıymetleştirme Oranı (2001-2006) .....	45
Tablo 4: Finansal Dalgalanma Döneminde FED'in Faiz Kararları (2007-2008) .....	53
Tablo 5: En Büyük 25 Finans Kuruluşunun Sahip Oldukları Mortgage Miktarları .....	59
Tablo 6: Yunanistan'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012) .....	75
Tablo 7: Yunanistan'da Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011) .....	79
Tablo 8: Yunanistan'a AB ve IMF Tarafından Sağlanan Yardımlar (2010-2011).....	82
Tablo 9: İşsizliği Azaltmak İçin AB ve Hükümet Tarafından Yapılan Yardımlar (2007-2013).....	83
Tablo 10: İspanya'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012) .....	93
Tablo 11: İspanya'da Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011).....	94
Tablo 12: Portekiz'de GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012) .....	98
Tablo 13: Portekiz'de Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011).....	101
Tablo 14: Avrupa Borç Krizine Düşen Ülkelerde Kurtarma Paketlerinin Maliyeti .....	103
Tablo 15: İtalya'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012) .....	105
Tablo 16: İtalya'da Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011) .....	107
Tablo 17: Borç Kriziyle Mücadelede Para Politikası Tedbirleri .....	108
Tablo 18: İtalya'da İşsizliği Azaltmak İçin AB ve Hükümet Tarafından Verilen Yardımlar (2007-2013).....	110

## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: FED'in Hedeflediği Faiz Oranları (1999-2009) .....	30
Grafik 2: FED'in Hedeflediği Faiz Oranları ve Mortgage Kredileri (2000-2007, Milyar \$) ..31	
Grafik 3: ABD ve AB Ülkelerinde Kredi Hacmindeki Değişim Oranı (2000-2008) .....	34
Grafik 4: Subprime ve Prime Mortgage Kredilerinin Miktarı (1998-2008) .....	35
Grafik 5: Reel GSYİH Büyümesi ve Mortgage Borçları (1971-2006) .....	38
Grafik 6: Hanehalkı Borçları ve Mortgage Kredilerinin Büyüme Oranı (1977-2008).....	39
Grafik 7: Reel Yatırım Ödünçleri ve Yeniden Yapılandırılan Ödünçler (2007-2008, Milyar \$) .....	47
Grafik 8: ABD'de Konut Fiyatları'nın Gelişimi (1990-2008) .....	49
Grafik 9: ABD'de Reel Konut Fiyat Endekslerinin Gelişimi (2000-2008) .....	50
Grafik 10: ABD'de Reel Varlık Fiyatlarının Gelişimi (1998-2008) .....	51
Grafik 11: ABD'de Hakkında İcra Takibi Başlatılan Konut Sayısı (2007-2008) .....	52
Grafik 12: ABD'deki Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine Dönüşmesi .....	65
Grafik 13: ABD, AB ve Gelişmekte Olan Asya-Pasifik Ülkelerinde Reel GSYİH Büyümesi (1995-2009).....	68
Grafik 14: Avrupa Birliği'nde Reel Büyüme Oranları (2005-2012) .....	69
Grafik 15: EURO Bölgesinde Reel GSYİH Büyüme Oranı (1999-2010) .....	70
Grafik 16: Avrupa Birliği'nde İstihdam ve İşsizlik Oranlarındaki Nispi Değişmeler (2003-2012) .....	71
Grafik 17: Yunanistan'da Bütçe Açığı/GSYİH ve Cari Açık/ GSYİH Oranları (1999-2009)74	
Grafik 18: Seçilmiş Avrupa Ülkeleri ve Amerikan Bankalarının Yunanistan'dan Alacakları (2010, Milyar \$) .....	76
Grafik 19: Yunanistan'da Reel GSYİH Büyüme Oranı (2003-2012) .....	77
Grafik 20: Yunanistan'da İstihdam ve İşsizlik Oranları (2007-2010) .....	78
Grafik 21: AB Ülkelerinde Uzun Vadeli Tahvil Faiz Oranları (1996-2010).....	80
Grafik 22: Avrupa Merkez Bankası'nın Faiz Kararları (2008-2009) .....	84
Grafik 23: Şüpheli Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (2001-2012).....	88
Grafik 24: İspanya'da Nominal ve Reel Konut Fiyatları Endeksleri (1994-2010, 1993=100) .....	89
Grafik 25: İspanya ve AB Ülkelerinde Cari İşlemler Hesabı/GSYİH Oranı (1999-2010)....	91
Grafik 26: İspanya'da Bütçe Dengesi/GSYİH Oranı (1995-2010) .....	92
Grafik 27: AB ve İspanya'da İşsizlik Oranları (2001-2010) .....	95
Grafik 28: Euro Bölgesi'nde Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (1995-2011) .....	100
Grafik 29: Euro Bölgesinde Krize Giren Ülkelerde Büyüme Oranları (2006-2012) .....	106

## **KISALTMALAR**

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ABS: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

AIG: Amerikan Uluslararası Grup

BOA: Bank of America

CDO: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri

CIG: Ücret Garanti Fonu

CMO: Teminatlı İpotek Senedi

ECB: Avrupa Merkez Bankası

ERM: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması

EURO: Avrupa Para Birimi

FED: Amerikan Federal Rezerv Bankası

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

MBS: Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymet

OECD: İktisadi İşbirliği ve Çalışma Örgütü

PDCF: Piyasa Yapıcılığı Kredi Kolaylığı

RMBS: Konut Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymet

SIV: Yapısallaştırılmış Yatırım Araçları

S&P: Standard and Poor's

TAF: Vadeli İhale Kolaylığı

TARP: Sorunlu Varlık Kurtarma Program

TSLF: Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı

VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet



# BİRİNCİ BÖLÜM

## 1. FİNANSAL KRİZLERİN TÜRLERİ VE KRİZ TEORİLERİ

Bu bölümde finansal krizlerin tanımı, oluşum süreci, türleri ve kriz teorilerine değinilmiştir. Böylece finansal krizlerin ortak ve farklı özellikleri, nedenleri, gelişimleri ile etkilerinin anlaşılması sağlanmaya çalışılmıştır.

### 1.1. Finansal Krizlerin Tanımı

Etimolojik kökeni eski Yunanca 'krisis' kelimesine dayanan kriz kelimesi, sosyal bilimlerde çoğu kez buhran ve bunalım kavramları ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ancak sosyal bilimlerde kriz kelimesini tam olarak tanımlamak oldukça güçtür. Bunun için krizin temel unsurları ve özelliklerinin bilinmesi gerekir. İktisadi anlamda kriz ise "önceden öngörülmeleyen veya beklenmeyen gelişmelerin makro düzeyde devlet, mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır" (Turgut, 2007: 35).

Geleneksel anlamıyla ekonomik kriz, "iktisadi aktivitenin güçlü bir şekilde yavaşlaması ve bu sürecin uzun süreli olarak devam etmesi halidir". Bir başka tanıma göre de ekonomik kriz, "iktisadi faaliyetlerin mevcut konumunu ve geleceğini etkileyen ve beklenmedik bir anda oluşan olumsuz durumlardır" (Sağsan vd., 2010: 141).

Kriz kelime anlamı olarak, "bir işin, bir olayın geçtiği karışık safha", "içinden çıkılması zor durum" ve "birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişmeler ve tehlikeli an" olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik kriz ise, ekonomideki temel değişkenler arasındaki ilişkilerin ekonominin genel dengesini bozacak şekilde değiştiği durumu ifade etmektedir. Ekonomik krizi; "herhangi bir mal, hizmet, *üretim faktörü ya da finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar*" olarak tanımlamakta mümkündür (Balaban ve Okutan, 2009: 16-17).

Ekonomik krizlerin finansal krizler, reel krizler, konjonktürel krizler ve yapısal krizler olmak üzere belli başlı dört türü vardır. Ekonomik krizler içerisinde, temel çıkış sebepleri ve yol açtığı yıkıcı etkilerin büyüklüğü açısından en önemlisi finansal krizlerdir. Çünkü reel krizler çoğunlukla finansal krizlerin bir devamı olarak ortaya çıkarken, konjonktürel krizler kapitalist ekonomi sisteminin doğal işleyişinin bir sonucudur, yapısal krizler ise az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin zayıf ekonomik yapılarından kaynaklanmaktadır.

Finansal kriz, asimetrik enformasyondan kaynaklanan ahlaki tehlike (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) olgularının giderek yaygınlaşması sonucunda, finansal piyasaların kendisinden beklenen işlevleri yerine getiremeyerek doğrusal olmayan (nonlinear) bir bozulma göstermesi durumudur. Bir ekonomide finansal

sistem, tasarrufların verimli yatırımlara dönüşmesinde anahtar bir rol oynar. Ancak finansal piyasalarda sözleşme tarafları olan alıcılar ve satıcılar arasındaki bilgilenme eksikliklerinin (asimetrik enformasyon) artış gösterdiği dönemlerde, artan belirsizlikler nedeniyle finansal piyasalarda aşırı riskli yatırımların yapılması (ahlaki tehlike) ve gerçekte iyi durumda olmayan sözleşmelerin satın alınması (ters seçim) finansal krizlerin temel nedenidir. Çünkü bir süre sonra verilen kredilerin bankalara geri dönmemesi ile piyasa yatırımcıları tarafından bu durum anlaşılacağı için sözleşme alınması ve satılması zorlaşır. Bu da finansal sistemin kendisinden beklenen asli rolünü oynayamamasına yani reel kesime yönelik kredi akışının yavaşlamasına yol açar ve ekonomi hızla finansal krize düşer. Dolayısıyla finansal krizlerin temel nedeninin, finansal alıcılar ve satıcılar arasındaki asimetrik enformasyondan kaynaklanan ahlaki tehlike ve ters seçim olgusunun piyasalarda giderek yaygınlaşması olduğu söylenebilir (Mishkin, 1999: 710).

Bir başka tanımlamaya göre finansal kriz, “ekonomideki banka ve şirketlerin büyük bir kısmının batmaya başladığı ya da batacağından korkulduğu durum” dur. Finansal krizlerin kökeninde yatan temel unsur, banka bilançolarında gözlenen aktif-pasif dengesizlikleridir. Söz konusu dengesizliklerin en fazla gözlemlendiği durum ise, merkez bankasının ilan ettiği sabit kur sistemine güvenen bankaların, varlıklarını ulusal para olarak yükümlülüklerini ise yabancı para cinsinden tutmaları sonucunda kur riskinin giderek artmasıdır. Döviz kurlarının artış eğilimine girmesi durumunda ise, bankalar mevcut varlıkları ile borçlarını ödeyemeyecek duruma gelirler. Böyle bir kanının piyasalara hâkim olması durumunda bankalardan mevduat çekilişleri başlar. Bankalarında ödemelerini yapabilmek için kredilerini geri çağırması üzerine likidite sıkışıklarının yaşanmaya başlar ve bu da finansal krizleri tetikler (Akalin ve Uçak, 2007: 256-257).

Finansal kriz terimi, genellikle bazı finansal kurumların veya varlıkların değerinde aniden ortaya çıkan büyük çaplı değer kayıpları için de kullanılmaktadır. Küresel kapitalist sistem içerisinde 19.YY'ın sonlarından bugüne kadar, banka panikleri ile bağlantılı olarak gözlenen ve ekonomik durgunluğa yol açan çok sayıda büyük finansal kriz yaşanmıştır. Finansal krizler, genellikle finansal varlık balonlarının patlaması sonucunda varlık piyasalarının çökmesi ile ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda finansal krizler, varlık fiyatlarında çok büyük değişimler meydana getiren piyasa katılımcıları arasındaki pozitif geri beslemeden (feedback) kaynaklanır. Finansal kırılganlık düzeylerini artırarak iş çevrimlerine yol açan finansal krizler, kapitalist sistemin yapısından kaynaklanır ve sistemin tipik özellikleri arasındadır. Buna göre finansal yatırımcılar yatırım kararlarını alırlarken, diğer yatırımcıların satın alma davranışlarını gözlemlerler. Yatırımcılardan bazılarının finansal varlık taleplerinin artması, diğer yatırımcılara da cesaret vermektedir. Buna literatürde “stratejik tamamlayıcılık (strategic complementarity)” denilmektedir. Böylece finansal piyasalarda artan talep baskısıyla varlık fiyatları hızla artar. Ancak yatırımcılar tarafından başlangıçta satın alınan varlıkların iyi durumda olmayan sorunlu (toxic) varlıklar olması durumunda, bir süre sonra panik satışları gelir ve varlık fiyatlarının hızla düşmesi ile birlikte finansal kriz başlar (Adamu, 2009: 3-4).

Finansal krizleri para, döviz ve hisse senedi piyasalarında yaşanan şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankalara geri ödenmeyen batık kredilerin aşırı ölçüde arttığı dönemlerde ortaya çıkan ekonomik göstergelerdeki bozulmalar olarak tanımlamak da mümkündür. Finansal krizlerin en önemli maliyeti, finansal piyasaların özellikle kredi verme işlevini yerine getirmesini güçleştirmesidir. Böylece finansal sistemde yaşanan sorunlar, bankaların likidite arzını azaltmaları sonucunda tüm ekonomiye ve hatta ticari ile finansal bağlantılar yoluyla dış dünyaya da kısa sürede yayılırlar (Ergenç, 2009: 14).

Eğer bir ülkede finansal kurumlar ödemelerini yapmakta güçlük çekiyorlarsa, dağıtılan kredilerin geri dönmesinde sorunlar yaşıyorsa, varlık fiyatları hızla değer kaybediyorsa, reel faiz oranları artmaya başlamışsa, para ve sermaye piyasalarından sermaye kaçışları yaşıyorsa söz konusu ülkede finansal bir krizin yaşandığı söylenebilir. Dolayısıyla finansal krizleri, “tüm bankacılık sisteminin büyük sermaye kaybına uğramasına yol açan finansal baskılar” olarak tanımlamak mümkündür (Cecchetti vd., 2009: 9).

Finansal krizlerin nedenleri, birbirinden oldukça farklı ve kompleks olduğundan bunların anlaşılması son derece zordur. Çünkü aslında her finansal kriz, kendine has bir takım özellikler taşıdığı için özgün bir nitelik teşkil etmektedir. Ancak genellikle finansal krizler, konut veya bankacılık piyasalarındaki sorunlardan kaynaklanmaktadır. Bu nedenle finansal krizlerin nedenlerinin daha iyi anlaşılabilmesi için, söz konusu piyasalardaki gelişmelerin yakından izlenmesi gerekmektedir. Finansal krizlere yol açan en önemli sebepler arasında şunlar sayılabilir: Konut sahiplerinin kredi borçlarını ödeyememeleri, kredi verenlerin ödünç talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadan kredi açmaları, ekonominin büyüme dönemlerinde aşırı konut yapılmasının ortaya çıkardığı spekülasyon faaliyetleri, borçluluk düzeylerinin artması, finansal risklerin gizlenmesi, tutarsız merkez bankası ve regülasyon politikaları (Adamu, 2009: 4).

Finansal krizlere ilişkin tanımlamalara yer verdikten sonra izleyen kısımda finansal krizlerin oluşum sürecinden bahsedilecektir. Bu bağlamda finansal krizlere yol açan faktörler ile krizlerin gelişimi ve yayılması üzerinde durulacaktır.

## 1.2. Finansal Krizlerin Oluşum Süreci

1980’li ve 1990’lı yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan finansal serbestleşme süreciyle birlikte, küresel fonların daha yüksek getiri vadeden ülkelere serbestçe giriş çıkışı kolaylaşmıştır. Böylece uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi daha önceki dönemlerde olmadığı kadar genişlemiştir. Bu da aniden çıkan sıcak paranın finansal açıdan kırılgan olan ülkelere ciddi finansal krizlere yol açmasına yol açmıştır. Finansal kriz yaşayan ülke deneyimlerine dayanarak, kriz öncesinde beş temel gelişmenin yaşandığı söylenebilir: (Turgut, 2007: 36)

- Faiz Oranlarındaki Artışlar
- Ekonomik Belirsizliklerdeki Artışlar



çıkmıştır (Rey and Martin, 2005: 1).

Dolayısıyla finansal serbestleşme eğilimlerinin, ülkelerin dünya finans piyasalarından daha rahat borçlanmasını sağladığı, fakat buna karşılık finansal krizlere yakalanma olasılığını artırdığı söylenebilir. Finansal krizlerin en önemli nedenleri olarak sermaye hesabının liberalleştirilmesi sonucunda ortaya çıkan *ahlaki tehlike* ve *kredi tayinlaması* olgusu, olumsuz beklentiler ve sabit döviz kuru rejimleri ile tartsız biçimde izlenen iktisat politikaları sayılabilir. Söz konusu faktörler ülkelerin finansal korunmasızlığını (financial vulnerability) artırarak, ani sermaye kaçışlarına yol açmakta ve finansal krizleri tetiklemektedir. Finansal krizlerin önlenmesi için iktisat politikalarının şeffaflığı ile hesap verebilirliği artırılmalı ve bankacılık sistemi regüle edilmelidir (Rey and Martin, 2005: 21-22).

Kaminsky ve Reinhart (1999)'a göre ise finansal krizler yurt içi ile yurt dışı faiz oranları arasındaki farklılığın çok değişken olmasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda kısa vadeli faiz oranlarını artıran ülkelere yönelen sıcak para, ekonomik göstergelerdeki bozulmalar karşısında hızla ülkeyi terk etmekte ve böylece finansal kriz başlamaktadır. Goldfajn ve Valdes (1998) ise, döviz kurlarının gelecekte alması beklenen değerlerini veri alarak yapmış oldukları çalışmalarında, piyasa beklentileri ile finansal krizler arasında yakın bir bağ bulunduğunu ileri sürmüşlerdir. Buna göre piyasa beklentilerinin olumsuza döndüğü ve bunun kalıcı bir nitelik taşıdığı durumlarda finansal krizlerin ortaya çıkma ihtimali artmaktadır (Goldstein vd., 2000: 53).

Finansal krizlerin ülke ekonomileri için oldukça maliyetli olduğu kuşku götürmez bir gerçektir. Ayrıca finansal krizler özellikle ticari ve finansal işlemler yoluyla diğer ülkelere bulaşabilmektedir. Bu da finansal krizlerin, sadece krizleri yaşayan ülkeler ile sınırlı kalmasını engelleyerek tüm dünya ekonomisine yayılmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla finansal krizler, bulaşma ve yayılma özelliği nedeniyle oldukça ağır ekonomik maliyetler ortaya çıkarmaktadır. Finansal krizler iktisadi durgunluğa yol açmak suretiyle reel üretimin düşmesine, işsizlik oranlarının yükselmesine, kişi başına düşen milli gelirin azalmasına, iç ve dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır. 1980-1995 yılları arasında 65'den daha fazla gelişmekte olan ülkede ortaya çıkan bankacılık krizleri sonrasında, iflas eden bankaları kurtarmanın kamu kesimine maliyetinin yaklaşık olarak 250 milyar \$ olduğu tahmin edilmektedir. Dünya Bankası'nın verilerine göre, 1997 yılında başlayan Asya Finansal Krizinin ekonomik maliyeti Endonezya'da GSMH'nin %58'ine, Tayland'da %30'na, Güney Kore'de %16'sına ve Malezya'da ise %10'una denk düşmektedir (Goldstein v.d., 2000: 1-2).

Finansal krizlerin oluşum sürecine ilişkin açıklamalardan hareketle, bu krizlere yol açan çok sayıda farklı faktörün olduğu söylenebilir. Bu nedenle finansal krizler, kendi içlerinde bir sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. İzleyen kısımda finansal krizi sınıflandırmaya yönelik olarak oluşturulan kriz türleri ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılmıştır.

### 1.3. Finansal Krizlerin Türleri

Finansal krizler kendi içerisinde döviz krizleri, bankacılık krizleri ve borç krizleri olarak üç gruba ayrılmaktadır. Döviz krizleri, genellikle sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde yaşanan parasal genişlemelerden kaynaklanmaktadır. Böylece ulusal paranın resmi değeri ile serbest piyasa değeri arasında genişleyen fark nedeniyle, merkez bankası döviz rezervleri hızla azalır. Böylece hükümetin ulusal parayı devalüe etmesi ile döviz krizleri başlar. 1980'li yıllarda yaşanan finansal liberalizasyon süreci ile birlikte artan kısa vadeli sermaye hareketleri ise, bankacılık ve borç krizlerini tetiklemiştir. Şöyle ki spekülâtif kısa vadeli fonlar, ulusal ekonomileri kırılgan hale getirmektedir. Bu da bir içsel veya dışsal şok karşısında, sıcak paranın aniden ülkeyi terk etmesine yol açar. Ülkeyi terk eden kısa vadeli sermaye, bankacılık kesiminde mevduat çekilişlerine neden olarak bankacılık krizine yol açar. Diğer taraftan bütçe açığı ve kamu borç stoku yüksek olan ülkelerde, sıcak para miktarındaki azalışlar kısa vadeli borçların çevrilmesini zorlaştırarak borç krizlerine de yol açabilir.

#### 1.3.1. Döviz (Para) Krizleri

Literatürde döviz krizi olarak da adlandırılan para krizleri (currency crisis), sabit döviz kuru sistemi uygulayan ülkelerde görülmektedir. Döviz krizleri, kurlardaki ani hareketler ve sermaye hareketlerindeki keskin düşüşler sonucunda, merkez bankalarının döviz rezervlerinin erimesi ile birlikte ortaya çıkmaktadır. Döviz krizlerinin başlaması için ulusal paraya yönelik ciddi bir spekülâtif saldırının olması veya piyasalarda devalüasyon yapılacağına ilişkin beklentilerin güçlenmesi yeterli olmaktadır. Böyle bir durumda merkez bankaları kurları korumak için döviz satmak ve faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmaktadır. Ancak merkez bankalarının yeterli döviz rezervleri yoksa, sıcak para devalüasyon korkusuyla hızla ülkeyi terk eder. Böylece mevcut kuru sürdürmeyeceğini anlayan merkez bankasının kurları dalgalanmaya bırakması ile de döviz krizi başlar. Döviz krizleri en fazla sabit kurla birlikte bir dezenflasyon programı uygulayan ve bu sebeple ulusal parası aşırı değerlenip yüksek cari açıklarla karşılaşan ülkelerde görülmektedir. Cari açıkların genişlediğini gören yabancı sermaye yatırımları, devalüasyon olacağı beklentisi ile ülkeyi hızla terk eder ve artan döviz talebi baskısı sonucunda döviz krizi başlar (Turgut, 2007: 36-37).

Döviz krizi, merkez bankalarının döviz rezervlerinde ortaya çıkan sürekli azalma veya ulusal paranın değerinde meydana gelen geniş çaplı düşüşler olarak tanımlanabilir. Döviz krizlerinin bu şekilde tanımlanması, sadece sabit kur rejimlerinde ortaya çıkan spekülâtif hareketlerle meydana gelen bir olgu olmadığını, aynı zamanda sürünen pariteler gibi ara rejimlerde yapılacak olan devalüasyonların neticesinde de görülebileceğine işaret etmektedir. Sabit kur rejimlerinde ortaya çıkan döviz krizlerine örnek olarak Tayland'da 2 Temmuz 1997'de Baht'a yönelik spekülâtif hareketler sonucunda ortaya çıkan döviz krizi ve ara rejimlerde ortaya çıkan döviz krizlerine de geniş bir kur bandı altında sürünen pariteler sistemini uygulayan Endonezya'da 14 Ağustos 1997'de çok büyük oranlı bir devalüasyon yapılması ile neticelenen döviz krizi örnek olarak verilebilir (Goldstein vd., 2000: 19).

Sabit döviz kuru sistemi uygulayan ülkelerin döviz kriziyle karşı karşıya kalmalarının en büyük nedeni, parasal bir genişlemeye gidilmesidir. Bu da iktisadi birimlerin sabit kurun sürdürülemeyeceğine olan inanışlarının artmasına neden olur. Çünkü sabit kur sisteminde para politikası bağımsızlığını yitirmektedir ve yurt içi ile yurt dışı faiz oranları birbirine eşit olmak durumundadır. Tam sermaye hareketliliği altında sabit kur sistemini uygulayan bir ekonomide, parasal genişlemeye gidilmesi yurt içi faiz oranlarını düşüreceğinden sermaye kaçıışı başlar. Böylece döviz talebi yükselir ve ulusal para serbest piyasada değer kaybetmeye başlar. Merkez bankası, sermaye kaçışını durdurmak için para piyasasında faizleri yükseltir ve döviz piyasasında döviz satmaya başlar. Merkez bankalarının artan döviz talebini karşılamak için piyasada döviz satması sonucunda rezervleri giderek düşer. Buna karşılık iktisadi birimlerin devalüasyon olacağı korkusuyla spekülasyon olarak artan döviz talebini durdurmak, eğer merkez bankası güçlü döviz rezervlerine sahip değilse mümkün olmaz. Dolayısıyla eninde sonunda bir devalüasyonun yapılması kaçınılmaz olur. Merkez bankaları sabit kur politikasını döviz rezervleri belirli bir minimum seviyeye düşünceye kadar devam ettirir. Fakat döviz rezervlerinin söz konusu kritik noktaya ulaşması üzerine kurların dalgalanmaya bırakılması ile birlikte döviz krizi de başlamış olur (Emirkadı, 2005: 39-43).

Dolayısıyla döviz krizlerinin genellikle ulusal paraya yönelik spekülasyon saldırılar sonucunda, merkez bankalarının ulusal parayı savunmak durumunda kalmaları sonucunda ortaya çıktığı söylenebilir. Böyle bir durumda ulusal paranın değerinde ortaya çıkan düşüşleri engellemek isteyen merkez bankaları, döviz rezervlerinin erimesi pahasına piyasalara döviz satar ve yabancı sermaye çıkışlarını durdurmak için de faiz oranlarını yükseltir. Ancak merkez bankalarının yapmış olduğu bu müdahaleler, finansal piyasalarda ortaya çıkan panik havasını dağıtamazsa bir devalüasyonun yapılması kaçınılmaz olur. Dolayısıyla döviz krizleri, temel olarak ulusal paranın önemli oranda devalüasyonu olarak tanımlanabilir (Öztürk ve Gövdere, 2010: 379-380).

Ancak ulusal paraya yönelik tüm spekülasyon saldırılarının bir döviz kriziyle sonuçlanacağını söylemek mümkün değildir. Eğer bir ülkenin varlık talebinde çok keskin düşüşler yaşanmaktaysa, ulusal otoriteler bir devalüasyondan sakınmak için sıkı para politikası izlese bile, yine de bir finansal krizin ortaya çıkma olasılığı yüksektir. Bu sonuç, özellikle "para kurulu" sistemini benimseyen ülkeler için söz konusu olabilir. Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1995) ile Frankel ve Rose (1996), ulusal para talebinde ortaya çıkan düşmeleri hesaplamak için "döviz piyasası baskı endeksi" adı verilen bir endeks geliştirmişlerdir. Söz konusu endeks, ulusal döviz rezervlerindeki yüzdelik azalma ile ulusal paranın dış değerindeki yüzdelik azalmanın toplamından oluşmaktadır. Eğer bu toplamda ortaya çıkan aylık değişimler %25'den büyük ise, döviz kriz yaşanma olasılığı artmaktadır (Frankel and Wei, 2004: 11-12).

Döviz piyasalarında ortaya çıkan bozulmalar için, döviz kuru ve döviz rezervleri değişimlerinin ağırlıklı ortalamasından oluşan bir indeks kullanılmaktadır. Yükselen piyasa ülkelerinde faiz oranları merkez bankaları tarafından sıkı bir kontrole tabi olduğu için, döviz piyasaları indeksinin kapsamı dışında tutulur. Buna göre döviz

krizlerinin önceden tespit edilmesinde önemli bir tahmin aracı olarak işlev gören söz konusu indeks şu şekilde oluşturulmuştur: (Goldstein vd., 2000: 19)

$$I = \frac{\Delta E}{E} - \frac{\sigma E}{\sigma R} \times \frac{\Delta R}{R}$$

Bu denklemde I döviz piyasası indeksini,  $\sigma E/E$  ortalama döviz kuru değişmelerini,  $\Delta R/R$  ortalama döviz rezervi değişmelerini,  $\sigma E$  döviz kuru değişim oranının standart sapmasını,  $\sigma R$  ise döviz rezervi değişim oranının standart sapmasını temsil etmektedir. Buna göre döviz kurlarındaki değişim oranı, döviz rezervlerindeki değişim oranından ne kadar yüksekse, para krizlerinin ortaya çıkma olasılığı da o kadar fazladır.

### 1.3.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri çoğunlukla geri dönmeyen krediler ve varlık piyasasındaki istikrarsızlıklar sonucunda banka bilançolarının kötüleşmesinden kaynaklanır. Bu da banka varlıklarının azalmasına yol açtığından, mevduat sahiplerinin bankalara olan güveni hızla azalır ve ani mevduat çekilişleri baş gösterir. Böylece finansal piyasalarda oluşan panik havası ile baş gösteren bankalara hücum olgusu bir bankacılık krize yol açar. Burada açıklanması gereken en önemli nokta, bankacılık krizlerinin finansal sistemdeki birkaç bankanın yaşadığı sorunlardan mı yoksa tüm bankacılık kesimini ilgilendiren sistematik bir problemden mi kaynaklandığıdır. Yaşanan bankacılık krizlerine baktığımızda finansal problemler yaşayan bankaların büyük ölçekli ve müşteri potansiyellerinin geniş olması durumunda, tüm bankacılık sistemini etkileyen bir krizin yaşanabileceği söylenebilir. Diğer taraftan para krizleri de bankacılık krizlerine yol açabilmektedir. Bu da iki yolla gerçekleşmektedir. Birincisi para krizleri nedeniyle merkez bankası döviz rezervlerinde yaşanan azalmalar, kredi hacminde de düşümlere yol açar ve geri dönmeyen krediler artar. Böylece bir bankacılık krizi tetiklenmiş olur. İkincisi ise para krizi sonrasında ulusal paranın aşırı değer kaybetmesi neticesinde, bankaların kur ve faiz riski artar. Bu da bankaların kur riskine karşı korunmamış döviz cinsinden borçlarının geri ödenme problemlerini ortaya çıkararak, bankacılık sisteminin zayıflamasına neden olarak krize yol açar (Turgut, 2007: 37).

Bankacılık krizleri, finansal sistemin kendisinden beklenen işlevleri mevduata hücum, kredi sıkışması ve reel varlıklarının fiyatlarının düşmesi gibi nedenlerle yerine getiremediği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda mevcut rezervleri ile yükümlülüklerini yerine getiremeyen finansal kurumlar kapanmakta, birleşmekte veya bunlara devletçe el konulmaktadır. Para krizleri ile bankacılık krizlerinin aynı anda yaşanması durumu ise, literatürde "ikiz kriz (twin crisis)" olarak tanımlanmaktadır. Ülke örneklerine bakıldığında genellikle para krizlerinin önce olduğu ve en geç iki yıl içinde bunu bir bankacılık krizinin izlediği gözlenmektedir (Türel, 2011: 29-30).

Bankacılık krizlerinde, döviz krizlerinden farklı olarak zaman serileri yerine olgular üzerinde durulmaktadır. Çünkü bankacılık krizlerinin tahmininde, döviz krizleri için kullanılan döviz kuru ve döviz rezervi serileri gibi karşılaştırmalı değişken serileri mevcut değildir. Bankacılık krizlerinin tahmininde kullanılan en önemli gösterge, banka mevduat hesaplarından çekilen mevduatların toplam tutarıdır. Bankacılık krizlerinin tarihi saptanırken, bankalardan yoğun mevduat çekilişlerinin yaşandığı dönemler temel alınır. Çünkü bu dönemlerde, büyük panikler yaşanmaktadır. Ancak Japonya'da ortaya çıkan bankacılık krizinin, mevduat çekişlerinden değil de banka bilançolarının varlıklar tarafından ki bozulmalardan kaynaklanması, bankacılık krizlerinin tahmin edilmesinde döviz krizleri kadar kesin bir ölçütün olmadığını kanıtlamaktadır. Bu sebeple banka mevduatlarının miktarının, varlık piyasasındaki gelişmelere bağlı olduğu söylenebilir. Buna göre, varlık piyasasındaki bozulmalar ile bankacılık krizleri arasında yakın bir ilişki vardır. Varlık piyasalarına yönelik yatırımcı güveninin kaybolduğu dönemlerde, beklentilerin olumsuz dönmeye bankalardan mevduat kaçışlarının yaşanmasına yol açarak banka paniklerini tetikleyecektir. Yine bankacılık kesimi, reel sektörde ortaya çıkan bozulmalara da oldukça açıktır. Şirket iflaslarında yaşanan artışların yol açtığı geri dönmeyen krediler olgusu, reel sektörde başlayan bir krizin kısa sürede bankacılık sektörüne yansımaya yol açacaktır. Bunun neticesinde kredileri geri dönmeyen bankalar, mudilerine gerekli olan ödemeleri yapamayacaklar ve bu da banka iflasları, banka birleşmeleri veya devlet tarafından yapılan banka kurtarma operasyonları ile neticelenecektir. Bankacılık krizleri ile ilgili olarak yapılan çalışmalar, bankacılık sektöründe kırılmanın en yoğun olduğu dönemlerin mali baskınlığın en fazla olduğu dönemler olduğunu ortaya koymuştur (Goldstein vd., 2000: 20)

Her ne kadar bankacılık krizlerinin tamamen mevduat çekişleri ile açıklanamasa da, genellikle her bankacılık krizinde yoğun bir mevduat çekilişi yaşanmaktadır. Buna göre yoğun mevduat çekilişlerinin başladığı dönemin bankacılık krizi olarak kabul edilmesi, bir açıdan "çok geç" diğer açıdan ise "çok erken" bir değerlendirmedir. Zira finansal problemler, bankalar iflas etmeden ya da devlet bankalara el koymadan önce başlar. Bu anlamda mevduat çekilişlerinin yaşanmasının, bankacılık krizlerinin başlangıç tarihi olarak alınması geç kalınmış bir değerlendirme olur. Ancak diğer taraftan da yoğun mevduat çekilişlerinden sonra, daha büyük ekonomik problemler yaşanır. Diğer bir ifadeyle mevduat çekilişleri, bankacılık krizlerinin olumsuz yönlerinden yalnızca bir kısmını ifade eder. Bu nedenle mevduat çekilişlerinin yaşanmaya başladığı dönemin bankacılık krizleri açısından temel başlangıç dönemi olarak kabul edilmesi, erken bir değerlendirme olarak sayılabilir. Dolayısıyla bankacılık krizleri ile ilgili olarak kesin bir tarih vermek yerine, bankacılık krizlerinin hangi durumlarda ortaya çıktığının açıklanması daha uygundur. Bu bağlamda bankalardan yoğun mevduat çekilişlerinin yaşandığı, banka iflaslarının gözlemlendiği ve hükümetlerin bankacılık sistemini kurtarmak için finansal piyasalara yoğun biçimde müdahale ettiği dönemlerde bankacılık krizlerinin yaşanmakta olduğu söylenebilir (Goldstein vd., 2000: 20-21).

Bu noktadan hareketle bankacılık krizlerinin anlaşılmasında iki temel olgunun öne çıktığı söylenebilir. Bunlardan birincisi bankaların kapanması, birleşmesi veya devletçe satın alınmasıdır. İkincisi ise tüm finansal kurumların yürüttükleri faaliyetlerde benzer sonuçlarla karşılaşmalarıdır. Buna göre bankalardan mevduat çekilişlerinin yaşanması, banka varlıklarının niteliğindeki bozulmalar veya varlık değerlerindeki düşüşler, faaliyet zararlarının artması veya likidite sıkışıklarına düşülmesi gibi ortak sonuçlar, bankacılık krizlerinin yaşanmakta olduğunun çok ciddi işaretleridir (Reinhart and Rogoff, 2010: 8).

Bankacılık krizleri, geri dönmeyen kredilerin varlığı ve bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar nedeniyle bankaların yükümlülüklerini yerine getirememeleri veya böyle bir beklentinin finansal piyasalara egemen olması sonucunda ortaya çıkar. Bankaların mevduat sahiplerine olan ödemelerini yapamayacaklarına ilişkin olumsuz bekleşimler mevduat çekilişlerini artırır. Bu da banka iflaslarını yaygınlaştırır ve hükümetleri banka kurtarma operasyonları yapmak durumunda bırakır. Bankacılık krizlerine düşen ülkeler üzerine yapılan çalışmalardan çıkan en önemli sonuç, dene-timsiz ve koordinasyonsuz biçimde yapılan finansal liberalizasyon olgusunun bankacılık sisteminin kırılganlığını artırarak bankacılık krizlerine yol açmasıdır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 380).

Özellikle dünyada 1990'lı yıllarda yaşanan krizlere bakıldığında, para krizleri ile bankacılık krizlerinin birlikte ortaya çıktıkları görülmüştür. İkiz krizler olarak adlandırılan bu süreçte, bankacılık krizi para krizini veya tersine para krizi bankacılık krizini tetikleyebilmektedir. Örneğin 1997 Asya Krizi sırasında para krizi olarak başlayan finansal krizin, bir süre sonra bankacılık krizine dönüştüğü görülmektedir. Ancak 1992-1993 yılları arasında yaşanan ERM krizi sırasında ise para krizi olarak başlayan finansal krizin, bankacılık krizine dönüşmeden sona erdiği de gözlenmiştir. Dolayısıyla ikiz krizlerin çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerde gözlendiği söylenebilir. 1981-1982 yıllarında Arjantin ve Şili'de yaşanan bankacılık krizleri bir borç krizine dönüşmüştür. 1982 yılında Meksika, Peru ve Uruguay'da ise borç krizi olarak başlayan sıkıntılar bankacılık krizi ile neticelenmiştir (Öztürk ve Gövdere, 2010: 380).

İkinci Dünya Savaşı'ndan günümüze kadar 18 önemli bankacılık krizi yaşanmıştır: Bunlardan en büyük beşi ise İspanya (1977), Norveç (1987), Finlandiya (1991), İsveç (1991) ve Japonya (1992)'de yaşanan bankacılık krizleridir. Diğer bankacılık krizleri ise Avustralya (1989), Kanada (1983), Danimarka (1987), Fransa (1994), Almanya (1977), Yunanistan (1991), İzlanda (1985), İtalya (1990), Yeni Zelanda (1987), İngiltere (1974, 1991, 1995) ve ABD (1984)'de yaşanan krizlerdir. Söz konusu en büyük beş kriz ise uzun süre devam eden, etkisi geniş ölçekli ve ekonomik performans üzerinde kalıcı negatif etkiler bırakan krizlerdir. Örneğin Japonya'nın 1992'de yakalandığı bankacılık krizi, Japon ekonomisinin uzun süreli bir likidite tuzağına düşmesine ve makro ekonomik performans olarak 1990'lı yılları kaybetmesine yol açmıştır. Büyük beş bankacılık kriz ile karşılaştırıldığında diğer krizlerin ise göre daha az zararlar atlatıldığı söylenebilir. Örneğin 1984 yılında ABD'de yaşanan bankacılık krizinin, toplam ekonomik maliyeti GSYİH'nin %3'ü ile sınırlı kalmıştır. Üstelik

krizde hiçbir Amerikan bankası batmamış yalnızca mevduat ve kredi miktarlarında bir düşüş gözlenmiştir. Dolayısıyla ABD'nin 1984'de yaşadığı krizin aslında bir tasarruf ve ödünç fon krizi olduğu da söylenebilir. Yine İngiltere'nin 1995'de yaşadığı bankacılık krizinde sadece tek banka (Barings yatırım bankası) ve Fransa (1994)'da da 'Credit Lyonnaise' yükümlülüklerini yerine getirememiştir. Dolayısıyla yukarıda sayılan beş büyük bankacılık krizi dışında kalan krizlerin ülkelerin finansal sistemi üzerindeki etkisi ve ekonomik maliyetleri oldukça düşük düzeylerde kalmıştır (Reinhart and Rogoff, 2008: 340).

### 1.3.3. Borç Krizleri

Borç krizleri, borçlu ülkelerin borcun ana parasını veya faizini ödeyememesi durumunda ortaya çıkan ekonomik göstergelerdeki bozulmalar olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle borç krizleri, ülkelerin toplam borç stoklarını çevirememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Ülkelerin toplam borç stokları ise, kamu kesimi borçları ve özel sektör borçları olarak ikiye ayrılmaktadır. Kamu kesiminin borçları, özel sektör borçlarından iki açıdan farklılık göstermektedir. Birincisi devletin borçlanırken teminat kullanmaması veya çok az bir teminat göstermesidir. İkincisi ise devletin borcunu ödeyememesi durumunda, onu borcunu ödemeye zorlayacak mahkemeler gibi herhangi bir cezai yaptırım kuruluşunun olmamasıdır. Ancak borçlarını ödemeyen devletlerin itibarı zarar görmekte ve iç ve dış borçlanması zorlaşmaktadır. Bu nedenle borçlarını çevirmekte zorlanan ülkeler, alacaklı devletler veya uluslararası örgütlerle borçlarını yeniden yapılandırmak için müzakere yolunu tercih etmektedirler (Akçay, 2012: 25).

Borç krizleri, ülkelerin karşı karşıya kaldıkları ödeme güçlükleri nedeniyle, kamu veya özel sektöre ait borçlarının anaparasını ve faizlerini ödeyemeyeceğini ilan etmesi ile başlar (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 56).

Bu durumda hükümetlerin konsolidasyon veya moratoryuma gitmekten başka seçeneği kalmaz. Borç krizlerine düşen ülkeler, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan kredi desteği alarak ve alacaklı ülkeler ile borç yapılandırma anlaşmaları yaparak borç krizlerinden çıkmaya çalışırlar.

Borç krizleri, borçlu tarafın alacaklılara yasal olarak ödemek zorunda olduğu miktarın tamamını veya bir kısmını ödeyememesi, borcu reddetmesi yada borçların yeniden yapılandırılmasını talep etmesi durumunda ortaya çıkar. Borç krizleri kendi arasında iç borç ve dış borç krizleri olarak ikiye ayrılır. İç borç krizleri, genel ekonomik koşulların kötüleşmesinden kaynaklanan nedenlerle, hükümetlerin önceki dönemlerde yapmış olduğu borçları ödemekte zorlanması durumunda ortaya çıkar. Böyle durumlarda hükümetlerin yapmış olduğu en büyük hatalardan birisi, bankalarda döviz mevduatları olanları ulusal paraya geçmeye zorlamak ve mevduat hesaplarını dondurmaktır. Bu önlemler ile hükümet kısa vadede borçlarını ödeyecek döviz elde etmeyi piyasalardan sağlasa bile, ülkeden sermaye kaçışları yaşanacağı için ekonomik istikrar daha da bozulacaktır. Hatta söz konusu tedbirler, bankalardan mevduat çıkışlarını başlatarak bankacılık krizlerini de tetikleyebilir. Dış borç

krizleri ise, ülkenin yurt dışı borçlarını zamanında ödeyememesi veya borç ödemelerini ertelemesi nedeniyle meydana gelmektedir. Bu durumda borçlu ülke genellikle uluslararası finansal kuruluşlara veya bir konsorsiyuma başvurarak, borçlarının yeniden yapılandırılmasını talep etmektedir. Gerek iç borç krizleri gerekse de dış borç krizleri, ülkelere rating kuruluşları tarafından verilen notların düşmesine yol açarak, ülkenin genel imajını zedelemekte ve yeni borç bulmayı zorlaştırmaktadır (Reinhart and Rogoff, 2010: 6-7).

Borç krizlerinin ortaya çıkmasında yatırımcıların beklentileri de oldukça önemlidir. Hükümetlerin bütçe açıklarını ve mevcut borç ödemelerini yerine getireceğine ilişkin kuşkuların artması durumunda, tahvil faiz oranları yükselir ve borçların çevrilmesi zorlaşır. Bu da ekonomide borç krizlerinin yaşanma olasılığını güçlendirir. Bu nedenle hükümetin finansal piyasa yatırımcıları ile güçlü ve doğru bir iletişim kurması zorunludur. Finansal yatırımcılar genellikle kamu borçlanma kağıtlarına taleplerini belirlerken, makro ekonomik göstergelere ve diğer yatırımcıların kararlarına bakarlar. Eğer büyük yatırımcılar ellerindeki kamu kağıtlarını satmaya başlarsa, diğer yatırımcılarda panik satışları yaparak bono ve tahvilleri ellerinden çıkarmaya çalışırlar. Bu da hükümetin tahvil talebini artırmak için daha yüksek faiz ödemesi anlamına gelir ki, borçların çevrilmesinin maliyeti giderek yükselir. Beklentilerin olumluya döndürülememesi durumunda ise, yeni borç bulmak güçleşeceğinden ve mevcut borçların ödenmesi zorlaşacağından ekonomi borç krizine düşecektir. Dolayısıyla borç krizleri aslında kendi kendini besleyen (self-fulfilling) bir süreçtir ve yatırımcıların önceki dönemlerde alınan borçların ödenemeyeceğine dair beklentilerinden kaynaklanır (Shirakawa, 2012: 170-176).

Borç krizleri, ulusal hükümetlerin toplam varlıkları ile borçlarını ödeyememesi veya bu yönde bir beklentinin olması durumunda gözlenmektedir. Bu bağlamda borç krizlerinin temel nedeni, hükümetlerin mevcut gelirleri ile borçlarını çevirememesidir. Borç krizlerinin göstergeleri olarak genellikle Avrupa Birliği'nin parasal birliğe giriş konusunda 1992 yılında kabul ettiği Maastricht Anlaşması'nda yer alan kriterler kullanılmaktadır. Söz konusu kriterleri sağlayamayan ülkelerde borç krizlerinin yaşanma olasılığı artmaktadır. Bu kriterler şu başlıklar altında toplanmaktadır: (Todorovic and Bogdanovic, 2011: 165-166).

- i-) Parasal birliğe girmek isteyen ülkelerde yıllık enflasyon oranları, birlik üyesi ülkeler içinde en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin ortalamasından en fazla %1.5 yüksek olabilir.
- ii-) Parasal birliğe girmek isteyen ülkelerde uzun vadeli faiz oranları, birlik üyesi ülkeler içinde en düşük faiz oranına sahip üç ülkenin ortalamasından en fazla %2 yüksek olabilir.
- iii-) Bütçe açığı/GSYİH rasyosu en fazla %3 olmalıdır.
- iv-) Kamu borç stoku/GSYİH rasyosu en fazla %60 olmalıdır.

Borç krizlerine örnek olarak ise, 1994 yılında Meksika’da yaşanan ağır finansal kriz verilebilir. Amerikan hazine bonolarının faizlerinde yaşanan artışlar ve 1994 yılının seçim yılı olması nedeniyle seçim ekonomisi çerçevesinde uygulanan gevşek mali politikalar, kriz öncesinde Meksika’ya yönelik yabancı ilgisinin azalmaya başlamasına yol açmıştır. Meksika’da söz konusu dönemde uygulanmakta olan döviz kuru hedeflemesi ise, politika yapıcılarının müdahale alanını daraltmaktaydı. 1994 yılı boyunca Meksika Merkez Bankası, döviz piyasasında döviz rezervlerinin önemli bir kısmını kaybetti. 1994 yılının ilk ayında yaklaşık 25 Milyar \$’lık rezerve sahip olan Meksika Merkez Bankası’nın rezervleri, 18 Milyar \$ azalarak yılın sonunda 7 milyar \$’a indi. Bunun üzerine Meksika hükümeti sermaye kaçışına engel olmak amacıyla yabancı portföy yatırımcılarına “Cetes” adı verilen Peso cinsinde hazine tahvilleri yerine, “Tesobonos” olarak isimlendirilen Dolar cinsinden kısa vadeli bonolar teklif etmek zorunda kalmıştır (Frankel and Wei, 2004: 34).

1994 yılında yaşanan Meksika borç krizi, ani sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde hükümetlerin ulusal döviz rezervlerini kullandığını ve sermaye girişlerinin kompozisyonunu daha kısa vadeli bir hale getirdiğini kanıtlamıştır. Ülkelerin finansal panik dönemlerinde uygulamış oldukları bu strateji sayesinde kısa süreli borçlanma imkanları devam etmesine karşılık, borçların vadesi giderek kısalır, banka ve şirket bilançoları kötüleşir ve ulusal ekonominin kırılganlığı daha da artar. Borç krizlerine giden süreçte en büyük etken ise, banka ve şirket bilançolarındaki bozulmalardır. Borç krizine düşen bir ülkede en çok başvurulacak önlemler faiz oranlarını yükseltmek ve devalüasyona gitmektir. Ancak söz konusu önlemler finansal kurumların ve şirketlerin borç yükünü daha da artırır ve borçlarını çeviremeyenler iflas eder. Dolayısıyla ani sermaye çıkışları karşısında ülkelerin kısa süreli borçlanabilmesini sağlamak amacıyla alınan faiz oranlarını yükseltmek ve devalüasyon yapmak gibi tedbirlerin ulusal ekonomide yol açtığı kayıplar nedeniyle ulusal ekonomi için “acı bir reçete” olduğunu söyleyebiliriz (Frankel and Wei, 2004: 34).

Meksika Krizi’nde olduğu gibi 2008/2009 yıllarında başlayan Avrupa Borç Krizi öncesinde de AB ülkelerinde kamu kesimi dengesi önemli ölçüde bozulmuştu. Buna göre AB ülkelerinde bütçe açıklarının ve kamu kesimi borçlanma gereğinin artması sonucunda ciddi bir borç krizi yaşanmaya başlamıştır. Tablo 1’de Euro Bölgesi ülkeleri ile AB ülkelerinde kamu kesimine ait bazı önemli göstergelere yer verilmiştir.

**Tablo 1: Euro Bölgesi ve AB Üyesi Ülkelerde GSYİH ve Kamu Kesimi Göstergeleri (2007-2010)**

<b>Euro Bölgesi (17)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
GSYİH Cari Fiyatlar (Milyon €)	9.035.939	9.264.270	8.970.953	9.204.316
Bütçe Dengesi (Milyon €)	-60.082	-188.988	-566.680	-550.481
GSYİH (%)	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0
Kamu Harcamaları/GSYİH (%)	45.9	46.9	50.8	50.4
Kamu Gelirleri/GSYİH (%)	45.2	44.8	44.5	44.4
Kamu Borcu (Milyon €)	5.984.848	6.472.881	7.116.276	7.837.207
Kamu Borcu/GSYİH (%)	66.2	69.9	79.3	85.1
<b>AB (27)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
GSYİH Cari Fiyatlar (Milyon €)	12.398.526	12.494.352	11.788.046	12.280.644
Bütçe Dengesi (Milyon €)	-108.011	-296.010	-803.807	-784.107
GSYİH (%)	-0.9	-2.4	-6.8	-6.4
Kamu Harcamaları/GSYİH (%)	45.6	46.9	50.8	50.3
Kamu Gelirleri/GSYİH (%)	44.8	44.6	44.0	44.0
Kamu Borcu (Milyon €)	7.310.759	7.782.775	8.768.748	9.828.232
Kamu Borcu/GSYİH (%)	59.0	62.3	74.4	80.0

**Kaynak:** Hakkı Odabaş ve Ercan Bahtiyar, “Euro Bölgesi ve Mali İstikrarsızlık: Yeni Avrupa **İstikrar** Mekanizması Başarılı Olacak mı?”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt. 3, No. 2, 2011, s.104.

Tablo 1’e göre 2007 yılında 60.082 Milyon € olan Euro Bölgesi üyelerinin bütçe açıkları, 2010 yılında 550.481 Milyon €’ya ulaşmıştır. Böylece Euro Bölgesi ülkelerinin bütçe açıklarının GSYİH’a oranı giderek artmıştır. Söz konusu oran sırasıyla 2007’de 0.7, 2008’de 2.0, 2009’da 6.3 ve 2010’da 6,0 olarak gerçekleşmiştir. AB üyelerinin toplam bütçe açıkları ise 2007 yılında 108.011 Milyon € iken, 2010 yılında 784.107 Milyon €’ya yükselmiştir. Buna göre AB üyesi ülkelerde bütçe açıkları/GSYİH rasyosu 2007’de 0.9 iken, 2008’de 2.4, 2009’da 6.8 ve 2010’da 6.4’e çıkmıştır. Ayrıca 2007 yılında 5.984.848 Milyon € olan ve GSYİH’ın %66,2’sine denk gelen Euro Bölgesi ülkelerinin toplam kamu borç stokları, 2010 yılında 7.837.207 Milyon €’ya yükselmiştir. Bu da 2007 yılında %59 olan kamu borç stoku/GSYİH rasyosunun 2010 yılında %80’e çıkmasına yol açmıştır. Dolayısıyla tablodaki rakamlara göre 2010 yılı itibarıyla AB ülkelerinin ve Euro Bölgesi ülkelerinin bir çoğu Maastricht Anlaşmasında geçen bütçe açıkları ve kamu borç stoku kriterlerini sağlayamamıştır. Bu da AB ülkelerinde yaşanan finansal krizin çok ciddi bir borç krizi olduğunu ortaya koymaktadır.

Kendi içinde döviz (para) krizleri, bankacılık krizleri ve borç krizleri olarak üçer ayrılan finansal krizleri açıklamak üzere literatürde üç temel teori geliştirilmiştir. Bunlar birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil kriz teorileridir. İzleyen kısımda söz konusu teoriler üzerinde ayrıntılı olarak durulmuştur.

## 1.4. Kriz Teorileri

1980'li ve 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizleri açıklamak için geliştirilen kriz teorileri, kendi içerisinde birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil kriz modelleri olarak üç gruba ayrılmaktadır. Birinci nesil kriz modelleri, 1980'li yıllarda yaşanan borç krizlerini oldukça iyi açıklamıştır. Fakat birinci nesil kriz modellerinin 1992 yılında yaşanan ERM Krizini açıklamakta yetersiz kalması üzerine, ikinci nesil kriz modelleri geliştirilmiştir. Buna karşılık ikincil nesil kriz modelleri de, 1997 yılında başlayan Asya Krizini açıklamak konusunda başarısız olmuştur. Bu da bulaşma ve yayılma etkilerini içeren üçüncü nesil kriz modellerinin ortaya atılmasına yol açmıştır.

### 1.4.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri: Genişlemeci Parasal ve Mali Politikalar

Birinci nesil kriz modelleri Krugman (1979) tarafından ortaya atılmış ve daha sonra Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilmiştir. Birinci nesil kriz modellerine göre, finansal krizler sabit döviz kuru rejimleri ve ulusal ekonomik koşullar ile tutarsız makro ekonomik politikaların uygulanması ile ortaya çıkan spekülasyon saldırılarının bir sonucudur. Buna göre birincil nesil kriz modelleri, finansal krizleri cari işlemler hesabındaki açıklara dayandırmaktadır. Diğer biri ifadeyle sabit döviz kuru rejimi uygulayan bir ülkede, cari işlemler açıkları artmaya devam ediyorsa ve piyasalarda artan döviz talebinin merkez bankasının mevcut döviz rezervleri ile karşılanamayacağına ilişkin bir beklenti oluşmuşsa ulusal paraya yönelik spekülasyon saldırıları başlar. Bu da sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesini imkansız hale getirerek ekonomiyi finansal bir krize sürükler. Dolayısıyla birincil nesil kriz modellerine göre, merkez bankasının sahip olduğu döviz miktarının devletin kısa dönem döviz borçlarının altında olması durumunda finansal krizin yaşanma olasılığı oldukça artmaktadır (Yoshitomi and Shirai, 2000: 10-11).

Birinci nesil kriz modellerine göre, finansal krizlerin temel nedeni sabit kurla tutarsız bir şekilde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarıdır. Buna göre devlet bütçesinin sürekli olarak açık verdiği ve bu açıkların para basılarak finanse edildiği ülkelerde, finansal krizlerin yaşanma olasılığı oldukça yüksektir (Krugman, 2001: 3-4).

Döviz krizlerini açıklamak için geliştirilen ilk kriz modelleri, sabit döviz kurunu korumak isteyen hükümetlerin zamanında mali reformları yapamamaları üzerine genişleyen bütçe açıkları eninde sonunda para arzının artırılmasını beraberinde getirmekte ve buna bağlı olarak çöken sabit kur sistemi üzerine de finansal kriz başlamaktadır. Dolayısıyla birincil nesil kriz modellerine göre döviz krizlerinin nedeni, sürdürülemez ölçüde genişlemeci maliye politikaları izlenmesidir (Türel, 2011: 31-32).

Birinci nesil kriz modellerine göre para ve maliye politikalarının genişletici biçimde uygulanması, yurt içinde kredi hacmini ve para talebini yükseltecektir. Paranın elde tutulması ise, sabit kur sistemi altında ulusal paraya yönelik spekülasyon atak-

ların ortaya çıkmasına neden olacaktır. Bu da merkez bankalarını piyasada döviz satmak zorunda bırakacağından ülkenin resmi rezervleri hızla eriyecektir. Böylece sabit döviz kurlarının sürdürülemezliğine yönelik endişeler daha da güçlenecek ve spekülâtorlerin döviz talebi artacaktır. Ulusal paranın yabancı para birimleri karşısındaki reel değer kaybının her geçen gün artmasıyla birlikte, merkez bankasının devalüasyon yaparak sabit kurdan çıkmasıyla birlikte döviz krizi başlayacaktır. Birincil nesil kriz modellerine göre, finansal krizlere yol açan belli başlı faktörleri ise, aşağıdaki beş maddede toplayabiliriz: (Emirkadı, 2005: 38-39)

- i-) Makro ekonomik göstergelerdeki bozulmalar ile genişletici para ve maliye politikası uygulamaları.
- ii-) Finansal gelişmişlik ve derinlik düzeylerinin yetersiz olması.
- iii-) Asimetrik enformasyon olgusunun yaygınlaşması ve bunun finansal piyasalarda ahlaki tehlikeye yol açması.
- iv-) Piyasa katılımcılarının olumsuz bekleyişleri.
- v-) Terör olayları veya siyasi suikastlar gibi içsel veya dışsal şoklar.

Birincil nesil kriz modellerinde döviz krizlerine yol açan en önemli faktör olarak, sabit kur sistemi altında geniş bütçe açıkları verilmesi ve bu açıkların para arzının artırılarak kapatılmaya çalışılması olduğu iddia edilmektedir. Bu ise merkez bankalarını hedeflenen kur seviyesini tutturmak için piyasaya döviz satmak zorunda bırakır. Merkez bankaları yeterli döviz rezervine sahip olduğu sürece kuru sabit tutmayı başaracaktır. Ancak döviz rezervleri erimeye başladığı anda spekülâtorler harekete geçecek ve ulusal paradan kaçış başlayacaktır. Bu süreç eninde sonunda devalüasyon ve finansal kriz ile neticelenecektir. Buna göre birinci nesil kriz modelleri, ulusal paraya yönelik spekülâtif saldırıların başlaması ile merkez bankasının döviz rezervlerinin azalması arasında doğrudan bir bağlantı kurmaktadır (Şişman, 2006: 17).

Birinci nesil kriz modelleri, döviz krizlerinin yaşanmasını merkez bankalarının uluslararası rezervlerinin yetersiz oluşuna ve devlet bütçesinin açık vermesine bağlamaktadır. Sürekli açık veren bir devlet bütçesinin varlığı ve bu açıkların para basılarak finanse edildiği durumlarda, merkez bankası döviz rezervleri giderek eriyecektir. Çünkü finansal yatırımcılar bir devalüasyon yapılacağı korkusuyla ellerindeki ulusal paraları dövizlerle değiştirmek için merkez bankalarına getireceklerdir. Merkez bankalarının döviz rezervlerinin azalması ise, ulusal paraya yönelik spekülâtif saldırıları daha da hızlandıracaktır. Bu da bir devalüasyonun yaşanmasına ve böylece finansal krizin başlamasına aracılık edecektir. Birincil nesil kriz modelleri, 1980'li yılların borç krizlerini ve 1990'lı yılların ilk yarısında yaşanan Latin Amerika krizini oldukça başarılı biçimde açıklayabilmesine karşılık, 1992-1994 yılları arasında yaşanan ERM Krizini açıklayamaması üzerine gözden düşmüştür. Bunun üzerine ikinci nesil kriz modelleri geliştirilmiştir (Yılmaz vd., 2005: 89-90).

### 1.4.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri: Çok Yanlı Denge ve Beklentilerin Olumsuzlaşması

Obstfeld (1994) tarafından geliştirilen ikinci nesil kriz modellerine göre ise, finansal krizlerin temel nedeni iktisadi birimlerin beklentilerinin kötüleşmesidir. Bu bağlamda makroekonomik temelleri çok güçlü ve para ile maliye politikaları sabit kur sistemi ile tutarlı ülkelerde bile, iktisadi birimlerin bekleyişlerinin kötüleşmesine dönmesi durumunda finansal kriz çıkabilir (Krugman, 2001: 5-6).

Birinci nesil modellerin en fazla eleştirilen yönü, cari işlemler dengesi ve reel üretim gibi değişkenlere yer vermeyip yalnızca finansal göstergelere odaklanmasıdır. Buna karşılık döviz kurlarının sabitlenmesi, ülkenin uluslararası piyasalardaki rekabet gücünü azaltarak cari işlemler açıklarını artırmaktadır. Üstelik tam sermaye hareketliliği altında uygulanacak olan sabit kur sisteminde, para politikası da bağımsızlığını yitirmektedir. İkinci nesil kriz modelleri, birinci nesil modellerin dikkate almadığı bu unsurlar üzerine odaklanmıştır. Buna göre daha önce finansal kriz yaşamamış ülkelerde bile, politika yapımcıların uygulamaları ile iktisadi birimlerin beklentilerinin çeliştiği durumlarda devalüasyon beklentileri artar. Bu da faiz oranlarının daha da yükselerek, ulusal paranın değer kaybedeceğine ilişkin inançları kuvvetlendirir. Böylece merkez bankaları sabit kuru devam ettirecek döviz rezervlerine sahip olsalar bile, ulusal paraya yönelik spekülasyon saldırıları başlayabilir ve kurları korumanın maliyetleri giderek artar. Hükümetin sabit kurdan çıkarak dalgalı kur rejimine geçmesi ile de finansal kriz başlar. Dolayısıyla ikinci nesil kriz modellerine göre, finansal krizler iktisadi birimlerin beklentilerinin birden bire olumsuzlaşması ile açıklanmaktadır ve kendi kendini besleyici bir yapı arz etmektedirler (Emirkadı, 2005: 40-43).

İkinci nesil kriz modelleri, politika yapımcıların sabit kurla tutarlı makro ekonomik politikalar izlediği durumlarda bile, beklentilerin bir anda tersine dönmesi sonucunda ortaya çıkan krizlere işaret etmektedir. Buna göre merkez bankalarının sıkı para politikası izlemesi ve bütçenin denk olması, finansal bir krizin yaşanmayacağını garanti etmez. Çünkü beklenmedik bir içsel veya dışsal negatif gelişme, iktisadi birimlerin sabit döviz kurlarının sürdürülebilirliğine ilişkin kuşkularının artması sonucunu doğuracaktır. Böylece ekonominin geleceğine ilişkin olarak oluşan olumsuz beklentiler, ulusal paranın üzerindeki satış baskısını artırır. Ulusal paraların merkez bankasına getirilerek dövizle değiştirilmesi ile spekülasyon saldırıları başlar. Eğer merkez bankaları da yeterli döviz rezervine sahip değilse, devalüasyon yapılarak sabit kurdan çıkılması kaçınılmaz olacaktır. Bu nedenle ekonomi döviz krizine sürüklenir (Yoshitomi and Shirai, 2000: 11).

İkinci nesil kriz modelleri, döviz krizlerini makro ekonomik politikaların sürdürülebilirliğine ilişkin olarak aniden ortaya çıkan olumsuz beklentiler ile açıklamaktadır. Buna göre piyasada oluşan beklentiler, makro ekonomik politikaların sonuçları üzerinde oldukça etkilidir. Finansal krizler, sabit kurla tutarlı para ve maliye politikaları izlenirken bile beklentilerin olumsuzlaşması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda makro ekonomik göstergeler ile kötüleşen bekleyişler arasında kar-

şıklı bir etkileşim vardır. Politikaların hedefleri arasında yaşanan bir çelişki veya belirsizlik durumlarında, iktisadi birimlerin beklentileri negatife dönebilmekte ve bu da ekonomiyi finansal bir krize sürükleyebilmektedir. Sözelimi parasal otoritelerin dışsal bir şok karşısında kuru dalgalanmaya bırakabilecekleri bir durumda, eğer kuru savunmanın maliyeti piyasa ajanlarının devalüasyon yapılacağına inanmaları durumunda artıyorsa, döviz piyasalarında olumsuz beklentiler egemen olacaktır. Böylece parasal otoritelerin sabit kuru korumasının fırsat maliyeti giderek artacağından, finansal krizin yaşanıp yaşanmayacağı tamamen piyasa ajanlarının beklentilerine bağlı olacaktır. Beklentilerin olumlu yönde olması durumunda kriz yaşanmayacak, beklentilerin olumsuz yönde değişmesi durumunda ise ekonomi finansal krize düşecektir. Dolayısıyla ikinci nesil kriz modellerine, “çok yanlı denge modelleri” de denilmektedir. 1992 yılında İngiltere'nin yaşadığı Sterlin Krizi sonrasında Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasından ayrılması, ikinci nesil kriz modellerine örnek teşkil etmektedir. Söz konusu dönemde İngiltere'de finansal piyasalarda, hükümetin sabit kuru korumak yerine artan toplumsal baskılar sonucunda istihdamı yükseltmek için faiz oranlarını düşüreceği beklentileri hakim olmuştur. Bunun da döviz kurlarını yükselterek bir devalüasyona yol açacağına ilişkin kuşkuğın giderek artması sonucunda, sterline yönelik spekülasyon saldırılar hızlanmış ve finansal kriz başlamıştır (Yılmaz vd., 2005: 91-92).

1980'li yıllarda yaşanan borç krizlerini oldukça başarılı biçimde açıklayan birincil nesil kriz modelleri, 1992 yılında yaşanan ERM krizini açıklamakta yetersiz kalmışlardır. Çünkü ERM sistemi içerisinde genişlemeci para veya maliye politikası izleyen hiçbir ülke yoktu. Fakat buna rağmen finansal kriz nasıl çıkmıştı? Bu soruyu cevaplamak için ikinci nesil kriz modelleri geliştirilmiştir. Söz konusu modellere göre ise, hükümetler ve merkez bankaları sabit kur sistemini korumak dışında, iktisadi birimler tarafından da bilinen başka amaçlara da sahiptiler. Söz konusu diğer hedeflerine ulaşmak yani amaç fonksiyonlarını maksimize etmek içinde, gerektiği takdirde sabit kurla çelişen para basmak veya bütçe açığı vermek gibi politikalara başvurabilirler. Dolayısıyla ekonominin bir döviz krizine düşmesi için, mutlaka merkez bankasının fiili para basmasına gerek yoktur. Piyasalarda böyle bir beklentinin oluşması durumunda bile, iktisadi birimler ulusal paraya yönelik spekülasyon saldırılarda bulunarak, merkez bankasının döviz rezervlerinin erimesine ve sabit kur sisteminin çökmesine yol açabilirler (Türel, 2011: 32).

Buna göre makro ekonomik temeller ile tutarlı politikaların izlenmesi durumunda dahi finansal krizlerin yaşanma olasılığı vardır. Finansal krizler, finansal piyasaların istikrarsız yapısından kaynaklanır. Finansal istikrarsızlıklar arttıkça, iktisadi birimlerin ekonominin geleceğine ilişkin beklentileri olumsuzlaşır. Finansal piyasaların iyimser ve kötümser beklentiler arasında sürekli gidip geldiği ve bu nedenle de genellikle aşırı derecede oynak (volatile) olduğu yönünde bir çok görüş bulunmaktadır. 1990'lı yılların başında yaşanan ERM Krizi, finansal piyasaların ne kadar değişken olduğunu bir kez daha gözler önüne sermiştir. ERM Krizi sırasında “Avrupa Döviz Kuru” na üye ülkelerin ulusal paraları birbiri ardına değer kaybetmiştir. Örneğin makroekonomik disiplinin sağlanmış olduğu ve rekabetçi bir ekonomiye sahip

Fransa, İngiltere ve İsveç'in ERM Krizine yakalanma nedeni, finansal piyasalarda başlayan kötümser bekleşimlerdir. Fransa'da krizle mücadele edebilmek için, kur bandını genişletilmiş ve bu suretle spekülâtif hareketlerin azaltılması sağlanmıştır. Böylece ulusal paranın çok fazla değer kaybetmesi önlediği için Fransız ekonomisi, ERM Krizini mümkün olan en az kayıpla atlattır. 1992 yılında yaşanan ERM Krizi sırasında İngiltere hükümeti Pound'un, İsveç hükümeti de Kron'un değerini korumak için, kısa vadeli faiz oranlarını önemli ölçüde yükseltmişlerdir. Faiz oranlarındaki yükselmeye karşılık spekülâtif hareketler durmamış ve Pound ile Kron aşırı değer kaybına uğramıştır. Dolayısıyla 1992-1993 ERM Krizi bize, makro ekonomik göstergelerin çok iyi durumda olması durumunda bile, beklentilerin olumsuzlaşması neticesinde bir finansal krizin yaşanabileceğini ve faiz oranlarının artırılmasının spekülâtif hareketleri frenlemek için yeterli olmadığını öğretmiştir (Frankel and Wei, 2004: 5-6).

İkinci nesil kriz modellerine yönelik bir takım eleştiriler de bulunmaktadır. Bunlardan birincisi çoklu makro ekonomik dengeler arasındaki bulaşmaları açıklamak konusundaki yetersizliğidir. Bu konuda söz konusu modelde yalnızca faiz oranlarındaki artışların, bütçe dengesini ve işsizlik oranlarını negatif yönde etkileyerek ekonomik krizleri ortaya çıkaracağı ileri sürülmüştür. Ancak söz konusu etkilerin ortaya çıkması epeyce uzun zaman almasına karşılık, ikincil nesil kriz modelleri ekonomik krizlerin bu kadar kısa sürede kendi kendine nasıl meydana geldiğini açıklayamaz. Diğer bir önemli eleştiri ise, ekonomik kriz öncesinde tüm iktisadi birimlerin beklentilerinin aynı anda nasıl olumsuz yönde değiştiğinin gerçekçi biçimde ortaya konulamamasıdır. Halbuki kendiliğinden başlayan bir spekülâtif atak için, dominant yatırımcılar ve spekülâtorler arasında bir koordinasyonun olması gerekir. Bir başka eleştiri ise, Asya Krizi'nin ikincil nesil modeller tarafından açıklanamayacağı noktasında toplanmıştır. Çünkü finansal krizin başladığı dönemlerde Asya ülkelerinde, işsizlik oranları yüksek düzeylerde değildi ve kamu borç stokları da çevrilebilir seviyelerdeydi. Söz konusu ülkelerde 1996 yılında ekonomi yavaşlama eğilimine girmiş ve büyüme oranları düşüş göstermiş olmasına rağmen, genel makro ekonomik performansları oldukça pozitifti. Dolayısıyla birincil nesil kriz modellerine örnek teşkil eden 1992-1993 ERM Krizinin tersine, kriz öncesi dönemde Asya ülkelerinde dikkati çeken ciddi bir makro ekonomik problem gözlenmemekteydi. Üstelik Asya ülkelerinin politika uygulamalarından anlaşıldığı kadarıyla, sabit kuru terk etmek veya genişlemeci bir para politikası izlemek gibi bir niyetleri de bulunmamaktaydı. Bu eleştiriler bağlamında Asya Krizi'nin, ikincil nesil modellerle açıklanma şansı olmadığından, Asya Krizini açıklamak için üçüncü nesil kriz modelleri ortaya atılmıştır (Yoshitomi and Shirai, 2000: 10-11).

### 1.4.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri: Ahabap-Çavuş Kapitalizmi ve Bulaşma Etkisi

1980'li yıllarda yaşanan borç krizlerinin “birinci nesil kriz modelleri” ne ve 1992-1993 ERM krizinin de “ikinci nesil kriz modelleri” ne ilham kaynağı olmasına benzer biçimde, 1997-1998 Doğu Asya Krizi de “üçüncü nesil kriz modelleri” nin ortaya atılmasına yol açmıştır. Üçüncü nesil kriz modellerinin ortaya çıkmasında en önemli neden, Doğu Asya Krizinin kendine has özellikleri nedeniyle “borç krizleri” ve “ERM krizi” nden önemli farklılıklar göstermesidir. Latin Amerika ekonomilerinin tarihi geniş bütçe açıkları, aşırı değerlendirilmiş ulusal para ve yüksek enflasyon problemleri ile doluyken, Doğu Asya ekonomileri “mali disiplin” ve “parasal istikrar” açısından iyi performans göstermişlerdir. Bu nedenle IMF, Doğu Asya ülkelerinin ekonomik başarısını örnek göstererek, kalkınmak isteyen her ülkenin sıkı para ve maliye politikalarını uygulamak durumunda olduğunu vurgulamıştır. Ancak 1990'lı yılların ortalarından itibaren sabit kur sistemini benimseyen Doğu Asya ülkelerinde, likidite daralması ve banka kredilerinin miktarında düşüşler yaşanmaya başladı. Söz konusu sıkıntıları en fazla yaşayan Tayland ve Güney Kore’de, IMF tavsiyelerine uyularak yabancı sermayeyi ürkütmemek ve sabit kur sistemini sürdürülebilmek amacıyla, bütçe denkliliğini sağlayıcı sıkı maliye politikası ile kredi arzını azaltan para politikası uygulamalarına devam edilmiştir. Buna karşılık Asya ülkelerinde kriz öncesi dönemde sabit kurla tutarlı bir biçimde sıkı para ve bütçe politikaları uygulanmasına, enflasyon gerçekleşmeleri düşük seviyede kalmasına, ekonomik büyüme rakamları oldukça iyi olmasına ve beklentilerde herhangi bir kötüleşme olmamasına rağmen “ulusal paralar” aşırı değerlenmeye başladı. Bu süreç en nihayetinde sürdürülemez hale geldiğinde önce Tayland’ın, daha sonrada diğer Asya ülkelerinin ulusal paralarını önemli oranlarda devalüe etmeleri sonucunda 1997 yılında Asya Krizi ortaya çıktı. Birinci ve ikinci nesil kriz modelleri, Asya Krizini açıklamakta yetersiz kalmışlardır. Zira birinci nesil kriz modelleri, bir ülkede ekonomik krizlerin çıkmasını sabit kurla tutarsız makro ekonomik politikalara bağlamaktaydı. Oysa ki Asya ülkeleri, kriz öncesinde sıkı para ve bütçe politikalarını disiplinli bir biçimde uygulamışlardır. Yine Asya ülkelerinde ikinci nesil kriz modellerinin krizlerin çıkmasında en temel faktör olarak gösterdiği “olumsuz bekleyişler” durumu da söz konusu değildi. Asya Krizi öncesinde IMF ve uluslararası derecelendirme kuruluşları, Asya ülkelerini yatırım yapılabilir ülke olarak ilan etmişlerdi. Dolayısıyla Asya Krizi, birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanamayacak olan bir finansal krizdir. Bu durum Asya finansal krizini açıklamaya dönük olarak üçüncü nesil kriz modelleri olarak bilinen bir takım görüşlerin ortaya çıkmasına yol açmıştır (Frankel and Wei, 2004: 6-7).

Üçüncü nesil kriz modelleri, Asya Krizi’ni finansal yapılarıdaki bozulmalar, finansal piyasalarda ortaya çıkan asimetric bilgi ve ahlaki tehlike olgusu ve “ahbab-çavuş kapitalizmi (crony capitalism)” de denilen politik yozlaşmalar ile açıklamıştır. Ahabap-çavuş kapitalizmi kavramı, 1997 Asya Krizi ile birlikte popüler olan bir kavramdır. Ahabap-çavuş kapitalizmi ile Asya finansal sisteminde özellikle uygunsuz politik kararlar ve tercihler neticesinde ortaya çıkan finansal problemler kastedilmektedir. Örneğin Asya ülkelerinde finansal açıdan iyi ve kötü ayırımına gidilmeksizin tüm

bankaların mevduatlarına hükümet garantisi getirilmesi ile Asya bankalarının yurt dışı finans piyasalardan aldıkları borçları iktidara yakın özel şirketlere kolayca dağıtması ahabp-çavuş kapitalizminin yaygınlığını göstermektedir. Bu bağlamda üçüncü nesil kriz modellerine göre, Asya Finansal Krizi ile banka ve şirket bilançolarının aktif-pasif hesapları arasındaki vade uyumsuzluğu (maturity mismatching) arasında çok yakın bir ilişki vardır. Çünkü vade uyumsuzluğu, uygulanan daraltıcı para ve maliye politikalarının da etkisi ile aşırı borçlanan özel şirketlerin mevcut borçlarını çevirememesine yol açarak finans krizi tetiklemiştir (Frankel and Wei, 2004: 7).

Üçüncü nesil kriz modelleri, Krugman (1998)'in "ahlaki risk" ve Sachs (1998)'in "finansal atak" yaklaşımlarına dayanmaktadır. Üçüncü nesil kriz modellerine göre, bankacılık krizleri ile para krizleri arasında çok yakın bir bağlantı bulunmaktadır ve bunlar birbirini tetikleyen bir kısır döngü oluşturmaktadır. Krugman'ın savunduğu ahlaki risk kavramına göre, finansal araçların yükümlülüklerinin devlet garantisine alınması piyasalarda ahlaki tehlike (moral hazard) olgusunu yaygınlaştırmaktadır. Çünkü bankaların devlet garantisine güvenerek riskli projelere verdikleri kredilerin yaygınlaşması sonucunda finansal aktiflerin fiyatları nominal olarak aşırı derecede yükselmektedir. Ancak artan riskler nedeniyle bir süre sonra finansal varlık fiyatları hızla düşmekte (balonlar patlamakta) ve kredi sistemi kilitlenerek bankacılık krizleri başlamaktadır. Sachs'a göre ise, finansal krizlerin asıl nedeni banka yükümlülüklerinin vadesinin aktiflerin vadesinden daha kısa olmasıdır. Diğer taraftan bankaların fon kullanım alanlarının ve kaynaklarının farklı para birimlerinden oluşması da, vade ile kur risklerinin giderek yükselmesine neden olarak mevduat çekilişlerinin hızlanmasına yol açmaktadır. Böylece ülkenin temel makro ekonomik göstergeleri oldukça iyi olmasına rağmen, finansal piyasalarda başlayan likidite sıkışıklıkları ekonomiyi kötü bir dengeye sürükleyerek finansal krizleri başlatmaktadır. Küreselleşme olgusunun etkisiyle de bir ülkede başlayan finansal sıkıntılar, dış ticaret ve finans bağlantıları yoluyla diğer ülkelere de bulaşarak Asya Krizi'nde olduğu gibi bölgesel krizleri tetikleyebilmektedir (Yılmaz vd., 2005: 93-94).

Yoshitomi ve Ohno (1999), Asya Krizi'nin süresi ve derinliği açısından önceki krizlerden çok farklı olduğunu ve bu krizin birinci ve ikinci nesil modellerle açıklanamayacağını ileri sürmüştür. 1997 yılında başlayan Asya Krizi bir finansal krizin başlaması için, bütçe dengesinde ve ödemeler bilançosunda bozulmalar yaşanmasının, sermaye girişlerinin tersine dönmesinin ve döviz kurlarının düşmesinin zorunlu olmadığını bizlere öğretmiştir. Calvo (1996) ise, henüz Asya Krizi yaşanmadan kısa bir süre önce, oldukça doğru bir tespitle fiyat rijitliği veya stokastik şokların kaynağından ziyade, finansal yapı üzerine temellenen uygun bir döviz kuru rejiminin seçimine imkan veren bir kriz teorisinin eksikliğinden bahsetmişti. Asya Krizi sonrasında ise üçüncü nesil bir kriz teorisine olan ihtiyacı dile getiren Krugman (1998, 1999) ise, ortaya attığı yeni modelinde varlık piyasalarındaki yükselişlerin meydana getirdiği iş çevrimlerine dikkatleri çekmiştir. Krugman'a göre Asya Krizi'nin temel nedeni, verilen hükümet garantileri sonrasında finansal piyasalarda yapılan aşırı yatırımlardır. Söz konusu yatırımlar başlangıçta ekonomide bir yükselişe (boom) yol açmış, fakat bir süre sonra yatırımlardan bir kısmının aşırı riskli olduğunun farkına

varılması ile birlikte ters seçim ve ahlaki tehlike olgusu yaygınlaşarak ekonomiyi finansal krize sürüklemiştir (Yoshitomi and Shirai, 2000: 12).

Kaçıncı nesil olursa olsun bütün finansal kriz modelleri, spekülâtörlerin ülkele-  
rin döviz rezervlerindeki değişmeleri yakından izlediği hususunda görüş birliği içe-  
risindedirler. Buna göre spekülâtörler bir ülkenin döviz rezervlerinde herhangi bir  
nedenle bir azalmanın yaşandığını fark ettikleri anda harekete geçerek, söz konusu  
ülkenin ulusal parasına yönelik spekülâtif hareketlere girişeceklerdir. Birinci nesil  
modeller, bir ülkenin ulusal rezerv düzeyi ile yurt içi kredi büyüme oranı, enflasyon  
oranı ve bütçe açığı gibi makro ekonomik göstergeleri arasında yakın bir ilişki oldu-  
ğunu ve bu nedenle de spekülâtörlerin ülkelerin söz konusu makro ekonomik gös-  
tergelerinde bir bozulma yaşandığı anda spekülâtif hareketlere başlayacaklarını ileri  
sürmektedir. Fakat üçüncü nesil modellerin Michael Dooley (1997, 2000) tarafından  
ortaya atılan versiyonuna göre, birinci nesil modelin aksine daha yüksek döviz rez-  
erv düzeyine sahip olunması durumunda bile finansal krizlere düşülebilir. Çün-  
kü yüksek döviz rezervleri, gizli siyasi ve ticari bağlantılar sonucunda ortaya çıkan  
yozlaşma ve ahabap-çavuş kapitalizmi nedeniyle önemli ölçüde eriyebilir. Buna göre  
Dooley, Asya Krizine yol açan temel sorunların siyasi bağlantılar yoluyla elde edilen  
uygunsuz krediler, politik yozlaşma düzeyinin artması ve finansal yatırımcıların aşırı  
risk alması olduğunu savunmuştur (Frankel and Wei, 2004: 8-9).

Asya ülkelerinde 1990'lı yıllar boyunca belirli çıkar grupları (büyük şirketler,  
yazılı ve görsel medya v.b.) ile siyasal iktidarlar arasındaki yasal olmayan (infor-  
mal) ekonomik ilişkiler ahabap-çavuş kapitalizmini doğurmuştur. Asya ülkelerinde  
ahbab-çavuş kapitalizminin olduğunun en açık örneği, Endonezya'da bizzat Baş-  
kan Suharto'nun kamu ihalelerinde rüşvet aldığı ve adam kayırmacılık ile iltimas  
yollarına başvurduğunun ortaya çıkarılması olmuştur. Yine Asya'da özel şirketler,  
kamu bankalarından sahip oldukları siyasal bağlantılar aracılığıyla gerekli koşulları  
taşımadıkları halde çok yüksek miktarlarda krediler sağlamışlardır. Ancak finansal  
kriz çıktıktan sonra, kamu bankalarından kredi alan bir çok özel şirket iflas ettiğın-  
den alınan krediler geri dönmemiştir. Dolayısıyla Asya Krizi öncesinde finansal kriz  
yaşayan ülkelerin bir çoğunda yolsuzluğun ve yozlaşmanın siyasal-ekonomik siste-  
min tamamına hakim olduğunu söylemek mümkündür (Frankel and Wei, 2004: 7).

Asya krizi, 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde görülen ve zayıf makroe-  
konomik temellerden kaynaklanan krizlerden ve iktisadi ajanların kötümser bek-  
leyişleri sonucunda ortaya çıkan 1992 ERM krizinden oldukça farklı özellikler arz  
etmektedir. Asya krizini açıklamak için geliştirilen üçüncü nesil kriz modellerine  
göre, finansal krizlerin temel nedenleri aşırı risk alma, ahlaki tehlike ve bulaşmadan  
kaynaklanmaktadır (Büyükkakın ve Erarslan, 2005: 46-48).

Asya Krizine yol açan faktörler şu başlıklar altında toplanabilir: Kredilerin reel  
üretim faaliyetleri yerine daha çok gayrimenkul yatırımlarına aktarılması, özellikle  
bankaların almış oldukları dış borçlar arasında vade uyumsuzluğunun söz konusu  
olması, finansal sektör denetiminin zayıf olması, ulusal paraların aşırı değerlenmesi  
sonucunda cari açık düzeyinin yükselmesi ve bankalar tarafından açılan kredilerin

kontROLSÜZ biçimde genişlemesi (Goldstein vd., 2000: 19).

Üçüncü nesil kriz modelleri, finansal krizlerin nedeni olarak banka bilançolarında yaşanan iki türlü uyumsuzluktan bahsetmektedir: Farklı para türlerinden kaynaklanan uyumsuzluk ve likidite şoklarından kaynaklanan vade uyumsuzluğudur: (Türel, 2011: 32-33)

- i-) Farklı para türlerinden kaynaklanan uyumsuzluk, gelirleri ticarete konu olmayan ve yaşanacak olan bir devalüasyondan olumsuz etkilenecek malları üreten firmalara yüklü miktarlarda kredi açan bankaların yüksek kur riski ile karşı karşıya gelmesidir. Finansal sistemleri böyle bir durumda olan ülkelerde meydana gelen küçük devalüasyonlar bile bankaların zararlarını artıracığından krediler geri çağrılır. Bu ise üretimin ve milli gelirin düşmesine yol açarak ulusal ekonomiyi derin bir krize sürükler.
- ii-) Vade uyumsuzluğu ise, bankaların uzun vadeli projeleri kısa vadeli varlıkları ile finanse etmeye çalışmalarına denilmektedir. Böyle bir durumda finansal sistemin kırılabilirliği artmakta ve ulusal ekonomideki en küçük dalgalanma da bile finansal piyasalardan varlık ve kredi çekilmeleri başlamaktadır. Bu da iktisadi faaliyet hacmini daraltarak ekonomik krizin fitilini ateşler.

Üçüncü nesil modellere göre, Asya Krizi finansal piyasalarda yaşanan asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike olgularının finansal krizlerin tetiklenmesinde ne derecede önemli unsurlar olduğunu göstermiştir. Eğer piyasa ajanları piyasalar hakkında tam bilgiye yada tam bilgi düzeyine yakın bir bilgi düzeyine sahip olmuş olsalardı, Asya Finansal Krizi çıkmazdı veya bu kadar global nitelikte etkiler doğurmazdı. Sözelimi eğer Asya'da mevduat sahipleri bankaların aşırı derecede risk aldığı başlangıçta bilselerdi, mevduatlarını yönetirken daha dikkatli olurlardı. Aynı şekilde eğer hisse senedi sahipleri de, ortağı oldukları şirketlerin aşırı borçlanmaya gittiğini bilselerdi portföylerini oluştururken daha optimal tercihler yapma şansına sahip olabilirdi. Yine üçüncü nesil modeller, finansal krizlerin önlenmesinde "piyasa disiplini" kavramına da büyük önem atfetmektedirler. Piyasa disiplini ise, devletin birtakım kurumları veya çıkar gruplarını korumak amacıyla piyasanın işleyişine müdahale etmesine karşı geliştirilmiş bir yaklaşımdır. Piyasa disiplini kavramı ile devletin piyasanın etkin bir şekilde işlemesi için gerekli kuralları ve yasal-hukuki düzenlemeleri yaptıktan sonra piyasanın işleyişine müdahaleden kaçınmasını ifade etmektedir. Buna göre eğer Asya ekonomileri, kötü nitelikteki bankaları ve özel şirketleri %100 mevduat garantisi uygulaması ve özel şirketlerin kamu bankalarına olan borçlarının silinmesi ya da azaltılması gibi düzenlemelerle piyasa kurallarına aykırı bir şekilde ayakta tutmaya çalışmasaydı, belki de Asya Krizi hiç yaşanmayabilirdi (Frankel and Wei, 2004: 7).

Asya Krizinden çıkarılacak en önemli derslerden birisi de, bir ülkede başlayan finansal krizin kısa sürede *bulaşma* ya da *taşma* yoluyla dünyanın geri kalanını etkisi altına alabileceğidir. Finansal krizlerin ülkeden ülkeye bulaşmasının en önemli nedeni, globalleşme eğilimlerindeki artışlar sonucunda ülkelerarasındaki ticari ve finansal bağlantıların yükselmesidir. Doukas (1989), bulaşma olgusunu, krize girme olasılığı olan ülkelerin spesifik makroekonomik temellerindeki gelişmelerle ve yine bu ülkelere kredi değerlendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları ile ilgili haberlerin etkisi ile açıklamaktadır. Valdes (1997) ise, bulaşmayı varlıkların ülkelerarasında aşırı hareketi olarak tanımlamaktadır. Valdes'in tanımlamasına benzer bir tanımlamada Forbes ve Rigobon (1998) tarafından ortaya atılmıştır. Forbes ve Rigobon'a göre, ekonomik kriz dönemleri boyunca ülkelerin borç ve varlık kompozisyonundaki aşırı değişimler "bulaşma" olarak nitelendirilmektedir. Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996) ise bulaşmayı, bir merkezde ortaya çıkan ekonomik krizin çevreye -fundamental temelleri güçlü olsa bile- yayılması olarak tanımlamaktadırlar (Goldstein vd., 2000: 73-74).

Bulaşma olgusunu ortaya çıkaran en önemli global şok, uluslararası faiz oranlarındaki değişimlerdir. Eğer uluslararası faiz oranları belirgin bir biçimde artarsa -erken 1980'lerde olduğu gibi- bir çok ülke eş zamanlı olarak finansal krizlere düşebilir. Global bir şokun yokluğunda ise, bir ülkedeki bir kriz diğer ülkelere ticari ve finansal bağlantılar yoluyla bulaşabilir. Bazı çalışmalar -örneğin Masson (1998)- bu durumu "bulaşma (contagion)" kavramı ile değil "taşma (spillover)" kavramı ile açıklamaktadır. Bu çalışmalara göre, bulaşma kavramı yatırımcıların yatırım güdülerini ve davranışlarının olumsuz yönde değişmesi sonucunda ortaya çıkan krizlerin geniş bir çevreye yayılması durumu için kullanılmalıdır. Dolayısıyla sözü edilen çalışmalar, bulaşma ve taşma kavramları arasında kesin bir ayırım yapmaktadırlar. Finansal krizlerin bir ülkeden diğer ülkelere nasıl bulaştığı ile ilgili olarak literatürde bir çok açıklama vardır. Bunlardan birisi de Nurkse'in "rekabetçi devalüasyonlar hipotezi" dir. Söz konusu hipoteze göre, bir ülkede yapılan bir devalüasyon bu ülkeyle yakın ticari bağları olan ve özellikle de söz konusu ülkeyle rekabet halinde bulunan üçüncü ülkelere önemli bir maliyet yükler. Zira bir ülkenin devalüasyon yapması durumunda, uluslararası pariteler devalüasyon yapan ülkenin lehine döner. Bu durumda devalüasyona giden ülkenin ihracatı artacak ve ithalatı azalacaktır. Devalüasyon yapan ülkenin dış ticarete rakibi olan üçüncü ülkeler ise, ihracattaki azalmaya bağlı olarak üretim ile milli geliri düşer ve finansal krizlere düşer. Bir süre sonra krize düşen ülkelerde aynı yolu seçerek rekabetçi devalüasyon yapacaklardır. Rekabetçi devalüasyon yapma süreci, ekonomik krizlerin devalüasyon yapan ülkelerle yakın ticari bağları olan tüm ülkelere bulaşması ile son bulacaktır (Goldstein vd., 2000: 75).

Bulaşma konusuna G. A. Calvo ise, likiditenin rolü ve bilgi asimetrisi açısından yaklaşmaktadır. Calvo'ya göre, elinde bulundurduğu finansal varlıklarını satmak isteyen yatırımcılar, piyasa koşulları hakkında kendisine gerekli olan optimal bir bilgiye sahip olmak durumundadır. Ancak piyasalarda alıcılar ile satıcılar arasında, çeşitli sebeplerle bilgi asimetrisi bulunmaktadır. Bilgi asimetrisinin yüksek bir düzeyde bulunduğu varlık piyasalarında, "limon problemi" olgusunun ortaya çıkar.

Bu da varlık fiyatlarında bir düşüşe yol açarak, finansal varlıkları yok pahasına satılmak durumu ile karşı karşıya bırakabilir. Böyle bir durumda finansal piyasalarda likidite sıkışıklığı başlar. Bu da bankaların ve firmaların borçlanmak için gerekli kaynaklara ulaşmasını engelleyerek, finansal piyasaların etkin bir şekilde işleyemesine neden olarak finansal krizleri tetikleyecektir. Calvo'ya göre bir ülkede başlayan finansal kriz, o ülke ile yakın finansal-ticari ilişkilere sahip olan ülkelere yayılarak bölgesel veya küresel bir krize dönüşebilir. Bir ülkede başlayan ekonomik krizin diğer ülkelere bulaşmasının en önemli nedenlerinden birisi de, kreditor bankaların (genellikle merkez ülkelerin büyük sermayeli bankaları) varlık portföyü risklerini yeniden dengelemek ve/veya kayıplarını telafi etmek için finansal krizle karşı karşıya kalan ülkelere kredi açmak yerine sermaye artırımına gitmesidir. Böyle bir durumda finansal krizler, dışarıdan borçlanma imkanı olmayan ülkelere doğru yayılacaktır (Goldstein vd., 2000: 75-76).

Bulaşma konusu ile ilgili olarak Kodres ve Pritsker (1998) ise, rasyonel ajanlar ve asimetric bilgi konusunu içeren bir model sunmuşlardır. Kodres ve Pritsker'e göre, finansal krizlerin bir ülkeden diğerine bulaşmasında merkezi rol, uluslararası yatırımcıların makro ekonomik riskleri azaltmak amacıyla uyguladıkları "hedging" işlemlerine aittir. Dünya ekonomisine karamsar beklentilerin hakim olduğu dönemlerde, uluslararası yatırımcıların krize girme olasılığı olan ülkelere yatırım yapmaması finansal krizlere yol açmaktadır. Bulaşma modelleri, finansal varlık ticaretinde dış rekabete açık ve finansal piyasaları daha liberalize olan ülkelerin, finansal piyasaları sıkı bir kontrole tabi olan ülkelere göre finansal krizlere yakalanma olasılığının daha yüksek olduğunu da iddia etmektedir. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun yoğun bir şekilde yaşandığı günümüzde bir ülkede başlayan finansal kriz, "hedge fonların" çevreden merkeze doğru çıkma eğilimi göstermesi yoluyla kısa sürede diğer ülkelere de yayılacaktır (Goldstein vd., 2000: 76-77).

Üçüncü nesil kriz modellerinden çıkarılan temel sonuçları şöyle sıralamak mümkündür: i-) Ani sermaye giriş ve çıkışları, özellikle dünya finans piyasaları ile bütünleşmiş ülkeleri kolayca finansal krizlere düşürebilir. ii-) Makroekonomik istikrar, finansal krizlerin önlenmesinde gereklidir fakat yeterli değildir. iii-) Sermaye hareketlerinden kaynaklanan finansal krizler, domino etkisi ile çok kısa bir süre içerisinde ülkeden ülkeye yayılabilir. iv-) Yeni finansal krizlerin önlenmesi için, tüm finansal sistemin reforme edilmesi gerekir. v-) Bir finansal kriz, genellikle önce döviz krizi olarak başlar ve daha sonra bankacılık krizine dönüşür. vi-) Döviz krizleri, enflasyon oranları veya bütçe açığı oranları gibi standart makroekonomik göstergelere bakılarak önceden tahmin edilemez. vii-) Mevduata tam garanti verilmesi, bankacılık sisteminin doğal gelişimini ve bankalar arası rekabeti önleyerek, olası bankacılık krizlerinde ülke ekonomisine ve özellikle de vergi ödeyenlere büyük maliyetler yükler (Büyükakın ve Erarslan, 2005: 47-49).

Birinci bölümde finansal krizlerin tanımına, türlerine ve bu krizleri açıklamak için geliştirilen kriz teorilerine yer verilmiştir. İzleyen bölümde ise 2007 yılında ABD'de konut ve kredi piyasasında başlayan ve bu sebeple mortgage krizi olarak isimlendirildi-

rilen finansal krizin nedenleri, etkileri ve krizle mücadelede izlenen politikalara yer verilecektir. Söz konusu kriz, mortgage piyasasında beklentilerin olumsuzlaşmasına dönüşmesi açısından ikinci nesil kriz modelleri ve 2009 yılında Euro kullanan ülkelere bulaşması açısından da üçüncü nesil kriz modelleri ile açıklanabilmektedir. Ancak son yaşanan küresel krizin ayırt edici özelliği, gelişmiş bir ülkenin finansal piyasasında başlayıp kısa sürede çoğunlukla diğer gelişmiş ülkelerin finansal ve reel piyasalarını etkisi altına almasıdır. Üstelik krizin başlamasının üzerinden 4 yıl geçmesine karşılık, ne kadar daha süreceği tam olarak tahmin edilememektedir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. MORTGAGE KRİZİNİN NEDENLERİ VE KRİZLE MÜCADELE İÇİN ALINAN ÖNLEMLER

Küresel finansal krizin ilk aşaması, Amerikan finansal piyasalarında ipotekli konut kredilerinde yaşanan sorunlara dayalı olarak yaşandığı için mortgage krizi adı verilen ve 2007 yılının Temmuz ayında başlayan krizdir. Söz konusu kriz, 2009 yılında Avrupa Birliğine üye ülkeleri de etkisi altına alarak borç krizine dönüşmüş ve küresel bir hale gelmiştir. Bu bölümde küresel finansal krizi tetikleyen mortgage krizinin nedenlerine, etkilerine ve krizle mücadelede ABD hükümeti ile Amerikan Federal Merkez Bankası (FED) tarafından alınan önlemlere değinilecektir.

#### 2.1. Mortgage Krizinin Nedenleri

2007 yazında ABD’de patlak veren mortgage krizi, kredi piyasalarındaki bozulmalardan, varlık piyasalarının çöküşünden, konut fiyatlarındaki hızlı düşüşlerden ve finansal sistemde artan risk algısına bağlı olarak finansal sektörün kendisinden beklenen işlevleri yerine getirememesinden kaynaklanmıştır. Böylece finansal piyasalara olan güven sarsılmış, finansal araçların şeffaflığı ortadan kalkmış ve likidite sıkışıklıkları yaşanmaya başlamıştır (Reinhart and Rogoff, 2008: 340).

Mortgage krizin belli başlı nedenleri şunlardır: Finansal kurumların kredi verme standartlarına çok fazla dikkat etmeden gelişi güzel biçimde mortgage kredileri dağıtmaları ve bu kredileri daha sonra “ABS (Assest Backed Security)”, “MBS (Mortgage Backed Security)” ve “CDO (Collateralized Debt Obligation)” ile “RMBS (Residential Mortgage Backed Security)” gibi menkul kıymetleştirilmiş varlık haline getirerek ölçüsüz biçimde finansal piyasalarda yeniden satışı sunmaları, kredi derecelendirme kuruluşlarının mortgage türev ürünlerine vermiş oldukları yanlış notlar, bazı finansal kurumların risk yönetiminde ve düzenleyici politikalarında gözlenen zayıflıklardır (Adamu, 2009: 5).

ABD’de yaşanan temel sorunlardan birisi de vatandaşların normal gelirleri ile satın alacağından daha fazla konut inşa edilmesi, diğer bir ifadeyle konut sektörüne gereğinden çok kaynak aktararak fiyatları şişirmeleridir. FED’in 2000’li yılların ilk yarısında izlediği faiz oranlarını düşürücü politikalar da, Amerikan bankalarının likidite bollukları yaşamalarını sağlayarak bu süreci desteklemiştir. Bunun üzerine ABD’de finansal kurumlar likidite fazlalıklarını eritmek için düşük faizli ve uzun vadeli ipotekli konut kredileri (mortgage) dağıtma yarışına girmişlerdir. Böylece finansal piyasalarda mortgage kredilerine olan talepler hızla artmıştır. Diğer bir ifadeyle konutların parasını evleri satın alanlar yerine krediyi verenler ödemiştir. Ancak 2004-2006 döneminde FED’in politika faiz oranlarını yükseltmesi sonucunda, bankalardan kredi alanlardan önemli bir bölümü borçlarını ödeyememişlerdir. Böylece ABD’de bankalarının zararları katlanınca, 2007 yılından itibaren mortgage kredisi

alanlar ile satanların razı olduğu saadet zinciri kopmuş ve Amerikan ekonomisi çok derin bir finansal krize sürüklenmiştir (Acar, 2008: 8).

Günümüzde yaşanan küresel krizin çıkış noktası, 2007 yılının ortalarında ABD'de ipotekli konut kredilerinin bankalara geri dönmesinde yaşanan sorunlardır. Söz konusu sorunlar 2008 yılında ABD'de büyük yatırım bankalarının iflaslarına yol açarak finansal krizin derinleşmesine yol açmıştır. Finansal krizle birlikte önceki dönemlerde fiyatları aşırı artan konut balonlarının patlaması sonucunda, mortgage sistemine olan güven de ortadan kalkmıştır. ABD'de başlayan ekonomik kriz, kısa süre içinde finansal kanallar yoluyla dünya ekonomisine yayılarak küresel bir krize dönüşmüştür. Bir çok ülkede merkez bankaları ve hükümetlerin uyguladığı kurtarma paketleri ile genişlemeci para ve maliye politikalarına rağmen krizin henüz sona ermemiş olması, küresel finansal krizin boyutlarının son derece büyük olduğunu göstermektedir. Bu da içinde yaşamakta olduğumuz küresel krizin, kapitalist tarihin en büyük ekonomik krizi olan 1929 Dünya Buhranı ile karşılaştırılmasına neden olmuştur. Kimilerine göre (bkz. Stiglitz, 2008)<sup>1</sup> mevcut kriz, önemi ve etkileri açısından 1929 Buhranından bile daha büyük bir krizdir (Ateş, 2011: 1-3).

Dünya ekonomisinde 1990-2007 döneminde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, toplam mal ve hizmet ticaretinden ve küresel ekonomik büyüme oranından daha hızlı gelişme göstermiştir. Sözgelimi 1990-2006 yılları arasında toplam mal ve hizmet ticareti ortalama olarak %7,7 artarken ve dünya ekonomisi %5 büyürken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise %12.4 gibi önemli bir artış sergilemiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artışlar özellikle 2004-2007 döneminde %38'e ulaşmıştır. Bu da bize 2000'li yılların ilk yarısında dünyada ciddi bir sermaye bolluğunun olduğunu göstermektedir. (Karabıyık ve Anbar, 2011: 45).

Dünyada 2000'li yılların ilk yarısında yaşanan söz konusu genişleme eğilimleri sonucunda ortaya çıkan sermaye bolluğunun önemli bir kısmı da, Amerikan bankaları tarafından çıkarılan ve yüksek karlar vadeden mortgage fonlarına yönelmiştir. Böylece Amerikan bankalarının elinde çok yüksek fonlar birikmiş ve bu fonların hem atıl kalmasını önlemek hem de daha yüksek getiri sağlamasını temin etmek için, bankalar yüksek riskli olmasına rağmen gelir düzeyi düşük kesimlere yönelik subprime mortgage kredileri dağıtmışlardır. Daha sonrada bu dağıtılan kredileri fon haline getirerek ikincil piyasalarda yeniden satışa sunmuşlardır. ABD'de yaşanan finansal kriz öncesinde finansal kurumlar faaliyetlerinin çoğunu varlığa dayalı menkul kıymetlere yönlendirmiştir. Menkul kıymetleştirme adı verilen bu süreç, bankaların borçlarının katlanarak artmasına yol açmıştır. Dolayısıyla ABD'de 2000'li yılların ilk yarısında başlayan kontrolsüz konut kredileri dağıtımı ve menkul kıymetleştirme adı verilen söz konusu kredilere dayalı fon satışları olgusu, verilen kredilerin çoğunun 2007 yılında sisteme geri dönmediğinin anlaşılması üzerine büyük bir finansal krize dönüşmüştür.

1 Stiglitz'e göre 1929 Dünya Buhranı yalnızca ticaret bağlantıları yoluyla yalnızca sanayileşmiş ülkeleri etkisi altına alırken, 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan son kriz ise finansal bağlantılar yoluyla tüm dünyaya yayılmıştır. Joseph E. Stiglitz (2008), "The Fruit of Hypocrisy", <http://www.guardianco.uk/commentisfree/2008/sep/16/economics.wallstreet>

2007 yılında yaşanan finansal krizle birlikte ABD’de borsa endeksleri hızla gerilemiş, kredi spread’leri yükselmiş, bankaların likidite talepleri artmış ve verilen krediler hızla geri çağrılmaya başlamıştır. FED’in yapmış olduğu tüm parasal genişleme ile bankaları kurtarma operasyonlarına rağmen finansal piyasalarda başlayan likidite sıkışıklıkları aşılamamış ve artan güvensizlik olgusu nedeniyle krizin 2008 yılında reel piyasalara sıçraması önlenmemiştir. ABD’de başlayan ve mortgage krizi olarak adlandırılan finansal krizlerin nedenlerini ise şu başlıklar altında toplayabiliriz: FED’in izlediği tutarsız para politikaları, subprime konut kredilerinin genişlemesi, menkul kıymetleştirme olgusunun giderek yaygınlaşması ve konut fiyatlarında yaşanan aşırı artışlar (Karabıyık ve Anbar, 2011: 45-48).

### **2.1.1. FED’in İzlediği Tutarsız Para Politikaları**

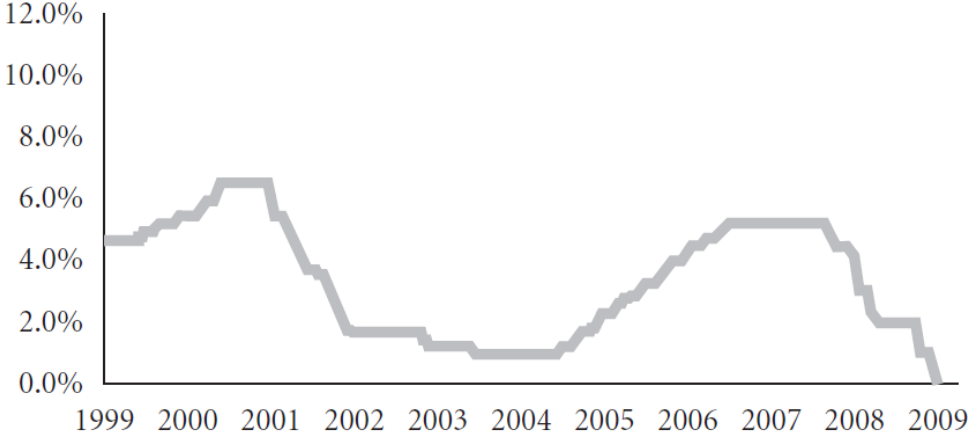
2001 yılında ABD’de yaşanan resesyon ile mücadele etmek için FED, 2001-2004 döneminde gevşek para politikaları uygulayarak faiz oranlarını düşürmüştür. Bu da bankaların elinde daha fazla likidite birikmesine sebep olmuş ve bankalarda kontrolsüz biçimde daha fazla mortgage kredisi vermeye başlamışlardır. Bu ise finansal krize yol açan en önemli etkenlerden birisi olmuştur. Çünkü faiz oranlarının azaltılması, hane halklarının daha fazla konut talebinde bulunmasını ve aşırı derecede borçlanmasını sağlamıştır. Ancak bir süre sonra enflasyon oranları da yükselince FED, 2005-2007 yıllarında politika faizlerini artırarak %5.25’e yükseltmiştir. Böylece önceki dönemlerde değişken faizli mortgage kredisi alanların borçları katlanarak artmıştır. Bu da mortgage kredilerinin önemli bir kısmının bankalara geri dönmemesine neden olarak, bankaların ciddi zararlarla karşılaşmalarına yol açmış ve finansal krizi tetiklemiştir.

FED’in 2001 yılında yaşanan resesyondan sonra parasal genişlemeye giderek faiz oranlarını düşürmesi sonucunda, finansal kurumların fonlama maliyeti de azalmıştır. Böylece FED’den düşük faizle borçlanan bankaların elinde büyük bir fon birikmiştir. Bu da finansal kurumları daha fazla risk içerdiği için yüksek faizli subprime mortgage kredisi vermeye yönlendirmiştir. Ancak bu durum özellikle bankaların kredi ve likidite risklerini giderek yükselterek, finansal kaldıraç oranlarını artırmıştır. 2007 yılına kadar hükümetin ve FED’in finansal piyasalar üzerindeki gözetim ve denetim faaliyetlerinin yetersiz kalması da, bu tehlikeli oyunun devam etmesini sağlamıştır. Parasal genişleme politikalarının yol açtığı toplam talep artışı, konut talebini de yükselttiği için mortgage kredilerine olan talepte finansal krize kadar devam etmiştir. Bu da konut fiyatlarını turmandırarak emlak piyasasında balonların oluşmasına aracılık etmiştir. Ancak FED’in artan toplam talep ve konut fiyatları yükselişi nedeniyle, 2005 yılından itibaren parasal genişlemeden vazgeçerek faizleri yeniden yükseltmesi sonucunda konut balonları patlamaya başlamıştır. Konut balonlarının patlamasıyla birlikte Amerikan ekonomisi 2007 yılında finansal bir krize sürüklenmiştir. Finansal krizin sonuçları ABD için çok ağır olmuştur. Şöyle ki finansal piyasalardan fon kaçışları başlamış, bankalar batmış, sorunlu varlıklar ortaya çıkmış, likidite sıkışıklıkları baş göstermiş, toplam harcama ve yatırımlar giderek düşmüştür. Bu nedenle FED ve hükümet arka arkaya kurtarma paketleri açıklamak

zorunda kalmıştır. Dolayısıyla FED'in izlediği hatalı para politikaları, finansal krizin tek nedeni olmamakla birlikte en önemli nedenleri arasında yer almaktadır (Merrouche and Nier, 2010: 5-9).

FED, para politikasını 2000'li yılların ilk yarısında ekonomik durgunluğun derinleşmesi korkusuyla giderek gevşetmiş ve politika faiz oranlarını giderek düşürmüştür. Ancak 2005 yılından itibaren ise FED, bu sefer de enflasyonun artacağı endişesiyle para politikasını sıkılaştırarak politika faizlerini giderek artırmıştır. Bu durum finansal piyasalarda çarpık yatırım kararlarının alınmasına neden olarak ekonomiyi kriz atmosferine sokmuştur. Dolayısıyla FED'in 2000'li yıllar boyunca almış olduğu faiz kararlarının incelenmesi, mortgage krizinin anlaşılması noktasında oldukça önem teşkil etmektedir. Grafik 1'de FED'in 1999-2009 döneminde hedeflediği faiz oranları gösterilmiştir.

**Grafik 1: FED'in Hedeflediği Faiz Oranları (1999-2009)**



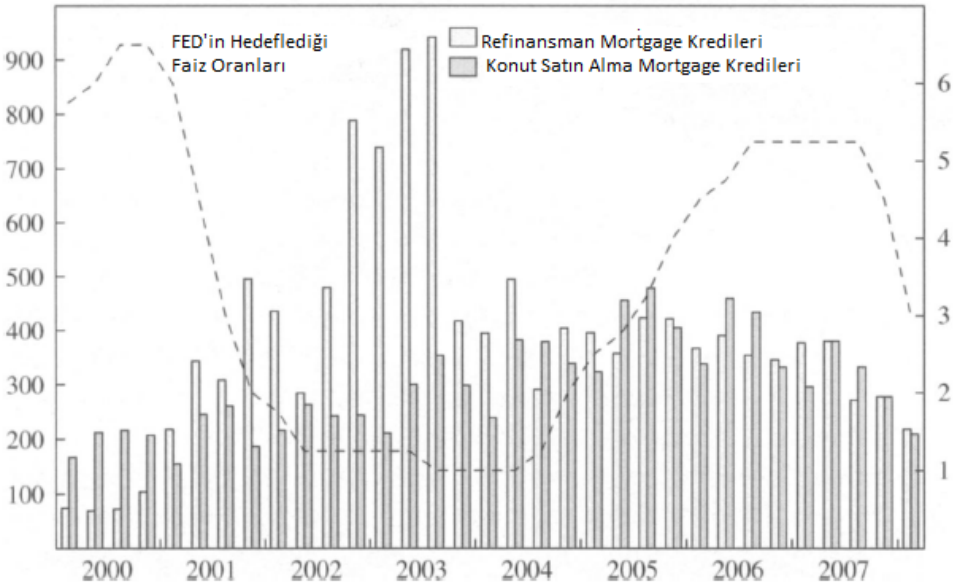
**Kaynak:** Tito Boeri and Luigi Guiso, "Low Interest Rates Caused the Crisis", (in) Ed. Noah Berlatsky, **The Global Financial Crisis**, The USA: Greenhaven Press, 2010, [http://cec.shfc.edu.cn/download/20101026100210\\_749147126287.pdf](http://cec.shfc.edu.cn/download/20101026100210_749147126287.pdf), Erişim Tarihi: 04.10.11, p.56.

Grafik 1'e göre 2001 yılının başlarında FED'in hedeflediği faiz oranları %6.50 iken, Amerikan ekonomisinin resesyona düşmesi üzerine para politikası gevşetilerek faiz oranları düşürülmeye başlanmıştır. 2001-2004 yılları arasında likidite hacmini genişletmek isteyen FED, faiz oranlarını sürekli olarak indirmiştir. Bunun üzerine 2003 yılına gelindiğinde FED'in hedeflediği kısa vadeli politika faizleri %1'e kadar düşmüştür. Ancak artan enflasyon oranları üzerine FED, 2005-2007 yılları arasında faiz oranlarını yeniden yükseltmeye başlamıştır. 2007 yılının ilk yarısında FED'in faiz oranları %5.25'e kadar yükselmiştir. Buna karşılık faizlerin düşürüldüğü önceki dönemde verilen mortgage kredilerini bankacılık sektörüne geri dönüşünde yaşanan sıkıntılar üzerine, 2007 yılının Temmuz ayından itibaren faizleri aşamalı olarak

azaltarak %0.25'e kadar indirmiştir. Dolayısıyla FED'in faiz oranlarını 2000'li yıllar boyunca önce düşürüp sonra artırarak ve sonrada tekrardan azaltarak tutarsız biçimde belirlediği söylenebilir. Bu şekilde izlenen tutarsız para politikaları ise, finansal krize giden süreçte çok önemli bir rol oynamıştır.

FED'in izlediği tutarsız para politikaları sonucunda hedeflenen faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar, bankalar tarafından açılan mortgage kredilerinde de istikrarsızlıkların yaşanmasına yol açmıştır. FED'in faiz oranlarını düşürdüğü 2001-2004 döneminde mortgage talebinde çok büyük artışlar yaşanmıştır. Ancak daha sonra FED'in faizleri yeniden yükseltmesi ile birlikte mortgage kredilerinde hızlı bir düşüş ortaya çıkmıştır. Grafik 2'de 2000-2007 döneminde FED'in hedeflediği faiz oranları ve mortgage kredilerinde gözlenen değişimler gösterilmiştir.

**Grafik 2: FED'in Hedeflediği Faiz Oranları ve Mortgage Kredileri (2000-2007, Milyar \$)**



**Kaynak:** Karl E. Case, "The Central Role of Home Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.2008, Fall-2008, [http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Fall%202008/2008b\\_bpea\\_case.PDF](http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Fall%202008/2008b_bpea_case.PDF), Erişim Tarihi: 17.

08.11, p.181.

Grafik 2'ye göre 2000 yılında FED'in faiz oranları %6.50 iken, mortgage kredilerinin toplam tutarı 200 Milyar \$ düzeyindeydi. 2001 yılında Amerikan ekonomisinin resesyona düşmesi üzerine FED, 2001-2004 yılları arasında likidite hacmini genişleterek faiz oranlarını %1'e kadar düşmüştür. Bu da mortgage kredilerine olan talebin

hızla artmasına yol açmıştır. 2003 yılında refinansman mortgage kredilerinin tutarı 900 Milyar \$'ı aşarken, yeni konut satın almak için verilen mortgage kredileri de 300 Milyar \$'a ulaşmıştır. Ancak artan konut talebinin enflasyon oranlarını yükseltmesi üzerine FED, 2005-2007 yılları arasında faiz oranlarını yükseltmeye başlamıştır. 2007 yılının ilk yarısında FED'in faiz oranları %5.25'e yükselmiş ve refinansman konut kredileri 300 Milyar \$'a kadar düşmüştür. Buna karşılık FED'in faiz oranlarını artırması, mortgage kredisi borçlularının yükümlülüklerini yerine getirmesini güçleştirmiştir.

FED'in faiz oranlarını 2005-2007 döneminde artırması, değişken faizli mortgage kredilerinin geri ödeme tutarlarının yükselmesine yol açmıştır. Dolayısıyla değişken faizli konut kredisi kullananların faiz yükü önemli ölçüde genişlemiştir. Örneğin 20 yıl vadeli 200.000 dolarlık konut kredisi kullananların faiz oranları %1,5 iken aylık taksit tutarı 964 \$ iken, faizlerin %6.5'e yükselmesi ile birlikte aylık taksit tutarı 1.490 \$'a yükselmiştir. Buna göre 200.000 dolarlık kredi kullananlara yıllık olarak 6.400 \$'lık ek maliyet gelmiştir. Bu durumda değişken faizli konut kredisi kullanan düşük gelirli kimselerin borçlarını ödemeleri oldukça zorlaşmıştır. Nitekim 2007 yılının Eylül ayı itibarıyla Mortgage Bankalar Birliği tarafından açıklanan rakamlara göre, ABD'de 53.4 Milyon adet mortgage sözleşmesi yapılmıştır ve bunların 45.4 Milyonunun finansal kuruluşlara geri dönüşünde gecikme tespit edilmiştir. Böylece likidite sıkışıklarına düşen finansal kurumlar, artan zararlarını telafi etmek için temerrüde düşen müşterilerinin konutlarını icra yoluyla satmaya başlamışlardır. Bu da bir taraftan finansal piyasalardaki panik havasını daha da artırırken, diğer taraftan da konut fiyatlarının düşmeye başlamasına neden olmuştur. Konut fiyatlarında yaşanan düşüşler ise, finansal kurumların borçlarının katlanarak artmasıyla neticelenmiştir. Dolayısıyla FED'in faiz oranlarını 2000'li yılların ilk yarısında önce düşürüp sonra artırarak izlediği tutarsız para politikalarının, finansal krize giden süreçte çok önemli bir rol oynadığını söyleyebiliriz (Sakal ve Şahin, 2011: 11-12).

FED'in hatalı para politikalarının yanı sıra Amerikan ekonomisini finansal krize götüren bir başka sebep de, bankaların daha fazla kâr elde edebilmek için ölçsüz biçimde subprime mortgage kredileri dağıtmalarıdır. ABD'de finansal krizin yaşandığı 2007 yılına kadar, subprime mortgage kredilerinin hem talebinde hem de arzında çok ciddi artışlar yaşanmıştır. Aşırı riskli olduğu bilinmesine rağmen bankaların bu tür kredileri dağıtmaya önem vermesinin sebebi ise, bu kredilerden alınan faiz oranlarının Prime ve Alternatif A gibi diğer mortgage kredilerinin faizlerinden daha yüksek olmasıydı. Aşağıda mortgage krizinin ortaya çıkmasında, subprime konut kredilerinin genişlemesinin oynadığı rol açıklanmaya çalışılmıştır.

### 2.1.2. Subprime Konut Kredilerinin Genişlemesi

ABD'de yaşanan finansal krizin temel nedenlerinden birisi, finansal kurumlar tarafından 2000'li yılların ilk yarısında alt gelir gruplarına ölçüsüz biçimde dağıtılan "Subprime Mortgage" kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan güçlüklerdir. Çünkü söz konusu kredilerin finansal kurumlara geri dönmemesi, likidite sıkışıklarının yaşanmasına ve bankacılık sisteminin zararlarının artmasına yol açmıştır.

ABD'de dağıtılan mortgage kredileri, konut sahibi olmak isteyenlerin gelir gruplarına ve risk düzeylerine göre üçe ayrılmaktadır: (Gorton, 2008: 2-10)

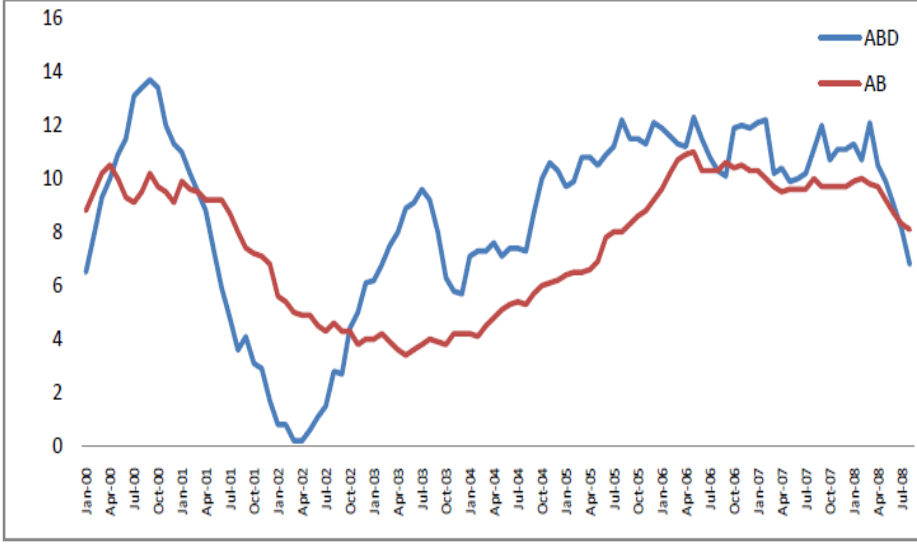
- i-) Prime ya da A Kalite Mortgage Kredileri:** Karşılığında teminat gösterebilecekleri varlıkları bulunan üst gelir gruplarına yönelik olarak verilen konut kredileridir. Söz konusu kredilerin risk düzeyleri yok denecek kadar azdır.
- ii-) Alt A Mortgage Kredileri:** Düzenli bir işte çalışan ve belgelendirecek geliri bulunan orta gelir gruplarına verilen konut kredileridir. Bu kredilerin risk düzeyleri, Prime ya da A Kalite mortgage kredilerinden yüksek fakat Subprime mortgage kredilerinden düşüktür.
- iii-) Subprime Mortgage Kredileri:** Konut sahibi olmak isteyen fakat yeterli geliri olmayan veya belgelendirecek gelirden yoksun kimseler için finansal kurumlar tarafından tasarlanan finansal yeniliklerdir. Bu anlamda oldukça riskli kredilerdir.

ABD'de finansal krize giden süreçte üst gelir gruplarına verilen "Prime ya da A Kalite Mortgage Kredileri" ile orta gelir gruplarına verilen "Alt A Mortgage Kredileri" nin bankalara geri dönmesinde ciddi bir sıkıntı yaşanmamıştır. Buna karşılık "Subprime Mortgage" kredilerinin ödenmesinde ise büyük güçlükler ortaya çıkmıştır. Bu da 2007 yılında başlayan finansal krizin en önemli sebepleri arasında yer almaktadır.

Subprime konut kredileri, normalde kredi alamayacak durumda olan kredi sicili kötü, yeterli peşinat veremeyen veya belgeleyecek geliri olmayan kişilere verilen kredilerdir. Amerikan ekonomisinde 2000'li yıllarda yaşanan hızlı kredi büyümesi karşısında, bankaların kredi verme standartlarını düşürerek belirli bir geliri, işi ve varlığı olmayanlara (no income, no job and no assets) bile uygun koşullarda konut kredisi dağıtma yarışına girişmeleri sonucunda riskler de hızla artmıştır. Subprime kredilerinde temerrüde düşme olasılığı yüksek olduğu için faiz oranları daha fazladır. Bu nedenle Amerikan bankaları, söz konusu kredilerden daha fazla vermeyi ipotek güvencesine dayanarak karlı görmüşlerdir. Ancak konut balonları patlayınca, bankaların ödenmeyen subprime kredilerinden kaynaklanan zararları da katlanmışlardır. Bu da bir süre sonra geri dönmeyen kredilerin oranını yükselterek, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine ilişkin beklentiler oluşturarak finansal krizi tetiklemiştir (Adamu, 2009: 4-7).

Grafik 3'de ABD ve AB ülkelerinde 2000-2008 döneminde finansal kurumlar tarafından dağıtılan kredilerde yaşanan nispi değişimler gösterilmiştir.

**Grafik 3: ABD ve AB Ülkelerinde Kredi Hacmindeki Değişim Oranı (2000-2008)**

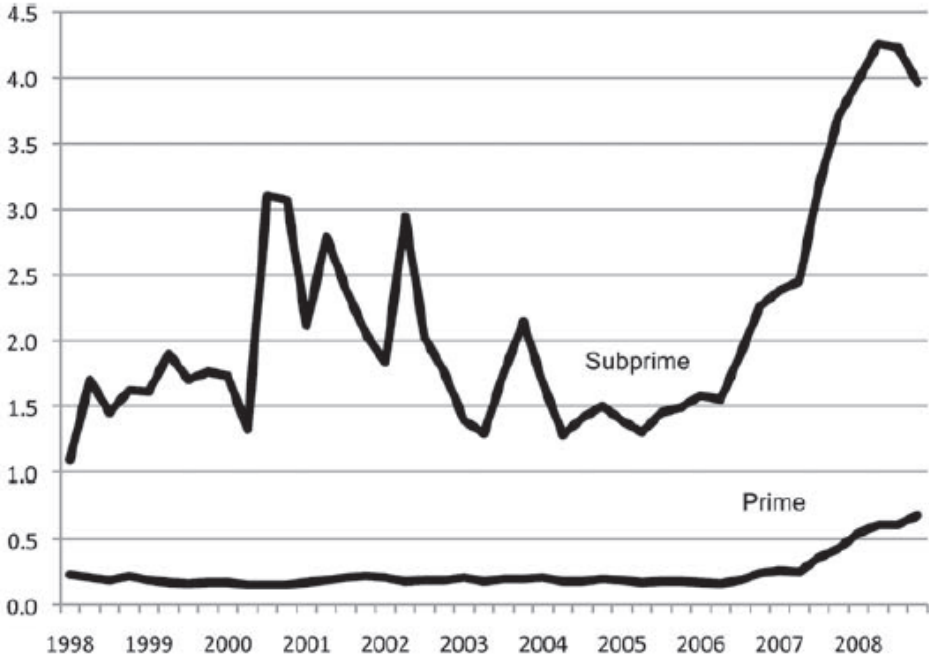


**Kaynak:** Suzan Ergün ve Levent Gökdemir, “Küresel Krizden Kurtulmanın Yolu Rasyonel Beklentiler Olabilir mi?”, <http://iys.inonu.edu.tr/webpanel/dosyalar/1427/file/suzanergun.pdf>, Erişim Tarihi: 19.08.2012, s.1157.

Grafik 3'e göre ABD'de 2002-2008 döneminde finansal kurumların dağıttığı kredilerde büyük bir artış yaşanmıştır. Sözgelimi Nisan 2002 ile Temmuz 2003 döneminde kredilerdeki büyüme oranı %10'a ulaşmış, 2005-2007 döneminde ise bu oran %10-12 bandında hareket etmiştir. ABD'de 2008 yılına kadar devam eden söz konusu kredi genişlemesinin büyük bir kısmı ise subprime mortgage kredilerinden oluşmaktaydı.

2004 ve 2006 yılları arasında ABD'de subprime mortgage kredilerinin toplam tutarı 1.5 Trilyon \$'a ulaşmıştır. Bu da ABD'deki toplam konut kredilerinin %15'ine denk gelmekteydi. Dolayısıyla ABD'de 2007 yılında başlayan finansal kriz öncesinde, subprime mortgage kredilerinde büyük bir artışın yaşandığı söylenebilir (Lim, 2008: 2-3).

ABD'de subprime ve prime mortgage kredilerinde yaşanan genişlemeler, Grafik 4 yardımıyla daha yakından incelenebilir. Grafik 4 incelendiğinde 1998-2008 döneminde bankaların açmış olduğu yüksek riskli subprime mortgage kredilerinin nispi payının, prime mortgage'lara göre çok daha büyük bir gelişme kaydettiği görülecektir.

**Grafik 4: Subprime ve Prime Mortgage Kredilerinin Miktarı (1998-2008)**

**Kaynak:** Robert W. Kolb, "From the Subprime Crisis to Financial Disaster: An Overview", (in) **The Financial Crisis Of Our Time**, New York: Oxford University Press, 2011, <http://www.questia.com/library/120076632/the-financial-crisis-of-our-time>, Erişim Tarihi: 23.07.12., p.62.

Grafik 4 bağlamında ABD'de 1998-2008 döneminde bankaların, geri ödenmeme riski yüksek olmasına rağmen daha kârlı gördükleri için subprime konut kredilerinden büyük oranda dağıtmayı tercih ettikleri söylenebilir. Bu çerçevede 2000'li yılların ilk yarısında subprime kredilerdeki genişlemeler %1-3'lük değerler arasında bir dalgalanma göstermesine karşılık, dönemin ikinci yarısıyla birlikte büyük gelişme kaydetmiştir. Şöyle ki ABD'de 2006 yılında yıllık bazda %1,5 artış kaydeden subprime mortgage kredileri, 2008 yılına gelindiğinde %4'ün üzerinde yükseliş göstermiştir. Buna karşılık prime nitelikteki mortgage kredileri ise dönem boyunca istikrarlı bir artış trendi izlemiştir. Söz konusu prime mortgage'larda da 2007-2008 döneminde küçük bir artış kaydedilmiştir. Böylece prime mortgage'lar yaklaşık olarak 10 yıllık bir süre içinde ilk kez %0,5'in üzerinde bir gelişme kaydetmiştir. Ancak subprime mortgage kredilerindeki yükselişler, prime mortgage'ların çok üzerinde kalmıştır.

Tablo 2'de ise 2001-2007 döneminde Amerikan finans sistemi tarafından açılan Prime ya da A sınıfı, Alt-A ve Subprime mortgage kredilerinin tutarları gösterilmiştir. Tabloya göre finansal krizin başladığı 2007 yılının ikinci yarısına kadar özellikle subprime mortgage kredilerinde çok büyük artışlar yaşanırken, krizle birlikte ise tüm mortgage kredilerinde hızlı bir daralma yaşanmıştır.

**Tablo 2: Mortgage Kredileri (2001-2007, Milyar \$)**

Yıl	Prime (A Sınıfı) Mortgage		Alternatif A Mortgage		Subprime Mortgage		Genel Toplam
	Miktar	Toplam Kredilerin %'si	Miktar	Toplam Kredilerin %'si	Miktar	Toplam Kredilerin %'si	
2001	1.440	65	55	2.5	160	7.2	2.215
2002	1.882	65.2	67	2.3	200	6.9	2.885
2003	2.680	67.9	85	2.2	310	7.9	3.945
2004	1.345	46.1	190	6.5	540	18.5	2.920
2005	1.180	37.8	380	12.2	625	20	3.120
2006	1.070	35.9	400	13.4	600	20.1	2.980
2007/ 1.Çeyrek	292	42.9	98	14.4	93	13.7	680
2007/ 2. Çeyrek	353	48.4	96	13.2	56	7.7	730
2007/ 3. Çeyrek	312	54.7	54	9.5	28	4.9	570
2007/ 4. Çeyrek	306	68	27	6	14	3.1	450

**Kaynak:** Marc Jarsulic, "Anatomy of A Financial Crisis, A Real Estate Bubble, Runaway Credit Markets and Regulatory Failure", **New York: Palgrave Macmillan**, 2010, p.6.

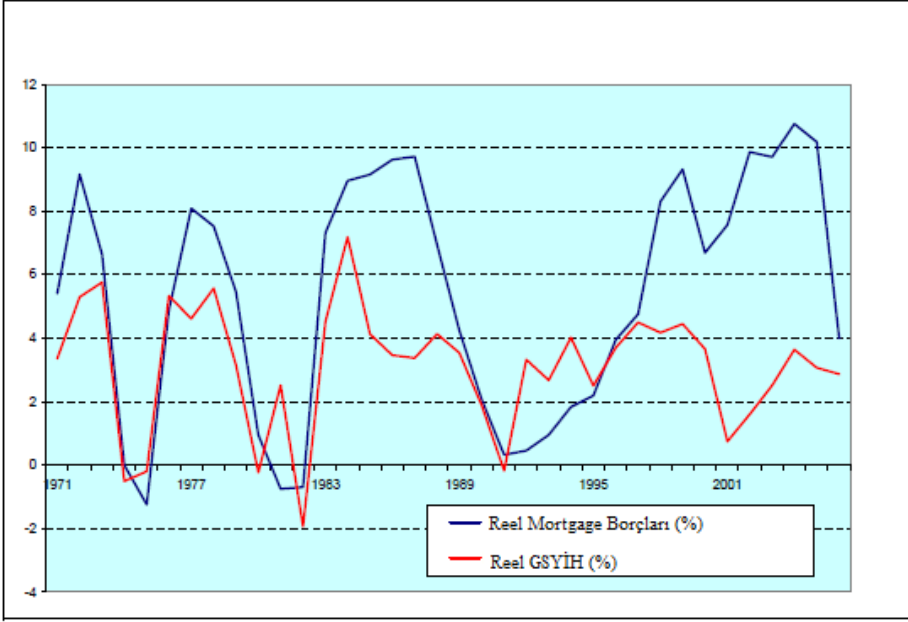
Tablo 2'ye göre ABD'de 2001-2007 döneminde finansal kurumların açmış oldukları mortgage kredileri, krizin başladığı 2007 yılının ikinci yarısında kadar çok büyük bir gelişme göstermiştir. Söz konusu dönemde mortgage kredileri arasında ise, en yüksek artış subprime mortgage kredilerinde yaşanmıştır. ABD'de 2001 yılında finansal kurumlar yalnızca 160 Milyar \$'lık subprime mortgage kredisi açarken, 2006 yılına gelindiğinde bu rakam 600 Milyar \$'a ulaşmıştır. Üstelik 2001 yılında subprime mortgage kredilerinin toplam krediler içerisindeki payı %7,2 iken, 2006 yılında 20.1'e yükselmiştir. Aynı dönemler arasında ABD'de Alternatif-A mortgage'ların miktarında da artış kaydedilirken, en güvenilir nitelikte kabul edilen Prime ya da A kalite mortgage'ların miktarında ise gözle görülür bir azalma meydana gelmiştir. Buna göre ABD'de 2001 yılında finansal kurumlar 55 Milyar \$'lık Alternatif-A mortgage kredisi açarken, 2006 yılına gelindiğinde bu rakam 400 Milyar \$'a ulaşmıştır. Ancak 2001 yılında finansal kurumlar 1.440 Milyar \$'lık Prime ya da A kalite mortgage kredisi açarken, 2006 yılına gelindiğinde bu rakam 1.070 Milyar \$'a düşmüştür.

Buna karşılık ABD'de 2007 yılının ikinci yarısında başlayan finansal krizle birlikte, kontrolsüz biçimde dağıttıkları mortgage kredilerinden büyük zarara uğrayan finansal kurumlar, özellikle subprime mortgage kredilerini önemli ölçüde azaltmışlardır. 2007 yılının ilk çeyreğinde 93 Milyar \$'lık subprime mortgage kredisi veren

finansal kurumlar, aynı yılın ikinci çeyreğinde bu rakamı 56 Milyar \$'a, üçüncü çeyreğinde 28 Milyar \$'a ve nihayet dördüncü çeyreğinde de 14 Milyar \$'a kadar düşürmüşlerdir. Böylece 2006 yılında %20,1 olan subprime mortgage kredilerinin toplam krediler içerisindeki payı da hızla azalarak, 2007 yılının son çeyreğinde 3.1'e gerilemiştir. Aynı şekilde 2007 yılının ilk çeyreğinde 98 Milyar \$'lık Alternatif-A kredisi veren finansal kurumlar, aynı yılın ikinci çeyreğinde bu rakamı 96 Milyar \$'a, üçüncü çeyreğinde 54 Milyar \$'a ve nihayet dördüncü çeyreğinde de 27 Milyar \$'a kadar azaltmışlardır. Bu da 2006 yılında %13,4 olan Alternatif-A mortgage kredilerinin toplam krediler içerisindeki payının da düşerek, 2007 yılının son çeyreğinde %6'ya gerilemesine yol açmıştır. Dolayısıyla Amerikan bankalarının finansal krizle birlikte subprime mortgage ve Alternatif-A gibi riskli krediler verme eğiliminden vazgeçerek, fonlarını geri ödeme garantisi daha yüksek kesimlere yönelttiği söylenebilir. Nitekim bu gelişmeyi ispatlarcasına tablodan da görülebildiği gibi ABD'de Prime ya da A kalite mortgage kredilerinin, 2007 yılının ilk çeyreğinde toplam krediler içindeki payı %42,9 iken, dördüncü çeyrekte %68'e yükselmiştir.

ABD'de çok riskli olduğu bilindiği halde bu kadar yüksek miktarda subprime mortgage kredisi açılması, bankacılık oligarşisinin daha fazla kazanç elde etme hırslının bir sonucudur. Şöyle ki Amerikan bankalarının problemleri kriz öncesinde de bilinmesine rağmen, daha yüksek büyüme uğruna iyi zamanlarda riskler göz ardı edilmiştir. Amerikan bankaları finansal çöküş inkar edilemeyecek boyuta gelinceye kadar, büyük mali kaynaklara hükmedenler yüksek riskli fonları cazip hale getirmek ve hükümetin söz konusu fonlara müdahalesini engellemek için ellerinden gelen her şeyi yapmışlardır. Dolayısıyla finansal krizin asıl suçluları, çok yüksek bir hayat standardına ulaşmak isteyen ve bunun için mevcut gelirlerinin üzerinde borçlanarak ödeyemeyecekleri borçların altına giren açgözlü tüketiciler ile daha fazla kazanç uğruna riskli olduğunu bilerek bu oyuna göz yuman finansal oligarşidir. Geçen 25 yıla göre hayat standartlarında meydana gelen etkileyici artışların temel sebebi, geçmiş yıllarda alınan kredilerdi. Ancak bugün ulaşılan nokta bize aşırı borçlanma olgusunun eninde sonunda bir finansal krizle neticeleneceğini ve bunun sonucunda sıradan insanların kredi ödemelerini yerine getiremeyeceğini bir kez daha kanıtlamıştır. 1929 Büyük Buhranı sırasında hane halklarının borçlarının GSYİH'ya oranı %100'e yaklaşmıştır. Bu oran 1980'li yıllarda %50'ye ulaşmış, 2000'li yıllarda ise %100'ü aşmıştır. Dolayısıyla 2000'li yıllarda ABD'de hane halkı borçluluğunun gelirleri aştığı ve çevrilemez hale geldiği söylenebilir (Reavis, 2009: 3).

Grafik 5'de ABD'de 1971-2006 döneminde reel GSYİH büyümesindeki ve hane halklarının reel mortgage borçlarındaki nispi değişimler gösterilmiştir.

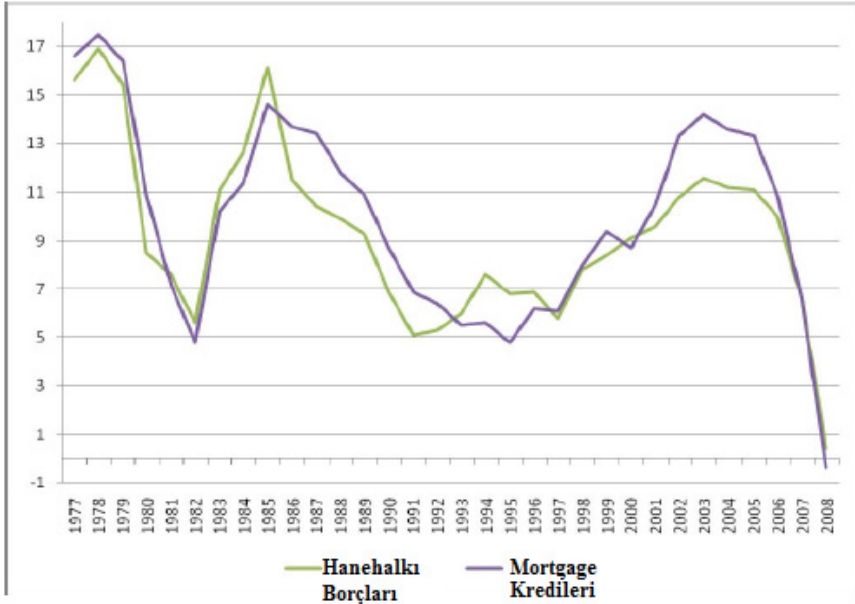
**Grafik 5: Reel GSYİH Büyümesi ve Mortgage Borçları (1971-2006)**

**Kaynak:** Gary A. Dymksi, "From Financial Exploitation to Global Banking Instability: Two Overlooked Roots of the Subprime Crisis", December-2007, <http://www.soas.ac.uk/economics/events/crisis/file43938.pdf>, Erişim Tarihi: 19.06.10, p.6.

Grafik 5'ten görülebileceği gibi ABD'de hane halkları 2000'li yılların ilk yarısında, reel GSYİH'dan daha fazla mortgage kredisi kullanmışlardır. Örneğin 2005 yılında ABD'de reel GSYİH % 3 düzeyinde bir artış gösterirken, hane halklarının reel mortgage borçları ise %10'dan daha fazla yükselmiştir. Bunda düşen faiz oranlarının ve bankaların likidite fazlalığının oldukça büyük etkisi olmuştur. Hane halklarının reel gelirlerinden daha fazla borçlanması nedeniyle, 2007 yılından itibaren alınan kredilerin büyük bir kısmı bankalara geri dönmemiş ve böylece finansal kriz başlamıştır. Bu da ABD'de finansal kriz öncesi dönemde hane halklarının borçluluğunun sürdürülemez bir seviyede olduğunu ispatlamaktadır.

ABD'de 2000'li yılların başından itibaren FED'in izlediği genişletici para politikalarının da etkisi ile bankalar yoğun biçimde kredi dağıtmışlardır. Söz konusu kredilerin çoğunu ise, mortgage kredileri daha öne çıkmaktadır. Bu da hane halkının borçluluğunu artırarak, bir süre sonra söz konusu borçların geri ödenememesine yol açmıştır. Grafik 6'da ise 1977-2008 döneminde ABD'de hane halkı borçları ve mortgage kredilerinin yıllık büyüme oranları gösterilmiştir.

**Grafik 6: Hanehalkı Borçları ve Mortgage Kredilerinin Büyüme Oranı (1977-2008)**



**Kaynak:** Michele Fratianni and Francesco Marchionne, “The Role of Banks in the Subprime Financial Crisis”, April-2009, <http://www.bus.indiana.edu/riharbau/RePEc/iuk/wpaper/bepp2009-02-fratianni-marchionne.pdf>, Erişim Tarihi: 23.07.12, p.27.

Grafik 6'ya göre ABD'de 2000'li yılların ilk yarısında hane halkı borçları ve mortgage kredileri oldukça gelişme göstermiştir. ABD'de 2000 yılında mortgage kredisi yıllık büyüme oranları %9 iken, 2005 yılında %14'e yükselmiştir. Mortgage kredilerindeki artışlara paralel olarak, hane halkı borçları da yükseliş göstermiştir. Nitekim 2000 yılında %9'lar düzeyinde olan hane halkı borçlarındaki yıllık artışlar, 2005 yılına gelindiğinde %11'i aşmıştır. ABD'de mortgage kredilerindeki ve hane halkı borçlarında yaşanan söz konusu çarpıcı artışlar, finansal riskleri artırarak ekonomiyi 2007 yılında krize sürüklemiştir. Hane halklarının aldıkları borçları ödeyememesi üzerine, bir çok banka batmış veya devletçe kurtarılmıştır. Böylece 2007 yılından itibaren ABD'de bankaların dağıttığı başta mortgage olmak üzere tüm kredilerde azalmalar yaşanmıştır. Nitekim yukarıdaki grafiğe göre 2008 yılına gelindiğinde mortgage kredisi yıllık büyüme oranları %1'in bile altına düşmüştür. Kredilerdeki daralmaya paralel olarak ABD'de yeni borçlanma imkanları olmayan hane halklarının borçlarında da büyük bir gerileme yaşanmıştır. 2008 yılında ABD'de hane halkları borçları, %1 oranında azalma göstermiştir.

ABD'de 1994 yılında subprime mortgage kredilerinin toplam mortgage ödünçleri içindeki payı sadece %5 iken, 2005 yılına gelindiğinde %20'yi aşmıştır. ABD'de 1994-2005 yılları arasında 12 Milyon konutun subprime mortgage kredisi ile alın-

dığı tahmin edilmektedir. Subprime mortgage kredilerinde yaşanan bu genişleme eğilimi, kredi standartlarının bozulmasını ve kredi patlaması olgusunu beraberinde getirmiştir. ABD’de finansal krize kadar artan konut fiyatları da, kredi patlamasını tetiklemiştir. Aslında konut fiyatları ile konut kredileri arasında karşılıklı olarak doğru yönlü bir ilişki oluşmuştur. Konut kredilerindeki artışlar, konut talebini ve o da konut fiyatlarını yükseltmiştir. Konut fiyatları arttığı için konut sahibi olmak isteyenler daha fazla kredi kullanmak zorunda kalmışlardır. Finansal piyasalarda yeterli bir denetimin olmaması, likidite bolluğu, türev araçların kompleks niteliği gibi sebeplerle de desteklenen bu süreç, kredi ve konut balonlarının oluşmasına aracılık etmiştir. Nitekim ABD’de içinde konut kredilerinin de bulunduğu ve normalde ticareti yapılamayan finansal ürünlerin ticarete konu hale getirilmesini ifade eden SIV (Structured Investment Vehicle)’lerin büyüklüğü, 2007 yılında 1 Trilyon 800 Milyar \$’a ulaşmıştır. Böylece genişleyen kredi riski, Amerikan ekonomisini 2007 yılında derin bir krize sürüklemiştir. Yaşanan krizin büyüklüğünü göstermek için, üç aylık Libor faiz oranı ile üç aylık Amerikan Hazinesi tahvilleri arasındaki farklılığı gösteren ve “TED spreadleri” olarak adlandırılan oranların aldığı değerlere bakmak yeterli olacaktır. TED spreadleri, 1994-1995 Meksika Krizi ve 1997 Asya Krizi sırasında 60 baz puan ve Körfez Savaşı sırasında 120 baz puan artarken, 2007 yılının Ağustos ayı ile 2008 yılının Ekim ayı arasında geçen 13 aylık sürede tüm zamanların rekorunu kırarak 464 baz puanlık bir yükseliş göstermiştir. Bu da Amerikan ekonomisinde konut ve kredi piyasasındaki sorunlardan kaynaklı olarak yaşanan çöküntünün ne kadar derin olduğunu ortaya koymaktadır (Fratianne and Marchionne, 2009: 6-11).

ABD’de ki problem yalnızca bankaların ölçüsüzce dağıttığı mortgage kredilerden kaynaklanmamaktaydı. Ekonomiye asıl sıkıntıya düşüren bir konu da müşterilere verilen kredilerin, finansal kuruluşlarca fon haline getirilerek finansal piyasalarda yeniden satışa sunulmasıydı. Menkul kıymetleştirme denilen bu olgu, ilave kaynak sağladığı için özellikle bankalar tarafından sıklıkla kullanılmıştır. Bu da finansal kaldıraç oranları ve risk primlerinin giderek yükselmesine neden olmuştur. Nitekim ilerleyen dönemlerde bankaların ödenmeyen krediler nedeniyle menkul kıymet fonlarından kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirememesi üzerine mortgage krizi patlak vermiştir. İzleyen kısımda mortgage krizine giden süreçte, menkul kıymetleştirme olgusunun oynadığı rol açıklanmaya çalışılmıştır.

### **2.1.3. Menkul Kıymetleştirme Olgusunun Giderek Yaygınlaşması**

ABD’de finansal kuruluşlar, verdikleri mortgage kredilerini fon haline getirip finansal piyasalarda yeniden satışa sunmuşlardır. Menkul kıymetleştirme adı verilen bu süreç, yüksek karlar vaat ettiği için kısa sürede popüler olmuştur. 2005 ve 2006 yıllarında subprime mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ihraçlarının, ipotekli konut kredilerine oranı %75’e ulaşmıştır. Ancak menkul kıymetleştirme sürecinin bu kadar hızlı yaygınlaşması, finansal riskleri artırarak sistemin kırılğan hale gelmesine yol açmıştır. Nitekim 2007 yılında özellikle subprime mortgage kredilerinin bankalara geri dönüşlerinde yaşanan sıkıntılar üzerine de, daha önce menkul kıymetleştirilmiş varlıkların sorunlu olduklarının anlaşılması neticesinde finansal kriz

başlamıştır.

Menkul kıymetleştirme, daha önce satılmış olan finansal varlıkların –özellikle de mortgage tabanlı kredilerin – finansal kurumlar tarafından birleştirilip bir paket haline getirilerek yeniden satılması sürecine denilir. Bu süreç menkul kıymetleştirme yapan kurumlara yeni fon kaynakları sağlamakta ve finansal riskleri söz konusu varlıkları satın alan yatırımcılar arasında dağıtma şansı vermektedir. Menkul kıymetleştirme olgusu, ABD’de 1990’lı yıllarda ortaya çıkan ABS, MBS, CDO gibi mortgage ürünleri ve finansal yenilikler sayesinde giderek yaygınlaşmıştır. ABD’de finansal denetim ve regülasyon eksikliği de, finansal kuruluşları yeni krediler açabilecekleri ilave fonlara sahip olmak için daha çok menkul kıymetleştirme yapmaya yönlendirmiştir. Ancak menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkardığı en büyük sorun, menkul kıymet haline getirilen fonlara yatırım yapan yatırımcıların fonların gerçek değerini bilememeleridir. Çünkü menkul kıymetleştirilen varlıklar oldukça kompleks bir nitelik arz etmekte ve risk düzeyleri birbirinden oldukça farklı varlıkları içermekteydi. Dolayısıyla menkul kıymetleştirmenin yaygınlaşması, geri ödenmeme olasılığı oldukça yüksek olan kredilerin riskini bankalardan alarak finansal yatırımcılara yüklemiştir. Rating kuruluşlarının da gerçek değeri ile şişirilmiş piyasa değeri arasındaki farkı giderek açılan ve bir balona dönüşen menkul kıymetlere yüksek notlar vermeleri, finansal piyasalarda asimetric enformasyon ve ahlaki tehlike probleminin de giderek genişlemesine yol açmıştır. Bu da menkul kıymetleştirilmiş varlıkların gerçek değerlerini bilmeyen finansal yatırımcıların, varlık taleplerinin finansal kriz yaşanana kadar devam etmesine neden olmuştur. Buna karşılık ABD’de 2000’li yılların ortasına kadar uygulanan genişlemeci para politikaları ve düşük faiz oranları nedeniyle finansal kurumların ellerinde oluşan fon fazlalığı, söz konusu problemlerin açığa çıkmasını engellemiştir. Ne var ki 2007 yılının ortalarında Amerikan bankalarının bilançolarında kötü krediler nedeniyle oluşan varlık değerlerindeki kayıplar, menkul kıymet karşılıklarının sağlam bir temele dayanmadığını göstermiştir. Böylece menkul kıymet balonu patlamış, yanlış yatırım kararları görülebilir hale gelmiş, geri dönmeyen krediler nedeniyle sorunlu varlıkların sayısı artmış, finansal kurumlardan fon çekilişlerinin başlamış, bankalar yeni borç bulmakta ve ödemelerini yapmakta büyük güçlükler yaşamışlar ve Amerikan ekonomisi derin bir finansal krize sürüklenmiştir (Khawaja, 2012: 1-16).

Menkul kıymetleştirme, birincil piyasalarda satışa sunulan mortgage kredilerinin fon haline getirilerek ikincil piyasalarda yeniden satılması olarak da tanımlanabilir. Bu süreç gayrimenkuller üzerine ipotek konulmasına ve daha sonra banka tarafından gayrimenkul bedeli karşılığında menkul kıymet ihraç edilmesi üzerine kuruludur. Bankalar tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, aracı kurumlara veya doğrudan yerli/yabancı yatırımcılara uzun vadeli olarak satılmaktadır. Böylece bankalar bilançolarındaki faiz riskini dağıtmakta ve aracılık ile komisyon geliri elde etmektedirler. Diğer taraftan mortgage kredisi kullanan tarafın faiz giderleri, menkul kıymet fonlarına yatırım yapanlara faiz geliri olarak aktarılmaktadır (Demir v.d., 2008: 6).

Dolayısıyla menkul kıymetleştirme olgusu, nakit akışlarının bir havuzda toplanarak finansal yatırımcılara yeniden satılmak üzere bir mali kaynağı üretilmesini ifade etmektedir. ABD’de finansal kurumlar, likiditenin bollaştığı 2000-2006 yılları arasında yaygın biçimde menkul kıymetleştirmeye gitmişlerdir. Bunda menkul kıymetleştirmenin sağladığı risk paylaşımı, yüksek kazanç olanağı, yasal sermaye yükümlüklerini yerine getirmeyi kolaylaştırması ve daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan yeni krediler tahsis edilebilmeye imkân vermesi gibi önemli avantajlar büyük rol oynamıştır. Ancak menkul kıymetleştirmenin sağladığı bu avantajlara karşılık mortgage krizinin başta gelen nedenleri arasında sayılması, finansal riskleri yaygınlaştırmasındandır. Şöyle ki mortgage kredisi veren bir banka, kredi geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek yatırımcı kişi veya kurumlara satmaktadır. Böylece menkul kıymeti ihraç eden banka, kendi üzerindeki riski menkul kıymet talep eden yatırımcılara da aktarmaktadır. Bu da kredi borcunun gecikmesi veya hiç ödenmemesi durumunda sadece krediyi veren bankanın değil, aynı zamanda menkul kıymeti alan yatırımcılarında zarar etmesi anlamına gelmektedir. Çünkü böyle bir durumda satın alınan menkul kıymetlerin karşılığı olmayacaktır. Dolayısıyla menkul kıymetleştirme sürecinin finansal risklerin paylaşımını kolaylaştırarak, Amerikan finansal sistemini kırılğan hale getirdiği söylenebilir (Alatar, 2010: 2-3).

Menkul kıymetleştirme sürecinde, banka kredileri sermaye piyasalarında alım satım yapılabilecek varlıklara dönüştürülmektedir. Bu süreçte en çok kullanılan finansal aktifler ipotekli konut kredileri (mortgage) olmasına rağmen, bunun dışında taşıt kredileri, tüketici kredileri, ihracat kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden ve kredi kartından doğan alacaklar da yer almaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinde esas olarak kullanılan yöntemler ise, “Ödeme Aktarmalı Sertifikalar (Pass-Through Securitization)”, “Nakit Akımlı Menkul Kıymetler (Pay-Through Asser Securitization)” ve “Aktife Dayalı Menkul Kıymetler (Asset Backed Securitization)” dir. Menkul kıymetleştirme yapabilme diğer bir ifadeyle VDMK ihraç edebilme hakkı, genel finans ortaklıkları ile sigorta şirketleri ve bankalara aittir. Bankalar doğrudan ve dolaylı olarak VDMK ihraç edebilirken, finansal kiralama (leasing) şirketleri ise sadece kendi alacakları üzerinden, genel finans ortakları da yalnızca devraldıkları alacaklar karşılığında VDMK çıkarabilmektedir (Alptekin, 2009: 11-12).

Menkul kıymetleştirmenin mortgage krizinin temel nedenleri arasında sayılması, bu yolla finansal risklerin kurumlar arasında aktarılabilmesinden kaynaklanmaktadır. Menkul kıymetleştirme süreci ile bankalar, verdikleri bir mortgage kredisinin geri ödemelerini menkul kıymet haline getirerek ikincil piyasalarda satabilme imkanı elde etmişlerdir. Ancak bu durumda finansal sistemin dayanıklılığı zayıflamıştır. Çünkü verilen mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanacak sıkıntılar durumunda, hem krediyi açan banka hem de menkul kıymeti satın alan finansal kuruluşlar ciddi zararlar ile karşılaşabileceklerdir. Nitekim ABD’de yaşanan finansal kriz sırasında korkulan olmuş ve özellikle subprime mortgage kredilerinin önemli bir kısmının 2007 yılında geri dönmemesi üzerine, söz konusu krediler üzerinden açılan menkul kıymetleri satın alan finansal kurumlar çok büyük zararlar etmişlerdir. FED eski başkanı Alan Greenspan’ın finansal krizin nedeni olarak, sadece mortgage

kredilerini değil bu kredilerin paketlenerek tekrar satılmasını göstermesinin nedeni de budur (Korkmaz ve Tay, 2011: 118).

ABD’de bankacılık endüstrisi tarafından piyasaya sürülen türev ürünlerinin kompleks niteliği, bu ürünleri satın alanlar açısından risk durumlarının tam olarak bilinmemesi sonucunu doğurmuştur. Özellikle finansal yeniliklerle de desteklenen menkul kıymetleştirme süreci, yalnızca konut kredileri ile sınırla kalmayıp öğrenci kredilerinden, ticari kredilere ve hatta kredi kartlarına kadar bir çok finansal işlem türünde uygulanır hale gelmiştir. Rating kuruluşlarının da menkul kıymetleştirilen kredi fonlarına yeterince inceleme yapmadan yanlış notlar vermeleri de, menkul kıymetlerin gerçek fiyatlarının tahmin edilmesini olanaksız kılmıştır. Ancak 2007 yılının ikinci yarısından itibaren menkul kıymetlerin karşılığı olan kredilerin bankalara geri dönmesinde yaşanan sıkıntıların açığa çıkması, finansal piyasalarda belirsizliğe yol açmış ve menkul kıymetleştirilmiş fonların değerlerini düşürerek Amerikan ekonomisini krize sürüklemiştir (Schwartz, 2009: 20-22).

ABD’de denetimsiz ve kontrolsüz biçimde uygulanan menkul kıymetleştirme olgusu, finansal piyasalarda büyük problemlere yol açarak krize giden süreçte önemli bir etki meydana getirmiştir. ABD’de menkul kıymetleştirmenin giderek yaygınlaşmasının finansal piyasalarda yol açtığı problemleri ise şu şekilde sıralayabiliriz: (Butter, 2008: 6-7)

- Menkul kıymetleştirilmiş fonlar, yüksek risk eğilimlerine rağmen yatırımcılara yüksek getiriler vaat etmiştir. Bu da yatırımcıların yeterince araştırma yapmadan ilave riskler alarak, menkul kıymet fonlarına olan taleplerinin yükselmesine neden olmuştur. Böylece menkul kıymetleştirilmiş fon hacmi giderek genişlemiştir. Ancak söz konusu fonları çıkaran finansal kurumların açık pozisyonları da artmıştır. Bu açıkları kapatmak isteyen finansal kurumlar, her defasında daha fazla varlığı menkul kıymetleştirmek durumunda kalmışlardır. Dolayısıyla bu süreç, kendi kendini her defasında besleyen çok büyük bir spekülasyon oyununa dönüşmüştür. Bu oyunun bir yerde biteceği ve bunun sonuçlarını yüksek riskler alanlar için oldukça kötü olacağı belli iken, tüm yatırımcılar irrasyonel bir davranış göstererek oyunun bitmeyeceğini varsayarak hareket etmişlerdir. Böylece menkul kıymetleştirilmiş varlıklardan oluşan spekülasyon balonları her geçen gün büyümüştür.
- Menkul kıymetleştirme süreci, finansal türev araçların kompleks niteliğini artırarak piyasalardan enformasyon toplamayı güçleştirmiştir. Bu da finansal piyasalarda asimetrik enformasyon problemini ortaya çıkarmıştır. Görevleri finansal yatırım araçlarını izlemek ve onların gerçek durumları hakkında müşterilerini bilgilendirmek olan rating kuruluşları ise, işin kolaylığına kaçarak yeterince araştırma yapmadan ödünç verme ofislerinden elde ettikleri bilgilere dayalı olarak notlar vermişlerdir. Bu nedenle gerçekte kötü durumdaki menkul kıymet fonları, rating kuruluşlarından yüksek notlar almışlardır. Böylece menkul kıymetler hakkında yeterli bilgilere sahip olamayan yatırımcıların sorunlu fonlara yatırım yapmasıyla birlikte, finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki

tehlike olgusu giderek yaygınlaşmıştır.

- Menkul kıymetleştirilmiş fonlara verilen yanlış notlar, gerçekte iyi durumda olan finansal kuruluşların çıkardığı varlıklara olan talebi de azaltmıştır. Bu da normalde sorunsuz olan finansal kurumların borçlanmasını güçleştirerek, piyasalarda likidite sıkışıklığının baş göstermesine ve yapılması düşünülen yatırımların ertelenmesine de yol açmıştır. Buna bağlı olarak finansal sistem etkinliğini giderek yitirmeye başlamıştır.
- Menkul kıymetleştirme süreciyle birlikte, finansal piyasalarda kredi swap'ları ve hedge fund'lar gibi spekülative değer ifade eden varlıklar daha fazla ilgi görmeye başlamıştır. Gerçek ile hayalin birbirine karıştığı bu dönemlerde, finansal yatırımcılar sağlıklı gözlem yapamazlar. Nitekim finansal krize giden süreçte, Amerikan finans piyasalarında yeni yatırım araçlarının riskleri tamamen görmezden gelinerek sadece kâr güdüsü üzerine odaklanılmıştır. Böylece adeta bir kara deliğin her şeyi kendine çekmesi gibi, yatırımcılar da menkul kıymet fonlarına aşırı talepte bulunmuşlardır. Ancak bu durum finansal kırılganlık düzeyini giderek yükselterek, ekonomiyi krizlere açık hale getirmiştir.

2005 yılında 10 Trilyon \$'lık büyüklüğe ulaşan Amerikan mortgage endüstrisinde, MBS'lerin büyüklüğü 3 Trilyon \$'a erişmişti. ABD'de 2004-2006 yılları arasında CDO'ların hacmi de 125 Milyar \$'dan 350 Milyar \$'a yükselmiştir. Diğer taraftan Amerikan finans piyasalarında hızlı bir gelişim gösteren özel varlık fonları da 2005'de 232 Milyar \$'dan, 2006'da 459 Milyar \$'a ve 2007 yılının sadece ilk yarısında 240 Milyar \$'a yükselmiştir. Bu rakamlar ABD'de 2004-2007 döneminde çok ciddi bir menkul kıymetleştirmenin yaşandığını göstermektedir. Finansal krize giden süreçte giderek yaygınlaşan menkul kıymetleştirme (securitization) olgusu büyük bir rol oynamıştır. Çünkü menkul kıymetleştirme olgusu sonucunda artan riskler nedeniyle Amerikan finans şirketlerinin kaldıraç oranları yükselmiş ve borç ödeme kapasiteleri düşmüştür. 2004 ve 2007 yılları arasında finansal şirketlerin kaldıraç oranları 4.8'den 7.0'a yükselirken, borç ödeme kapasiteleri ise 3.4'ten 1.8'e düşmüştür. Bu da ABD'de finansal riskleri daha da artırarak krizi tetiklemiştir (Lim, 2008: 3-6).

ABD'de finansal kurumların mortgage krizi öncesinde yoğun biçimde menkul kıymetleşmeye gitmesinin nedeni, CDO gibi karmaşık yatırım araçlarının yeni kazançlar sağlamaya imkan vermesidir. Aynı zamanda daha yüksek karlar elde etmek isteyen finansal yatırımcılar da söz konusu menkul kıymetleştirilmiş fonlara büyük ilgi göstermişlerdir. Çünkü bu fonlar içinde yüksek risk barındırdığı için getirileri de hazine tahvillerinden yüksektir. Amerikan bankalarının alacaklarını teminat göstererek satışa sundukları menkul kıymet fonlarının büyüklüğü Trilyon \$'ı bulmuştur. Ancak 2007 yılından itibaren finansal sistem göstergelerinin bozulması ve önceki dönemde verilen kredilerin bankalara geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılar üzerine menkul kıymetleştirme süreci de durmuştur. Finansal piyasalarda başlayan sıkıntılar üzerine menkul kıymetleştirilmiş fon sahipleri panik satışlarına girişmişlerdir. Bu da fonların değerlerini hızla düşürdüğü gibi bir çok fonun da alıcı bulamamaya

elde kalmasına yol açmıştır. Böylece finansal piyasalar da likidite sıkışıkları baş göstermiştir. Artan likidite baskısıyla mücadele etmek için FED politika faizlerini düşürürken, Amerikan Hazinesi'nde sorunlu menkul kıymet fonlarını satın almaya başlamıştır (Demir v.d., 2008: 54).

Tablo 3'de ABD'de 2001-2006 yılları arasında dağıtılan subprime ve toplam mortgage fonlarının miktarı ile subprime mortgage'ların menkul kıymetleştirme oranları gösterilmiştir.

**Tablo 3: Mortgage Ödünçleri ve Menkul Kıymetleştirme Oranı (2001-2006)**

YIL	Toplam Mortgage Ödünçleri (Milyar \$)	Subprime Mortgage Ödünçleri (Milyar \$)	Toplam Mortgage Ödünçleri İçinde Kredilerin Payı (%)	Menkul Kıymetleştirilen Subprime Mortgage'lar (Milyar \$)	Subprime Mortgage'ların Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)
2001	2.215	190	8.6	95	50.4
2002	2.885	231	8.0	121	52.7
2003	3.945	335	8.5	202	60.5
2004	2.920	540	18.5	401	74.3
2005	3.120	625	20.0	507	81.2
2006	2.980	600	20.1	483	80.5

**Kaynak:** Kevin Fox Gotham, "Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis", **International Journal of Urban and Regional Research**, Volume 33, No.2, June-2009, s.365.

Tablo 3'e göre ABD'de 2001-2006 yılları arasında subprime mortgage ödünçlerinin miktarı ve mortgage fonlarının menkul kıymetleştirme oranları çok hızlı bir artış göstermiştir. 2001 yılında 190 Milyar \$ olan subprime mortgage ödünçleri, 2006 yılında 600 Milyar \$'a ulaşmıştır. Toplam krediler içinde mortgage kredilerinin payı 2001 yılında %8.6 iken, 2006'da %20.1'e çıkmıştır. Yine 2001 yılında 95 Milyar \$ olan menkul kıymetleştirilen subprime mortgage miktarları, 2006 yılında 483 Milyar \$'a yükselmiştir. Aynı dönemler arasında subprime mortgage'ların menkul kıymetleştirme oranı ise %50,4'ten %80.5'e ulaşmıştır.

ABD'de bankaları menkul kıymetleştirme olgusuna yönelten en temel sebeplerden birisi de, faiz oranlarının 2001-2004 döneminde oldukça düşük olması ve gelecekteki yatırım araçlarının getirilerinin son derece sınırlı olmasıdır. Artan ucuz kredi talebi üzerine bankalar risk alarak dağıttıkları subprime mortgage kredilerinden doğan alacaklarının önemli bir bölümünü menkul kıymetleştirme yoluna gitmişlerdir. ABD'de bankalar 2002'de 122.7 Milyar \$, 2003'te 195 Milyar \$, 2004'te 362.63 Milyar \$ ve 2005'te ise 465 Milyar \$'lık MBS ihraç etmişlerdir. Finansal kriz öncesinde Amerikan bankalarının ihraç ettiği CMO (Collateralized Mortgage Obligation) miktarında da büyük artış kaydedilmiştir. CMO'lar, MBS'lerden farklı olarak sadece men-

kul kıymetlere dayalı olarak değil, bunlarla birlikte diğer varlıklara dayalı olarak da ihraç edilmektedir. Çünkü CMO'lar, bir çok finansal varlığın bir araya getirilmesi ve teminat niteliğindeki havuza yatırılması karşılığında çıkarılmaktadır. ABD'de bankalar tarafından çıkarılan CMO miktarı, 2004 yılında 157 milyar dolar iken, 2006 yılında ise 559 milyar dolara yükselmiştir (Kutlu ve Demirci, 2011: 123-124).

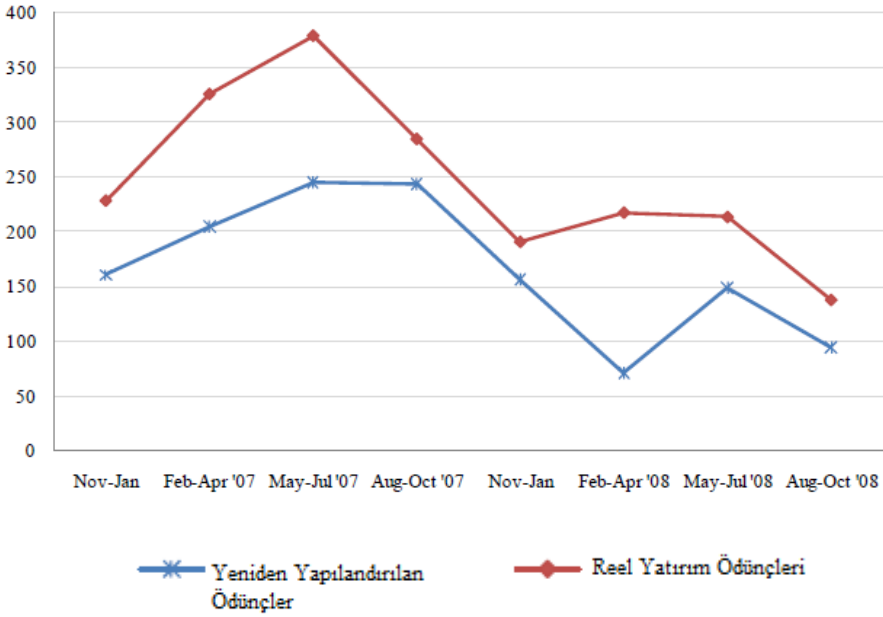
ABD'de 2000'li yıllarda menkul kıymetleştirilmiş türev ürünlerin toplam boyutu 600 Trilyon \$'a ulaşmıştır. Bu rakam ABD GSYİH'nin 44 katı iken, dünya GSYİH'nin da 10 katına eşittir. Ancak Amerikan finans sistemindeki asıl sorun, CDS (Credit Default Swaps) ve CDO olarak bilinen menkul kıymetleştirilmiş türev ürünlerin 4 Trilyon \$'lık kısmının sorunlu (toksik) varlıklardan oluştuğunun anlaşılmasıydı. Tezgaah üstü türevler (over the counter derivatives) diye de anılan ve üstünde yazılı olan değeri gerçekte taşımayan toksik varlıkların %40'ı Japonya ile AB ülkelerine satılmıştı. Bu nedenle söz konusu toksik varlıklar, finansal krizin dış dünyaya yayılmasında ve özellikle Avrupa Borç Krizinin tetiklenmesinde çok ciddi bir rol üstlenmişlerdir (Kazgan, 2012: 12).

ABD'de 2000'li yılların ilk yarısında çok yoğun biçimde yaşanan menkul kıymetleştirme süreci, finansal krizle birlikte kesintiye uğramıştır. Bankaların ihraç ettiği kredileri menkul kıymet haline getirerek satışa sunmasıyla oluşan menkul kıymetleştirme olgusu, özellikle yüksek riskli subprime mortgage'ların geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılar üzerine başlayan finansal krizde bankaların zararını daha da artırmıştır.

ABD'de kredi patlamasının yaşandığı 2007 yılının Mayıs-Temmuz döneminde bankaların toplam borçları 414.8 Milyar \$'a yükselmiştir. Finansal kriz sonrasında ise Ağustos-Ekim 2008 döneminde, banka borçlarında ilave olarak 264.7 Milyar \$'lık daha artış yaşanmıştır (Ivashina and Scharfstein, 2010: 322-325).

ABD'de mortgage kriziyle birlikte bankaların artan borçları ve zararları, açılan kredilerin de daralmasına yol açmıştır. Grafik 7'de ABD'de reel yatırım ödüncüleri ve yeniden yapılandırılan ödüncüler gösterilmektedir. Grafik 7 incelendiğinde ABD'de yaşanan finansal krizle birlikte, reel yatırım kredilerinde ve refinansman kredilerinde önemli düşüşlerin yaşandığı göze çarpmaktadır.

**Grafik 7: Reel Yatırım Ödünçleri ve Yeniden Yapılandırılan Ödünçler (2007-2008, Milyar \$)**



**Kaynak:** Victoria Ivashina and David S. Scharfstein, “Bank Lending During the Financial Crisis of 2008”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 97, No. 3, September-2010, pp.329-332.

Grafik 7'ye göre finansal krizin başladığı 2007 yılının Temmuz ayında bankalar tarafından verilen reel yatırım kredileri 380 Milyar \$ ve yeniden yapılandırılan ödünçler 250 Milyar \$ düzeyindedir. Ancak finansal krizle birlikte bankaların kredi musluklarını kesmesi ile birlikte 2008 yılının ikinci yarısında reel yatırımlar için verilen krediler 140 Milyar \$'a ve yeniden yapılandırma kredileri de 100 Milyar \$'a kadar düşmüştür. Buna göre ABD'de 2007-2008 döneminde finansal kredilerde önemli bir geri çekilmenin yaşandığı söylenebilir. Finansal kredilerde yaşanan bu daralma, bankaların borçlarındaki artışlardan kaynaklanmıştır.

Amerikan ekonomisinin finansal krize düşmesinde hiç kuşkusuz ki FED'in izlediği tutarsız para politikaları, bankaların ölçüsüz biçimde subprime mortgage kredileri kullandırmaları ve bu krediler üzerinden oluşturulan menkul kıymetleştirilmiş fonlar çok ciddi bir rol oynamıştır. Ancak eğer finansal kriz öncesinde giderek artan ve bir noktada balon halini alan konut fiyatları düşmemiş olsaydı, bankalar zararlarının bir kısmını karşılayabileceklerdi. Böylece finansal kriz yaşanmayabilirdi veya daha az zararlara atlatılabilirdi. Bu bağlamda konut değeri nispetinde mortgage kredisi veren bankalar, konut fiyatlarının hızla artmasına ve konut balonlarının oluşmasına yol açarak krizin çıkmasında önemli bir rol oynamıştır. Konut kredilerinin

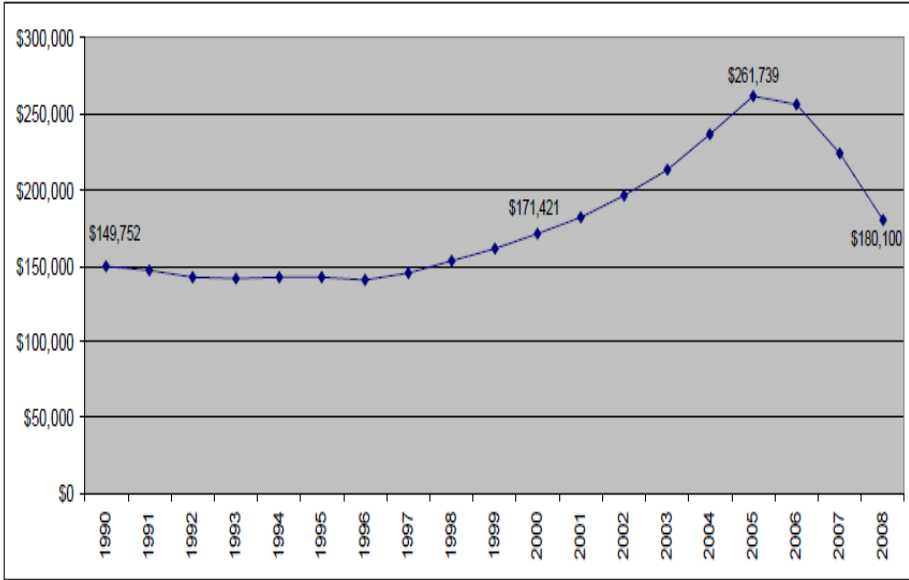
geri dönmesinde yaşanan güçlükler sonrasında ise, konut fiyatları 2007 yılından itibaren düşmeye başlayınca, bankalar icra takibi başlattıkları konutları çok ucuza satmak zorunda kalmışlardır. Bu da bankaların zararlarının katlanarak artmasına neden olarak finansal krizi tetiklemiştir. Aşağıda konut fiyatlarında yaşanan artışların, mortgage krizinin çıkmasındaki etkisi açıklanmaya çalışılmıştır.

#### **2.1.4. Konut Fiyatlarında Yaşanan Aşırı Artışlar**

ABD'de konut fiyatları ortalama olarak 2000-2006 yıllarında %40 artmıştır. Ancak 2006 yılından itibaren konut fiyatlarının giderek düşmesi üzerine konut balonları patlamıştır. Bu da finansal krize giden süreçte önemli bir dönüm noktası olmuştur. Amerikan ekonomisinde 2000'li yılların ilk yarısında konut fiyatlarında yaşanan aşırı artışların (balonların) temel sebebi, mortgage kredilerindeki genişlemeler sonucunda konut talebinin artmasıydı. Ancak konut kredilerinin finansal sektöre geri ödenmesine yaşanan sıkıntılar, 2007 yılından itibaren konut fiyatlarının hızla düşmesine neden olmuştur. Konut fiyatlarının giderek düşmesi, Amerikan bankalarının zararlarının daha da artmasına yol açmıştır. Çünkü icra yoluyla kredi borçlarını ödeyemeyen müşterilerinin konutlarına el koyan bankalar, konutları çok düşük fiyatlarla satmaya razı olmuşlardır. Bu da finansal krizin daha da derinleşmesini ve yaygınlaşmasını beraberinde getirmiştir.

Geleneksel olarak bilinen olgu, konutların hisse senedi gibi finansal bir yatırım aracı olmadığıdır. Ancak küresel kriz öncesi dönemde ABD'de konut talebinde yaşanan patlama, bu anlayışı da değiştirerek yatırım amaçlı konut satın almak isteyen spekülasyoncuların da piyasaya girmesine yol açtı. Örneğin ABD'de 2006 yılında satılan konutların %22 (1.65 milyon konut)'si, gerçekte bir konuta ihtiyaç duymamalarına rağmen gelecekte konut fiyatlarının daha da artacağını bekleyenler tarafından satın alınmıştır. Söz konusu dönemde yatırım amaçlı konut satın alanların toplam içindeki oranları da %40'a denk gelmektedir. ABD konut piyasalarında ortaya çıkan bu denli büyük bir spekülasyon, 2007 yılının ortalarında yaşanan finansal çöküşün de hazırlayıcısı olmuştur (Adamu, 2009: 4-7).

Grafik 8'de ABD'de konut fiyatlarının 1990-2008 dönemindeki gelişimi gösterilmiştir. Grafikten izlenebileceği gibi ABD'de konut fiyatları 2000'li yılların ilk yarısında çok hızlı bir gelişme kaydederken, 2007 yılından itibaren çok hızlı bir şekilde düşmüştür.

**Grafik 8: ABD'de Konut Fiyatları'nın Gelişimi (1990-2008)**

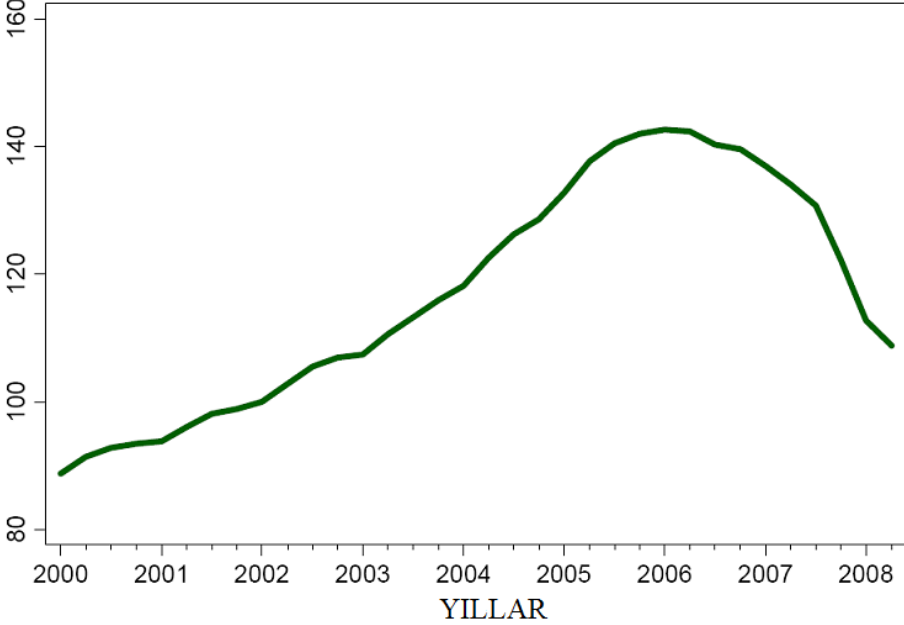
**Kaynak:** Cate Reavis, “The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs”, **MIT Sloan Management**, July-2009, p.4.

Grafik 8'e göre ABD'de 1990-1999 yılları arasında konut fiyatlarında önemli bir değişiklik meydana gelmemiş ve konut fiyatları yatay bir seyir izlemiştir. Ancak 2000'li yılların başlamasıyla birlikte konut fiyatlarında etkileyici artışlar yaşanmaya başlamıştır. 1990 yılında 149.752 \$ olan ortalama konut fiyatları, 2000 yılında 171.421 \$'a ve 2005'de ise 261.739 \$'a yükselmiştir. Finansal krizin başlamasıyla birlikte ise konut talebi hızla düşmüş ve icradaki konut sayısı da artınca konut arzı bollanmıştır. Bu da konut fiyatlarının 2008 yılında 180.100 \$'a gerilemesine neden olmuştur. Böylece ABD'de 2000'li yılların ilk yarısında aşırı düzeylerde artan ve bir balona dönüşen konut fiyatları, finansal krizle birlikte hızla düşmüştür.

ABD'de 2000-2006 döneminde ortalama konut fiyatları 234.000\$'ın üzerine çıkmıştır. Bu kadar yüksek bir artışın sürdürülemediği son derece açıktı ve sonunda konut fiyatları 2007 ve 2008 yıllarında keskince düştü. Böylece 20 Trilyon \$'a ulaşan konut sektörünün büyüklüğünde %10'luk bir azalma meydana geldi. Bu da hane halklarının servetinde yaklaşık olarak 2 Trilyon \$'lık bir erimenin yaşandığını göstermektedir. Nitekim ABD'de 2007-2008 döneminde 1.2 Milyon kişinin konut kredilerini ödemekte zorlanması üzerine, 2.5 Milyon ayarlanabilir oranlı mortgage kredisi iptal edilmiş ve konutlara yönelik icra takibi başlatılmıştır (Lim, 2008: 2).

Grafik 9'da ise ABD'de reel konut fiyat endekslerinin 2000-2008 dönemindeki gelişimi görülmektedir. Grafiğe göre konut fiyatlarında 2000'li yıllarda yaşanan hızlı artışlar, finansal krize kadar reel konut fiyat endekslerinde de dikkat çekici yükselişlerin meydana gelmesine neden olmuştur.

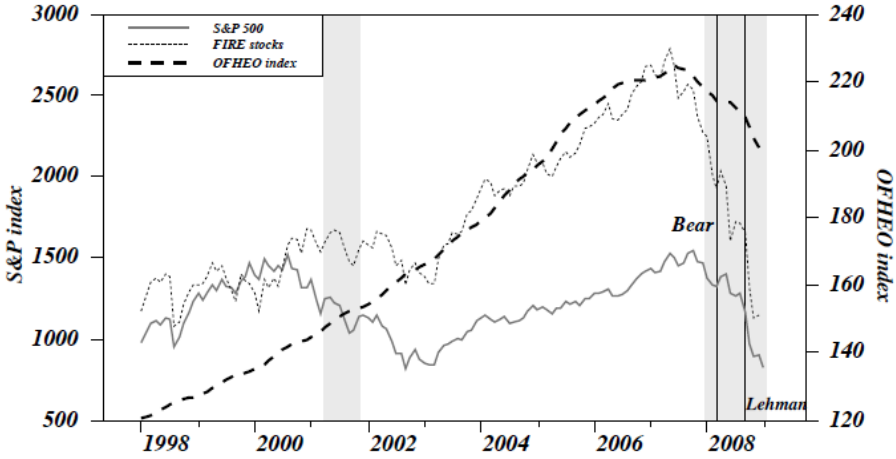
**Grafik 9: ABD'de Reel Konut Fiyat Endekslerinin Gelişimi (2000-2008)**



**Kaynak:** Tomasz Piskorski, Amit Seru and Vikrant Vig, "Securitization and Distressed Loan Renegotiation: Evidence from the Subprime Mortgage Crisis", September-2009, <http://ssrn.com>, Erişim Tarihi: 12.03.10, p.44.

Grafik 9'a göre ABD'de reel konut fiyatları 2000-2006 yıllarında hızla artmış ve küresel finansal krizin yaşanmasıyla birlikte düşüşe geçmiştir. Örneğin 2000 yılında reel konut fiyatları endeksi ortalama olarak 90 puan seviyesinde iken, 2006 yılında 140 puana yükselmiştir. Bu da küresel finansal krizin başladığı 2007 yılı öncesinde konut piyasalarında aşırı artışların yani balonların ortaya çıktığını göstermektedir. Ancak söz konusu balonlar finansal krizle birlikte patlamıştır. Böylece reel konut fiyatı endeksleri 2008 yılında 100 puana kadar düşmüştür.

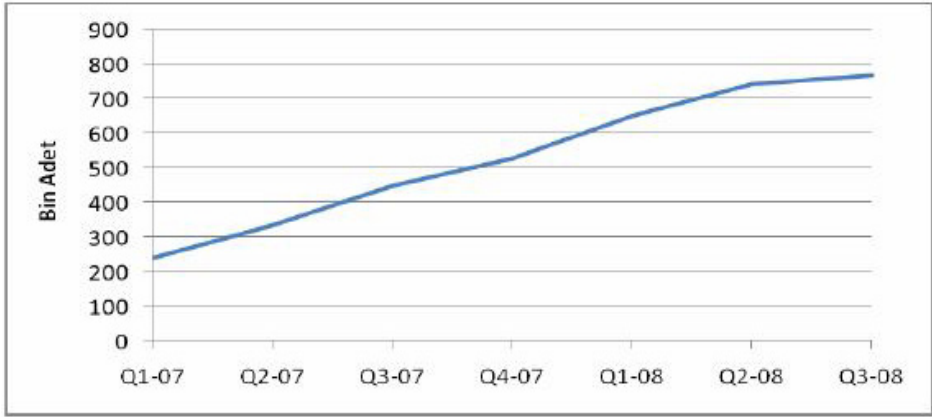
Grafik 10'da ise ABD'de 1998-2008 döneminde reel varlık fiyatlarının gelişimi gösterilmiştir. Grafikten izlenebileceği gibi finansal krizle birlikte konut fiyatlarında yaşanan keskin düşüşler, reel varlık fiyatlarında da önemli gerilemelerin yaşanmasına yol açmıştır.

**Grafik 10: ABD'de Reel Varlık Fiyatlarının Gelişimi (1998-2008)**

**Kaynak:** Kenneth N. Kuttner, "The Fed's Response to the Financial Crisis: Pages from the BOJ Playbook, or a Whole New Ball Game?", **Center on Japanese Economy and Business Working Paper Series**, No.282, May-2009, p.28.

Grafik 10'a göre ABD'de 2003-2007 döneminde reel varlık fiyatları tüm endeks değerlerindeki değişimlerden de anlaşılabilir gibi çok hızlı bir artış göstermiştir. Örneğin 2003 yılında 700 puan civarında olan S&P 500 endeksi 2007 yılında 1.000 puanı geçerken, aynı dönemlerde OFHEO endeksi de 160 puanlardan 220 puanlara ulaşmıştır. Reel varlık fiyatlarındaki söz konusu çarpıcı artışlar, 2003-2007 döneminde ABD'de konut talebinde ve yatırımında büyük bir canlılığın yaşandığını göstermektedir. Ancak 2007 yılının ortalarında başlayan finansal krizi üzerine, ABD'de reel varlık fiyatlarındaki artışlar tersine dönmüştür. Özellikle 2008 yılında Bear Stearns ile Lehman Brothers'ın iflas etmesi üzerine, reel varlık fiyatlarındaki düşüşler daha da hızlanmıştır. Örneğin 2008 yılı sonuna gelindiğinde S&P 500 endeksi, 600 puana kadar düşerek 2003 yılındaki seviyelerinin bile altına inmiştir.

ABD'de 2007 yılında başlayan mortgage kriziyle birlikte bankalar, borçlarını ödeyemeyen müşterilerinin konutlarına icra takibi yoluyla el koymaya başlamışlardır. Grafik 11'de ABD'de finansal kriz sırasında hakkında icra takibi başlatılan konut sayıları görülmektedir. Grafik 11'e göre 2007-2008 döneminde ABD'de bankaların icra takibi başlattığı konut sayısı çok hızlı bir artış göstermiştir.

**Grafik 11: ABD'de Hakkında İcra Takibi Başlatılan Konut Sayısı (2007-2008)**

**Kaynak:** Mustafa Emir ve Kemal Eyüboğlu, "Global Finansal Krizin Türkiye'deki KOBİ'ler Üzerindeki Etkileri", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Cilt. 46, 2010, s.33.

Grafik 11'e göre ABD'de hakkında icra başlatılan konut sayısı 2007 yılının başında 300.000'in altında iken, 2008 yılının son çeyreğine gelindiğinde 800.000'e yaklaşmıştır. Bu da mortgage kredilerinin önemli bir bölümünün bankalara geri dönmediğini ve ABD'de çok ciddi bir finansal kriz baş gösterdiğini kanıtlamaktadır.

Ancak bankalar borçlarını ödeyemeyen müşterilerinin konutlarına icra yoluyla el koymuş olsalar da, konut fiyatları kriz öncesi döneme göre çok büyük bir düşüş gösterdiği için, çok sayıda banka iflas riski ile karşı karşıya kalmıştır. Bu da devletin büyük çaplı banka kurtarma operasyonlarına girişmesine neden olmuştur. Mortgage krizine yol açan nedenlere ayrıntılı olarak yer verdikten sonra, izleyen kısımda krizle mücadele için ABD hükümeti ve FED tarafından alınan önlemlere değinilecektir.

## 2.2. Mortgage Kriziyle Mücadele İçin Alınan Önlemler

2007 yılının ikinci yarısında ABD mortgage (ipotekli ev kredisi) sisteminde yaşanan sorunlar, tüm gayrimenkul sektörünü ve bankacılık sistemini etkileyerek finansal bir krize dönüşmüştür. ABD'de yaşanan finansal krizin derinliği o kadar geniş ki, Amerika'nın en büyük yatırım bankaları olan Bear Stearns ve Lehman Brothers iflas etmiş, Merrill Lynch Bank of America'ya satılmış ve AIG sigorta şirketi devlet tarafından kurtarılmak zorunda kalmıştır. Bu bağlamda FED, parasal genişlemeye giderek faiz oranlarını indirerek finansal piyasalara likidite enjekte etmiş ve finansal kuruluşların sorunlu varlıklarını satın almıştır. Amerikan hükümeti ise zor durumda olan finansal kuruluşların mevduatlarına garantiler vermiş, batan kurumları iflas korumasına almış veya kamulaştırmıştır. FED ve hükümet tarafından alınan bütün bu önlemlerin temel amacı ise, finansal krizin daha fazla derinleşmesini ve diğer ekonomik sektörlerle yayılmasını önlemektir.

### 2.2.1. FED'in Faiz Oranlarını İndirmesi

Finansal krizle mücadele çerçevesinde FED, öncelikle iskonto faiz hadlerinde daha sonra ise gösterge faiz hadlerinde indirme gitmiştir. 17.08.2007'de yapılan Federal Açık Piyasa Kurulu (FOMC) toplantısında iskonto faizlerinin %6.25'den %5.75'e düşürülmesi ile başlayan faiz indirimleri, peş peşe yapılan indirmeler ile 2008 yılının ortalarında %2'ye kadar düşürülmüştür. FED'in faiz indirimlerindeki temel amacı ise, bir taraftan tüketim ve yatırımın teşvik edilmesi diğer taraftan ise interbank piyasasında borçlanma maliyetlerini azaltmaktır. Böylece finansal piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklarının önüne de geçilmesi hedeflenmiştir. Aşağıdaki tabloda FED'in finansal dalgalanma döneminde yapmış olduğu toplantılarda aldığı faiz kararları görülmektedir (Demir v.d., 2008: 72-73).

**Tablo 4: Finansal Dalgalanma Döneminde FED'in Faiz Kararları (2007-2008)**

Toplantı Tarihi	Gösterge Faiz Oranı		İskonto Faiz Oranı	
	Faiz Kararı	Faiz Oranı	Faiz Kararı	Faiz Oranı
07.08.07	Değişiklik Yapılmadı	5.25	Değişiklik Yapılmadı	6.25
17.08.07			-0.50	5.75
18.09.07	-0.50	4.75	-0.50	5.25
31.10.07	-0.25	4.50	-0.25	5.00
11.12.07	-0.25	4.25	-0.25	4.75
21.01.08	-0.75	3.50	-0.75	4.00
30.01.08	-0.50	3.00	-0.50	3.50
17.03.08	Değişiklik Yapılmadı	3.00	-0.25	3.25
18.03.08	-0.75	2.25	-0.75	2.50
30.04.08	-0.25	2.00	-0.25	2.25
25.06.08	Değişiklik Yapılmadı	2.00	Değişiklik Yapılmadı	2.25

**Kaynak:** Faruk Demir v.d., **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Çalışma Tebliği, Sayı: 3, Ağustos-2008, s.73.

Tablo 4'e göre FED, finansal piyasalarda oluşan likidite sıkışıklarını aşmak ve toplam talebi uyarmak için, 2007 ve 2008 yıllarında gösterge faizleri ile iskonto faizlerini aşamalı olarak düşürmüştür. Söz konusu dönemde FED'in faiz oranlarında yapmış olduğu ilk indirim,

17.08.07 tarihinde iskonto faizlerinin %0.50 oranında düşürülerek %6.25'den %5.75'e getirilmesi olmuştur. 18.09.07 tarihinde ise FED, hem gösterge faiz oranlarını hem de iskonto faiz oranlarını %0.50 oranında azaltmıştır. Böylece gösterge faizleri %4.75'e, iskonto faizleri ise %5.25'e düşürülmüştür. FED'in faiz oranlarında yapmış olduğu en büyük indirim ise,

21.01.08 ve 18.03.08 tarihlerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihlerde FED, gösterge ve iskonto faiz oranlarını %0.75 oranında azaltmıştır. 25.06.08 tarihinde yapılan FED toplantısında ise, faiz oranlarında değişiklik yapılmamış ve gösterge faizlerinin %2.00, iskonto faizlerinin ise %2.25'de kalması kararlaştırılmıştır. Böylece ABD'de 2007 yılının Ağustos ayında %5.25 olan gösterge faiz oranları, FED'in üst üste almış olduğu indirim kararları ile 2008 yılının Haziran ayına gelindiğinde %2.00'ye kadar düşmüştür. Aynı şekilde

2007 yılının Ağustos ayında %6.25 olan iskonto faiz oranları da, aradan geçen 10 aylık sürede FED tarafından %2.25'e kadar indirilmiştir.

Mortgage krizinin yol açtığı durgunluk eğilimleri ile mücadele etmek isteyen FED, 2007 yılının Kasım ve Aralık ayında 81 Milyar \$'lık para arzı artışına gitmiştir. Diğer taraftan FED, Eylül 2007 tarihinde %5.25 olan faiz oranlarını yedi defa düşürerek, Mart 2008'de %2.25'e kadar indirmiştir. 2008 yılının Ekim ayında ise FED, faiz oranlarını %1'e kadar azaltmıştır. FED'in parasal genişlemeye giderek politika faiz oranlarını düşürmesindeki temel amacı, bankaların düşük faiz oranıyla borç alabilmelerini sağlamaktır. Böylece FED'den ucuz maliyetle borçlanan bankaların, finansal yükümlüklerini yerine getirmeleri kolaylaştırılmak suretiyle finansal piyasalarda fon akışının devam etmesi sağlanmak istenmiştir (Kutlu ve Demirci, 2011: 126).

Küresel finansal krizle mücadelede faiz oranlarının düşürülmesini temel araç olarak kullanan FED, tüketim ve yatırım harcamalarının uyarılması yoluyla reel büyüme oranlarını artırmayı hedeflemiştir. Bu amaç doğrultusunda FED, 2009 yılında emisyon hacmini daha da genişleterek, politika faiz oranlarını %0.50'ye kadar düşürmüştür (Hiç, 2009: 7-8).

Mortgage kredilerinin bankacılık sektörüne dönüşünde ciddi sıkıntılar yaşandığının anlaşılması üzerine, 2007 yılının Temmuz ayında ABD'de finansal kriz başlamıştır. Bunun üzerine FED, 2007 yılının ortalarından itibaren faizleri aşamalı olarak azaltmıştır. 2009 yılının sonlarına doğru FED, kısa vadeli faiz oranlarını %0.25'e kadar indirmiştir. FED'in finansal piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklarını aşmak için, parasal genişlemeye giderek kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra yakın tutması, literatürde "sıfıra yakın bağlanmış (zero lower bound-ZLB)" kavramıyla ifade edilmekte-

dir. Dünya'da ilk kez Japonya'nın 1990'lı yıllarda karşı karşıya kaldığı derin resesyon karşısında izlediği ZLB politikası, küresel finansal krizin başladığı 2008/2009 döneminde FED'in yanı sıra Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası tarafından da benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi ile tezatlık göstermesine karşılık, yalnızca finansal kriz ve durgunluk dönemlerinde uygulanması nedeniyle optimal bir para politikası stratejisi olarak kabul edilmektedir. ZLB politikası ile merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını düşürmekteki temel amacı ise, finansal kurumların borç bulmasını kolaylaştırarak daha fazla tüketim ve yatırım kredisi vermesini sağlamaktır. Böylece likidite sıkışıklarının önüne geçilerek, toplam talep genişlemesi ve reel üretim ile milli gelirden ortaya çıkan kayıpların telafi edilmesi hedeflenmiştir (Williams, 2009: 1-9).

FED'in parasal genişlemeye giderek faiz oranlarını indirmesi dışında, mortgage kriziyle mücadelede öne çıkan ve finansal kurumları rahatlatan bir diğer önlem de, piyasalara doğrudan likidite enjeksiyonu yapmasıdır.

### 2.2.2. Piyasalara Likidite Enjeksiyonu Yapılması

Finansal piyasalara likidite desteği sağlamak amacıyla FED, TAF programı çerçevesinde 17 Aralık 2007'de sabit faizli 28 gün vadeli 20 Milyar \$ tutarında bir ihale gerçekleştirerek finansal kurumlara likidite desteği sağlamıştır. 11 Mart 2008'de ise TSLF programını oluşturan FED, finansal kuruluşların ellerindeki hazine kağıtları ve menkul kıymetleri haftalık olarak nakit ile değiştirerek piyasalara önemli bir fon desteği sağlamıştır. Diğer taraftan FED, bankalara önceden belirlenmiş teminatlar karşılığında gecelik likiditelerini artırmak için PDCF adı altında 16 Mart 2008'de yeni bir uygulama da başlatmıştır. FED'in Mart 2008 itibarıyla 1 Trilyon \$'lık büyüklüğe ulaşan bilançosunun yaklaşık olarak yarısını söz konusu yeni uygulamalar teşkil etmiştir. FED'in bilançosunda büyük bir yer tutan yeni uygulamalar şunlardan oluşmaktadır: 100 Milyar \$ vadeli ihale kolaylığı, 100 Milyar \$ ipotekli konut finansmanına dayalı 28 günlük repo, 200 Milyar \$ vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı, 36 Milyar \$ döviz swapları, 29 Milyar \$ Bear Stearns'in satışını desteklemeye yönelik olarak verilen krediler, 30 Milyar \$ piyasa yapıcısı kredi kolaylığı (Demir v.d., 2008: 73-78).

FED'in finansal krizle mücadelede aktif bir şekilde kullandığı uygulamalardan birisi de, Reeskont Penceresi (Discount Window) yöntemidir. Reeskont penceresinin açık piyasa işlemlerine göre iki önemli avantajı vardır. Bunlardan birincisi mevduat bankalarıyla doğrudan işlem yapılabilmesi diğeri ise sadece hazine bonoları ve tahvillerin değil diğer varlıklarında teminat olarak kabul edilebilmesidir. Reeskont penceresi yönteminin bankalarca benimsenmesini hedefleyen FED, ödünç fonların vadesini 30 güne kadar yükseltmiştir. Ancak bazı bankalar piyasada kendilerine yönelik beklentileri olumsuzla çevireceği ve gelecekte yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine ilişkin bir algı oluşturacağı gerekçesiyle (stigma problemi) reeskont penceresi uygulamasından yararlanmamışlardır. Bunun üzerine FED, TAF programını yürürlüğe koymuştur. FED'in söz konusu program çerçevesinde bankalara 28 ile 35

günlük olarak sağladığı likidite enjeksiyonu miktarı, 2008 yılının Mart ayında 100 Milyar \$'a ulaşmıştır. Bu anlamda TAF programının Amerikan bankacılık sisteminin yeniden düzenlenmesine ve likidite sıkışıklıklarının aşılmasına ciddi katkılar sağladığından bahsedilebilir. Dolayısıyla FED'in likidite provizyonlarının genişletilmesinde kullandığı TAF, TSLF ve PDCF gibi araçları bundan sonraki süreçlerde daha sık bir şekilde uygulayacağı söylenebilir (Jickling, 2008: 8-10).

ECB ile de karşılıklı swap kolaylığı anlaşmaları yapmak yoluyla da FED, piyasalara önemli ölçüde likidite temini sağlanmıştır. FED tarafından alınan finansal önlemlerin çoğunluğu, banka bilançolarının etkilenmesine ve aktif-pasif dengesinin yeniden kurulmasına yöneliktir. Mevduat garantileri ve bankalar arası borçlanmalara getirilen garantiler ile FED, banka bilançolarının pasif tarafını olumlu yönde etkilemeye ve kredi akışını yeniden sağlamaya çalışmıştır. FED'in likidite enjeksiyonları ise, banka bilançolarının aktif tarafını ve öz kaynaklarını güçlendirmeye yönelik önlemlerdir (Erdönmez, 2009: 89-90).

FED'in likidite enjeksiyonları içerisinde belki de en dikkat çekici olan ise, AIG'e açılan krediler olmuştur. Çünkü son ödünç verme merci olarak FED, sadece bankalara ve finansal yatırım kuruluşlarına kredi vermektedir. Bir sigorta şirketi olan AIG'in, normal koşullar altında FED'den ödünç alması olanaksızdır. Ancak ABD'de yaşanan mortgage krizinin etkileri o kadar büyüktür ki, FED sigorta şirketi olmasına rağmen AIG'e 85 Milyar \$ kredi açmak durumunda kalmıştır. Çünkü AIG'in batmasına izin verilmesi durumunda, finansal piyasalardaki panik havası daha da derinleşecekti (Posner and Vermeule, 2009: 1629).

Diğer taraftan FED, tüketici kredileri ile küçük ölçekli firmalara verilmek üzere ayrılan 200 Milyar \$'ık fonu da 1 Trilyon \$'a çıkarmıştır. Böylece bir taraftan bankaların faiz yükü düşürülmeye, diğer taraftan ise özel tüketim ve yatırım harcamaları uyarılmaya çalışılmıştır. Interbank kredilerini işletmek üzere FED, bu kredilerin ödenmemesi ihtimaline karşı 1.4 Trilyon \$'lık bir garanti fonunu da devreye sokmuştur. FED'in piyasalara yapmış olduğu söz konusu likidite enjeksiyonları, daha fazla bankanın iflas etmesini önlemiştir (Hiç, 2009: 7-8).

Mortgage kriziyle mücadele edilebilmesi için piyasalara doğrudan likidite enjeksiyonu yapılmasının yanı sıra yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanan finansal kurumlara da büyük çaplı mali destekler sağlanmıştır. Özellikle FED ve Amerikan Hazinesi geliştirdikleri programlar yoluyla, finansal kurumlara çok ciddi mali destekler sağlayarak finansal sistemin çok daha kırılğan hale gelmesini bir nebze de olsa önlemişlerdir.

### **2.2.3. Finansal Kurumlara Mali Destek Sağlanması**

Finansal kriz sırasında ABD'de çalışan sayısının fazlalığı ve mevcut yatırımlarının büyüklüğü açısından en önemli finansal kuruluşlar arasında olan Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citigroup ve Morgan Stanley gibi kuruluşlar çok ciddi zararlar ile karşılaşmışlardır. Bunun üzerine FED ile Amerikan Hazinesi, fi-

nansal kuruluşlara mali destek sağlamışlardır. Bu önlemler ile finansal kuruluşların borçlarının ödenmesi yoluyla piyasalara güven verilmek istenmiştir. Böylece finansal piyasalardaki panik havasının dağıtılması ve sistemin yeniden işler hale getirilmesi hedeflenmiştir.

2008 yılının Ekim ayında Kongre'den geçen "Acil Ekonomik İstikrar Yasası (Emergency Economic Stabilization Act-EESA)" ile Amerikan Hazinesi, bankaların sorunlu subprime mortgage kredilerini satın alma hakkı elde etmiştir. 2008 yılının Ekim ayında Amerikan Hazinesi, 700 Milyar \$ değerinde sorunlu varlığı satın alma hakkı veren TARP programını başlatmıştır. Bu program çerçevesinde başta Citigroup ve AIG sigorta şirketi olmak üzere zor durumda olan finansal kurumlara önemli miktarda kaynaklar aktarılmıştır (Swagel, 2009: 2-3).

2009 yılında TARP programının yanı sıra bankalara devlet tarafından verilen mevduat sigortası hacmi de 3.4 Trilyon \$'a çıkarılmıştır. Ancak 2009 yılının Şubat ayı itibariyle likidite sıkıntısı yaşadığı için "Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC)" na başvuran banka sayısı 160'ı aşmıştır. Bunun üzerine yeni Hazine Bakanı Timothy Geithner'de finans sektörünü canlandırmak için 10 Şubat 2009'da mali istikrar programını ilan etmiştir. Barack Obama hükümeti de, Kongre'den 11 Şubat 2009'da 787 Milyar \$'lık bir kurtarma paketini geçirerek bankalara destek vermeye çalışmıştır. Söz konusu program ile finans sektörünü canlandırmak için, FDIC, FED ve Hazine'nin katkı sağlaması ile 2 Trilyon \$'lık bir fon kurulması kararlaştırılmıştır. Ayrıca mortgage kredisi kullananlara haciz gitmesini önlemek için, federal kurtarma fonlarına da 50 Milyar \$ aktarılmıştır. Diğer taraftan finansal kurumlara ne kadar mali destek sağlanacağını belirlemek üzere de, varlıkları 100 Milyar \$'ı geçen bankalar stres testine tabi tutulmuştur. Stres testinden geçemeyen bankalara diğer finansal kurumlara verilen desteklerden daha çok destek sağlanması görüşü benimsenmiştir (Hiç, 2009: 7-17).

FED ve Amerikan Hazinesi, finansal kurumlara mali destek sağlayarak bankacılık iflaslarını önlemeye çalışmışlardır. Ancak bu desteklere rağmen yükümlülüklerini yerine getirme şansı kalmayan finansal kurumların sorunlu hale dönüşen varlıkları doğrudan devletçe satın alınmış veya bankalar kamulaştırılmıştır. Dolayısıyla ABD'de yaşanan finansal krizin büyüklüğü ve etkisinin oldukça geniş olması, hükümeti finansal sisteme doğrudan müdahaleye yöneltmek durumunda bırakmıştır.

#### **2.2.4. Sorunlu Bankaların ve Finansal Varlıkların Satın Alınması**

Amerika'nın en büyük finansal yatırım kuruluşlarının iflas etmesine yol açan mortgage kriziyle mücadele edebilmek için, ABD'de hükümet kapsamlı tedbirler almışlardır. Küresel krizin çıkış noktası finansal piyasalarda yaşanan negatif gelişmeler olduğu için, alınan önlemlerin büyük bir kısmı da finansal nitelikte olmuştur. Bu bağlamda mevduat hesaplarına verilen devlet garantileri artırılmış, faiz oranları düşürülmüş, likidite enjeksiyonu yapılmış ve finansal kurumların ellerindeki sorunlu (toksik) varlıklar satın alınmıştır. Alınan bu önlemler ile krizin daha da derinleşmesi engellenmiştir (Erdönmez, 2009: 89-90).

Amerikan hükümeti TARP programı çerçevesinde vadesi 3 yıla kadar dolacak olan banka borçlarına garantiler getirdi. Bu bağlamda Citigroup'un 306 Milyar \$, Bear Stearns'ın 29 Milyar \$ ve Morgan Stanley'in 9 Milyar \$'lık sorunlu ödünçleri ve menkul kıymetleştirilmiş varlıkları koruma kapsamına alındı. Yine hükümet Fannie Mae ve Freddie Mac'in 600 Milyar \$'ın üzerindeki MBS'lerini satın alınırken, 53 Milyar \$ karşılığında AIG sigorta şirketini de kamulaştırıldı. Böylece finansal kurumlara likidite enjekte ederek ve garantiler vererek, finansal aktivitenin kesintiye uğramadan devam etmesine çalışılmış ve finansal piyasalardaki panik havasının dağıtılması amaçlanmıştır (Blundell-Wignall vd., 2008: 19-20).

1923 yılında kurulan ve serbest fonlara aracılık hizmeti sunan, 14.000 çalışan ile ipotekli konut finansmanı kredilerinde ABD'nin en büyük 5. Yatırım bankası olan Bear Stearns'ı iflasa götüren süreç, riskli kredi portföyünden kaynaklanan zararlardır. Şöyle ki Bear Stearns'ın kaynakları para piyasalarındaki gecelik fonlara ve topladığı serbest fonlara dayanmaktaydı. Buna karşılık yükümlülüklerini yerine getirebilecek düzeyde bir likiditeye sahip değildi. 30 Ekim 2008 tarihinde 17 Milyar \$'lık nakit rezervleri olan banka, 102 Milyar \$'a ulaşan yükümlülüklerinin yalnızca %17'sini karşılayabilmekteydi. Kısa vadede borçlarını çevirebileceğine dair piyasalara güven veremeyen banka, müşterilerinin fonlarını toplu halde geri çağırması üzerine likit varlıklarını zararına satmaya başlamıştır. Böylece likit varlıkları hızla eriyen ve hızla iflasa doğru giden ve günde 150 Milyon işlemi bulunan Bear Stearns'ın aniden batmasına izin verilemeyecek kadar büyük olduğuna kanaat getiren FED harekete geçmiş ve banka teminatlarını güvence altına almak için bankayı satın almıştır (Coşkun, 2009: 24-25).

Goldman Sachs'ın yapmış olduğu bir tahmine göre, ABD'de finans sektörünün "kötü borçlar (*bad debt*)" yani "toksik varlıklar (*toxic assets*)" yüzünden 2009 yılı itibariyle karşılaştığı kayıplar 962 Milyar \$ olmuştur. Avrupa bankalarının kayıpları da bu rakama eklendiğinde kayıpların toplamı 2.1 Trilyon \$'a ulaşmıştır. Söz konusu kayıpların yanı sıra Amerikan Bankaları'nın portföylerinde daha 2 Trilyon \$'lık toksik varlık olduğu tahmin edilmektedir. Sorunlu varlıklardaki artışlar üzerine Amerikan hükümeti ve FED, finansal sistemin yeniden işler hale gelmesi için bu varlıkları ve bunları çıkaran bankaları hızla satın almaya başlamıştır. FDIC, ABD'nin en büyük mevduat bankası olan *Wa-Mu*'yu Eylül 2008'te satın almıştır. 188 Milyar \$ aktif bulunan *Wa-Mu*, 1.9 Milyar \$ karşılığında *JP Morgan Chase*'e satılmıştır. ABD mortgage piyasasının %43'ünü ellerinde bulunduran ve 2008 yılında 23.9 Milyar \$ zarar eden *Freddie Mac* ve aynı yıl 25.2 Milyar \$ zarar eden *Fannie Mae*, 2009 yılının Mart ayında Hazineden 31 Milyar \$'lık ilave yardım talep edeceğini bildirmiştir. Bu iki kuruluşun daha önceki yardım talepleri üzerine 600 Milyar \$'lık sorunlu varlıklarını satın alan Amerikan Hazinesi, bu kez iki kuruluşu da devletleştirmek zorunda kalmıştır (Hiç, 2009: 11-13).

Tablo 5'de ABD'de faaliyette bulunan en büyük 25 finans kuruluşunun, 2006 yılı itibariyle sahip oldukları Subprime ve Alt-A mortgage fonlarının miktarı ve 2009'da ki durumları gösterilmiştir. Söz konusu finans kuruluşlarının bir çoğu iflas etmiş,

devletçe el konulmuş veya diğer finans kuruluşlarınca satın alınmıştır. Bütün bu gelişmeler ABD'de yaşanan finansal krizin boyutlarının ne kadar geniş olduğunu ve tüm finansal sistemi etkisi altına aldığını göstermektedir.

**Tablo 5: En Büyük 25 Finans Kuruluşunun Sahip Oldukları Mortgage Miktarları**

Sıra No	Finansal Kuruluş	Sahip Olunan Mortgage Fonlarının Miktarı (Milyar \$)	Finansal Kuruluşların 2009 Yılındaki Konumları
1	Countrywide	109	BOA tarafından satın alındı
2	IndyMac	70	Yönetimi FDIC tarafından devir alındı
3	HSBC Finance	53	İflasına izin verildi
4	Washington Mutual	52	JP Morgan Stanley tarafından satın alındı
5	New Century Financial	49	İflasına izin verildi
6	Citigroup	46	FED ve Amerikan Hazinesi tarafından kurtarıldı
7	GMAC	44	TARP fonları ile kurtarıldı
8	Lehman Brothers	35	İflasına izin verildi
9	General Electric	33	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
10	Fremont Investment & Loan	32	İflasına izin verildi
11	Ameriquest Mortgage	30	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
12	Option One Mortgage	29	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
13	Wells Fargo Home Mortgage	28	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
14	Merrill Lynch	28	BOA tarafından satın alındı

15	Residential Funding	21	Çözüm getirilemedi
16	Capital One Financial	18	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
17	Accredited Home Lending	18	Lone Star Fund tarafından satın alındı
18	Aegis Mortgage	17	İflasına izin verildi
19	AIG	15	FED ve Amerikan Hazinesi tarafından kurtarıldı
20	First Magnus	13	İflasına izin verildi
21	Impac Mortgage	12	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
22	Chase Home Finance	12	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
23	Equifirst Financial	11	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
24	NovaStar Mortgage	10	İndirimli borçlanma operasyonu ile devletçe kurtarıldı
25	Bear Stearns	10	JP Morgan Stanley tarafından satın alındı

**Kaynak:** Marc Jarsulic, “Anatomy of A Financial Crisis, A Real Estate Bubble, Runaway Credit Markets and Regulatory Failure”, **New York: Palgrave Macmillan**, 2010, p.96.

Tablo 5'e göre ABD'de en büyük 25 finans kuruluşunun, 2006 yılı itibariyle sahip oldukları toplam subprime ve Alt-A mortgage fonu miktarları 793 Milyar \$ gibi çok bir büyüklüğe tekabül etmekteydi. Ancak 2007 yılında başlayan finansal krizle birlikte, söz konusu kuruluşların zararları katlandı ve bir çoğu iflas etmek zorunda kaldı. FED'in ve Amerikan Hazinesi'nin yürüttüğü ortak operasyonlar ile bu kuruluşlardan bazıları kurtarılmasına karşılık, kurtarılamayacak kadar geniş zararları olan HSBC Finance, New Century Financial, Fremont Investment & Loan ve First Magnus gibi şirketlerin ise iflasına izin verilmiştir. ABD'nin önde gelen kuruluşlarından olan General Electric, devletin sağladığı düşük faizli borçlanma imkanları ve varlık satın almaları ile kurtarılmıştır. Yine Amerikan finansal sisteminin ileri gelen kuruluşlarından olan Countrywide ile Merrill Lynch, Bank of America'ya satılırken, Washington Mutual ve Bear Stearns ise JP Morgan Stanley tarafından satın alın-

miştir. ABD'de finansal kriz sırasında yaşanan tüm bu gelişmeler, mortgage krizinin derinliği ve etkilerinin ne kadar büyük olduğu konusunda bizlere fikir vermektedir.

ABD'de finansal piyasalar ile reel piyasalar arasındaki farkın büyümesinden kaynaklanan ve konut balonlarının patlaması ile konut kredilerinin geri dönmemesi üzerine başlayan finansal kriz, önceki dönemlerde yaşanan serbestleşme eğilimlerinin de etkisi ile kısa süreler içinde küresel finansal bir krize dönüşmüştür. Küresel finansal piyasalarda mortgage kriziyle başlayan panik havası ve borsalarda yaşanan düşüşler, 2008 yılında Yunanistan'ın başını çektiği bir grup AB üyesi ülkenin yüksek bütçe açıkları ve kamu borç stokları sebebiyle borçlarını çeviremeyeceğinin anlaşılması ile birlikte daha da şiddetlenmiştir. Dolayısıyla mortgage krizi, kriz teorisi literatüründe yer alan üçüncü nesil bulaşma modelleri ile açıklanabilir. Burada mortgage krizinin AB ülkelerine yayılmasındaki en büyük rolü ise, ABD ile AB arasındaki derin finansal ve ticari bağlantılar oynamıştır.

Avrupa borç krizinin yaşanmasında AB üyesi ülkelerin yüksek kamu harcamaları, düşük kamu gelirleri, yapısal zayıflıklar, üretim maliyetlerinin yüksekliği ve aşırı değerli döviz kuru nedeniyle dış ticarete rekabet edememe gibi unsurlar hiç kuşkusuz etkili olmuştur. Ancak Mortgage Krizi sonrasında daralan küresel ticaret hacmi, dış yatırımların azalması, tüketicinin güven endeksinin düşmesi ve imalat sanayi üretimi için gerekli sermayenin bulunamaması gibi dışsal finansal ve ticari bağlantıların da, Avrupa Borç Krizinin başlamasında çok büyük rolü olmuştur (Durusoy ve Şamiloğlu, 2012: 90-91).

İkinci bölümde küresel finansal krizin ilk aşaması olan ve 2007 yılının Temmuz ayında ABD finansal piyasalarında başlayan mortgage krizi detaylı bir şekilde açıklanmaya çalışılmıştır. Ancak günümüzde halen devam eden ve küresel ekonomi üzerinde asıl yıkıcı etkiyi meydana getiren gelişmeler ise, mortgage krizinin AB ülkelerine sıçraması ile oluşan borç krizi safhasıdır. Bu bağlamda Avrupa borç krizini anlamadan, küresel finansal krizin büyüklüğü ve etkisinin ne kadar geniş olduğu açıklanamaz. Dolayısıyla çalışmanın üçüncü ve son bölümünde Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne dönüşmesinde etkili olan faktörler üzerinde durulacak ve borç krizine düşen ülkelerin deneyimlerine ayrıntılı olarak yer verilecektir. Böylece Avrupa Borç Krizi'nin nasıl ortaya çıktığı, gelişimi ve sonuçlarının görülmesi sağlanmaya çalışılacaktır.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. ÜLKE DENEYİMLERİ ÇERÇEVESİNDE AVRUPA BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ

ABD'de başlayıp Euro bölgesi ülkelerine sıçrayarak küresel bir nitelik kazanan finansal kriz, kapitalist tarihin en büyük krizi olarak bilinen 1929 Dünya Bunalmından sonra gözükten en şiddetli ekonomik çöküntüdür. Küresel finansal krizin iki aşaması vardır. Bunlardan birincisi ABD'de Lehman Brothers'ın istifası ile başlayan subprime mortgage krizi ve Euro bölgesi ülkelerinde yaşanmaya devam eden finansal krizdir. 2007 yılında ABD'de mortgage krizinin yaşanmasıyla birlikte FED ile hükümetin aldığı hızlı ve geniş çaplı önlemler ile krizin bölgesel düzeyde kalacağı tahmin edilmişti. Fakat ABD'nin dünyanın en büyük ekonomisi olması ve AB ülkeleri ile olan derin ticari ve finansal bağlantıları nedeniyle kriz Euro kullanan ülkelere de bulaşmıştır. Amerikan bankalarının iflas etmesi sonucunda kredi arzının sıkılaştırılması ile üretim ve milli gelir düşmeye başlamış ve AB ülkelerinden yapılan ithalat da azalmıştır. Böylece ABD'de baş gösteren durgunluk eğilimleri Avrupa kıtasına yayılmıştır. Dolayısıyla Avrupa borsalarında hızlı düşüşler yaşanmaya başlamış, finansal riskler ve kaldıraç oranları artmış, bankalar önemli zararlarla karşılaşmış ve likidite sıkışkları baş göstermiştir. Diğer taraftan Euro bölgesi ülkelerinden Yunanistan, İtalya ve Portekiz'de bütçe açıkları ve kamu borçlanmasının Maastricht Kriterleri'nde izin verilen düzeylerden oldukça yüksek olması da, söz konusu açık ve borçların sürdürülebilmesini güçleştirerek Avrupa borç krizini tetiklemiştir.

Bu bağlamda dünya ekonomisinde son 20 yıl içerisinde gözlenen en önemli problemlerden birisinin Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan ve 'Avrupa Borç Krizi' olarak adlandırılan finansal kriz nedeniyle küresel ekonomide gözlenen durgunluk eğilimleri olduğu söylenebilir. Avrupa Borç Krizi, krize düşen Euro bölgesi ülkelerinin bütçe açıkları ve kamu borç stoklarının yüksekliği gibi yapısal sorunlardan kaynaklanmaktadır. Nitekim IMF ve AB'nin borç krizine düşen ülkelere yapmış olduğu büyük çaplı kurtarma paketlerine, Avrupa Merkez Bankası'nın peş peşe aldığı faiz indirim kararlarına ve ulusal hükümetlerin aldığı parasal/mali tedbirler ile kurtarma paketlerine rağmen, borç krizinin uzun yıllar boyunca etkisini devam ettirmesi de bu durumu kanıtlamaktadır.

Diğer taraftan finansal krizin olumsuz etkilerinin en fazla gözleendiği Yunanistan'da Avrupa Para Birliği'nden çıkılması konusunda yaşanan tartışmalar, Avrupa Birliği'nin geleceğine bile kuşkuyla bakılmasına yol açmıştır. Ayrıca borç krizine düşen İtalya'da hükümetin istifa etmesi ve teknokratlar hükümetinin kurulması da, finansal krizin olumsuz etkilerinin çok büyük olduğunu göstermektedir.

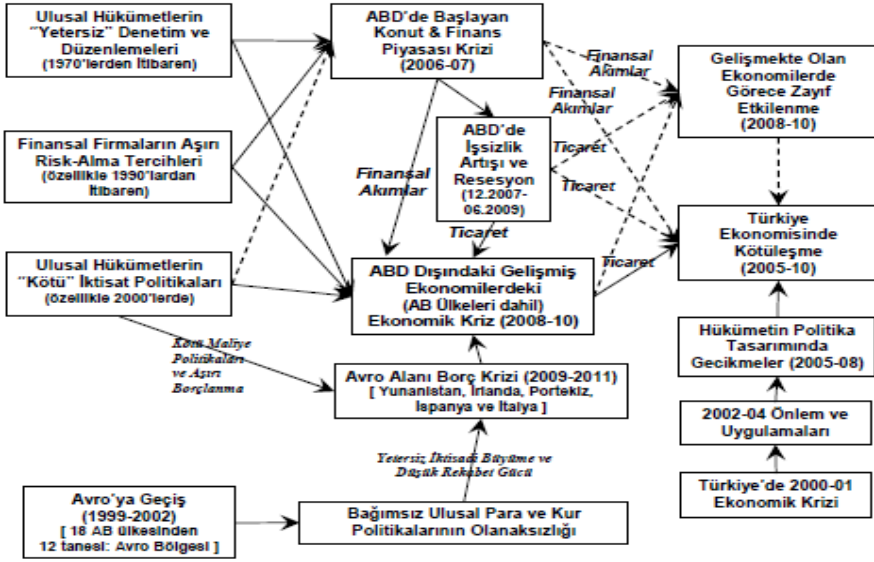
Bu bölümde ülke deneyimlerine dayanarak Avrupa Borç Krizinin gelişimi açıklanacaktır. Bu bağlamda öncelikle Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne nasıl dönüştüğü ve bu krizin reel büyüme oranları üzerinde meydana getirdiği negatif etkilere değinilecektir. Daha sonra ise Avrupa Borç Krizine düşen Euro bölgesi ülkelerinden Yunanistan, İtalya, İspanya ve Portekiz'de finansal krizin gelişimi, etkileri ve krizle mücadelede alınan önlemlere değinilecektir. Böylece Avrupa Borç Krizi'ne yol açan nedenlere ve krizden çıkış için alınan politika tedbirlerine ilişkin genel bir çerçeve çizilmeye çalışılacaktır.

### 3.1. Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine Dönüşmesi

2007 yılında ABD'de başlayan Mortgage Krizi, 2008/2009 yıllarında Avrupa Birliği ülkelerine sıçrayarak bir borç krizine dönüşmüştür. Bunda ABD ile AB ülkeleri arasında çok güçlü ticari ve finansal ilişkilerin var olması oldukça etkili olmuştur. Amerikan finans piyasalarında yaşanan sorunlar, küreselleşmenin olduğu bir çağda çok çabuk yayılarak Avrupa borsalarında da keskin düşüşlere neden olmuştur. Diğer taraftan mortgage kriziyle ABD'de azalan milli gelir nedeniyle, AB ülkelerinin ihracat gelirlerinde gerilemeler yaşanmıştır. Söz konusu gelişmelere bir de AB ülkelerinde sürdürülemez hale gelen bütçe açıkları ile kamu borç stokunda gözlenen artışlar eklenince, mortgage krizi kısa zaman içerisinde Avrupa Borç Krizi'ne dönüşmüştür.

ABD'de yaşanan mortgage krizi sırasında konut fiyatlarının ve menkul kıymetleştirilmiş varlık fiyatlarının hızla düşmesi, bankacılık sisteminin zararlarının katlanarak artmasına neden olmuştur. Amerikan finans ve varlık piyasalarında yaşanan başarısızlıklar, bankaların kredi arzını düşürmek zorunda kalmasına ve tüketiciler ile yatırımcıların bankalara olan güvenini yitirmesine yol açmıştır. Böylece Amerikan ekonomisinin geleceğine ilişkin oluşan kuşku ve olumsuz beklentiler, sadece ABD ile sınırlı kalmamış ve finansal krizin merkezinde yer almayan diğer ülkeleri de etkisi altına almıştır. Bu da ABD ile Avrupa Birliği ülkeleri arasında önceki dönemlerde kurulmuş derin ticari ve finansal bağlantıların giderek bozulmasını beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla mortgage krizi Yunanistan, İtalya, İspanya ve Portekiz gibi yüksek bütçe açığı veren ve kamu borç stoku sürdürülebilir seviyelerde olmayan Euro bölgesi ülkelerini borç krizine düşürmüştür. Borç krizine yakalanan ülkelerde yaşamaya başlayan resesyon olgusuyla birlikte, reel büyüme oranları hızla düşmüş ve işsizlik oranları da giderek artmıştır. Ulusal hükümetler, Avrupa Merkez Bankası ile IMF'nin almış olduğu tüm parasal ve mali tedbirlere karşılık, Avrupa Borç Krizi uzun yıllar boyunca devam etmiştir.

Grafik 12'de ABD'de 2007 yılında başlayan mortgage krizinin hangi kanallar yoluyla Avrupa Borç Krizi'ne dönüştüğü gösterilmiştir.

**Grafik 12: ABD'deki Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine Dönüşmesi**

**Kaynak:** Aykut Kibritçiöğlü, “2006-2011 Küresel Ekonomik Krizinin Bileşenleri ve Karmaşıklığı”, **Munich Personal RePEc Archive (MPRA)**, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/33515>, No. 33515, July-2011, s.6.

Grafik 12'ye göre ABD'de hükümetlerin 1970'lerden itibaren finansal piyasalara yönelik düzenleme ve denetlemelerinin yetersizliği, 1990'lardan beri finansal kuruluşların aşırı risk alma tercihlerinde bulunması ve 2000'li yıllarda izlenen kötü iktisat politikaları, konut finansman piyasalarında 2007 yılında çok ciddi bir finansal krizin yaşanmasına yol açmıştır. Böylece 2007-2009 yılları arasında Amerikan ekonomisi durgunluğa girmiş, reel üretim ve büyüme oranları düşerken işsizlik oranları ise hızla artmıştır. Ancak söz konusu kriz ABD ile sınırlı kalmamış ve güçlü finansal ilişkiler kanalıyla Avrupa Birliği ülkelerine ve dünyanın geri kalanına da sıçramıştır. Böylece ABD'de başlayan Mortgage Krizi, etkileri ve sonuçları açısından çok daha büyük bir kriz olan Avrupa Borç Krizine dönüşmüştür. Mortgage Krizi'nin Avrupa ülkelerine bulaşmasına yol açan üç temel kanal vardır: (Kibritçiöğlü, 2011: 6-7)

**i-) Aşırı Riskli Varlık Ticareti Kanalı (Birinci Finans Kanalı):** Avrupa Birliğine üye ülkelerde bankalar, finansal kriz öncesinde Amerikan finans sektörü tarafından satışa sunulan aşırı riskli mortgage fonlarına önemli yatırımlar yapmıştı. Ancak mortgage kriziyle birlikte bu fonların sorunlu (toxic) olduğunun ortaya çıkması üzerine, söz konusu fonlara yatırım yapan finansal kuruluşlar ciddi zararlar ile karşı karşıya kalmışlardır. Zarar eden bankaların bir çoğu, ulusal hükümetler tarafından kurtarılmıştır. Ancak bu da AB üyesi ülkelerde bütçe açıklarının ve

kamu borç stoklarının genişlemesine neden olmuştur. Böylece AB ülkeleri derin bir borç krizine sürüklenmiştir.

**ii-) Kredi Kanalı (İkinci Finans Kanalı):** Mortgage kriziyle birlikte Amerikan bankalarından hızlı mevduat çekilişlerinin yaşanması, kredi miktarlarını da düşürmüştür. Aynı eğilim Avrupa Birliği ülkelerinde de gözlenmiş ve böylece küresel likidite hacmi daralmıştır. Bu da AB üyesi ülkelerde finansal kuruluşların ve şirketlerin borçlarını ödemekte sıkıntılar yaşamalarına yol açarak, ekonomiyi ciddi bir resesyona götürmüştür.

**iii-) Ticaret Kanalı:** ABD ile AB arasındaki dış ticaret bağlantılarının oldukça güçlü ve derin olması da, mortgage krizinin Avrupa Borç Krizine dönüşmesinde etkili olmuştur. Çünkü mortgage kriziyle birlikte ABD'de milli gelirin düşmesi sonucunda AB'den yapılan ithalat azalmıştır. Bu da ABD'ye yapılan ihracatın azalması anlamına geldiğinden, AB'de reel üretim hızla gerilemiş ve ekonomi hızla küçülmüştür.

ABD'de başlayan mortgage krizinin AB ülkelerine sıçramasında belki de en önemli etkiyi, birinci finans kanalı yapmıştır. Çünkü kriz öncesinde Amerikan finans piyasalarına ve özellikle de mortgage ürünlerine en fazla yatırım AB ülkeleri tarafından yapılmıştır. 2008 yılı itibarıyla Amerikan subprime mortgage piyasasının büyüklüğü, 700 Milyar \$'ı aşmıştı. AB üyesi ülkelerin bankalarının bu rakam içindeki payı ise yaklaşık olarak %40'a eşitti. Söz konusu bankaların bilançolarının toplam varlık kısmının %18'ini CDO'lar ve %14'ünü de ABS mortgage'lar oluşturmaktaydı. Ellerindeki âtil fonları yüksek kârlar vadeden Amerikan finans piyasalarındaki mortgage tabanlı türev ürünlere yatıran Avrupalı bankalar, mortgage krizi sonrasında çok büyük zararlarla karşılaşmışlardır. Zira bu bankaların yatırım yaptıkları mortgage varlıklarının çoğu sorunlu çıktığı için piyasa değerleri hızla düşmüştür. Böylece söz konusu finansal varlıklar, satın alırken ödenen değerinde oldukça altında satılmak zorunda kalmıştır. IMF'nin 2008 yılına ilişkin olarak yayınladığı Bölgesel Ekonomik Rapor'a göre, 2008 yılının Mart ayı itibarıyla AB üyesi ülkelerin subprime mortgage'lar ile ilgili toplam zararı 123 Milyar \$ iken, ABD'nin zararı ise 144 Milyar \$'dır. Dolayısıyla ABD'de başlayan finansal krizin, özellikle sorunlu subprime mortgage fonlara yatırım yapan Avrupalı bankalar yoluyla AB üyesi ülkelere de bulaştığı söylenebilir (Bhatnagar, 2012: 6-8).

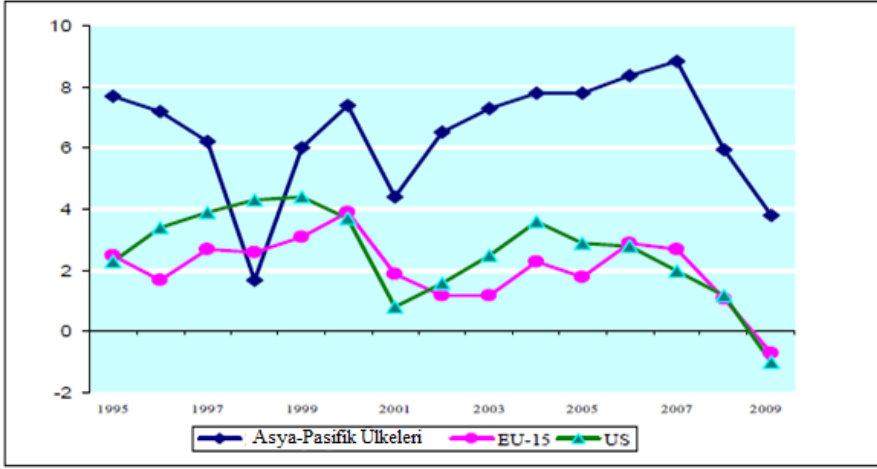
Diğer taraftan AB üyesi ülkelerde 2005 yılından itibaren çok büyük miktarlarda menkul kıymetleştirme yapılması da, finansal krizi sürecini tetikleyen faktörler arasında sayılabilir. J.P. Morgan'ın 2012 yılının Şubat ayında yayınladığı bir araştırma raporuna göre, özellikle ABS fonlarının menkul kıymetleştirilmesi ile AB içinde ulaşılan büyüklük 2 Trilyon Euro'ya yaklaşmıştır. En fazla menkul kıymetleştirmeye giden AB üyesi ülkeler sırasıyla 587.3 Milyar Euro ile İngiltere, 293.9 Milyar Euro ile Hollanda, 286.4 Milyar Euro ile İspanya, 188.8 Milyar Euro ile İtalya ve 90 Milyar Euro ile de Portekiz'dir. En fazla menkul kıymetleştirme yapan AB üyesi ülkeler içinde, 2009 yılında borç krizine düşecek olan İspanya, İtalya ve Portekiz'in bulunması

oldukça ilginçtir. Bu bağlamda aşırı menkul kıymetleştirme sürecinin AB üyesi ülkelerde, bankacılık kesiminin zararlarını artırarak borçlarını sürdürülebilir olmaktan çıkardığı ve ekonomiyi finansal bir krize sürüklediğinden bahsedilebilir (Bhatnagar, 2012: 8-12).

Avrupa borç krizine düşen ülkelerde yaşanan başarısızlıkların altında, kriz öncesinde yüksek ekonomik büyüme uğruna yürütülen ve bütçe açığına yol açan mali politikaların da büyük rolü vardır. Söz konusu politikalar sonucunda genişleyen kamu borçları, özellikle Euro bölgesi ülkelerinin zayıf halkasını oluşturan Yunanistan ve Portekiz gibi ülkelerde sürdürülemez hale gelmiştir. Avrupa Para Sistemi'nin başlangıç dönemlerinde söz konusu ülkelerin bütçe açıkları ve kamu borçları, birliğin yüksek gelirli ülkelerinden gelen yoğun sermaye girişleri ve AB'den sağlanan kalkınma fonları ile kolayca finanse edilebilmiştir. Bu da Euro bölgesinin görece zayıf ülkelerinde borçlanmaya dayalı tüketim ve yatırım harcamalarında, ekonominin potansiyel kapasitesi üzerinde artışlar yaşanmasına yol açmıştır. Dolayısıyla üretim artışlarının ve ekonomik büyümenin, verimlilik kazançlarından ziyade yüksek kâr beklentileri ile sermaye girişlerine dayandırıldığı söyleyebiliriz. Ancak mortgage krizinin neden olduğu olumsuz bekleyişler sonucunda, banka panikleri ve iflasları ile birlikte likidite sıkışıklıklarının yaşanması Euro bölgesinde büyüme sürecinin de sona ermesi anlamına gelmekteydi. Böylece Euro kullanan ülkelerde milli gelirden yaşanan düşüşler, özel sektör borçlarının ödenemeyerek kamu borcu haline dönüşmesine aracılık etmiştir. Bu bağlamda kriz öncesi dönemlerde kamu borçlarının ve bütçe açıklarının çevrilmesi konusunda fazla sıkıntı yaşamayan ülkelerin, borçlarını sürdürmesi olanaksızlaşması üzerine Avrupa borç krizi başlamıştır.

Mortgage Krizi ve Avrupa Borç Krizi nedeniyle dünya ekonomisinde ciddi bir resesyon yaşanmaktadır. Bu da tüm dünyada reel büyüme oranlarının giderek azalmasına yol açmıştır. Grafik 13'de ABD, AB ve gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkelerinde 1995-2009 yılları arasında reel GSYİH büyümesi gösterilmiştir.

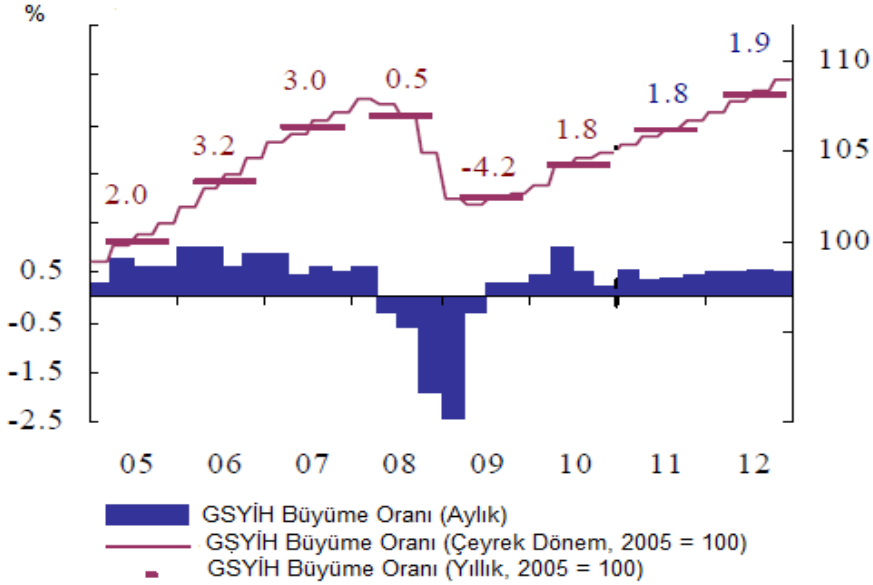
**Grafik 13: ABD, AB ve Gelişmekte Olan Asya-Pasifik Ülkelerinde Reel GSYİH Büyümesi (1995-2009)**



**Kaynak:** Shamika Sirimanne, "Emerging Issue: The Gender Perspectives of the Financial Crisis", **United Nations, Commission on the Status of Women**, New York, 2-13 March 2009, [http://www.un.org/womenwatch/daw/csw/csw53/panels/financial\\_crisis/Sir\\_imanneformatted.pdf](http://www.un.org/womenwatch/daw/csw/csw53/panels/financial_crisis/Sir_imanneformatted.pdf), Erişim Tarihi: 14.09.11, p.3.

Grafik 13'e göre ABD'de 2007 yılında başlayan finansal krizle birlikte reel GSYİH büyümesi hızla küçülmüş ve 2008 yılında negatife dönmüştür. ABD'de küresel kriz öncesinde reel büyüme oranları %3 düzeylerinde iken, 2009 yılında -%1'e kadar düşmüştür. ABD'de başlayan krizin 2008 yılında Avrupa Birliği ülkelerine sıçraması üzerine, 15 Avrupa Birliği ülkesinde de reel GSYİH büyüme oranları negatif değerler almıştır. Küresel finansal krizle birlikte gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkelerinde de reel büyüme oranları azalmaya başlamış fakat pozitif değerler almaya devam etmiştir. 2007 yılı öncesinde gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkelerinde ortalama reel büyüme oranları yaklaşık olarak %9 iken, 2009 yılına gelindiğinde %4'e gerilemiştir. Bu rakamlara göre küresel finansal krizden en fazla etkilenen ülkelerin ABD ve AB ülkeleri olduğu söylenebilir.

2008-2012 yılları arasında AB ülkelerinin büyüme oranlarında önemli düşüşler kaydedilmiştir. Bu da Avrupa Borç Krizi'nin çok ciddi reel ekonomik maliyetler ortaya çıkardığını göstermektedir. Grafik 14'de AB ülkelerinin 2005-2012 dönemine ait reel büyüme oranları gösterilmiştir.

**Grafik 14: Avrupa Birliği'nde Reel Büyüme Oranları (2005-2012)**

**Kaynak:** European Commission, “European Economic Forecast”, **European Economy**, Spring-2011, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 04.07.12, **European Economy**, p.7.

Grafik 14'e göre AB ülkelerinde borç krizinin başladığı 2008 yılı öncesinde ortalama reel büyüme oranları %3 düzeyindeydi. Ancak finansal krizle birlikte reel büyüme oranları 2008 yılında %0.5'e düşmüş ve 2009 yılında da negatife dönerek, -%4.2'ye kadar azalmıştır. İlerleyen yıllarda ise reel büyüme oranları tekrar pozitifte dönse de % 2'nin üzerine çıkamamıştır. Dolayısıyla Avrupa Borç Krizi'nin AB ülkelerinde çok ciddi bir durgunluğa yol açtığı söylenebilir. 2012 yılı itibarıyla AB ekonomileri halen 2006/2007 dönemindeki büyüme seviyelerine ulaşamamıştır.

Avrupa Borç Krizinin reel ekonomik maliyetlerine Euro kullanan ülkeler açısından bakıldığında da, durum diğer AB üyesi ülkelerinden çok farklı değildir. Şöyle ki borç krizi nedeniyle Euro kullanan ülkelerde de reel büyüme oranlarında gözle görülür daralmalar yaşanmıştır. Grafik 15'de ise Euro Bölgesi'nde 1999-2010 dönemindeki reel GSYİH büyüme oranları gösterilmiştir. Grafik 15'e göre Euro Bölgesi ülkelerinde reel büyüme oranları, finansal krizin başladığı 2008 ve 2009 yıllarında çok ciddi biçimde azalmıştır. 2010 yılından itibaren Euro Bölgesi ülkelerinde reel büyüme oranları artış kaydetse de, finansal krizden önceki seviyelere ulaşılması henüz mümkün olmamıştır.

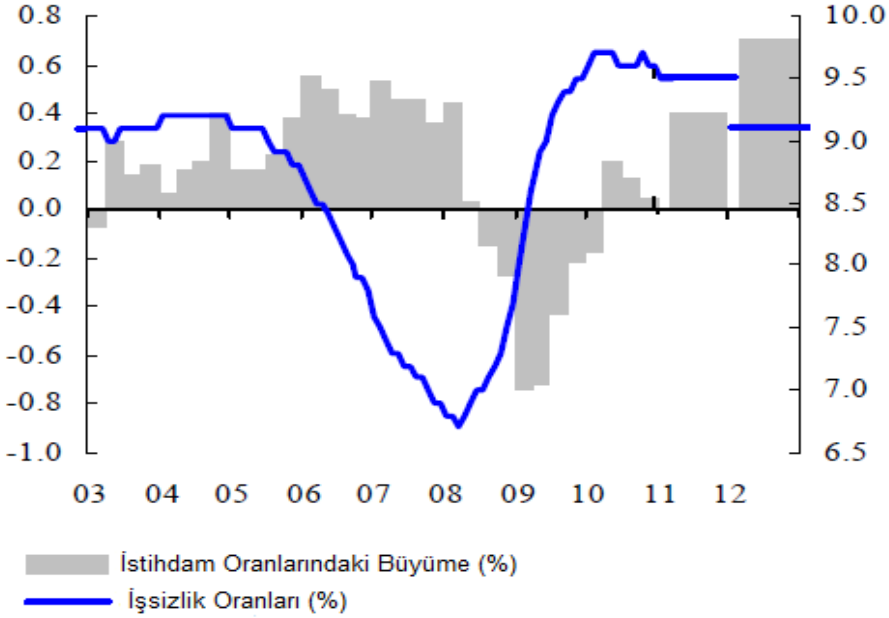
**Grafik 15: EURO Bölgesinde Reel GSYİH Büyüme Oranı (1999-2010)**

**Kaynak:** Athanasios Orphanides, “Monetary Policy Lessons from the Crisis”, **Central Bank Of Cyprus, Working Paper Series, 2010/1, May-2010, <http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm>**, Erişim Tarihi: 14.10.12., p.30.

Grafik 15'e göre Euro Bölgesi'nde borç krizinin başladığı 2008 yılına kadar reel büyüme oranları pozitif düzeylerde kalmıştır. Ancak borç kriziyle birlikte Euro bölgesi ülkelerinde büyüme oranları hızla azalmaya başlamış ve 2009 yılında -% 4.1'e kadar inmiştir. Euro bölgesinde 2010 yılından itibaren ekonomi tekrardan büyümeye başlamıştır. Ancak reel büyüme oranlarının borç krizinden önceki düzeylere gelmesi hemen mümkün olmamıştır. Bu anlamda Avrupa Borç Krizi'nin, Euro kullanan ülkelerde uzun süreli bir resesyona neden olduğundan bahsedilebilir.

Avrupa Borç Krizi'nin yol açtığı resesyonist eğilimler, yalnızca reel büyüme oranlarını düşürmekle kalmayıp işsizlik oranlarında da yükselişe yol açmıştır. Grafik 16'da AB ülkelerinde istihdam ve işsizlik oranlarında 2003-2012 yıllarında ortaya çıkan nispi değişimler gösterilmiştir.

**Grafik 16: Avrupa Birliği'nde İstihdam ve İşsizlik Oranlarındaki Nispi Değişmeler (2003-2012)**



**Kaynak:** European Commission, “European Economic Forecast”, **European Economy**, Spring-2011, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 04.07.12, p.29.

Grafik 16'ya göre AB ülkelerinde istihdam oranları 2006-2008 döneminde artarken, işsizlik oranları ise hızlı bir düşüş göstermiştir. Söz konusu dönemde AB ülkelerinde istihdam oranları %8,8'den %9,4'e yükselirken, işsizlik oranları ise %8,5'ten %6,5'e kadar düşmüştür. Ancak Avrupa Borç Krizi'nin başladığı 2008 yılından sonra ise, AB ülkelerinde istihdam oranları 2011 yılına kadar azalarak %7'ye inmiştir. 2008-2011 yılları arasında istihdam oranlarındaki düşüşlere paralel olarak işsizlik oranları da %6,5'ten %9,5'e yükselmiştir. Bu bağlamda Avrupa Borç Krizi'nin ülke ekonomileri üzerinde oldukça derin etkiler bıraktığından bahsetmek mümkündür.

Avrupa Borç Krizi, AB ülkelerinde reel büyüme oranlarını ve istihdam oranlarını düşürürken işsizlik oranlarını ise yükseltmiştir. Dolayısıyla borç krizine düşen ülkeler de ekonomik istikrar hızla bozulmuştur. Bu negatif etkiler özellikle finansal krizin en ağır olarak yaşandığı Yunanistan, İtalya, İspanya ve Portekiz'de hissedilmiştir. Söz konusu ülkelerde krizin faturası her zaman olduğu gibi ulusal hükümetlere kesilmiştir. Bu ülkelerde hükümetler erken seçim kararı almış, istifa etmiş ya da teknokratlar hükümetleri kurulmuştur. Uygulanan tüm makro ekonomik tedbirlere rağmen Avrupa Borç Krizi, uzun yıllar boyunca etkilerini artırarak devam ettirmiştir. İzleyen kısımda Avrupa Borç Krizine düşen ülke deneyimleri açıklanmaya çalışılmıştır.

### 3.2. Avrupa Borç Krizine Düşen Ülkelerin Deneyimleri

Avrupa Borç Krizi, 2009 yılının Ekim ayında Yunanistan'ın toplam bütçe açıkları ve kamu borçlarının Euro Bölgesinde izin verilen sınırların çok üzerinde olduğu ve sürdürülemeyeceğinin anlaşılması üzerine başlamıştır. Söz konusu krizden en fazla etkilenen ülkeler de Euro Bölgesi'nin mali açıdan en büyük sıkıntıda olan ülkeleri Portekiz, İspanya, İtalya ve Yunanistan olmuştur. 1992 yılındaki "Maastricht Anlaşması" ve 1997'de kurulan "Avrupa Birliği Büyüme ve İstikrar Paketi Anlaşması" na göre Euro kullanan ülkelerde, bütçe açıklarının GSYİH'a oranı %3'ü ve kamu borç stoklarının da GSYİH'a oranı %60'ı geçmemeliydi. Buna karşılık Yunanistan'da 2009 yılında bütçe açıklarının GSYİH'a oranı %15,4'e, İspanya'da %11,2'ye, Portekiz'de %9,3'e ve İtalya'da %5,3'e ulaşmıştır. Bu da Euro bölgesinde mali baskınlığın oldukça yüksek olduğu anlamına gelmektedir (Sandoval v.d., 2011: 3-4).

Burada Avrupa Borç Krizi'nin etkilerinin en fazla hissedildiği ülkelerden sırasıyla Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya'nın deneyimleri ele alınacaktır. Bu bağlamda söz konusu ülkeleri finansal krize sürükleyen nedenlere, krizin sonuçlarına ve krizle mücadele de alınan önlemlere ayrıntılı olarak değinilecektir. Avrupa Borç Krizine düşen diğer bir ülke olan İrlanda ise, AB ekonomileri içinde oldukça küçük yer tuttuğu ve krizin yayılmasında büyük bir rol oynamadığı için çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

#### 3.2.1. Yunanistan

1981 yılında Avrupa Birliği'ne üye olan ve 2001 yılında ortak para birimi olan Euro'ya geçiş yapan Yunanistan, 2009 yılında ağır bir finansal krize yakalanmıştır. Finansal kriz öncesinde Yunan ekonomisi, kamu sektörünün ağırlıkta olduğu küçük ve dışa açık bir ekonomi görünümündeydi. Yunanistan'da kamu sektörünün GSYİH içindeki payı %40 düzeyindeydi. AB ülkelerinde emeklilik yaşı ortalama olarak 65 iken, Yunanistan'da 58 idi. Yunanistan'da kamu çalışanlarına yılda 14 ay maaş verilmekteydi ve bu anlamda OECD verilerine göre dünyadaki en geniş ücret sistemine sahipti. Üstelik günlük ortalama çalışma süresi de 7 saatin altındaydı. Bu da Yunanistan'da özellikle kamu çalışanlarının ve emekli kesimlerinin hayat kalitesinin yüksek olmasına yol açmıştır. The Economist dergisinin yapmış olduğu dünya yaşam standardı endeksinde Yunanistan, Almanya ile Fransa ve İngiltere gibi ülkelerin önünde 22. sırada bulunmaktaydı. Diğer taraftan askeri harcamalar açısından AB ortalamasının üzerinde yer alan Yunanistan, vergi gelirleri açısından ise AB ortalamasının oldukça altındaydı. AB ülkelerinde ortalama olarak vergi gelirlerinin GSYİH içindeki payı %40'ın üzerindeyken, bu oran Yunanistan'da %32'nin altındaydı. Dolayısıyla Yunanistan'da vergi gelirlerinin kamu harcamaları kadar artırılmaması sebebiyle, bütçe açıkları ve kamu borç stoku giderek yükselmiştir. 2009 yılında Yunanistan'da bütçe açıkları/GSYİH oranı 15.6'ya ve kamu borç stoku/GSYİH oranı da %129,7'ye yükselmiştir. Bu kadar yüksek bir bütçe açığı ve kamu borç stokunun çevrilememesi, Yunan ekonomisini finansal krize sürükleyen en temel etkenlerden birisi olmuştur (Lundström and Tiberg, 2010: 17-18).

2009 yılında Yunanistan'ın mevcut bütçe ve milli gelirleri ile oldukça yüksek olan kamu borçlarını finanse edilemeyeceğinin açığa çıkması sonucunda Avrupa borç krizi başlamıştır. Dolayısıyla Avrupa Borç Krizi'nin ilk yaşandığı ülke olması açısından Yunanistan ekonomisindeki gelişmelerin açıklanması oldukça önem arz etmektedir. Bu çerçevede öncelikle Yunanistan'ı borç krizine sürükleyen, bütçe açığı ve kamu borç stokuna ilişkin ekonomik göstergelere değinilecektir. Daha sonra borç krizinin reel ekonomi üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkiler üzerinde durulacaktır. Son olarak da Yunanistan'da finansal krizle mücadele kapsamında ulusal hükümetler, AB, IMF ve Avrupa Merkez Bankası tarafından alınan mali ve parasal önlemlere yer verilecektir.

### 3.2.1.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar

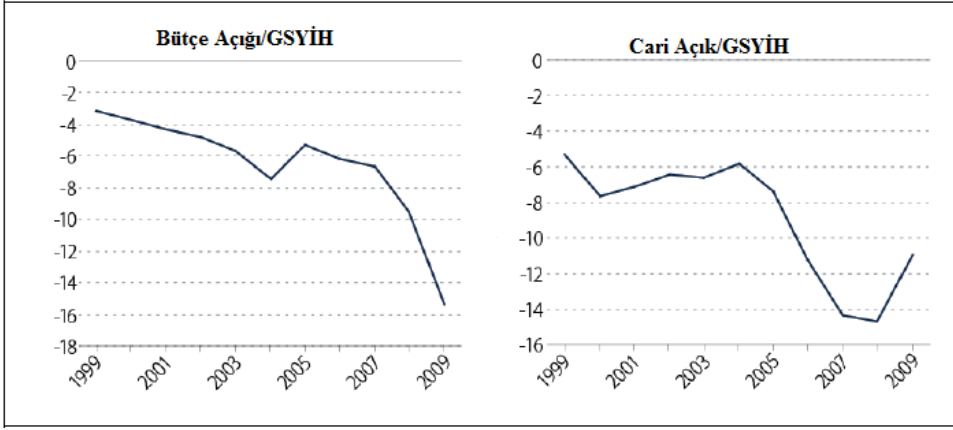
Yunanistan'ı mali felakete sürükleyen temel unsurlar bütçe açıkları, yüksek kamu borç stokları, kötü ekonomi yönetimi ve hükümetin mali verileri çarpıtmasıdır.<sup>2</sup> 2001'de Euro'ya geçilmesinden 2008 yılına kadar Euro bölgesinin bütçe açığı/GSYİH göstergesi ortalama olarak %2 iken, bu oran Yunanistan'da %5'di. 2009 yılına gelindiğinde ise Yunanistan'da bütçe açığı/GSYİH oranı %15,6'ya yükselmiştir. 2001-2008 yılları arasında Yunanistan'da cari işlemler açığı/GSYİH rasyosu da %9'a ulaşmıştır. Bu kadar yüksek bir bütçe ve cari açığın, kamu gelirleri ile finanse edilemeyeceğinin anlaşılması üzerine de 2009 yılında borç krizi başlamıştır (Sandoval v.d., 2011: 4-5).

Yunanistan'da 2009 yılının Kasım ayında seçilen yeni hükümetin, mali verilerin önceki hükümet döneminde çarpıtıldığını açıklaması borç krizinin resmi başlangıcı kabul edilmektedir. Bunun üzerine yeni hükümet, 2008 yılı bütçe açığı/GSYİH oranını %5'ten %7,5'e ve 2009 yılı tahmini bütçe açığı/GSYİH oranını da %3,7'den %12,7'ye yükselterek revize etmiştir. Avrupa İstatistik Ofisi (Eurostat) ise, Yunanistan'ın 2009 yılı bütçe açığının 36 Milyar Euro'ya ulaştığını ve bütçe açığı/GSYİH oranının %15,6'ya tekabül ettiğini açıklamıştır. Diğer taraftan 2009 yılı sonu itibarıyla %99,6 çıkması beklenerek ilan edilen kamu borç stoku/GSYİH oranı da %129,7 olarak gerçekleşmiştir. Yunanistan'da mali verilerin çarpıtıldığının ve gerçekleşen bütçe açıkları ile kamu borç stokunun beklenenden çok daha fazla olduğunun ortaya çıkması üzerine, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları Yunanistan'ın kredi notunu düşürmüşlerdir. Bu da Yunan ekonomisine olan güveni temelinden sarsmış ve yabancı sermayenin ülkeyi hızla terk etmesi üzerine de finansal kriz başlamıştır (Köse ve Karabacak, 2011: 291-292).

Yunanistan'ın kamu borçlarının sürdürülemez hale gelmesinde, 2000'li yılların başından itibaren Yunanistan'da genişleyen bütçe ve cari açıklar önemli bir rol oynamıştır. Grafik 17'de Yunanistan'ın 1999-2009 dönemindeki bütçe açığı ve cari açıklarının GSYİH'a oranı ortaya konulmuştur.

2 Yunanistan Başbakanı Georgios Papandreu, Yunanistan'ın nerede yanlış yapıldığına ilişkin kendisine sorulan sorulara verdiği cevapta ekonomik krizin sebepleri olarak "kamu yönetimindeki yozlaşmayı, seçim ekonomisine dayalı politik mübadeleyi, kamu hizmetlerinin görülmesindeki adam kayırmacılık faaliyetlerini ve kamu gelirlerinin savurgan bir şekilde verimsiz alanlara dağıtılmasını" saymıştır.

**Grafik 17: Yunanistan'da Bütçe Açığı/GSYİH ve Cari Açık/GSYİH Oranları (1999-2009)**



**Kaynak:** Rebecca M. Nelson, Paul Belkin and Derek E. Mix, "Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications", **Congressional Research Service (CRS) Report for Congress**, August-2011, <http://www.crs.gov>, Erişim Tarihi: 27.03.12, p.4.

Grafik 17 çerçevesinde Yunanistan ekonomisinin 2000'li yılların ilk yarısında sürekli olarak bütçe açığı ve cari açık verdiği söylenebilir. Literatürde ikiz açık olarak adlandırılan bu durum, 2005 yılından itibaren artık sürdürülebilir seviyeleri aşmıştır. Söz konusu açıkları kapatmak için Yunanistan'da kamu kesimi sürekli borçlanmak durumunda kalmış ve bu süreç 2008 yılında borç kriziyle neticelenmiştir. 2008 yılı itibariyle Yunanistan'da bütçe açığı/GSYİH oranı %12'ye ulaşmış, cari açık/GSYİH oranı ise %14'i aşmıştır.<sup>3</sup> Bu kadar yüksek bir ikiz açık ile Yunanistan'ın borç krizine girmesi olağan bir durum olarak karşılanmıştır. 2009 yılında Yunanistan'da-

3 Literatürde bir ülkenin cari açık/GSYİH oranının %5'i aşması durumunda, finansal kriz riskinin giderek arttığı ileri sürülmektedir. Özellikle Arjantin ve Meksika gibi Latin Amerika ülkelerinde yaşanan finansal krizler öncesinde, cari açık/GSYİH oranının %5'in üzerinde kaldığının gözlenmesi bu sonucu ortaya çıkarmıştır. Bu anlamda söz konusu oran, cari açığın sürdürülebilirlik eşliğinin üst sınırı olarak kabul edilmektedir. 1980'li yıllardan itibaren sürekli olarak cari açık veren ve cari açık/GSYİH oranı %5'i aşan Yunanistan'da yaşanan finansal kriz, Asya Krizi sonrasında Calvo ve Reinhart (2000) tarafından ortaya atılan "aniden durma (sudden stop)" kavramına oldukça uymaktadır. Calvo'nun yaptığı tanıma göre aniden durma olgusu, ülkenin yüksek bütçe açıkları ve cari açıkları nedeniyle uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmasının aniden durması ve ülkenin ihtiyaç duyduğu dış kaynağa erişmesinin imkansız hale gelmesidir. Bu durumda ülke içinde yurt içi üretim ve toplam talepte ciddi daralmalar meydana gelmekte ve varlık fiyatlarında sert düşüşler yaşanmaktadır. Yunanistan'da 2009 yılının ikinci yarısında yaşananlar, aniden durma olayına oldukça uygun düşmektedir. Ansızın durma olgusu konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. G. A. Calvo and Carmen M. Reinhart, "When Capital Inflows Come to Sudden Stop: Consequences and Policy Options", (in) Peter Kenen and Alexandre Swoboda, eds. **Reforming the International Monetary and Financial System**, (Washington DC: International Monetary Fund, 2000), pp.175-201 veya <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/6982/1/SuddenStop.pdf>, Erişim Tarihi: 09.11.2009, pp.1-32.

ki bütçe açıkları/GSYİH oranı daha da artarak %15'lere ulaşırken, cari açık/GSYİH oranı ise azalarak %11'e düşmüştür.

Yunanistan'da artan ikiz açıklar, kamu kesimi borçlarının aşırı düzeylerde genişlemesine neden olmuştur. Bu da kamu kesimi borçlarının finanse edilmesini güçleştirerek ekonomiyi borç krizine sürüklemiştir. Avrupa Borç Krizi'ne yakalanan ülkeler arasında kamu kesimi borçları/GSYİH oranı, en fazla artan ülke Yunanistan olmuştur. Dolayısıyla Yunanistan'da borç krizinin artan kamu borçlarından kaynaklandığı ifade edilebilir. Tablo 6'da Yunanistan ekonomisine ait 2009-2012 dönemi içindeki GSYİH ve kamu kesimi verileri gösterilmiştir.

**Tablo 6: Yunanistan'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012)**

	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH (Milyon Euro)</b>	231.081	222.151	208.532	193.749
<b>Bütçe Dengesi (Milyon Euro)</b>	-36.127	-23.719	-19.834	-19.360
<b>Bütçe Dengesi/GSYİH (%)</b>	-15.6	-10.7	-9.5	-10.0
<b>Kamu Harcamaları/GSYİH (%)</b>	54.0	51.4	52.0	54.8
<b>Kamu Gelirleri/GSYİH (%)</b>	38.3	40.6	42.4	44.7
<b>Kamu Borç Stoku (Milyon Euro)</b>	299.685	329.515	355.172	303.918
<b>Kamu Borç Stoku/GSYİH (%)</b>	129.7	148.3	170.3	156.9

**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 24.05.13

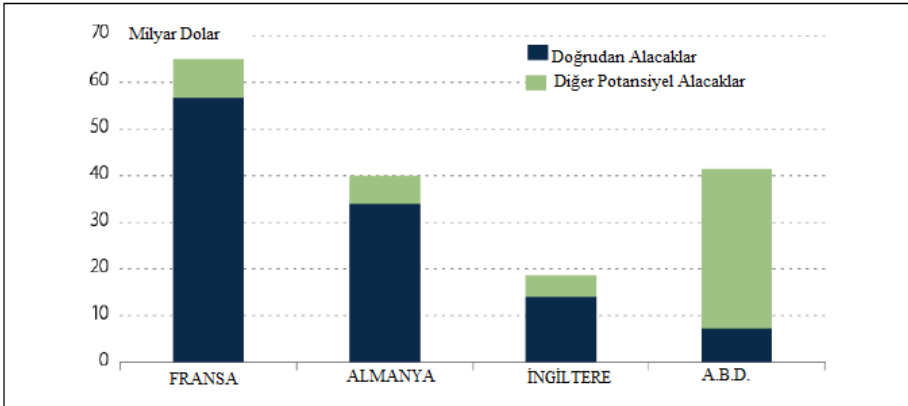
Tablo 6'ya göre 2009 yılında Yunanistan'da bütçe açıkları GSYİH'in %15,6'sı kadar açık verirken, kamu borç stoku ise GSYİH'in %129,7'sine ulaşmıştır. Bu rakamlar Yunanistan'da bütçe açıkları ve kamu borç stoklarının, finansal krizin başladığı 2009 yılında sürdürülebilir seviyelerin çok üzerinde olduğunu göstermektedir. Finansal krizle mücadele kapsamında alınan tedbirler sayesinde ilerleyen dönemlerde bütçe açıkları azalmıştır. 2012 yılında bütçe açıklarının GSYİH'a oranı %10'a düşmüştür. Fakat kamu borç stokundaki artışlar 2012 yılına kadar devam etmiştir. 2010 yılında kamu borç stokunun/GSYİH'a oranı %148,3, 2011 yılında %170,3 ve 2012 yılında ise %156.9 olmuştur. Bu bağlamda Yunanistan'ın, Euro kullanan ülkeler içerisinde en yüksek kamu borç stoku/GSYİH rasyosuna sahip ülke olduğu söylenebilir. Diğer taraftan Yunanistan'da 2009 yılında GSYİH 231.081 Milyon Euro iken, kamu borç stoku ise 299.685 Milyon Euro olarak gerçekleşmiştir. Bu da Yunanistan'ın kamu borçlarının, ülkenin üretim kapasitesi ve milli geliri ile karşılanamayacak ölçüde yükseldiğini göstermektedir. İlerleyen yıllarda uygulanan kemer sıkma politikalarının da etkisi ile GSYİH daha da düşerken, AB ve IMF'den alınan yeni borçlar nedeniyle kamu kesimi borçlarındaki artış eğilimi devam etmiştir. 2012 yılında Yunanistan'ın GSYİH'ı 193.749 Milyon Euro'ya inmiş, buna karşılık kamu borç stoku 303.918 Milyon Euro'ya yükselmiştir. Dolayısıyla Yunanistan ekonomisi-

ni krize sürükleyen temel sebepler, bütçe açıkları ile kamu kesimi borçlarında yaşanan yüksek artışlar olmuştur.

AB'ye girdikten sonra Yunanistan, kamu borçlarını azaltmak yerine Euro bölgesinden sağladığı düşük faizli krediler ile borç döngüsünü sürdürmeye çalışmıştır. Buna karşılık dış kaynaklı borçlanma, orta ve uzun vadede ülkenin toplam kamu borç yükünü önemli derecede artırmıştır. Böylece mali disiplin sağlanamamış ve kamu borçlarındaki artışlar devam etmiştir. Yunanistan'ın 2000 yılında 150 Milyar Euro olan kamu borçları, 2009 yılı sonunda 300 Milyar Euro'yu aşmıştır. Genişleyen kamu borç stoklarını, mevcut kamu gelirleri ve borçlanma imkânları ile sürdürme şansı kalmayan Yunan ekonomisi, 2009 yılında derin bir borç krizine yakalanmıştır (Şahin, 2012: 52).

Yunanistan'ın borçluluk yükünün ne kadar yüksek olduğunun bir başka göstergesi de yabancı ülke bankalarının alacaklarıdır. Grafik 18'de seçilmiş Avrupa ülkeleri ve Amerikan bankalarının 2010 yılı sonu itibariyle Yunanistan'dan alacaklarına yer verilmiştir. Grafiğe göre Yunanistan'dan alacağı en fazla olan bankalar Fransız, Amerikan ve Almanya bankalarıdır.

**Grafik 18: Seçilmiş Avrupa Ülkeleri ve Amerikan Bankalarının Yunanistan'dan Alacakları (2010, Milyar \$)**



**Kaynak:** Rebecca M. Nelson, Paul Belkin and Derek E. Mix, "Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications", **Congressional Research Service (CRS) Report for Congress**, August-2011, <http://www.crs.gov>, Erişim Tarihi: 27.03.12, p.16.

Grafik 18'in elde edildiği Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements-BIS) verilerine göre 2010 yılı sonu itibariyle, Amerikan bankalarının Yunan hükümeti ile özel sektörden doğrudan alacakları 7.3 Milyar \$ iken, dolaylı alacakları 34.1 Milyar \$ ve toplam alacakları ise 41.4 Milyar \$'a ulaşmıştır. Yunanistan'dan en fazla alacağı olan Fransız bankalarının, toplam alacakları yaklaşık

olarak 65 Milyar \$'dır. Alman bankalarının Yunanistan'dan alacaklı olduğu miktar 40 Milyar \$ iken, İngiliz bankalarının ise 18 Milyar \$ düzeyindedir (Nelson vd., 2011: 15-16).

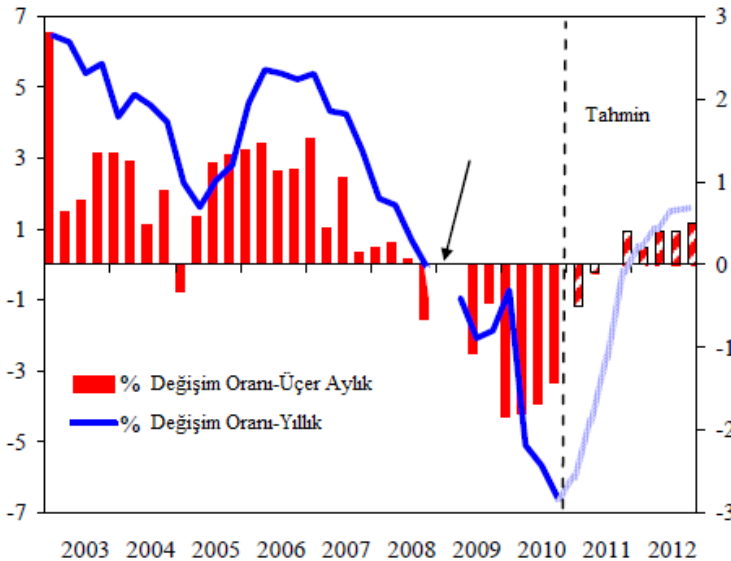
Yunan ekonomisinde artan bütçe açıkları ve genişleyen kamu borçlarından kaynaklanan finansal kriz, reel ekonomi üzerinde de ciddi olumsuz sonuçlara yol açmıştır. İzleyen kısımda borç krizinin, reel ekonomide meydana getirdiği olumsuz etkiler açıklanacaktır.

### 3.2.1.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri

Yunanistan'da artan kamu borçları, bütçe açıkları ve cari açıklar neticesinde yaşanan finansal kriz, reel büyüme ve istihdam oranların da hızlı bir düşüşün yaşanmasına yol açmıştır. Bu da işsizlik oranlarının hızla yükselmesine neden olmuştur. Borç krizinin bir diğer negatif etkisi ise, Yunanistan'ın uzun vadeli borçlanma faizlerinde ortaya çıkan artışlar olmuştur. Böylece borçlanma maliyetleri çok ciddi bir şekilde yükselmiştir.

Borç krizinin Yunanistan ekonomisinde bıraktığı en başta gelen reel ekonomik etki, reel GSYİH büyüme oranlarının hızla azalması olmuştur. Yunan ekonomisi toplam harcamalar ve yatırımlardaki gerilemeye bağlı olarak 2007 yılından itibaren küçülmeye başlamış ve 2008-2010 yılları arasında negatif büyümüştür. Grafik 19'da Yunanistan'da 2003-2012 döneminde reel GSYİH büyüme oranlarındaki değişimlere yer verilmiştir.

**Grafik 19: Yunanistan'da Reel GSYİH Büyüme Oranı (2003-2012)**

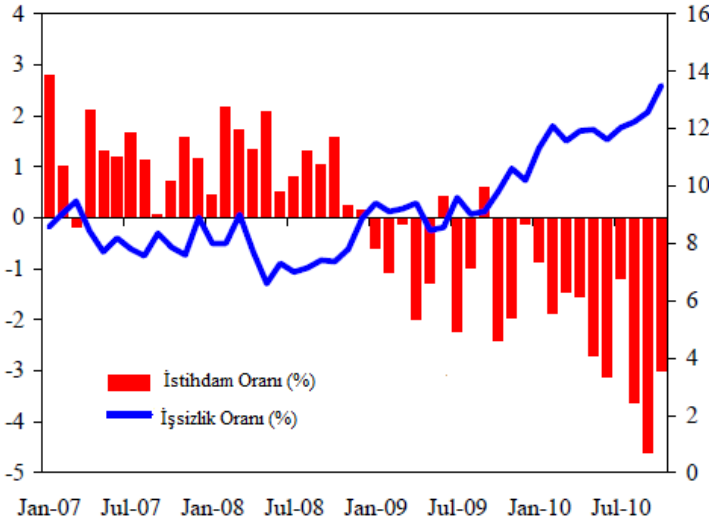


**Kaynak:** European Commission, “European Economy- The Economic Adjustment Programme for Greece Third Review-Winter 2011”, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 18.06.12, p.6.

Grafik 19 bağlamında Yunanistan’da yıllık reel GSYİH büyüme oranlarının, 2003-2007 döneminde %2 ile %6 bandı arasında hareket ettiği söylenebilir. Bu anlamda finansal kriz öncesinde Yunanistan’da ekonomi reel olarak büyümesine karşılık, büyümenin istikrarlı bir trend izlediği söylenemezdi. Ancak mortgage krizinin başladığı 2007 yılından itibaren reel büyüme oranları çok hızlı bir azalış göstermiştir. 2008 yılında ise, Yunanistan’da reel büyüme oranları negatife dönmüştür. 2008 yılında Yunan ekonomisi reel olarak %0,2, 2009 yılında ise %3,3 küçülmüştür.

Yunanistan’da yaşanan borç krizi sonrasında reel büyüme oranlarında yaşanan düşüşler, istihdam oranlarını azaltırken işsizlik oranlarını ise önemli miktarlarda artırmıştır. Grafik 20’de Yunanistan’da 2007-2010 döneminde istihdam ve işsizlik oranlarındaki değişimler gösterilmiştir.

**Grafik 20: Yunanistan’da İstihdam ve İşsizlik Oranları (2007-2010)**



**Kaynak:** European Commission, “European Economy-The Economic Adjustment Programme for Greece Third Review-Winter 2011”, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 18.06.12, p.6.

Grafik 20'ye göre finansal krizin başladığı 2009 yılına kadar istihdam oranları yavaşta olsa artmaktaydı. Buna bağlı olarak işsizlik oranlarında ise düşüşler gözlenmekteydi. Ancak finansal krizle birlikte istihdam oranları hızla düşerken, işsizlik oranları ise 2010 yılında %12'yi aşmıştır. İstihdam oranlarındaki kayıplar ve işsizlikteki artışlar, borç krizinin Yunanistan'da reel ekonomi üzerinde bıraktığı ciddi negatif etkiler arasında yer almaktadır.

Tablo 7'de Yunanistan'ın 2001-2011 dönemini kapsayan yıllık reel GSYİH büyüme oranı ile istihdam ve işsizlik oranı verileri gösterilmiştir.

**Tablo 7: Yunanistan'da Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Reel GSYİH Büyüme Oranı (%)</b>	2.9	3.4	5.9	4.4	2.3	5.5	3.0	-0.2	-3.3	-3.5	-6.9
<b>İstihdam Oranları (%)</b>	56.3	57.5	58.7	59.4	60.1	61.0	61.4	61.9	61.2	59.6	55.6
<b>İşsizlik Oranları (%)</b>	10.7	10.3	9.7	10.5	9.9	8.9	8.3	7.7	9.5	12.6	17.7

**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 18.09.12

Yukarıdaki tabloya göre Yunanistan'da 2001-2008 döneminde büyüme oranları pozitif değerler almıştır. Büyüme oranlarında en yüksek artışların yaşandığı yıllar ise 2003 ve 2006 yılları olmuştur. 2003 yılında %5,9 büyüyen Yunan ekonomisi, 2006'da %5,5 büyümüştür. Ancak 2008 yılından itibaren Yunan ekonomisi küçülmeye başlamış ve 2009 yılında girdiği borç krizi nedeniyle de büyüme oranlarındaki düşüş süreci hızlanmıştır. Yunan ekonomisi 2008 yılında %0,2, 2009 yılında %3,3, 2010'da %3,5 ve 2011'de %6,9 küçülmüştür. Reel büyüme oranlarında yaşanan söz konusu düşüşlerin giderek artması, Yunan ekonomisinin çok ciddi bir durgunluk aşamasında olduğunu ve krizden henüz çıkmadığını göstermektedir.

Yunanistan'da 2009 yılında başlayan borç krizi, 2001 yılından beri sürekli artan istihdam oranlarının da düşmesine yol açmıştır. Yunanistan'da 2001 yılında %56,3 olan istihdam oranları, 2008 yılında %61,9'a ulaşmıştır. Ancak 2009 yılında başlayan borç kriziyle birlikte istihdam oranlarını azalmaya başlamıştır. 2009 yılında %61,2'ye düşen istihdam oranları, 2010'da %59,6'ya ve 2011'de ise %55,6'ya inmiştir.

Diğer taraftan borç kriziyle birlikte Yunanistan'da 2005 yılından itibaren azalma eğilimine giren işsizlik oranları da yeniden yükselmeye başlamıştır. Borç krizi öncesinde Yunanistan'da 2005 yılında %9,9 olan işsizlik oranları, aşamalı olarak

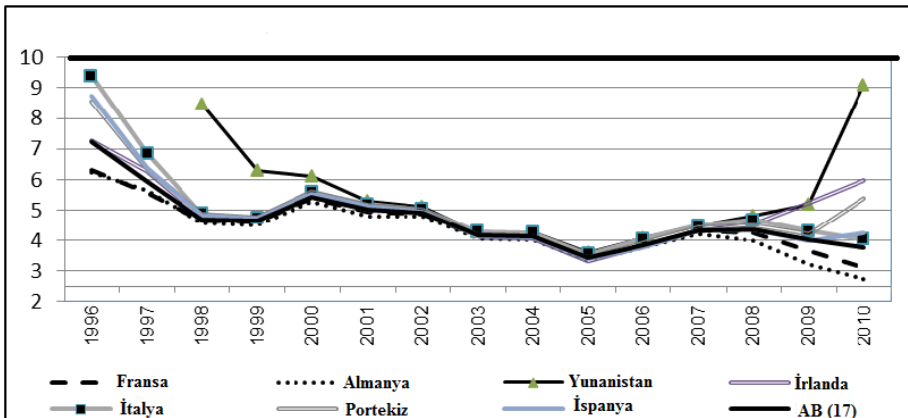
azalarak 2006'da %8,9'a, 2007'de %8,3'e, 2008'de %7,7'ye düşmüştür. 2009 yılın-  
da başlayan borç kriziyle birlikte Yunanistan'da işsizlik oranları, 2008'deki %7,7'lik  
seviyesinden %9,5'e yükselmiştir. Krizin reel üretim ve büyümede oluşturduğu ka-  
yıplar nedeniyle, işsizlik oranları 2010 yılında %12,6'ya ve 2011 yılında da %17,7'ye  
yükselmiştir.

Yunanistan ekonomisinde iç ve dış talepteki gerileme sebebiyle büyüme oranları-  
nın negatife dönmesi ve işsizlik oranlarının giderek genişlemesi, ülkenin uluslararası  
piyasalardan borçlanma maliyetlerinin de yükselmesine neden olmuştur. Yunanistan-  
'da yaşanan derin borç krizi nedeniyle, ülke kredibilite kaybına uğramış ve yurt  
dışından borçlanması zorlaşmıştır. Bu da uzun vadeli borçlanma faiz oranlarının  
hızla artmasına yol açmıştır.

Yunanistan'ın uzun vadeli borçlanma faizlerini artıran en önemli gelişmelerden  
birisini, Başbakan George Papandreou'nun 16 Ekim 2009'da Parlamento'da yaptığı  
konuşmada ülkenin çok ciddi mali problemlerle karşı karşıya olduğunu açıklaması  
ve hükümetin 5 Kasım 2009'da yıl sonu bütçe açığı/GSYİH oranına ilişkin beklen-  
tilerini %12,7 olarak revize etmesidir. 2010 yılının Ocak ayında Avrupa Komisyonu  
İstatistiksel Ofisi'nin, Yunanistan'ın bütçe açığı verilerinin hükümet tarafından çar-  
pıtıldığını ve gerçekte söz konusu açıkların daha yüksek olduğunu açıklaması da,  
Yunan hazinesinin çıkardığı on yıllık tahvillerin faiz oranlarının hızla yükselmesine  
yol açmıştır. Bu gelişmeler üzerine uluslararası rating kuruluşu olan Moody's, Yu-  
nanistan'ın kredi notunu 22 Aralık 2009'da A1'den A2'ye ve 22 Nisan 2010'da da  
A2'den A3'e düşürmüştür. Böylece uluslararası sermaye piyasalarında Yunan tah-  
villerine olan ilgi daha da azaldığı için, hükümet her defasında daha yüksek faizle  
borçlanmak zorunda kalmıştır (Bhatnagar, 2012: 12-13).

Grafik 21'de aralarında Yunanistan'ın da olduğu bazı AB ülkelerinin 1996-2010  
dönemindeki uzun vadeli tahvil faiz oranları görülmektedir.

**Grafik 21: AB Ülkelerinde Uzun Vadeli Tahvil Faiz Oranları (1996-2010)**



**Kaynak:** M. R. Anand, G. L. Gupta and Ranjan Dash, “The Euro Zone Crisis: Its Dimensions and Implications”, January-2012, [http://finmin.nic.in/workingpaper/euro\\_zone\\_crisis.pdf](http://finmin.nic.in/workingpaper/euro_zone_crisis.pdf), Erişim Tarihi: 17.10.12, p.7.

Grafik 21’den izlenebileceği gibi Yunanistan’da uzun vadeli faiz oranları, 2000’li yılların ilk yarısında hızla azalarak %4’ün altına düşmüştür. Ancak 2009 yılında başlayan borç kriziyle birlikte uzun vadeli faiz oranları hızla artarak, 2010 yılında %9’a ulaşmıştır. Borç krizine yakalanan diğer AB ülkelerinde de uzun vadeli faiz oranları artmasına karşılık, en yüksek artışın yaşandığı ülke Yunanistan olmuştur. Bu da borç krizinin en fazla etkilediği AB ülkesinin Yunanistan olduğunu göstermektedir. Uzun vadeli faiz oranlarındaki artışların temel sebebi ise, yerli ve yabancı yatırımcıların Yunan ekonomisine yönelik güveninin sarsılmasıdır. Böylece Yunanistan’da hükümet, bütçe açıklarını ve cari açıklarını kapatmak için daha yüksek faiz ödemek zorunda kalmıştır.

Yunanistan’da yaşanan borç krizinin nedenleri, gelişimi ve reel ekonomik maliyetlerine değinildikten sonra, finansal krizle mücadele de alınan politika tedbirleri açıklanabilir. Finansal krizle mücadele etmek için Yunan hükümeti istikrar programı çerçevesinde kamu borçlarının yeniden ödenebilir hale gelmesi için kamu harcamalarını sıkılaştırıcı ve vergi oranlarını artırıcı mali politikalar benimserken, AB ve IMF ise hükümete büyük ölçekli kurtarma paketleri ile destek vermişlerdir.

### 3.2.1.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler

Yunanistan’da hükümetin borç kriziyle mücadelede aldığı ilk önlem, kapsamlı bir ulusal istikrar programının 14 Ocak 2010’da kamuoyuna ilan edilmesidir. İstikrar programının temel hedefi, bütçe açığı/GSYİH oranını 2012 yılında %2,8’e düşürebilmektir. Bunun için de kamu harcamalarında önemli kısıntılara gidileceği, ücret artışlarının dondurulacağı, özelleştirmeler ve vergi oranlarının artırılması yoluyla kamu gelirlerinin yükseltileceği belirtilmiştir. 2 Şubat 2010’da Başbakan Georgios Papandreu, kamu çalışanlarının aylıklarını 2000 Euro’yu geçmeyecek şekilde donduracaklarını açıklamıştır. Hükümet 5 Mart 2010’da kamu kesiminde ücret kesintileri ve vergi oranları artışları içeren yeni bir istikrar paketini daha kabul ederek bütçede 4.8 Milyar Euro’luk bir tasarrufa gitmiştir. 11 Nisan 2010’da Euro Bölgesi maliye bakanları, Yunanistan’a verilmek üzere 30 Milyar Euro tutarında bir yardım paketini onaylamışlardır. 15 Nisan 2010’da Yunan parlamentosun da vergi kaçırma-ya önlemek ve vergi yükünü yüksek gelir sahiplerine yönlendirmek için “vergi reformu yasası” kabul edilmiştir. Ancak tüm bu önlemlere rağmen borçların sürdürülebilir hale getirilememesi üzerine 22 Nisan 2010’da uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody’s Yunanistan’ın kredi notunu A2’den A3’e düşürürken, S&P ise 27 Nisan 2010 tarihinde kredi notunu BBB’den BB’ye indirmiştir. Bunun üzerine Başbakan Papandreu, IMF ve AB’nin Yunanistan’a verilmesi planlanan ortak kurtarma paketinin bir an önce onaylanmasını talep etmiştir (Köse ve Karabacak, 2011: 292).

2010 yılının Mayıs ayında IMF ve AB, Yunanistan'a 110 Milyar Euro'luk yeni yardımlar verilmesini içeren bir kurtarma paketi üzerinde anlaşmışlardır.<sup>4</sup> 9 Mayıs 2010'da AB üyelerinin verdikleri destekler ile Avrupa İstikrar Fonu bünyesinde 750 Milyar Euro'luk kaynak oluşturuldu. Bu fondan Yunanistan'a 80 Milyar Euro aktarılması benimsendi. Yunanistan'a verilen destek kredisinde Almanya'nın katkısı %27,9, Fransa'nın %21 ve İtalya'nın da %18.4 olmuştur. IMF'de aynı tarihlerde Yunanistan'a 30 Milyar Euro'luk kredi desteği vermeyi kabul etmiştir. Yunanistan'a AB ve IMF tarafından gösterilen bu yakın ilginin sebebi, 14 Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklamasından sonra yaşanan küresel finansal şokun henüz hafızalarda oldukça yeni olmasıydı. Yunanistan'ın moratoryum ilan etmesi durumunda yaşanacak olanları hiç kimse tahmin bile edemezdi. Belki de borç krizindeki diğer ülkelerin de peş peşe moratoryum açıklaması sonucunda, Avrupa Para Sistemi (Euro Bölgesi) dağılma aşamasına bile gelebilirdi. Bu nedenle Yunan ekonomisinin verilecek krediler ile borçlarını ödeyebilecek hale getirilmesi, AB'nin geleceği açısından da oldukça önemliydi (Akram v.d., 2011: 312-314).

Tablo 8'de ise, Yunanistan'a finansal krizle mücadele kullanılması için AB ve IMF tarafından sağlanan yardımlar gösterilmiştir.

**Tablo 8: Yunanistan'a AB ve IMF Tarafından Sağlanan Yardımlar (2010-2011)**

(Milyar Euro)				
Kredi Dilimi	Ödeme Tarihi	Euro Bölgesi	IMF	Toplam
1	Mayıs 2010	14,5	5,5	20,0
2	Eylül 2010	6,5	2,6	9,1
3	Aralık 2010 / Ocak 2011	6,5	2,5	9,0
4	Mart 2011	10,9	4,1	15,0
5	Temmuz 2011	8,7	3,2	11,9
6	Aralık 2011	5,8	2,2	8,0
<i>Toplam</i>		<b>52,9</b>	<b>20,1</b>	<b>73,0</b>

**Kaynak:** Özgür Uçar, "Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden Ayrılmasının Olası Ekonomik Etkileri", **T.C. Avrupa Birliği Bakanlığı, Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı**, Temmuz-2012, [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/grexit\\_impact\\_on\\_turkey\\_print\\_version.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/grexit_impact_on_turkey_print_version.pdf), Erişim Tarihi: 25.11.12, s.12.

<sup>4</sup> Yunanistan'ın kısa ve orta vadeli borçlarını çevirmekte oldukça zorlandığı, Maliye Bakanı Papakonstantinou'nun, 6 Mayıs 2010 günü parlamentoda yaptığı konuşmada, "önümüzdeki iki hafta içerisinde 9 Milyar Euro'luk tahvil ödemesi yapmamız gerekiyor fakat hazinemizde bu kadar para yok" demesinden açıkça anlaşılmalıdır.

Tablo 8'e göre Mayıs 2010 ile Aralık 2011 tarihleri arasında Yunanistan'a borç kriziyle mücadelede kullanılmak üzere AB ülkeleri toplam 52.9 Milyar Euro ve IMF ise 20.1 Milyar Euro'luk bir destek sağlamıştır. Böylece Yunanistan'ın söz konusu dönem içerisinde almış olduğu toplam yardımlar 73 Milyar Euro'ya ulaşmıştır.

Yunanistan'da borç krizi nedeniyle artan işsizliği düşürmek içinde AB ve hükümet tarafından bazı yardımlarda yapılmıştır. Tablo 9'da Yunanistan'da 2007-2013 döneminde AB ve ulusal hükümetler tarafından işsizliği azaltmak için, emek piyasasına yönelik olarak yapılan yardımlar gösterilmiştir.

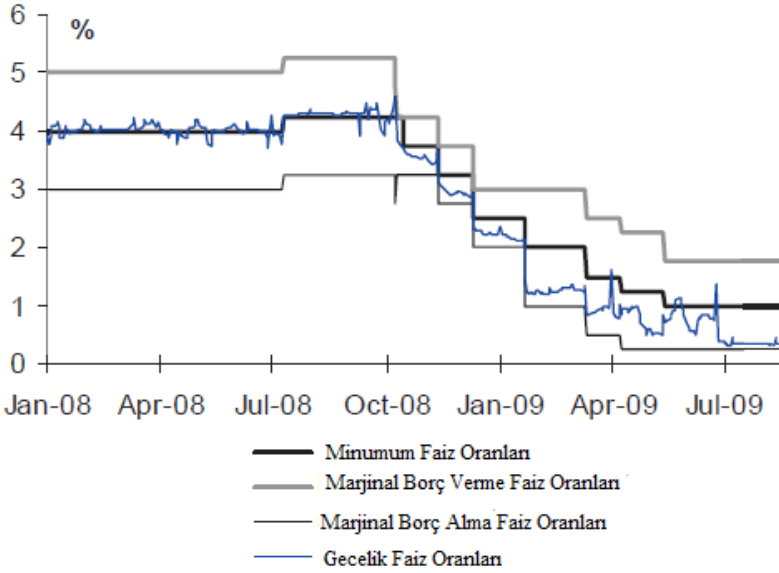
**Tablo 9: İşsizliği Azaltmak İçin AB ve Hükümet Tarafından Yapılan Yardımlar (2007-2013)**

Öncelikler	Topluluk Yardımı	Ulusal Hükümet Yardımı	Toplam
<b>İş Arayanların İstihdama Girişine İlişkin Yapılan Yardımlar</b>	2.260.000	731.333.333	2.991.333
<b>Ayrımcılıkla Mücadele ve Sosyal İçerme</b>	505.000	170.000	675.000
<b>Özel Durum Fonu</b>	1.440.000	775.000	2.215.000

**Kaynak:** Ayhan Gençler, "Avrupa Birliği'nde Krizin İşsizliğe Etkisi ve İstihdam Teşvikleri", Çalışma İlişkileri Dergisi, Temmuz-2011, Cilt.2, Sayı.1, s.12.

Tabloya göre Yunanistan'da işsizliği azaltmak için AB ve ulusal hükümet tarafından 2007-2013 döneminde, iş arayanların istihdama girişine ilişkin olarak 2.991.333 Euro yardım yapılmış, ayrımcılıkla mücadele ve sosyal içerme için 675.000 Euro ayrılmış ve özel durum fonu içinde 2.215.000 Euro destek sağlanmıştır.

Yunanistan'da başlayan Euro kullanan diğer ülkelere yayılan borç krizi karşısında sadece mali tedbirler değil, Avrupa Merkez Bankası tarafından parasal önlemler de alınmıştır. Avrupa Merkez Bankası, borç kriziyle mücadele çerçevesinde parasal genişlemeye giderek faiz oranlarını hızla indirmiştir. Grafik 22'de Avrupa Merkez Bankası'nın 2008-2009 döneminde faiz oranlarında yapmış olduğu değişiklikler gösterilmiştir.

**Grafik 22: Avrupa Merkez Bankası'nın Faiz Kararları (2008-2009)**

**Kaynak:** European Commission, "Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses", **European Economy**, Vol.7, 2009, [http://www.ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 13.09.11, p.66.

Grafik 22'ye göre Avrupa Merkez Bankası (ECB), borç kriziyle mücadele edebilmek için 2008 yılının Ekim ayından itibaren para politikasını genişletici biçimde uygulayarak tüm faiz oranlarında indirimde gitmiştir. Avrupa Merkez Bankası, 2008 yılının Ekim ayında %5.25 olan borç verme faiz oranlarını 2009 yılı Temmuz ayında %1.75'e ve %3.25 olan borç alma faiz oranlarını ise %0.25'e indirmiştir. Yine aynı dönemlerde gecelik faiz oranları da %4'den %0.25'e düşmüştür. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz oranlarını indirmedeki temel amacı, borç krizi nedeniyle finansal piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklıklarını gidermek ve durgunluğa giren reel piyasaları uyatarak toplam harcamaları yükseltmektir.

Diğer taraftan Yunanistan'da yaşanan borç krizinin büyüklüğü, AB içinde krize mücadele edebilecek bir mekanizmanın eksikliği de ortaya çıkarmıştır. Nitekim söz konusu eksikliğin anlaşılması üzerine, kimi çevrelerce Avrupa ekonomi yönetiminin kurulması görüşü gündeme getirilmiştir. Buna göre böyle bir yönetimin oluşturulması, Lizbon Anlaşması'nda değişmiş olan AB kurumsal yapısına, yeni bir ulus ötesi örgütün eklenmesi anlamına gelecektir. Oluşturulacak olan Avrupa ekonomi yönetiminin görevi ise, birlik üyesi ülkelerin ekonomik durumunu yakından izlemek ve finansal krizlere girme olasılığı olan ülkeleri önceden uyararak izleyecekleri politikaları ve bunlara sağlanacak krediler ile yardımları önceden organize etmektir. Örneğin İtalya Merkez Bankası ve Finansal İstikrar Kurulu'nun başkanlığını üstlenen

Mario Draghi'ye göre, Yunanistan'da yaşanan ekonomik krizle mücadelede alınacak en önemli tedbir, tüm AB ülkelerini kapsayacak biçimde etkin bir Avrupa ekonomi yönetimini kurmaktan geçmektedir. Yine Stefan Collignon'da Yunanistan'dan başlayan borç krizinin, her üye ülkenin kendi ekonomik çıkarlarına göre hareket ettiği bir birlikte devletler üstü ortak para politikalarının uygulanmaya çalışılmasının etkisizliğinde dikkat çekmiştir. Collignon'a göre tüm AB ülkelerinin ortak çıkarlarını gözetecek şekilde organize edilecek bir ekonomi yönetiminin oluşturulması artık zorunludur. Ancak bu görüşlere karşılık ortak bir ekonomi yönetiminin ulusal egemenliğine zarar vereceğini düşünen İngiltere'nin aleyhte kampanyası ve Avrupa Zirvesi Başkanı Herman Van Rompuy'un 17 Haziran 2010'da Brüksel'de yapılan zirve toplantısında yaptığı konuşmada Lizbon Anlaşması dışında yeni bir kurumsal yapıya gerek olmadığını söylemesi nedeniyle ekonomi yönetimi oluşumu fiiliyatta gerçekleşmemiştir. Fakat Rompuy'unda ifade ettiği gibi AB içinde finansal krizlerle mücadele edebilmek için, ekonomi yönetişimini güçlendirici bazı adımlar atılması da gerekliydi (Dağdelen, 2011: 18-19).

Nitekim 2010 yılında Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSF) ve Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM)'nin kurulması, ekonomi yönetişimini geliştirmek için yapılan en önemli düzenlemeler arasındadır. EFSF, finansal yardıma ihtiyaç duyan ülkelere destek olmak amacıyla kurulmuştur. EFSF'ye bono çıkarma yetkisi de verilmiştir. EFSF'nin işlevinin 2013 yılında sona ermesi ve ESM'nin aktif hale gelmesi de kararlaştırılmıştır. ESM'nin görevi ise, finansal açıdan zor durumda olan ülkelere fon sağlamanın yanı sıra, Euro bölgesinde uygulanacak olan ekonomik istikrarsızlıkları önleyici ve düzenleyici tedbirler ile denetleme mekanizmalarını da organize etmek olarak belirlenmiştir. ESM tarafından birlik üyesi ülkelere likidite sıkışıklarını gidermeleri için verilecek destek miktarları ise Avrupa Komisyonu, IMF ve Avrupa Merkez Bankası tarafından yapılacak görüşmelerde ortak biçimde saptanacaktır. Diğer taraftan ESM tarafından verilecek desteklerin, IMF'nin stand-by anlaşmaları kapsamında dağıttığı kredilere benzer biçimde şarta bağlı olması da kararlaştırılmıştır. Buna göre sadece gerekli koşulları sağlayan ve kendisinden istenen önlemleri alan ülkeler ESM yardımlarından yararlanabilecektir (Dağdelen, 2011: 21).

Yunanistan'da alınan tüm parasal ve mali tedbirlere rağmen ekonomik durumda ciddi bir düzelme yaşanmamıştır. Artan hayat pahalılığı ve işsizlik, düşen ekonomik büyüme oranları, çalışanların uğradığı sosyal kayıplar toplumsal huzursuzlukları giderek turmandırmıştır. Vatandaşların katlandıkları tüm toplumsal maliyetlere karşılık, finansal krizin etkilerinin azalması ve ekonomik istikrarın sağlanmasının uzun yıllar alacağını belli olması Yunanistan'da hükümete, AB ve IMF'ye olan tepkileri çığ gibi büyütüştür. Böylece sokak gösterileri, grevler, protestolar ve toplumsal muhalefet giderek yaygınlaşmıştır. Siyasi partiler kendi aralarında AB ve IMF'nin kemer sıkma ve devlet bütçesini denkleştirme politikalarını destekleyenler ve bunlara karşı çıkanlar olarak ikiye bölünmüştür. Hatta milliyetçi partiler, Yunanistan'ın ekonomik krizden çıkışının parasal bir genişlemeye gidilmesi olduğunu savunarak Euro'dan çıkılmasını ve yeniden Drahmi'ye dönülmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Bu da Yunanistan Euro'dan çıkarsa ve bunu finansal krize giren diğer ülkelerde

takip ederse, ortak para birliği ve hatta AB dağılabilir şeklinde yorumlayan görüşleri öne çıkarmıştır. Yunanistan'ın Euro'dan çıkması çok uzak bir ihtimal olarak görülse de, bunun gerçekleşmesi durumunda Yunan ekonomisi devalüasyonlar yoluyla rekabet gücünün artması, cari açığın azalması, artan bütçe açıklarının parasal genişleme yoluyla finanse edilmesi, düşen faizler yoluyla ekonomik büyümenin artması ve bağımsız bir para politikası uygulama şansı elde etme gibi kısa ve orta vadede bazı avantajlar elde edecektir. Ancak Yunan ekonomisi artan enflasyon oranları, bozulan kamu mali dengeleri ve finansal istikrarsızlıkların yaygınlaşması nedeniyle uzun vadede büyük zararlar ile karşılaşabilir (Uçar, 2012: 21-25).

Yunanistan'da başlayan borç kriziyle birlikte artan toplumsal ve siyasal gerilim, Papandreu'nun istifa etmesi ve arkasından yapılan üst üste seçimlerden tek başına bir iktidarın çıkmaması, 1974 yılından beri merkez sol PASOK ve merkez sağ Yeni Demokrasi Hareketi arasında fiilen iki partili bir rejimle yönetilen ülkede 2010 yılından itibaren uygulanan kemer sıkma politikalarına ve Euro'ya karşı çıkan milliyetçi partilerin oylarının 2012 yılının Mayıs ayında yapılan seçimde çok büyük oranda artmasına yol açmıştır. Hiçbir parti parlamentoda tek başına iktidarı elde edecek çoğunluğu sağlayamamış ve koalisyon kurmak konusunda da uzlaşamadıkları için yeni bir seçime gidilmiştir. 17 Haziran 2012'de yapılan seçimlerde ise merkez partiler, parlamentodaki 300 sandalyenin 160'unu elde ederek zorlanarak da olsa koalisyon yoluyla iktidara gelmişlerdir. Böylece AB ve IMF'nin bütçe açıklarını ve toplam borçları azaltacak politikalara bağladığı yardım ve kredilerin akışında bir yavaşlamanın olmasının önüne geçilmiştir. Diğer bir ifadeyle merkez partilerin iktidara gelmesi, köklü bir mali politika değişikliğinden ve AB ile IMF desteğinin çekilmesinden ülkeyi korumuştur. Ancak bu durum şu an itibarıyla sadece Yunanistan'a zaman kazandırmıştır. Çünkü Yunan ekonomisini istikrara kavuşturacak ve AB ile IMF'nin önerdiği politikaların sürdürülmesini garanti edecek bir meclis aritmetiği oluşmamıştır. Çünkü merkez partiler ile aşırı milliyetçi partilerin oy oranları birbirine çok yakındır ve her an Yunanistan'da yeniden bir erken seçime gidilmesi veya Papandreu'nun 9 Kasım 2011'deki istifasından sonra kurulan teknokratlar hükümetine benzer bir iktidarın kurulması olasılıkları masada durmaktadır (Uçar, 2012: 13-14).

Yunanistan'ın kamu borçlarını çevirememesi üzerine 2009 yılında başlayan borç krizi, krizden önce de bazı ekonomik problemler yaşayan ve Euro kullanan ülkeler arasında yer alan İspanya, İtalya ve Portekiz'e de sıçramıştır. Böylece Yunanistan'da başlayan borç krizi hızla yayılarak söz konusu ülkelerdeki ekonomik problemleri daha da derinleştirmiştir. Dolayısıyla Yunanistan'da olduğu gibi bu ülkelerde de kamu kesimi ve özel sektörün borçlarının sürdürülebilmesinde büyük sıkıntılar ortaya çıkmıştır.

### 3.2.2. İspanya

Yunanistan'dan sonra Avrupa Borç Krizi'nin olumsuz etkilerinin en fazla hissedildiği ülkelerden birisi de İspanya olmuştur. İspanya ekonomisinde borç krizi kendisini özellikle reel büyüme oranlarının düşmesi ve işsizlik oranlarının yükselmesi ile göstermiştir. İspanya'da borç krizi öncesinde gözlenen temel sorunlar arasında bankaların yüksek borçluluk düzeyleri, tüketici ve yatırımcı kredilerindeki genişlemeler yoluyla konut fiyatlarında yaşanan hızlı artışlar, verimlilik artışlarına dayanmayan düşük ekonomik büyüme performansı ve Euro'nun diğer rezerv paralar karşısında aşırı değer kazanması nedeniyle ülkenin dış piyasalarda rekabetçi gücünü giderek yitirmesi sayılabilir.

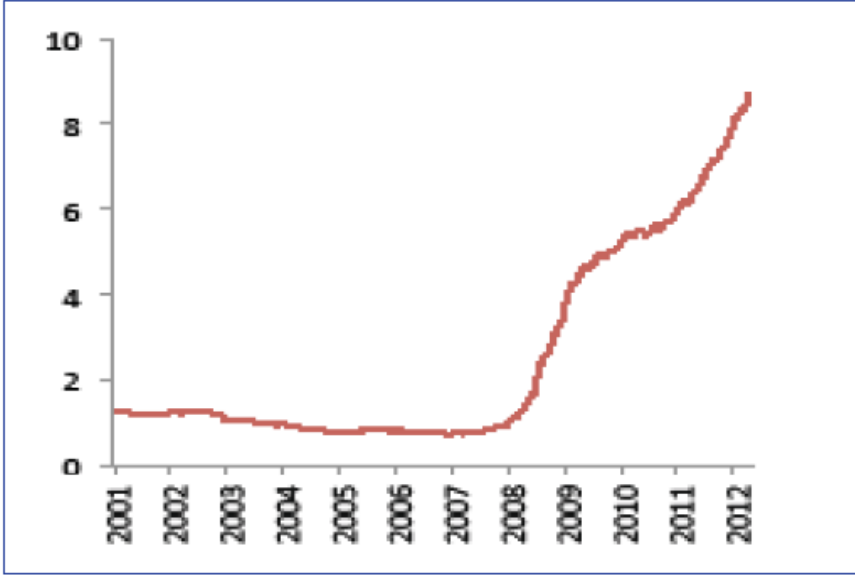
Bu kısımda öncelikle İspanya'da yaşanan borç krizinin gerisinde yatan temel unsurlar ele alınacaktır. Arkasından borç krizinin İspanyol ekonomisinde meydana getirdiği reel ekonomik kayıplar üzerinde durulacak ve son olarak da hükümetin krizle mücadele de almış olduğu istikrar tedbirlere değinilecektir.

#### 3.2.2.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar

İspanya'yı borç krize sürükleyen temel unsurlar şu şekilde sıralanabilir:

- i-) Bankacılık kesiminde şüpheli hale gelen kredi miktarında yaşanan genişlemeler.
- ii-) Bankacılık sisteminin yüksek borçluluğu.
- iii-) Konut fiyatlarında yaşanan hızlı düşüşler.
- iv-) Cari işlemler hesabı açıklarının artması.
- v-) Devlet bütçesinin açık vermesi.

İspanya'da yaşanan borç krizinin gerisinde yatan en önemli nedenlerden birisi, finansal sistemde şüpheli kredilerin toplam krediler içindeki payının giderek genişlemesidir. Bu ise bankacılık kesiminin ellerindeki fonları kredi talep edenlerin finansal durumlarını dikkatli biçimde araştırmadan kredi vermesinden kaynaklanmıştır. Grafik 23'de İspanya'da 2001-2012 döneminde şüpheli hale gelen kredilerin toplam krediler içindeki nispi payları gösterilmiştir.

**Grafik 23: Şüpheli Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (2001-2012)**

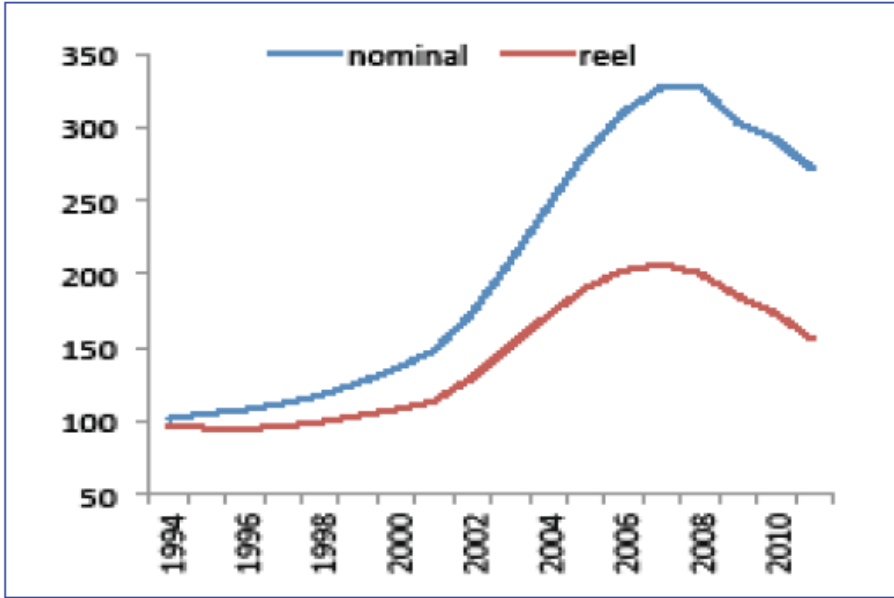
**Kaynak:** Mehmet Hondur, “Maliye Politikaları ve Bütçe Uygulamaları”, (iç) **AB Krizi ve Türkiye’ye Olası Yansımaları, Stratejik Düşünce Enstitüsü (SDE) Analizi**, Nisan-2012, <http://www.sde.org.tr/userfiles/file/AB%20KRIZI%20VE%20TURKIYE%20OLASI%20YANSIMALAR.pdf>, Erişim Tarihi: 26.11.12, s.28.

Grafik 23’e göre İspanya’da şüpheli kredilerin toplam krediler içerisindeki payının 2008 yılından itibaren arttığı görülmektedir. 2001-2008 döneminde şüpheli kredi oranı, %2’nin altında kalırken, 2009 yılında %4’ü aşmıştır. Bu da bankaların tahsil edemedikleri alacaklar nedeniyle borçlarının katlanarak artmasına yol açmıştır. Böylece finansal piyasalarda başlayan panik havası, beraberinde bankalardan mevduat çekilişlerinin yaşanmasını ve kredi arzının daralmasını getirerek ekonomiyi borç krizine sürüklemiştir. 2012 yılının başlarında İspanya’da şüpheli kredilerin toplam krediler içerisindeki payı %8’i aşmıştır. Buna göre bankacılık sisteminde önceki dönemlerde dağıtılan kredilerin oldukça sorunlu bir niteliğe sahip olduğu söylenebilir.

Dolayısıyla İspanya’yı borç krizine sürükleyen temel nedenlerden bir diğeri ise, bankacılık sektörünün yüksek borçluluğu olmuştur. Bu da İspanyol bankalarının riskli olarak dağıttığı kötü kredilerden kaynaklanmıştır. 2010 yılı itibarıyla İspanyol bankalarının toplam borçları 323 Milyar Euro’ya yükselmiştir. Bu da İspanya’da GSYİH’in %31’ine denk gelmekteydi ve söz konusu borçların 87 Milyar Euro’su da aşırı riskli kesimlere dağıtılan sorunlu kredilerden kaynaklanmaktaydı. Bankacılık kesiminin yüksek borçluluğunun açığa çıkması ile birlikte, bankaların yükümlüklerini yerine getirmede zorlanması üzerine borç krizi başlamıştır (Minescu, 2011: 100).

İspanya'yı borç krizine götüren bir diğer unsur ise, kriz öncesi dönemde şişen konut fiyatlarının birdenbire çok hızlı bir azalış göstermesi olmuştur. Avrupa borç krizi öncesinde konut fiyatlarındaki artışlar çok fazla önemsenmemiştir. Buna karşılık finansal krizle birlikte konut fiyatlarının birdenbire düşmesi, bankacılık kesiminde şüpheli hale gelen kredi oranlarını yükselterek ekonomiyi derin bir finansal krize sürüklemiştir. Grafik 24'de İspanya'da 1994-2010 yıllarındaki konut fiyatları endeksinin gelişimi gösterilmiştir (Hondur, 2012: 28).

**Grafik 24: İspanya'da Nominal ve Reel Konut Fiyatları Endeksleri (1994-2010, 1993=100)**



**Kaynak:** Mehmet Hondur, "Maliye Politikaları ve Bütçe Uygulamaları", (iç) **AB Krizi ve Türkiye'ye Olası Yansımaları, Stratejik Düşünce Enstitüsü (SDE) Analizi**, Nisan-2012, <http://www.sde.org.tr/userfiles/file/AB%20KRIZI%20VE%20TURKIYE%20OLASI%20YANSIMALAR.pdf>, Erişim Tarihi: 26.11.12, s.28.

Grafik 24'e göre İspanya'da konut fiyatları 2000'li yılların ilk yarısından itibaren artmaya başlamış ve bu artışlar küresel finansal krizin başladığı 2007 yılına kadar devam etmiştir. 2000 yılında nominal konut fiyatları, temel yıl olarak seçilen 1993 yılına göre %20 artış gösterirken, 2007 yılında ise artış oranı %230 olmuştur. 2000 yılında reel konut fiyatları, 1993 yılı ile aynı oranda artış gösterirken, 2007 yılında ise artış oranı %90 olmuştur. Dolayısıyla 2000-2007 döneminde İspanya'da nominal ve reel konut fiyatlarının çok hızlı bir artış gösterdiği söylenebilir. 2007 yılından sonra ise İspanya'da konut fiyatları, hızla düşmeye başlamıştır. Bu da İspanya'nın borç

krizine yakalanmasında önemli bir etken olmuştur. Çünkü konut fiyatlarının düşmesi nedeniyle konut kredilerini ödeyemeyen müşterilerinin konutlarına el koyan bankalar, söz konusu konutları çok ucuza satmak zorunda kalmışlardır. Böylece bankaların zararları katlanarak artmıştır.

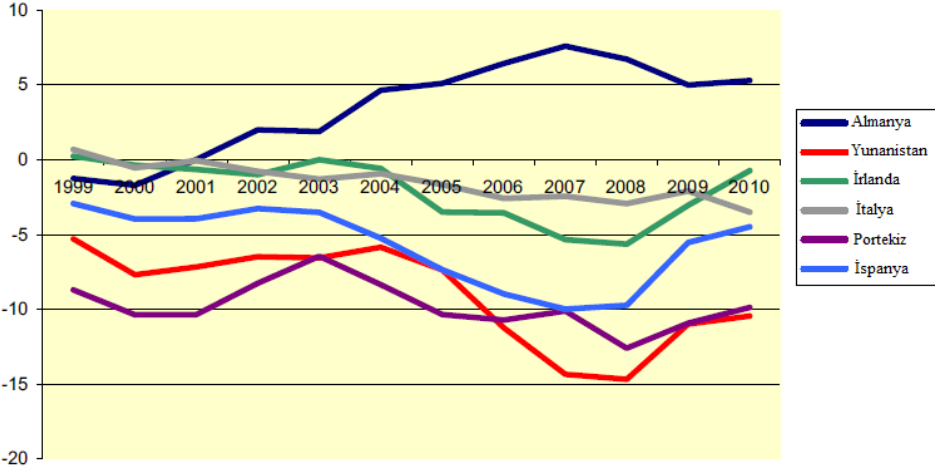
İspanya'da 1998 yılında imalat sanayi yatırımlarının GSYİH içindeki payı %15 iken, 2007'de %22'ye yükselmiştir. Yatırımlarda yaşanan bu artışın %70'inden daha fazlasını ise konut yatırımları oluşturmaktaydı. 1998-2007 arasında konut yatırımlarında yaşanan bu patlama, konut fiyatlarının da çok hızlı bir yükseliş trendi göstermesine yol açmıştır. Ancak 2008 yılından sonra konut fiyatlarında yaşanan hızlı düşüşler, konut balonlarının patlamasına ve hane halkları ile bankaların borçluluk düzeylerinin artmasına neden olmuştur. Böylece net borçlu pozisyonuna düşen finansal kurumlar, mevcut ödemelerini yerine getirebilmek için daha fazla borçlanmak zorunda kalmışlardır. Bu da finansal sistemin kırılganlığını artırarak iktisadi birimlerin sistemik risk algılarını yükseltmiştir. Ulusal bankacılık sisteminin kötüleşen mali pozisyonları ve artan finansal riskler sonucunda firmalara açılan krediler hızla azalmıştır. Dolayısıyla İspanya'da yaşanan borç krizinin gerisinde yatan en başta gelen faktörlerden birisinin, başta bankalar olmak üzere özel sektörün giderek artan ve finanse edilebilecek seviyeleri geçen borç yükleri olduğu söylenebilir (Ortega and Peñalosa, 2012: 24-26).

İspanyol ekonomisi 1989-2006 döneminde yıllık olarak ortalama %4.7 büyümüştür. Ancak söz konusu büyümenin yaklaşık olarak %3.8'i verimlilik artışlarından kaynaklı bir büyüme olmayıp, artan emek göçüne bağlı olarak genişleyen iç talebe dayalı bir büyümedir. İspanya'da borç krizi öncesinde en önemli sorunlardan birisi de, ekonominin dış rekabetçi gücünün aşırı değerli döviz kurları nedeniyle giderek azalmasıdır. Bu da Euro bölgesinde uygulanan sabit döviz kuru sisteminden kaynaklanmıştır. Aşırı değerli döviz kurları İspanya'nın Euro bölgesi içinde görece en yüksek üretim maliyetlerine ve fiyat artışlarına sahip ülke olmasına yol açmıştır. Böylece İspanya dış ticarete karşılaştırmalı rekabet avantajını giderek yitirmiştir. Dolayısıyla ekonomik büyümesini ihracatçı sektörlerle ve verimlilik artışlarında dayandıramayan İspanya'nın tek şansı, bankacılık sistemi aracılığıyla yatırımcı sektörlerle verilecek geniş kredilerdi. Ancak İspanyol bankalarının dağıttığı düşük faizli kredilerin genişlemesi, bir taraftan hane halkları ile firmaların borçluluk düzeylerinin artmasına, diğer taraftan ise konut talebinin ve dolayısıyla da konut fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. İspanya'da 1995-1997 döneminde yıllık ortalama olarak % 1 düzeyinde artan konut fiyatları, 2003-2004 döneminde %18 artış göstermiştir. 1995-2007 dönemi genel olarak değerlendirildiğinde ise, konut fiyatlarındaki yıllık ortalama artışlar %10 olmuştur (Stein, 2011: 203).

İspanya'yı borç krizine sürükleyen bir başka neden ise, cari işlemler açıklarının özellikle 2004-2008 dönemi içerisinde giderek genişlemesi olmuştur. Cari açıklardaki artışlar, İspanya'nın kısa ve orta vadeli borçlanmasını tehlikeye sokarak, finansal piyasalardaki olumsuz beklentilerin daha da güçlenmesine neden olmuştur. Aşağıdaki grafikte İspanya'nın da dahil olduğu bazı AB ülkelerinde cari işlemler hesabı/

GSYİH oranının 1999-2010 tarihleri arasındaki gelişimi gösterilmiştir.

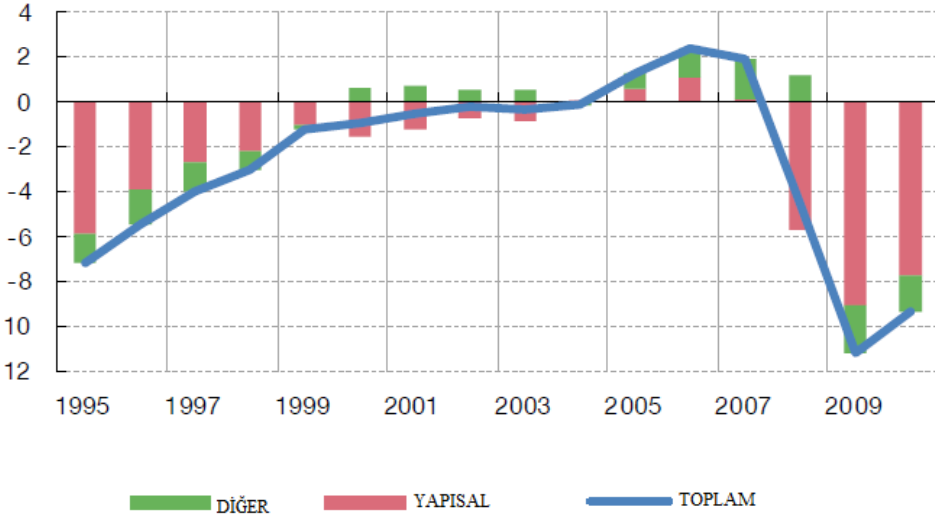
**Grafik 25: İspanya ve AB Ülkelerinde Cari İşlemler Hesabı/ GSYİH Oranı (1999-2010)**



**Kaynak:** Maurice Obstfeld, "Financial Flows, Financial Crises and Global Imbalances", **Journal of International Money and Finance**, Vol.31, 2012, p.477.

Grafik 25'e göre İspanya'da cari işlemler hesabı, 1999-2010 döneminde sürekli açık vermiştir. Söz konusu dönemde borç krizine giren diğer AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında, Yunanistan ve Portekiz'den sonra en yüksek cari açık veren ülkede İspanya olmuştur. Fakat bu açıklar özellikle borç krizinin başladığı 2009 yılı öncesinde anormal derecede artış göstermiştir. Cari açıkların en çok genişlediği dönem, 2004-2008 arasındaki yıllar olmuştur. İspanya'da 2004 yılında cari açıkların GSYİH'a oranı %5'e eşitken, 2008 yılına kadar artarak %10'a ulaşmıştır. Bu da İspanya'nın mevcut cari açıklarını sürdürebilmesini güçleştirerek, özellikle yabancı yatırımcıların ekonominin geleceğine ilişkin kuşkularını artırmıştır. İspanya'nın bu kadar yüksek bir cari açık oranını sürdürebilmesi için borçlanma imkânlarının devam etmesi gerekiyordu. Ancak ekonomide artan belirsizlik ortamına bir de cari açıkların finanse edilemeyeceğine dair kuşkuların eklenmesi sonucunda finansal kriz başlamıştır.

İspanya'yı borç krizine sürükleyen bir başka neden ise, devlet bütçesinin 2007 yılından sonra açık vermesi ve bu açıkların giderek genişlemesidir. Grafik 26'da İspanya'da 1995-2010 yılları arasında bütçe dengesi/GSYİH oranı gösterilmiştir. Grafiğe göre İspanya'da devlet bütçesi 2005-2007 yılları arasında fazla vermesine rağmen, 2007 yılından sonra hızla açık vermeye başlamıştır. Bu da son 15 yıl içinde bütçe açıklarının en fazla olduğu yılların 2009 ve 2010 yılları olmasına yol açmıştır.

**Grafik 26: İspanya'da Bütçe Dengesi/GSYİH Oranı (1995-2010)**

**Kaynak:** Eloísa Ortega and Juan Peñalosa “The Spanish Economic Crisis: Key Factors and Growth Challenges in the Euro Area”, **Banco de España, Documentos Ocasionales**, No. 1201, 2012, [http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas /DocumentosOcasional es/12/Fich/do1201e.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasional es/12/Fich/do1201e.pdf), Erişim Tarihi: 18.12.12., p.29.

Grafik 26'ya göre İspanya'da devlet bütçesi 1995-2005 döneminde sürekli olarak açık verirken, 2005-2007 döneminde ise fazla vermiştir. Ancak İspanya'da devlet bütçesi 2008 yılından itibaren tekrar açık vermeye başlamıştır. Bütçe açıkları/GSYİH oranı İspanya'da 2009 yılında %11.2'ye, 2010 yılında ise %9.7'ye ulaşmıştır. Dolayısıyla son on beş yıl içinde İspanya'da bütçe açıklarının en fazla olduğu dönemin, borç krizinin başladığı 2009 ve 2010 yılları olduğu söylenebilir. Bütçe açığındaki artışlar İspanyol ekonomisindeki mali baskınlığı yükselterek, finansal krize giden süreçte etkin bir rol oynamıştır.

Tablo 10'da İspanya'da 2009-2012 döneminde GSYİH ve kamu kesimi dengesinde meydana gelen değişimler gösterilmiştir.

**Tablo 10: İspanya'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012)**

	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH (Milyon Euro)</b>	1.048.060	1.048.883	1.063.355	1.049.525
<b>Bütçe Dengesi (Milyon Euro)</b>	-117.143	-101.438	-100.402	-111.641
<b>Bütçe Dengesi/GSYİH (%)</b>	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6
<b>Kamu Harcamaları/GSYİH (%)</b>	46.3	46.3	45.2	47.0
<b>Kamu Gelirleri/GSYİH (%)</b>	35.1	36.6	35.7	36.4
<b>Kamu Borç Stoku (Milyon Euro)</b>	565.082	644.692	736.468	883.873
<b>Kamu Borç Stoku/GSYİH (%)</b>	53.9	61.5	69.3	84.2

**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 24.05.13

Tablo 10'a göre İspanya'da krizin başladığı 2009 yılında devlet bütçesi GSYİH'ın %11,2'si kadar açık vermekteydi. Maastricht Kriterleri'nin oldukça üzerinde olan bu bütçe açığı seviyesi, İspanya'da kamu mali dengelerindeki bozulmanın önemli bir işaretiydi. Bütçe açıkları kapatmak için kamu kesiminin finans piyasalarından fon talep etmesi, mali baskınlığı artırmış ve borç krizini tetiklemiştir. Borç kriziyle mücadele çerçevesinde uygulanan sıkı maliye politikası önlemleri ile bütçe açıkları ilerleyen yıllarda giderek daralmasına karşılık, kamu borç stokları ise artış göstermiştir. Bütçe açığı/GSYİH oranı 2010 yılında %9,7, 2011 yılında %9,4, 2012 yılında ise %10,6 olmuştur. Kamu borç stokları ise 2009 yılında 565.082 Milyon Euro iken, 2012 yılına gelindiğinde 883.873 Milyon Euro'ya yükselmiştir. Buna bağlı olarak 2009 yılında %53,9 olan kamu borç stoku/GSYİH oranı, 2010 yılında %61,5'e, 2011 yılında %69,3'e ve 2012 yılında ise %84,2'ye tırmanmıştır. Kamu borç stokundaki son yıllarda görülen hızlı yükselişlerin çoğu ise, IMF ve AB'den alınan kredilerden kaynaklanmıştır. Söz konusu kamu borç stokundaki artışlar, İspanyol ekonomisinin yumuşak karnıdır. Çünkü artan borçlanmayla birlikte yapısal kırılganlığın giderek artması, gelecek dönemler için büyük riskler doğurmaktadır. Bu nedenle mali disiplin politikalarından vazgeçmeden, bütçe açıklarındaki düşüş eğilimi sürdürülmeli ve kamu kesimi borçları hızla kontrol altına alınmalıdır.

### 3.2.2.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri

İspanya'da yaşanan borç krizinin reel ekonomi üzerinde bıraktığı en büyük etkiler, reel büyüme ve istihdam oranlarının düşmesi, işsizlik oranlarının artış göstermesi ve toplam borç stokunun genişlemesidir.

Tablo 11'de İspanya'da reel GSYİH büyüme oranı ile istihdam ve işsizlik oranlarının 2001-2011 dönemindeki değişimi gösterilmiştir.

**Tablo 11: İspanya'da Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Reel GSYİH Büyüme Oranı (%)</b>	2.5	2.7	3.1	3.3	3.6	4.1	3.5	0.9	-3.7	-0.1	0.7
<b>İstihdam Oranı (%)</b>	57.8	58.5	59.8	61.1	63.3	64.8	65.6	64.3	59.8	58.6	57.7
<b>İşsizlik Oranı (%)</b>	10.5	11.4	11.4	10.9	9.2	8.5	8.3	11.3	18.0	20.1	21.7

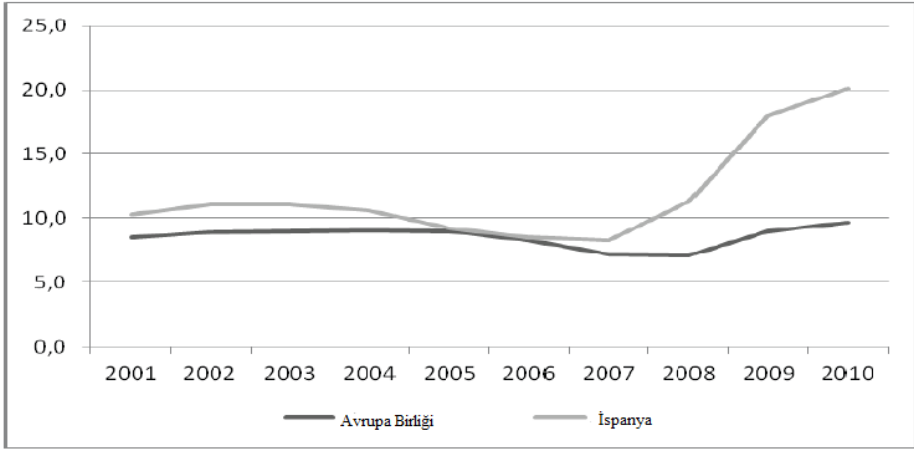
**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 18.09.12.

Tablo 11'de İspanya'da 2001-2007 dönemine kadar artan reel GSYİH büyüme oranının, 2007'den itibaren önce mortgage krizinin ve sonra da Avrupa Borç Krizinin etkisiyle daraldığı gözlenmektedir. İspanya'da 2006 yılında %4,1 olan reel GSYİH büyüme oranı, 2007'de %3,5'e ve 2008'de %0,9'a düşmüştür. İspanyol ekonomisi 2009 ve 2010 yıllarında ise, negatif büyümüş yani küçülmüştür. 2009 yılında büyüme oranı -%3,7 ve 2010'da ise -% 0,1 olmuştur. 2011 yılında ise ekonomi yeniden pozitif büyümeye dönmüş ve büyüme oranı %0,7 olarak gerçekleşmiştir.

Yine Tablo 11'e göre İspanya'da 2001 yılından 2008 yılına kadar istihdam oranları sürekli olarak yükselmiştir. 2008 yılından itibaren ise borç krizinin etkisi ile istihdam oranları azalmaya başlamıştır. İspanya'da 2008 yılında %64,3 olan istihdam oranları, 2009'da %59,8'e, 2010'da %58,6'ya ve 2011'de %57,7'ye düşmüştür.

İstihdam oranlarındaki düşüşlere paralel olarak 2008 yılından itibaren işsizlik oranlarında artışlar yaşanmaya başlamıştır. İspanya'da işsizlik oranları 2005 yılında %9,2, 2006 yılında %8,5, 2007'de %8,3 olmuştur. ABD'de yaşanan mortgage krizinin olumsuz etkilerinin AB ekonomisi üzerindeki etkilerinin iyiden iyiye hissedildiği 2008 yılında, İspanya'da işsizlik oranları %11,3'e yükselmiştir. İspanyol ekonomisinin borç krizine yakalandığı 2009 yılında ise, işsizlik oranları %18'e çıkmıştır. Ancak işsizlikteki artışlar 2010 ve 2011 yıllarında da devam etmiştir. İspanya'da işsizlik oranları 2010 yılında %20,1 olurken, 2011 yılında ise %21,7 olarak gerçekleşmiştir. Böylece borç krizine düşen ülkeler içinde, işsizlik oranları en fazla artan ülke İspanya olmuştur.

Grafik 27'de ise 2001-2010 döneminde, AB ve İspanya'da işsizlik oranlarının gelişimine yer verilmiştir. Buna göre İspanya'da işsizlik oranları 2008 yılından itibaren hızla artarak AB ortalamasının üzerine çıkmıştır.

**Grafik 27: AB ve İspanya'da İşsizlik Oranları (2001-2010)**

**Kaynak:** Alejandro Godino and Oscar Molina, "Failed Remedies and Implications of the Economic Crisis in Spain", **Observatoire Social Européen (OSE) Research Paper**, No.6, November-2011, [http://www.academia.edu/2944113/Failed\\_Remedies\\_and\\_Implications\\_of\\_the\\_Economic\\_Crisis\\_in\\_Spain](http://www.academia.edu/2944113/Failed_Remedies_and_Implications_of_the_Economic_Crisis_in_Spain), Erişim Tarihi: 14.07.12, p.11.

Grafik 27'ye göre İspanya'da işsizlik oranları, 2001-2004 döneminde %10'u geçerek AB ortalamasının üzerinde seyrederken, 2005-2007 döneminde ise %8'e düşerek AB ortalamasına yaklaşmıştır. Ancak borç krizinin başlaması ile birlikte yaşanan durgunluk olgusu, 2008 yılından itibaren İspanya'da işsizlik oranları artmaya başlamış ve 2010 yılında %20'yi aşmıştır. Aynı dönemlerde AB ülkelerinde de ortalama işsizlik oranları artarak %10'a ulaşmıştır. Bu bağlamda finansal krizin İspanyol ekonomisi üzerindeki en büyük etkisinin, işsizlik oranlarını AB ortalamasının oldukça üzerinde artırması olduğu söylenebilir.

İspanya'da artan işsizliğe tepki olarak hükümete yönelik olarak ülke genelinde yapılan protestolar üzerine, başbakan Jose Zapatero erken seçim kararı almak zorunda kaldı. Zapatero hükümeti, 2011 yılında yapılan yerel ve bölgesel seçimleri olduğu gibi genel seçimleri de kaybetmiştir. Genel seçimlerde %44,6 oy alan Halk Partisi, %28,7 oy alan Zapatero'nun Sosyalist İşçi Partisi'nin 2004 yılından beri devam eden iktidarına son vermiştir. Diğer taraftan yaşanan ekonomik kriz, seçimlere olan ilginin de düşmesine yol açmıştır. İspanya'da genel seçimlere katılım oranı 2004 yılında %75,66, 2008'de %76,03 iken 2011 yılında ise %68,94 olmuştur. Bu da İspanya'da yaşanan ekonomik krizin ve artan işsizlik oranlarının, siyasal demokratik işleyişi bozduğunu ve seçimlere güveni azalttığını açıkça ortaya koymuştur (Dizman ve Özen, 2012: 4-5).

Diğer taraftan borç krizine düşen diğer AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında, İspanyol ekonomisindeki en büyük problemin kamu borçlarının artışı olmadığı söylenebilir. 2010 yılı sonunda İspanya'da toplam kamu borçlarının GSYİH'a oranı %61,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem itibariyle 25 AB ülkesinin toplam kamu borçlarının GSYİH'a oranı ise, ortalama olarak %85,1 olmuştur. Bu anlamda İspanya'da kamu borçları, AB ortalamasından çok daha düşük gerçekleştiği için, kamu borçlarının çevrilebilirliği konusunda bir sıkıntı görülmemektedir. Fakat İspanya'da özel sektör borçları, 2004-2006 döneminde yaşanan hızlı kredi büyümesinin de etkisi ile giderek yükselmiştir. 2010 yılı itibariyle hane halkı borçlarının GSYİH'a oranı 902 Milyar Euro'ya yükselmiş ve GSYİH'ın %85'ine ulaşmıştır. Aynı yıl için özel firmaların toplam borçları ise 1.477 Trilyon Euro'ya çıkmış ve GSYİH'ın %139'una gelmiştir. Böylece İspanya'da toplam borç stoku, 3.085 Trilyon Euro'ya eşitlenmiştir. Yine 2010 yılı sonunda İspanya'nın dış borçları 1.740 Trilyon Euro olmuş ve GSYİH'ın %167'sine yükselmiştir. İspanya'nın dış borcundaki artışların temel sebebi ise, 2002-2010 döneminde artan ekonomik büyümenin dış kaynak girişleri ile finanse edilmesidir. Böylece 2002 yılında 600 Milyar Euro olan İspanya'nın dış borcu, 2010 yılında derinleşen finansal krize kadar yükselerek 1.740 Trilyon Euro'ya ulaşmıştır (Carballo-Cruz, 2011: 318-319).

Toplam borç stoku ve dış borçlardaki hızlı artışlar, finansal kriz nedeniyle daralan ekonomik büyümenin gelecek yıllarda daha da yavaşlaması tehlikesini içinde barındırmaktadır. Bu nedenle İspanya'da özel sektörün yeni gelir kaynakları oluşturularak, dışa bağımlı yapısını kırması gerekmektedir. Aksi halde mevcut borçların çevrilmesinde uzun dönemde ciddi sıkıntılar yaşanabilir ve faiz oranları üzerinde oluşan artış baskısı, reel yatırımları azaltarak enflasyonist bir süreci de tetikleyebilir. Bank of America ve Merrill Lynch'e göre, İspanya'da faiz oranlarında ortaya çıkan her bir puanlık artışların, İspanyol bankalarına maliyeti yaklaşık olarak 15 Milyar Euro'dur. Bu da bankaların kredi arzını 7 Milyar Euro civarında azaltması anlamına gelir ki, yatırımcıların borç bulmasında ciddi sıkıntılar yaşanmaya devam edebilir (Carballo-Cruz, 2011: 319).

İspanya'da bankaların yeniden yapılandırılması nedeniyle, kişilerin ve şirketlerin borç bulmasında orta vadeli sıkıntılarının gözlemlenmesi beklenmektedir. Kamu malîyesinde yapılan reformların etkisiyle, gelecek dönemlerde finansman bulma imkânlarının artacağı tahmin edilmektedir. Fakat yüksek işsizlik ve dış talebin borç krizi nedeniyle düşük olması, yurt içi tasarrufları artırmış ve iç tüketimi düşürmüştür. Bu da reel üretim ve ekonomik büyüme oranındaki toparlanmanın gecikmeli olacağını göstermektedir. Diğer taraftan yeni iş gücü piyasası reformu ile firmaların toplu iş sözleşmeleri dışında kalmalarına olanak tanınmış ve çalışma koşulları ile saatlerinin esnek biçimde belirlenmesine izin verilmiştir. Böylece İspanyol ekonomisinin önündeki en ciddi engel olan yüksek işsizliğin azaltılması amaçlanmıştır (AB Genel Sekreterliği, 2011: 36-38).

### 3.2.2.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler

İspanya ekonomisi konut balonlarına da yol açan ve arka arkaya devam beşinci büyüme döneminden sonra, 2009 yılında küresel finansal kriz dalgasına yakalanmıştır. Böylece özel tüketim ve yatırım harcamaları ile ihracat miktarları hızla azalmaya başlamıştır. Hükümet düşen toplam talebi dengelemek için kamu harcamalarını artırmak zorunda kalmıştır. Böylece 2007 yılında milli gelirin %2'si oranında bütçe fazlası verilirken, 2009 yılında milli gelirin %11.2'si oranında bütçe açığı verilmiştir (Sandoval v.d., 2011: 6-7).

Artan bütçe açıklarıyla mücadele etmek için hükümet 12 Mayıs 2010'da kapsamlı mali tedbirler almıştır. Kamu sektöründe çalışanların maaşlarında %5 kesintiye gidilmiş ve gelecek yılda ücretlerin dondurularak zam verilmemesi kararlaştırılmıştır. Diğer taraftan emekliliklerin aylıklarına her yıl verilen zamlarında ertelenmesi kararlaştırılmıştır. Ayrıca yeni doğan her çocuk başına ailelere verilen 2.500 Euro'luk yardımlar kaldırılmış ve kamu yatırımlarında da kesintilere gidilmiştir. Buna karşılık geniş toplumsal kesimlerin satın alma gücünü azaltan söz konusu mali tedbirlere tepki olarak, 15 Mayıs 2010'da İspanya'da çok geniş toplumsal katılımlı yürüyüşler düzenlenmiş ve hükümet protesto edilmiştir (Godino and Molina, 2011: 13).

Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası'nda gittikçe derinleşen borç krizi karşısında "teminatlı alım programı (covered bond purchase programme)" ve "menkul kıymet piyasaları programı (securities markets programme)" başlatarak, İspanya ve Yunanistan başta olmak üzere borç krizine düşen ülkelerin sorunlu varlıklarını satın almaya başlamıştır. Söz konusu programların temel amaçları ise finansal kurumlar ve firmalara kredi kolaylıkları sağlamak, finansal kurumları tüketim ve yatırım kredisi vermeye yönlendirmek, para piyasalarında likidite fazlalığı oluşturmak ve parasal aktarım mekanizmasının sağlıklı bir şekilde işlemesini sağlamaktır. Avrupa Merkez Bankası Temmuz 2009 ile Temmuz 2010 tarihleri arasında 60 Milyar Euro'luk teminatlı bono alımı gerçekleştirmiştir. Kasım 2011'de başlatılan ikinci teminatlı bono alımında ise, 40 Milyar Euro'luk bir kaynak borç krizi yaşayan ülkelere aktarılmıştır. Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası, uzun vadeli refinansman operasyonlarına da girişerek, borç krizi sonrasında gözlenen kredi tayınlamasının etkilerini de azaltmaya çalışmıştır. Bu bağlamda ilk refinansman operasyonu 21 Aralık 2011'de gerçekleştirilmiş ve 523 kredi kurumuna 489.2 Milyar Euro tutarında likidite aktarımı yapılmıştır. İkinci operasyon ise 29 Şubat 2012'de yapılmış ve 800 finansal kuruma 529.5 Milyar Euro'luk bir kaynak tahsis edilmiştir (Kılıcı, 2012: 170-172).

İspanya'da yaşanan borç krizi sonrasında hükümetin ve Avrupa Merkez Bankası'nın almış olduğu tedbirler ile finansal piyasalarda likidite sıkıntısı aşılmıştır. Fakat yaşanan finansal şoktan sonra, reel büyüme oranları düşerken işsizlikte yaşanan artışlar nedeniyle İspanyol ekonomisinin kriz öncesindeki performansına geri dönmesinin kısa ve orta pek mümkün gözükmediği söylenebilir. Çünkü kemer sıkma önlemlerine yönelik artan tepkiler, grev dalgaları ve refah seviyesindeki kayıplar sonucunda, iktisadi birimlerin ekonomi yönetimine olan güvenleri sarsılmış ve geleceğe ilişkin kötümser beklentileri artmıştır. Borç krizinin olumsuz etkileri-

nin silinebilmesi için İspanya'da yabancı yatırımı teşvik edecek yasalar çıkarılması, yeni istihdam alanlarının oluşturulması, işgücü verimliliğinin artırılması, bankacılık kesimini yakından izleyecek denetim ve gözetim mekanizmalarının kurulması, dış rekabet gücünün yükseltilecek cari açıkların azaltılması ve gerekmektedir. Bu önlemlerin kararlı biçimde uygulanması durumunda, İspanya'da reel ekonominin canlanması ve istikrara kavuşması beklenmektedir.

### 3.2.3. Portekiz

Euro kullanan ülkeler içinde Yunanistan ve İspanya'dan sonra kamu mali dengelerinde ve bankacılık sisteminde sorunlar yaşayan bir başka ülkede Portekiz olmuştur. 23 Mart 2011'de Portekiz Başbakanı Jose Socrates, aynı yıl içindeki 4. Finansal kurtarma paketini kamuoyuna açıklamıştır. Buna tepki olarak uluslararası rating kuruluşlarının Portekiz'in kredi notunu yarı yarıya düşürmesi üzerine, piyasalar da 29 Mart 2011'de Portekiz'in 10 yıllık tahvillerinin faiz oranları %8'in üzerine çıkmıştır. 6 Nisan 2011'de Başbakan Socrates, ülkesinin Avrupa Birliği'nin kurtarma paketlerine ihtiyacı olduğunu açıklamak zorunda kalmıştır. Böylece Portekiz, Euro Bölgesi içinde Yunanistan ve İspanya'dan sonra ekonomik krize uğrayan üçüncü ülke olmuştur. Bu üç ülke arasında bir karşılaştırma yapılacak olursa Portekiz'in toplam kamu borç stokunun Yunanistan'dan daha az, İspanya'dan ise daha fazla olduğu söylenebilir (Sandoval v.d., 2011: 6).

#### 3.2.3.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar

Portekiz'de borç krizine yol açan temel unsurlar olarak yüksek borçluluk düzeyleri, kötü ekonomik performans, zayıf dış rekabet gücü ve yüksek cari açıklar öne çıkmaktadır (Seitz and Jost, 2012: 5).

Tablo 12'de Portekiz'de 2009-2012 dönemindeki GSYİH ve kamu kesimi verileri gösterilmiştir.

**Tablo 12: Portekiz'de GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012)**

	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH (Milyon Euro)</b>	168.529	172.859	171.065	165.409
<b>Bütçe Dengesi (Milyon Euro)</b>	-17.114	-16.982	-7.543	-10.596
<b>Bütçe Dengesi/GSYİH (%)</b>	-10.2	-9.8	-4.4	-6.4
<b>Kamu Harcamaları/GSYİH (%)</b>	49.8	51.5	49.4	47.4
<b>Kamu Gelirleri/GSYİH (%)</b>	39.6	41.6	45.0	41.0
<b>Kamu Borç Stoku (Milyon Euro)</b>	141.055	162.473	185.241	204.485
<b>Kamu Borç Stoku/GSYİH (%)</b>	83.7	94.0	108.3	123.6

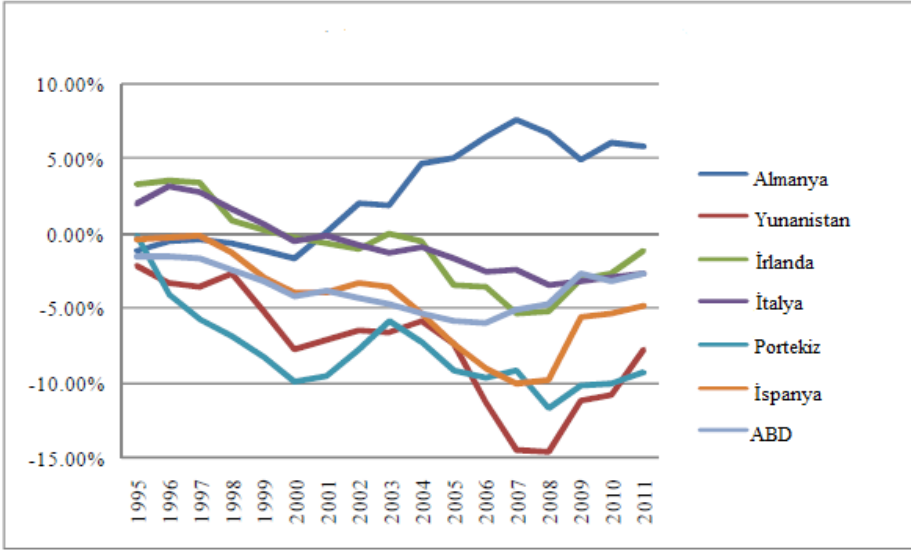
**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 24.05.13

Tablo 12'ye göre Portekiz'de finansal krizin başladığı 2009 yılında Bütçe Dengesi/GSYİH oranı %10,2 açık verirken, Kamu Kesimi Borçları/GSYİH oranı da %83,7 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamlara göre Portekiz'de parasal birliğe kabul koşullarını ve finansal istikrar şartlarını belirleyen kriterler<sup>5</sup> önemli miktarda aşılmıştır. Bu da Portekiz'in borç krizine düşmesine neden olduğu gibi, Avrupa Parasal Sistemin istikrarı ve Euro'nun geleceği için de büyük bir tehdit oluşturmaktadır. Borç kriziyle mücadele çerçevesinde uygulanan mali disiplin politikaları sayesinde, son yıllarda bütçe açıkları düşürülmesine karşılık kamu kesimi borçları daha da artmıştır. 2011 yılı itibarıyla Portekiz'in toplam kamu borçları 185.241 Milyon Euro'ya ulaşmıştır. Aynı yıl milli gelir 171.065 Milyon Euro'ya düşmüştür. Böylece Portekiz'de kamu kesimi borçları milli geliri geride bırakmıştır. 2012 yılında kamu kesimi borçlarının 204.485 Milyon Euro'ya çıkması ve milli gelirin 165.409 Milyon Euro'ya düşmesi ile birlikte, kamu kesimi borçları ile milli gelir arasındaki makas daha da açılmıştır. Bu da Portekiz'de kamu kesimi borçlanmasının devam edebilmesi için, çok ciddi finansal kaynaklara ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.

Portekiz ekonomisini borç krizine sürükleyen bir diğer ekonomik neden ise, kötü ekonomik performanstır. 2000'li yıllar boyunca Portekiz ekonomisi ortalama olarak sadece %3,4 büyüyebilmiştir. Bu oran ile Portekiz, Euro bölgesini oluşturan 16 ülke içinde en düşük ekonomik büyümeye sahip olmuştur. Artan kamu borçları ve yükselen faizlere karşılık reel ekonomik büyümenin düşük kalması, Portekiz'de 2009 yılında borçların çevrilemeyeceğine ilişkin kuşkuları artırarak finansal piyasalardan fon çekilişlerinin yaşanmasına neden olmuştur. Böylece Yunanistan ve İspanya gibi diğer Euro bölgesi ülkelerinde olduğu gibi Portekiz'de, 2009 yılında ağır bir borç krizine yakalanmıştır (Kibritçiöğlü, 2011: 7).

Diğer taraftan Portekiz ekonomisinde rekabet gücünün zayıf olması, ithalata bağımlı bir yapının oluşmasına ve cari işlemler açıklarının giderek genişlemesine neden olmuştur. 1995 yılından itibaren sürekli cari açık veren Portekiz'de, söz konusu açıklar 2003 yılından itibaren sürekli genişlemiş ve 2008 yılında GSYİH'nin %12'sine ulaşmıştır. Portekiz ekonomisinin cari açıklardaki bu kadar hızlı büyümeyi finanse edecek kaynaklara sahip olmaması üzerine finansal kriz 2009 yılında başlamıştır. Grafik 28'de Euro bölgesi ülkeleri ve ABD'nin 1995-2011 dönemindeki cari işlemler dengesinin GSYİH'a oranının gelişimi gösterilmiştir.

5 1992 yılında imzalanan ve üye ülkelerin Parasal Birliğe giriş koşullarını belirleyen "Maastricht Anlaşması" ve 1997 yılında imzalanan "Avrupa Birliği Büyüme ve İstikrar Paketi Anlaşması" na göre, AB'ye üye ülkelerde yıllık Bütçe Açığı/GSYİH oranı %3'ü ve Kamu Borç Stoku/GSYİH oranı da %60'ı aşmamalıdır.

**Grafik 28: Euro Bölgesi'nde Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (1995-2011)**

**Kaynak:** Ana-Maria Minescu, "The Debt Crisis—Causes and Implications", **Petroleum-Gas University of Ploiesti Bulletin, Economic Sciences Series**, Vol. LXIII, No.2, 2011, <http://people.stfx.ca/x2008/x2008nnc/causes.pdf>, Erişim Tarihi:17.06.12, p.97.

Grafik 28'e göre Euro bölgesi içerisinde Portekiz, 1996-2005 döneminde en yüksek cari açık/GSYİH oranına sahip ülke olmuştur. **2005 yılından sonra ise Yunanistan'ın cari açık/GSYİH oranı**, Portekiz'i geride bırakmıştır. Dolayısıyla Portekiz'in borç krizi öncesinde Euro bölgesinde %12'ye ulaşan cari açığa sahip ülke olduğu söylenebilir. Portekiz'in 2009 yılında bu kadar yüksek bir cari açık oranını, merkez bankası ve hazinenin sahip olduğu döviz rezervleri ile çevirebilme şansı kalmayınca borç krizi başlamıştır.

### 3.2.3.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri

Avrupa borç krizinin başlamasıyla birlikte Portekiz ekonomisinde reel büyüme oranları ile istihdam düzeyleri düşmüş ve işsizlik oranları da artış göstermiştir.

Tablo 13'de Portekiz'de 2001-2011 yılları arasında reel GSYİH büyüme oranı ile istihdam ve işsizlik oranlarının gelişimi gösterilmiştir.

**Tablo 13: Portekiz’de Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Reel GSYİH Büyüme Oranı (%)</b>	0.5	0.8	-0.9	1.6	0.8	1.5	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.7
<b>İstihdam Oranı (%)</b>	69.0	68.8	68.1	67.8	67.5	67.9	67.8	68.2	66.3	65.6	64.2
<b>İşsizlik Oranı (%)</b>	4.6	5.7	7.1	7.5	8.6	8.6	8.9	8.5	10.6	12.0	12.9

**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 18.09.12.

Tablo 13’e göre borç kriziyle birlikte Portekiz’de 2008, 2009 ve 2011 yıllarında büyüme oranlarında düşüşler yaşanmıştır. Portekiz ekonomisi, 2009 yılında %2,9 oranında küçülmüştür. 2010 yılında %1.4 büyüyen Portekiz ekonomisi, 2011 yılında -%1,7 oranında küçülmüştür. Diğer taraftan Portekiz’de kriz öncesinde %68,2 olan istihdam oranları, borç krizinin yaşanmaya başladığı 2009 yılında %66,3’e, 2010 yılında %65,6’ya ve 2011 yılında da %64,2’ye düşmüştür.

Portekiz’de yaşanan borç kriziyle birlikte banka kredilerinde ve toplam talepte yaşanan düşüşler, reel üretim hacminin gerilemesi, büyüme ve istihdam oranlarında yaşanan azalışlar sonucunda işsizlik oranları da artış göstermiştir. Portekiz’de işsizlik oranları 2005 ve 2006’da %8,6 iken, 2007’de %8,9 ve 2008’de %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda finansal kriz öncesindeki yıllarda Portekiz’de işsizlik oranlarının stabil bir dengeye kavuştuğu söylenebilir. Portekiz’in finansal krize düştüğü 2009 yılından itibaren ise işsizlik oranları hızla artmaya başlamıştır. Böylece 2009 yılında %10,6 olan işsizlik oranları, 2010’da %12’ye ve 2011’de ise %12,9’a yükselmiştir.

### 3.2.3.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler

Avrupa borç krizinin Yunanistan’da başlayarak İspanya ve Portekiz’e sıçraması üzerine AB’de, parasal birliğe geçilmesinden beri sağlanmaya çalışılan üye devletlerin ekonomi politikalarının koordinasyonu ve mali disiplinin güçlendirilmesine ilişkin tartışmalar yeniden alevlenmiştir. Böylece 1997 yılında kabul edilen “İstikrar ve Büyüme Pakti” yeniden gözden geçirilerek daha etkin bir ekonomi yönetimi için “Avrupa 2020 Stratejisi” kabul edilmiş ve 1 Ocak 2011’de *Avrupa Dönemi Uygulaması* başlatılarak 13 Aralık 2011’de *Altılı Paket* yürürlüğe koyulmuştur. Beş tüzük ve bir direktiften oluşan altılı paket, AB üyesi ülkelerin özellikle maliye politikalarının gözetiminin güçlendirilmesine yönelik önlemlerden oluşmaktadır. Altılı pakette yer alan harcama kuralı uyarınca, kamu harcamalardaki artışın potansiyel büyüme oranını geçmemesi gerekir. Buna göre bir ülkenin bütçe açığı/GSYİH oranı %3’lük refe-

rans değerinin altında kalsa bile, toplam kamu borç stoku/GSYİH oranı %60'ı aşarsa "aşırı bütçe açığı" prosedürü uygulanacaktır. Bu bağlamda bütçe kurallarına riayet etmeyen devletler hakkında Avrupa Konseyi'nden ekonomik yaptırım kararları çıkarılacak ve ülkeler mali kurallara uymak zorunda bırakılacaklardır (Yiğit, 2012: 161-164).

Diğer taraftan krizin önlenemediği durumlarda Euro bölgesinde mali istikrarın korunmasına yönelik olarak sürekli bir kriz mekanizmasının kurulması kararlaştırılarak 1 Aralık 2009'da yürürlüğe giren Lizbon Antlaşması'nda değişikliğe gidilmiştir. Bunun içinde 24-25 Mart 2011 tarihinde gerçekleştirilen Avrupa Konseyi toplantısında, sürekli bir kriz mekanizmasının oluşturulması için AB'nin İşleyişine İlişkin Anlaşma'nın 136. Maddesinde değişiklik yapılmıştır.<sup>6</sup> Yapılan bu değişikliklere istinaden Euro bölgesini oluşturan ülkelerin maliye bakanları, 11 Temmuz 2011'de Avrupa İstikrar Mekanizmasını Kuran Anlaşma'yı imzalamışlardır. Bu anlaşmaya göre mali yardımın sağlanmasına ilişkin süreç, Avrupa İstikrar Mekanizması'na üye devletin Yönetim Kurulu Başkanı'na yardım talebinde bulunması ile başlayacaktır. Yönetim Kurulu Başkanı ise Avrupa Merkez Bankası ile irtibatlı bir şekilde, Avrupa Komisyonu'ndan yardım talebinde bulunan ülkenin borçlarının sürdürülebilirliğine ve risk analizinin değerlendirilmesine ilişkin bir rapor hazırlanmasını isteyecektir. Böylece yardım talebinde bulunan ülkenin ne kadarlık bir finansmana ihtiyaç duyduğu ortaya konulmuş olacaktır. Hükümetler arası bir organizasyon olan Avrupa İstikrar Mekanizması için, 80 Milyar Euro'su ödenmiş ve 620 Milyar Euro'su çağrılabilir olmak üzere toplamda 700 Milyar Euro'luk bir sermaye tahsisi yapılmıştır. İstikrar Mekanizması'nda yardıma ihtiyaç duyan ülkelere verilmek üzere, borç verme kapasitesi olarak da 500 Milyar Euro'luk bir fon oluşturulmuştur (Yiğit, 2012: 158-160).

Finansal krizle mücadele edebilmesi için Portekiz hükümetine, 2011 yılının Mayıs ayında IMF ve AB desteği ile üç yıl içinde toplam 78 Milyar Euro yardım verilmesi kararlaştırılmıştır. Bu yardımın 52 Milyar Euro'sunun Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması kaynaklarında dayanılarak AB tarafından, 26 Milyar Euro'sunun ise IMF tarafından karşılanması benimsenmiştir. Böylece Portekiz'de üç yıllık bir istikrar programının uygulanmasına başlanmıştır (Seitz and Jost, 2012: 4-5).

Yaşadığı borç sorunu nedeniyle kurtarma paketi talep eden Portekiz'e Avrupa Komisyonu, IMF ve Avrupa Merkez Bankası'ndan oluşan Troyka Heyeti, vermiş olduğu 78 Milyar Euro'luk kurtarma paketinde yer alan bütçe hedeflerini durgunluk riskine karşı esnetme kararı almıştır. Buna göre Portekiz'in bütçe açığı/GSYİH hedefleri 2012 yılı için %5, 2013 yılı için %4.5'e ve 2014 içinde %2.5 olarak saptanmıştır (Kalkınma Bakanlığı, 2012: 29).

AB ve IMF'nin verdiği destekler dışında Portekiz hükümeti de finansal kurumların mevduatları için 20 Milyar Euro değerinde bir kaynak ayırarak piyasalara aktarmıştır. Hükümetin buradaki amacı ise, finansal kesimden fon çıkışlarının yaşanmasını

6 136. Maddede yapılan değişiklikle para birimi Euro olan üye devletlerin istikrar mekanizması oluşturmasına ve bu mekanizma kapsamında sağlanacak maddi yardımın sıkı koşulluluk ilkesine tabi olacağı hükmü eklenmiştir.

engellemek ve özel sektöre fon akışının devamını sağlamaktır. Böylece tüketim ve yatırım harcamalarının daha fazla düşmesi engellenerek, reel ekonominin yeniden toparlanmasına aracılık edilecektir.

Tablo 14'de Avrupa Borç Krizi'ne düşen ülkelerde ulusal hükümetler tarafından uygulanan kurtarma paketlerinin maliyetleri gösterilmiştir.

**Tablo 14: Avrupa Borç Krizine Düşen Ülkelerde Kurtarma Paketlerinin Maliyeti**

Ülkeler	Sermaye Enjeksiyonu	Garantiler	Toplam Önlem Paketi Tutarı	GSYİH'nın Yüzdesi
<b>İtalya</b>			40 Milyar €	2,6
<b>Yunanistan</b>		15 Milyar €	28 Milyar €	11,2
<b>Portekiz</b>		20 Milyar €	20 Milyar €	6,1
<b>İspanya</b>	80 Milyar €	100 Milyar €	180 Milyar €	14,3

**Kaynak:** Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı.68, 2009, s.90.

Avrupa borç krizine düşen ülkelerde ulusal hükümetler, finansal krizle mücadele etmek için bir çok önlem almıştır. Bunlardan en önde gelenleri ise, piyasalara sermaye enjeksiyonu yapılması ve mevduatlara garantiler getirilmesidir. Borç kriziyle mücadelede en fazla fon harcayan ülke İspanya olmuştur. Tablo 14'e göre İspanya'da toplam önlem paketi tutarı 180 Milyar Euro olurken, bu rakam GSYİH'nın %14,3'üne denk gelmekteydi. Portekiz ise, diğer borç krizine düşen ülkelere göre en az fon kullanan ülke olmuştur. Buna göre Portekiz hükümeti, borç kriziyle mücadele etmek için toplam önlem paketi tutarı olarak, 20 Milyar Euro'luk bir kaynak kullanmıştır. Bu rakamda Portekiz'de GSYİH'nın %6,1'ine tekabül etmekteydi.

Portekiz'de hükümet, AB'nin tavsiyeleri üzerine 2011 yılında bütçe açıklarını azaltmak için kemer sıkma politikalarını içeren bir istikrar programını meclise sunmuştur. Ancak Portekiz'de 2008 yılından itibaren ekonomik büyümenin düşüş göstermesinin oluşturduğu tepkilere, bir de daraltıcı maliye politikalarının eklenmesi hükümete yönelik toplumsal baskıları artmıştır. Söz konusu istikrar programının Portekiz meclisinden geçmemesi üzerine başbakan Jose Socrates istifa etmiştir. Bu da Portekiz'de yaşanan ekonomik istikrarsızlıklara bir de siyasal istikrarsızlığın ilave edilmesi anlamına geldiğinden, piyasa katılımcılarının beklentileri daha da olumsuzlaşmıştır (Vural, 2012: 218).

Hükümetin istifasıyla birlikte kredi derecelendirme kuruluşları Portekiz'in notunu düşürmüşlerdir. Bu da yükselen faizler karşısında uzun dönemde kamu maliyesi açıklarını finanse etmeyi güçleştirmekteydi. Bu nedenle Portekiz'de kamu mali dengelemelerini kurmak için harcamaları kısıcı ve gelirleri artırıcı bazı kapsamlı tedbirlerin

alınmasına gerek duyulmuştur. Avrupa Komisyonu, IMF ve Avrupa Merkez Bankası temsilcilerinden oluşan bir heyet ile Portekiz makamları arasında yapılan müzakereler sonucunda, 3 Mayıs 2010 tarihinde 2011-2014 yıllarını kapsayan bir "Ekonomik Uyum Programı" üzerinde görüş birliğine varılmıştır. Portekiz'in uygulama sözü verdiği üç aylık stratejinin birinci ayağını, bütçe açığı/GSYİH oranının 2013 yılı sonunda %3'e düşürülmesi oluşturmuştur. Bu bağlamda kamu kesiminde çalışanların maaşlarında %5 oranında kesintiye gidilmiş, kamu sektöründe yeni kadrolar açılmamış ve mevcut kadroların ilanı dondurulmuş, işsizlik ile aile yardımları başta olmak üzere tüm sosyal transfer harcamaları azaltılmış, 1 Ocak 2011 tarihinde KDV oranları %2 artırılmış, kamuya ait varlıkların satılması kararlaştırılmış, resim ve harç oranları yükseltilmiştir. Ekonomik uyum programının ikinci ayağını ise, işgücü piyasaları, yargı sistemi, sanayi ve konut ile hizmet sektörlerinde yapılacak yapısal reformlarla potansiyel büyümenin artırılması ve yeni istihdam alanlarının açılması oluşturmaktadır. Programın üçüncü ayağında ise, daha şeffaf ve etkin bir mali kontrol sisteminin kurulması yer almaktadır (AB Genel Sekreterliği, 2011: 83-87).

Bu önlemlerin yanı sıra Başbakan Pedro Passos Coelho, bütçe açıklarının düşürülmesine yönelik olarak kamu harcamalarında 2 Milyar Euro'luk bir kesintiye gidileceğini, özelleştirmelere hız verileceğini ve olağanüstü ek gelir vergilerinden de 1 Milyar 250 Milyon Euro'luk bir kaynak oluşmasını beklediklerini duyurmuştur. Bu açıklamalar AB, IMF ve Avrupa Merkez Bankası çevrelerinde oldukça olumlu karşılanmış ve 3 yıllık istikrar programı karşılığında Portekiz'e verilmesi kararlaştırılan 78 Milyar Euro'luk dış kaynağın 11.5 Milyar Euro'luk ikinci dilimi serbest bırakılmıştır (Karagöl, 2011: 9).

Portekiz'in önümüzdeki dönemlerde de istikrar programında öngörülen mali tedbirleri ve yapısal reformları gerçekleştirmesi durumunda, borç krizinin olumsuz etkilerinden kurtularak kamu mali dengesini yeniden kurabilecek, borçların finansmanını sağlayacak, ekonominin büyümesine paralel olarak artacak ihracat ile de cari açıklarını azaltabilecektir.

### 3.2.4. İtalya

Gelişmiş bir sanayi ülkesi olan İtalya'nın 2009 yılında Avrupa borç krizine yakalanması, finansal piyasalardaki karışıklıkları daha da artırmıştır. İtalya'da yaşanan ekonomik krizin nedenleri, Euro bölgesi ülkelerinin krize düşüş nedenlerine benzerdir. Buna karşılık gelişmiş bir ülke olarak İtalya'nın borç krizine düşmesi, Euro bölgesinde oldukça büyük bir panik havası oluşturmuştur.

#### 3.2.4.1. Borç Krizine Yol Açan Temel Unsurlar

Euro kullanan ülkeler arasında borç krizine yakalanan bir diğer ülke olan İtalya'yı borç krizine sürükleyen temel unsur, kamu kesimi borçlarında gözlenen yüksek artışlar olmuştur. 2010 yılında İtalya'nın toplam kamu borç stokunun GSYİH'a oranı %119,3 olarak gerçekleşmiştir. Kamu borçlarındaki artışlar sonraki dönemlerde de artarak devam etmiş ve GSYİH'ın %140'na ulaşmıştır. İtalya'da yaşanan

ekonomik kriz nedeniyle 2009 yılından itibaren özel tüketim ve yatırım harcamaları hızla düşmüş, ihracat miktarları ve toplam kredi hacmi de daralmıştır (Sandoval v.d., 2011: 7).

Tablo 15'de İtalya'da GSYİH ve kamu kesimine ilişkin temel verilerin 2009-2012 yılları arasındaki gelişimi gösterilmiştir.

**Tablo 15: İtalya'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012)**

	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH (Milyon Euro)</b>	1.519.695	1.551.886	1.578.497	1.565.916
<b>Bütçe Dengesi (Milyon Euro)</b>	-83.603	-69.267	-60.016	-47.633
<b>Bütçe Dengesi/GSYİH (%)</b>	-5.5	-4.5	-3.8	-3.0
<b>Kamu Harcamaları/GSYİH (%)</b>	51.9	50.4	49.9	50.6
<b>Kamu Gelirleri/GSYİH (%)</b>	46.5	46.1	46.2	47.7
<b>Kamu Borç Stoku (Milyon Euro)</b>	1.769.254	1.851.252	1.907.392	1.988.658
<b>Kamu Borç Stoku/GSYİH (%)</b>	116.4	119.3	120.8	127.0

**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 24.05.13

Tablo 15'e göre İtalya'da 2009 yılında 1.769.254 Milyon Euro olan kamu borç stoğu, 2010 yılında 1.851.252 Milyon Euro'ya, 2011 yılında 1.907.392 Milyon Euro'ya ve 2012 yılında ise 1.988.658 Milyon Euro'ya yükselmiştir. İtalya'da 2009 yılında kamu borç stoğu/GSYİH oranı ise %116,4 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oran sürekli artarak 2010 yılında %119,3, 2011 yılında %120,8 ve 2012 yılında %127'ye yükselmiştir. Dolayısıyla İtalyan ekonomisi, Yunanistan'dan sonra Euro kullanan ülkeler arasında en yüksek kamu borç stoğu/GSYİH oranına sahip ülke olmuştur. Bu da İtalya'da 2009 yılından itibaren önemli bir mali baskınlığın mevcut olduğunu ve bunun da ekonomiyi borç krizine sürüklediğini göstermektedir.

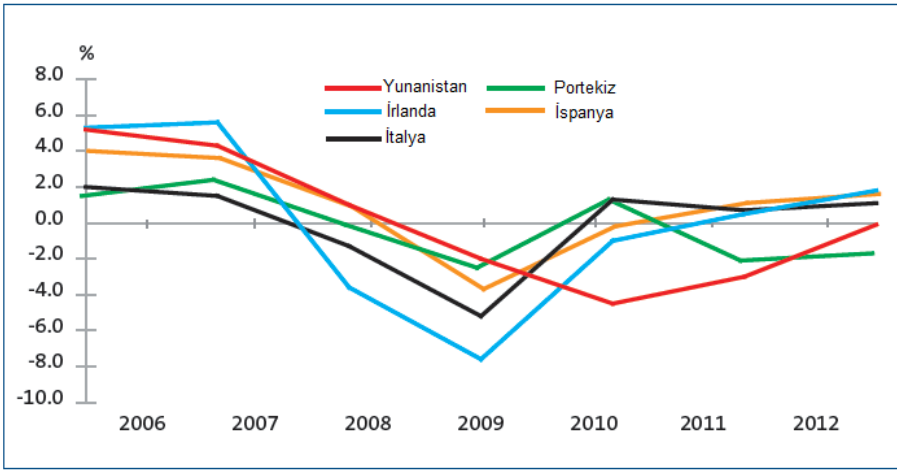
IMF tarafından yayımlanan 2012 yılı Nisan ayına ait "Mali Görünüm Raporu" na göre, borç krizi sırasında alınan konsolidasyon tedbirleri ile bütçe performansında iyileşmeler meydana gelmiştir. İtalya'da 2009 yılında devlet bütçesi GSYİH'in %5,5'i kadar açık verirken, 2011 yılı itibarıyla bu oran %3,8'e düşmüştür. Buna karşılık kamu borç stokunun çok yüksek olması, İtalyan ekonomisini şoklara karşı savunmasız bırakmaktadır. Diğer taraftan İtalyan ekonomisi için tehlike arz eden diğer bir unsur da, ekonomik büyüme performansının oldukça düşük olmasıdır. Son on yılda İtalyan ekonomisi sadece %0,2 büyümüştür. Üstelik İtalya'daki yavaş büyüme, verimlilik düşüşleri ve nüfusun yaşlanması gibi yapısal nedenlerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla söz konusu yapısal sorunlar çözülmediği sürece önümüzdeki yıllarda, İtalya'nın hızlı bir büyüme performansı gösterme şansı da yoktur. Bu da yüksek kamu borç stoklarının, bu kadar düşük bir büyüme ile nasıl çevrilebileceği tartışmalarını canlı tutmaktadır (Hondur, 2012: 30-31).

### 3.2.4.2. Borç Krizinin Reel Ekonomik Etkileri

Borç krizinin İtalyan ekonomisinde ortaya çıkardığı en önemli reel ekonomik sorunlar ise büyüme ile istihdam oranlarının düşmesi, işsizlik oranlarının yükselmesi ve kamu borç stokunun artmasıdır.

Borç kriziyle birlikte İtalya'da reel ekonomik büyüme oranlarında hızlı düşüşler gözlenmiştir. Grafik 29'da aralarında İtalya'nın da olduğu Euro Bölgesi'nde krize giren ülkelerde 2006-2012 dönemindeki büyüme oranları gösterilmiştir.

**Grafik 29: Euro Bölgesinde Krize Giren Ülkelerde Büyüme Oranları (2006-2012)**



**Kaynak:** AD&B Special Report, "The Euro Debt Crisis, One Year On", **Dun & Bradstreet Limited**, July-2011, <http://www.huaxiadnb.com/UploadFiles/File/2011-7%20DNB%20Euro%20Debt%20Crisis%20EN.pdf>, Erişim Tarihi: 26.04.12, p.8.

Grafik 29'a göre Avrupa Borç Krizi ile birlikte, finansal krize düşen tüm ülkelerde olduğu gibi İtalya'da da büyüme oranları negatife dönmüştür. 2009 yılı itibariyle İrlanda'dan sonra büyüme oranı en fazla düşen ülke İtalya olmuştur. Finansal krizden önce ortalama yıllık büyüme oranları %0-2 bandında olan İtalyan ekonomisi, borç kriziyle birlikte 2008 yılında %1,2 ve 2009'da %5,5 oranında küçülmüştür. İtalyan ekonomisi, 2010 ve 2011 yıllarında yeniden pozitif büyümeye başlamıştır. İtalya'da 2010 yılı büyüme oranı %1,8 iken 2011'de ise %0,4 olmuştur.

Euro'ya girdikten sonra son on yıldır özellikle Almanya karşısında rekabet kaybına uğrayan İtalya'da, ekonomik büyüme oranlarının düşük kalmasında birim emek maliyetlerinin çok hızlı artış göstermesi önemli bir yapısal etken olmuştur. İtalya'da birim emek maliyetleri 2000-2009 döneminde %32 oranında artmıştır. Bu oran ile

İtalya, AB içinde Yunanistan (%34)'dan sonra birim emek maliyetleri en fazla artış gösteren ülke olmuştur. Birim emek maliyetlerinin bu kadar yüksek oluşu nedeniyle reel sektörün verimliliği ve üretim hacmi de giderek düşmüştür. Diğer taraftan İtalya'da faiz ödemelerinin GSYİH'nın %4-5'ne tekabül ettiği de dikkate alınacak olursa, reel üretim ve büyüme oranları düşük kaldığı sürece kamu kesimi borçlarının artacağı söylenebilir. İtalyan ekonomisindeki yavaş büyüme performansının emek maliyetlerindeki artışlar dışında kalan diğer yapısal nedenleri ise şunlardır: Emek piyasasındaki katılıklar, küçük ve orta boy işletmelerin egemenliği, kamu hizmetlerinin yetersizliği, telekomünikasyon ile ulaşım ve enerji alanlarındaki rekabet eksikliği (Öztürk ve Aras, 2011: 148).

Borç krizine yakalanan İtalya'da reel ekonomide yaşanan daralma ve büyüme oranlarının düşmesi, istihdamı azaltırken işsizlik oranlarının da yükselmesine yol açmıştır. Aşağıdaki tablo 16'da İtalya'da reel GSYİH büyüme, istihdam ve işsizlik oranlarının 2001-2011 dönemindeki seyri gösterilmiştir.

**Tablo 16: İtalya'da Reel Büyüme, İstihdam ve İşsizlik Oranları (2001-2011)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Reel GSYİH Büyüme Oranı (%)</b>	0.2	0.5	-0.1	1.7	0.9	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.8	0.4
<b>İstihdam Oranı (%)</b>	54.8	55.5	56.1	57.6	57.6	58.4	58.7	58.7	57.5	56.9	56.9
<b>İşsizlik Oranı (%)</b>	9.0	8.5	8.4	8.0	7.7	6.8	6.1	6.7	7.8	8.4	8.4

**Kaynak:** Eurostat verilerinden derlenmiştir. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, Erişim Tarihi: 18.09.12.

Tablo 16'ya göre İtalya'da 2000'li yıllar boyunca en yüksek reel büyüme 2006 yılında %2,2'lik oran ile gerçekleşmiştir. Bu tarihten sonra İtalya'da reel büyüme oranları düşmeye başlamış ve borç krizinin başladığı 2009 yılında ekonomi %5,5 oranında küçülmüştür. Krizle mücadele politikaları çerçevesinde alınan genişlemeci tedbirler ile ekonomi yeniden büyümeye başlamıştır. Reel büyüme oranlarında 2010 yılında %1,8 ve 2011 yılında %0,4'lük artışlar yaşanmıştır.

Tablo 16'daki verilere göre İtalya'da 2001 yılından borç krizinin yaşandığı 2009 yılına kadar istihdam oranları sürekli artış göstermiştir. İtalya'da 2001 yılında %54,8 olan istihdam oranları, devamlı surette yükselerek 2008 yılında %58,7'ye ulaşmıştır. Ancak borç krizinin ekonomiyi daraltması neticesinde İtalya'da istihdam oranları 2009'da %57,5'e, 2010 ve 2011'de %56,9'a düşmüştür.

İtalya'da istihdam oranlarında ortaya çıkan kayıplara, işsizlik oranlarındaki artışlar eşlik etmiştir. 2007 yılında %6,1 ve 2008'de %6,7 olarak gerçekleşen işsizlik oranları, borç krizinin başladığı 2009 yılında %7,8'e, 2010 ve 2011 yıllarında ise %8,4'e yükselmiştir. Ancak borç krizine düşen diğer AB ülkeleri arasında bir değerlendirme yaptığımızda, İtalya'da işsizlik oranlarındaki artışların görece düşük kaldığı da söylenebilir. Çünkü 2011 yılında işsizlik oranları İspanya'da %21,7, Yunanistan'da %17,7 ve Portekiz'de ise %12,9 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık İtalya'da işsizlik oranları %8,4'lük kabul edilebilir düzeylerde kalmıştır.

Borç kriziyle birlikte İtalya'da büyüme oranlarının düşmesi ve işsizlik oranlarının artmasının yanı sıra, kamu borç stoku da yükseliş göstermiştir. İtalya'da 2009 yılında kamu borç stoku 1.769.254 Milyon Euro iken, 2010 yılında 1.851.252 Milyon Euro'ya, 2011 yılında 1.907.392 Milyon Euro'ya ve 2012 yılında ise 1.988.658 Milyon Euro'ya yükselmiştir. 2007 yılında İtalya'da kamu borç stokunun GSYİH'a oranı %103,1 iken, bu oran 2011 yılında %120,8'e ve 2012 yılında da %127'ye yükselmiştir. 2012 yılı itibariyle İtalya'nın 2 Trilyon Euro'ya yaklaşmış kamu borcunun, 300 Milyar Euro'luk kısmı vadesi 1 yıldan kısa hazine bonolarından oluşmaktaydı. Bu da finansal yatırımcılar arasında İtalya'nın kısa vadeli borçlarını çeviremeyeceği beklentisini oluşturmuştur. Böylece bir taraftan İtalya'nın ihraç ettiği bono ve tahvillerin faiz oranları yükselirken, diğer taraftan ise yaşanan sermaye kaçıışı nedeniyle üretim ve istihdam daha da daralmıştır (Borrecca, 2012: 13).

### 3.2.4.3. Borç Kriziyle Mücadelede Alınan Tedbirler

İtalya'da borç kriziyle mücadelede alınan para politikası ve finansal sisteme ilişkin önlemlerin çoğu, diğer ülkeler ile paralellik arz etmektedir. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirim ve likidite enjeksiyonu politikalarından yararlanan İtalya'da, bunlara ilave olarak mevduat garantileri artırılmış, banka kredi borçlarına devlet garantisi getirilmiş ve varlıkların açığa satışı yasaklanmıştır. Tablo 17'de aralarında İtalya'nın da bulunduğu ülkelerin, borç kriziyle mücadele çerçevesinde para politikasına ilişkin olarak almış oldukları önlemler görülmektedir.

**Tablo 17: Borç Kriziyle Mücadelede Para Politikası Tedbirleri**

Ülkeler	Faiz Oranı Değişimi	Mevduat Garantisi-nin Artırılması	Likidite Enjeksiyonu	Banka Kredi Borçlarına Devlet Garantisi Verilmesi	Açığa Satışın Yasaklanması	Sorunlu (Toksik) Varlıkların Satın Alınması
İtalya	*	*	*	*	*	
İspanya	*	*		*	*	
Portekiz	*	*	*	*		*
Yunanistan		*		*		

**Kaynak:** Pelin Ataman Erdönmez, “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı.68, 2009, s.101.

Tablo 17'ye göre borç kriziyle mücadele çerçevesinde İtalya'da temel para politikası aracı olarak faiz oranlarının indirilmesi kullanılmıştır. Finansal sistemdeki panik havasını kırmak ve banka iflaslarını önlemek için ise, banka mevduatlarına garantiler getirilmiş ve finansal piyasalara merkez bankası tarafından likidite enjeksiyonu yapılmıştır. Diğer taraftan bankaların kredi borçlarına da devlet garantisi getirilirken, bankaların ellerindeki varlıkların açığa satışı ise zararlarının katlanabileceği endişesi ile yasaklanmıştır.

İtalya'da artan durgunluk eğilimleriyle mücadele edebilmek için alınan parasal önlemlere ilave olarak hükümet, 2008 yılının Kasım ayında “mali canlanma paketi” adı altında bir istikrar programını da yürürlüğe koymuştur. Bu bağlamda konut kredilerinden alınan vergiler ve KDV oranları düşürülmüş, kamu kesiminde çalışanların fazla mesai ücretlerinden alınan vergi oranlarında indirim gidilmiş, yurt dışında varlıkları olan mükelleflerin idareye bildirmedikleri varlıklara yönelik olarak bir kereliğine vergi affı uygulaması gidilmiş, ticari işletmelerin makine ve teçhizat yatırımlarını teşvik etmek için kurumsal kredilerden alınan vergiler azaltılmış, sanayi bölgelerinin gelişimine yönelik olarak özel vergileme rejimi getirilmiş, kurumlar ve kişisel gelir vergisi oranlarında indirim gidilmiş, geçici vergilerin bazıları kaldırılmış, enerji kullanımında tasarruf sağlamak için bu alanlarda faaliyet gösteren şirketlere ek kurumlar vergisi getirilmiş, varlık değerlerinde ortaya çıkan artışlara yönelik ek vergiler salınmıştır (Bakar ve Tokathoğlu, 2012: 488).

Ancak alınan tüm parasal ve mali önlemlere karşılık, İtalya'da yaşanan borç krizinin boyutlarının oldukça geniş olması nedeniyle işsizlik oranları giderek artmıştır. İşsizlik oranlarının yol açtığı sorunlar üzerine hükümet, işsizlik yardımlarına ağırlık vermiştir. İtalya'da geleneksel olarak işsizlik yardımları, istihdamın biçimine ve uzun süreliğine, çalışılan sektöre ve firmaların büyüklüğüne göre verilmekteydi. Uluslararası standartlar dikkate alındığında verilen işsizlik yardımları oldukça düşük seviyede idi. İtalya'da işsizlik yardımları, CIG adı verilen işten çıkarılma fonu kapsamında yapılmaktaydı. Bu fon kapsamında işsiz kalan işçilere, çalışırken aldıkları maaşın %40'ı oranında bir ödeme 7 ay süreyle yapılmaktaydı. Finansal krizle birlikte işsizlerin sayısı artınca Ekim 2008 ve Ocak 2009'da yapılan yasal bir düzenleme ile, işsizlik yardımından yararlanmadaki sınırlamaların bir çoğu kaldırılmıştır. Böylece işsizlik yardımlarından daha geniş kitlelerin yararlanması amaçlanmıştır. 3 Haziran 2009'da yapılan Avrupa Komisyonu toplantısında da, kriz sırasında işsiz kalanların yeniden eğitime tabi tutularak niteliklerinin geliştirilmesi ve iş bulmalarının kolaylaştırılması için İtalya'ya 8 Milyar Euro'luk bir kaynak aktarılması kabul edilmiştir (Gençler, 2011: 15-17).

İtalya'da işsizliği azaltmak için 2007-2013 tarihleri arasında AB ve hükümet tarafından emek piyasalarına yönelik olarak yapılan yardımların ve alınan önlemlerin bir listesi tablo 18'de gösterilmiştir.

**Tablo 18: İtalya'da İşsizliği Azaltmak İçin AB ve Hükümet Tarafından Verilen Yardımlar (2007-2013)**

Öncelikler	Topluluk Yardımı	Ulusal Hükümet Yardımı	Toplam
İş Arayanların İstihdama Girişine İlişkin Yapılan Yardımlar	2.321.713	2.705.914	5.027.627
Teknik Yardım		2.824.946	5.199.802
Bölgesel ve Bölgelerarası Faaliyet Yardımları	237.103	290.921	528.023
Ulus Ötesi Alanlarda Faaliyet Gösteren Şirketlere Verilen Yardımlar	177.935	232.917	410.852
İşletmelere Kapasite Geliştirme İçin Verilen Yardımlar	1.048.652	1.362.982	2.411.634

**Kaynak:** Ayhan Gençler, "Avrupa Birliği'nde Krizin İşsizliğe Etkisi ve İstihdam Teşvikleri", Çalışma İlişkileri Dergisi, Cilt.2, Sayı.1, Temmuz-2011, s.12.

Tablo 18'e göre İtalya'da işsizliği azaltmak için AB ve ulusal hükümet tarafından firmalara önemli yardımlar aktarılmıştır. Toplam yardımlar içinde en büyük pay ise, iş arayanların istihdama girişine ilişkin yapılan yardımlar ve teknik yardımlara ayrılmıştır. Şirketlere teknik yardım olarak verilen yardımların büyüklüğü 5.199.802 Euro'yu bulurken, iş arayanların istihdama girişine ilişkin yapılan yardımlar ise 5.027.627 Euro'ya ulaşmıştır. İtalya'da bölgesel ve bölgelerarası faaliyetlerin gelişimini desteklemek için ise 528.023 Euro'luk kaynak aktarılmıştır. Yine ulus ötesi alanlarda faaliyet gösteren şirketlere ise 410.852 Euro ve işletmelere kapasite geliştirme için de 2.411.634 Euro yardım verilmiştir.

Diğer taraftan İtalya'da Berlusconi hükümeti, artan bütçe açıkları ve kamu açıklarıyla mücadele edebilmek için, 2013'de 23.8 Milyar Euro'luk ve 2014'de ise 47.3 Milyar Euro'luk bir kamu tasarrufu yapmayı hedeflemiştir. Bu amaç çerçevesinde 15 Temmuz 2011 tarihinde 111 No'lu bir kurtarma yasasını parlamentodan geçirmiştir. Bu yasayla birlikte yatırımcılara dağıtılması öngörülen bölgesel sübvansiyonlarda kesintilere gidilmesi, düşük gelirli ailelere verilen yardımların azaltılması, vergi muafiyet ve istisnalarının kapsamının daraltılması, yüksek kazançlı kamu çalışanları ve emeklilerin maaş ile ücretlerinin düşürülmesi, yüksek düzeyli kamu yöneticilerinin harcamalarının kısılması ve sağlık hizmetlerine karşılık olan alınan ücretlerin yükseltilmesi benimsenmiştir. Alınan bu önlemleri yeterli görmeyen hükümet, 14 Eylül 2011'de 148 Yasa numarası ile ikinci bir kurtarma paketini parlamentodan çıkarmıştır. Söz konusu ikinci paket ile hükümet, bütçe açıklarını 58.9 Milyar Euro daha azaltmayı amaçlamıştır. Bu bağlamda genel bütçe harcamalarında kesintiye gidilmesi, kamu kesiminde ücretlerin 2014 yılına kadar dondurulması, vergi siste-

minin reforme edilerek kamu gelirlerinin artırılması, özel sektörde çalışan kadınların emeklilik yaşlarının 60'dan 65'e yükseltilmesi ve finansal varlık gelirlerinde vergi oranının %20'ye çıkarılması kararlaştırılmıştır (Borra, 2012: 17).

Ancak söz konusu kemer sıkma önlemlerine özellikle çalışanlar, işsizler ve emekliler çok sert tepkiler göstermişlerdir. Hükümete karşı artan toplumsal tepkiler, 2008 yılında yapılan genel seçimlerde 630 sandalyeli Temsilciler Meclisi'nde 340 koltuk kazanan ve 4. kez iktidara gelen Berlusconi'nin sağ koalisyon hükümetinde çatlak seslerin giderek yükselmesine neden olmuştur. Hükümetin kuruluşu sırasında Berlusconi'ye destek veren Temsilciler Meclisi Başkanı Gianfranco Fini'nin, iktidardan desteğini çekmesi Berlusconi'nin liderliğini tartışmalı hale getirmiştir. Berlusconi'nin skandalları, politik gafları ve İtalyan ekonomisinin kötü ekonomik performansı da hükümetin yıpranmasına yol açmıştır. Toplumda popülaritesini giderek yitiren Berlusconi, 10 Ekim 2011'de bütçe tasarısının Temsilciler Meclisi'nde reddedilmesi üzerine güven oylamasına girmiştir. İktidar 310'a karşı sadece 316 oyla güvenoyu almıştır. Bunun üzerine Berlusconi, başbakanlık görevinden istifa etmiştir. 9 Kasım 2011'de Cumhurbaşkanı Giorgio Napolitano, ekonomist ve eski Avrupa Komisyonu üyesi Mario Monti'yi başbakanlık adayı olarak göstermiştir. 16 Kasım 2011'de Monti, bir teknokratlar hükümeti kurarak başbakan olmuştur. Aralık ayında yeni bir tasarruf paketini meclisten geçiren Monti hükümeti ise, önceliğini vergiden kaçınma sağlayan uygulamalarla mücadeleye, özelleştirme politikalarına ve emek piyasasının reforme edilmesine vermiştir (Borra, 2012: 13-19)

İtalya'da hükümetin küçük ortağı olan Demokratik Sol Parti'nin 2013 yılının Haziran ayında hükümetten çekilmesi ile birlikte mevcut iktidarın Parlamento'da ki sandalye sayısı azalmıştır. Fakat IMF ile AB'nin önerdiği istikrar programları konusunda iktidar ortaklarının kesin bir görüş birliği içinde olmaları oldukça önemlidir. Çünkü İtalya'yı borç krizine götüren unsur, kamu kesimi borçlarının yüksek olmasıydı. Siyasal istikrarsızlıklara rağmen İtalya'da her gelen hükümetin ekonomik krizle mücadelede 2008 yılından beri AB ile uyumlu biçimde çalışması, geleceğe yönelik olumlu sinyaller vermektedir. Özellikle de politikacıların popülist basılara karşılık, kamu harcamalarını daraltıcı ve kamu gelirlerini artırıcı mali disiplin önlemlerine sıkı sıkıya bağlı kalmaları gerekmektedir. İtalyan ekonomisinin yeniden istikrara kavuşabilmesi için, kamu kesimi açıkları mutlaka azaltılmalı ve devlet borçlarının kısa ve uzun vadeli olarak çevrilebilirliği sağlanmalıdır. Böylece kamu kesiminin finansal piyasalar üzerindeki borçlanma baskısı da ortadan kalkacağından, özel sektörün daha düşük maliyetle borçlanma imkânı artacaktır. Bu da İtalya'da reel büyümeyi kalıcı hale getirecektir.



## SONUÇ

ABD'de 2007 yılının Temmuz ayında finansal piyasalarda başlayan ve ipotekli konut kredilerine dayalı nedenlerden kaynaklandığı için mortgage krizi adını alan finansal kriz, 2008/2009 yıllarında AB'nin zayıf halkalarını oluşturan Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya ekonomilerine de bulaşarak küresel bir nitelik kazanmıştır. Dünya ekonomisini derinden sarsan söz konusu küresel finansal kriz, reel büyüme oranlarının düşmesine, milli gelirlerin ve ihracat miktarlarının azalmasına, işsizlik oranlarının artmasına ve küresel ticaret hacminin gerilemesine yol açmıştır. Küresel finansal krizin, ulusal hükümetlerin ve AB ile IMF gibi uluslararası kuruluşların almış olduğu tüm parasal ve mali önlemlere rağmen etkisi uzun yıllar boyunca devam etmiştir. Bugünden bakıldığında ABD ve AB ülkelerinde yaşanan krizin temelinde uygulanan hatalı para politikalarının, finansal piyasalardaki denetim eksikliğinin, konut balonlarının, gevşek kredi uygulamalarının, yüksek mali açıkların ve kamu borçlarının, ertelenen yapısal reformların ve finansal kurumların açgözlü biçimde daha yüksek kâr amaçlı olarak dağıttıkları yüksek riskli mortgage fonlarının olduğu görülmektedir.

ABD'de başlayan finansal krizin temelindeki en önemli nokta, FED'in 2000'li yılların ilk yarısında parasal bir genişlemeye giderek faiz oranlarını düşürmesidir. Bu sayede düşük maliyetle borçlanma imkânı elde eden bankalar, ellerindeki âtil fonları riskli olmasına karşılık daha yüksek kazanç getirmeyi umdukları kesimlere konut kredileri olarak kontrolsüz biçimde dağıtmışlardır. Subprime mortgage kredileri adı verilen bu kredilerin genişlemesiyle birlikte, artan konut talebi ise konut fiyatlarını hızla artırmıştır. Diğer taraftan finansal piyasalarda riski artıran bir diğer unsur da, bankaların dağıttıkları kredilere dayanarak menkul kıymetler çıkarmaları ve sermaye piyasalarında satışa sunmaları olmuştur. Menkul kıymetleştirme olarak isimlendirilen bu süreç ise, menkul kıymetleştirilen varlık bedellerinin bankalar tarafından varlık sahiplerine ödenmesini, konut kredilerinin bankalara geri dönmesine bağlı hale gelmiştir.

Ancak ne var ki FED'in faiz oranlarını 2004 yılından itibaren yeniden yükseltmeye başlaması, subprime mortgage kredilerinin geri dönüşünde yaşanan sorunların açığa çıkması, interbank piyasasında yaşanan likidite sıkışıklıkları, finansal sistemi düzenleyen ve denetleyen örgütlü bir kurumsal yapının olmaması, bankaların ve finansal yatırımcıların yüksek kâr kazancı hırsı ile aşırı borçlanma ve riske girme eğilimlerinin engellenememesi neticesinde, 2007 yılının Temmuz ayında ABD'de çok ciddi bir finansal kriz yaşanmaya başlamıştır. Böylece ABD'de bankaların ve mortgage yatırımcısı finansal kuruluşların bir çoğu aşırı zarar ederek battığı için, menkul kıymetleştirilen varlık bedellerinin hak sahiplerine ödenme şansı kalmamıştır. Bu da finansal piyasalarda bir panik havası oluşturarak, para ve sermaye piyasalarından çok hızlı bir şekilde fon çekilişlerinin yaşanmasına yol açmıştır.

ABD'de başlayan finansal krizle birlikte bankalardan mevduat çekilişleri yaşanmaya başlamış, dağıtılan kredilerin önemli bir kısmı geri çağrılmış, borsa endeksleri giderek düşmüş, reel üretim ve milli gelir hızla azalmış, işsizlik oranlarında artışlar gözlenmiştir. ABD'nin önde gelen finansal kurumları iflas etmiş, devlet korumasına alınmış veya kamulaştırılmıştır. Bu süreçte hükümet ve FED, ortak banka kurtarma operasyonlarına girişmiş, nakit ihtiyaçlarının karşılanması için piyasalara likidite enjeksiyonu yapmış, sorunlu varlıkları satın almaya çalışmışlardır. Alınan bu önlemler ile piyasaların ateşi bir nebze olsa da düşürülmüştür.

Ancak dünya ekonomisinin kalbi durumunda olan ABD'de finansal piyasalarında başlayan sorunlar, kısa süreler içerisinde bu ülke ile derin ve çok güçlü ticari ve finansal bağlantıları bulunan AB ülkelerine de sıçramıştır. Buna karşılık AB'de krize düşen Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya gibi ülkelerde krizin belirleyici niteliği, ABD'de olduğu gibi konut kredileri değil bütçe açıklarının fazlalığı, kamu borçlarının sürdürülebilir olmaması, yüksek cari açıklar ve iç ile dış talebin yetersiz oluşudur. Bu da AB ülkelerinde yaşanan finansal krizin yapısal nedenlerden kaynaklı olduğunu göstermektedir. Böylece küresel krizin ikinci aşamasını oluşturan Avrupa borç krizi, ilk aşamayı oluşturan mortgage krizinden hem daha uzun sürmüş, hem de negatif etkileri açısından daha yıkıcı olmuştur.

Avrupa borç krizine düşen ülkelerde krizin temel nedenleri birbirinden farklılık göstermektedir. Yunanistan ekonomisinde yaşanan temel sorun, bütçe açıkları ile kamu borçlarının oldukça yüksek olmasıydı. Vergi gelirleri ile finanse edilme olanağı kalmayan söz konusu açık ve borçlar, devletin faiz yükünü artırarak ekonomiyi çok ciddi bir finansal krize sürüklemiştir. İspanyol ekonomisindeki asıl sorun ise, yurt içi ve yurt dışı talep seviyelerinin oldukça düşük olmasıydı. Bu da İspanya'da reel üretimin ve büyüme oranlarının düşmesine, işsizlik oranlarının ise hızlı bir şekilde artmasına yol açarak borç krizini tetiklemiştir. Portekiz'de yaşanan borç krizi ise, yüksek cari açıkların ulusal döviz rezervleri ile finanse edilme olanağının kalmamasından ve bankacılık sektörünün aşırı risk alma eğilimlerinden kaynaklanmıştır. İtalya'da yaşanan borç krizi ise, kamu mali disiplinin sağlanamaması sonucunda, devlet bütçesinin uzun yıllar boyunca açık vermesi ve bunun da borç-faiz-borç kısır döngüsüne yol açmasından çıkmıştır.

Avrupa borç kriziyle mücadele edebilmek için ulusal hükümetler, AB ve IMF tarafından kapsamlı parasal, mali ve yapısal tedbirler alınmıştır. Toplam talebi ve ekonomik büyümeyi teşvik etmek için faiz oranları düşürülmüştür. Mali disiplini sağlamak için kamu harcamaları daraltılmış ve vergi oranları yükseltilmiştir. AB'den alınan yardımlar ve IMF'den elde edilen krediler, kısa ve orta vadeli borçların ödenmesinde ve bütçe açıklarının kapatılmasında kullanılmıştır. Ancak borç krizine giren AB ülkelerinde alınan kemer sıkma önlemlerine, artan işsizliğe, azalan reel üretime ve milli gelire tepki olarak sendikalar, sivil toplum kuruluşları, öğrenciler ve çalışanlar tarafından gösteri yürüyüşleri ve grevler yapılmıştır. Bunun sonucunda Yunanistan, İspanya ve İtalya'da hükümetler arka arkaya istifa etmiş ve erken seçime gidilmiştir.

Hükümet politikalarına yönelik olarak krize düşen AB ülkelerinde artan kamuoyu tepkisi üzerine, 1980'lerden beri uygulanan serbest piyasa ve özelleştirme adımlarından kısa vadeli de olsa geri adım atılmıştır. Bankaların ve büyük sanayi işletmelerinin kapanmasını önlemek için hazırlanan büyük ölçekli kurtarma paketleri ile devlet ekonomiyeye yoğun bir şekilde müdahale etmiştir. Bu da serbest piyasa sisteminin ruhuna ve ilkelerine tezat bir durum oluşturmuştur. Dünya ekonomisinde meydana gelen her krizden sonra serbest piyasa mantığının suçlanması geleneksel hale gelmiştir. Fakat 1970'lerdeki petrol krizinden, 1980'lerdeki borç krizlerinden ve 1990'lardaki Asya Krizi'nden sonra serbest piyasa kuralları uluslararası ölçekte yeniden yaygınlaşmıştır. Bu bağlamda küresel krizin sona ermesinden sonra, küreselleşme ve serbest piyasalaşma mantığına eskisi kadar kontrolsüz olmasa bile geri döneceği söylenebilir (Ateş, 2011: 4-5).

Euro kullanan ülkelerde yaşanan borç krizi, Avrupa Para Sistemi (Eurosystem) ile Avrupa Merkez Bankası'nın izlediği para politikalarının da sorgulanmasına yol açmıştır. Özellikle Yunanistan'da Euro'dan çıkış konusunda alevlenen tartışmalar, ortak para birliğinin geleceği konusunda kuşkular yaşanmasına neden olmuştur. Yunanistan'da Euro'dan çıkılmasına taraftar olanlar, Avrupa Para Sistemi'nin bağımsız bir para politikasının uygulanmasına imkân vermediğini ileri sürmüşlerdir. Bu görüşü savunanlara göre Euro'dan ayrılması durumunda Yunanistan hükümeti, para arzını özgürce artırabileceğinden bütçe açıklarının finansmanını borçlanmaya gitmeksizin sağlayacak, senyoraaj gelirlerine yeniden kavuşacak ve en önemlisi de finansal piyasalardaki likidite sıkışıklarını aşacaktır. Yapılan erken seçimlerde Euro'dan ayrılmayı vadeden partiler oylarını artırsalar bile iktidara gelememiştir. AB'nin yapacağı yardımları Avrupa Para Sistemi'nden çıkmama şartına bağlaması sonucunda, Yunanistan'da bir dönem çok ciddi olarak savunulan Euro'dan çıkış tartışmaları sona ermiştir. AB'nin lokomotif ülkeleri olan Almanya ve Fransa'nın en büyük korkusu, Yunanistan'a Euro'dan geçici bir sürede olsa çıkış izni verilmesinin, domino etkisiyle İspanya ve Portekiz gibi görece zayıf ekonomilerinde Euro'dan ayrılmasına yol açma ihtimaliydi. Bu durumda Avrupa Para Sistemi dağılma aşamasına gelecek ve belki de bir süre sonra AB'de çözülecekti. Bu nedenle Yunanistan'ın Euro'dan ayrılmasına en fazla itiraz edenler Almanya, Fransa ve Hollanda gibi AB politikalarına daha egemen olan ülkeler olmuştur.

Euro'dan çıkış tartışmaları, makro ekonomik politikalara dair "yeni bir imkansız üçlüyü (üçlü açmaz)" gündeme getirmiştir. Buna göre Avrupa Para Sistemi içerisinde kamu borçlarının ortak sorumluluğunun olmaması, parasal olmayan finansman kurallarının sıklığı ve ulusal bankaların karşılıklı bağımlılığı yeni imkansız üçlüyü oluşturmaktadır. Çünkü AB içinde her hükümet, kendi kamu borçlarının sorumluluğunu yüklenmiştir. Bu bağlamda hükümetler, bütçe açıklarını ve kamu borçlarını sürdürmekle sorumludur. Dolayısıyla AB'nin herhangi bir kurumu, üye ülkelerin kamu borçlarını üstlenmek konusunda sorumluluk kabul etmez. Buna karşılık Birlik Anlaşması'nın 123. maddesi, hükümetlere borçların sürdürülmesi konusunda sınırlı bir yetki vermiş ve parasal olmayan finansman kurallarını sıkılaştırmıştır. Şöyle ki söz konusu maddeye göre ulusal veya federal hükümetler, ulusal merkez

bankaları ve Avrupa Merkez Bankası, üye ülkelerin hazineleri tarafından çıkarılan bono veya tahvilleri satın alamazlar. Bu da kamu borçları yüksek düzeylerde olan ülkelerin, borçların finansmanını sağlamak konusunda elini güçleştirmektedir. Yeni imkansız üçlünün diğer sac ayağını ise, ulusal bankacılık sisteminin karşılıklı bağımlılığı oluşturmaktadır. Birlik Anlaşması, Euro alanını parasal olarak birbirine entegre etmesine karşılık, bankacılık sistemini ulusal düzeyde bırakmıştır. Böylece her devlet batan bankalarını kendisi kurtarmak ve bankacılık krizleri ile AB yardımı beklemeden mücadele etmek durumunda kalmıştır. Bu prensip ulusal bankaların önemli miktarda kamu borçlanma kağıtları tuttuğu Yunanistan, İspanya ve Portekiz gibi birlik içindeki daha az gelişmiş ekonomilerde büyük sorunlar teşkil etmiştir. Çünkü bu ülkelerde kamu borçlanma kağıtlarının en büyük müşterisi olan bankacılık sisteminde sorunlar yaşanması, devletin borçlanmasını güçleştirerek finansal problemleri daha da ağırlaştırmıştır. Üstelik söz konusu ülkeler, dış yardım olmadan bankalarını kurtaracak bir mali pozisyona da sahip değillerdi. Avrupa Borç Krizi sırasında bu eksiklikler net biçimde ortaya çıkmıştır. Bu nedenle yakın bir gelecekte Birlik Anlaşması'nda yapılacak bir düzenleme ile ulusal merkez bankalarına aşırıya gitmeyecek ölçüde kamu borçlanma kağıtlarını satın alabilme yetkisi verilmelidir. Diğer taraftan bankaların geniş miktarlarda devlet tahvili ile bonosu tutması yasaklanmalı ve ulusal merkez bankalarının son ödünç verme merci olma rolleri güçlendirilmelidir. AB üyesi ülkelerde bankacılık sisteminde yaşanacak sıkıntılar ile mücadelede ortak bir strateji benimsenmeli ve üye ülkelere bu konuda gerekli olan yardımlar öncelikli olarak sağlanmalıdır (Pisani-Ferry, 2012: 4-9).

Mortgage krizi ve Avrupa borç krizinden çıkartılacak önemli bir başka ders ise finansal krizlerin sadece az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere özgü olmadığıdır. 1970'li yıllarda yaşanan "Petrol Krizi" nden bu yana 1992 yılında yaşanan ERM Krizini bir kenara bırakırsak, gelişmiş ülkelerde ciddi bir ekonomik kriz yaşanmamıştır. 1980'li ve 1990'lı yıllar boyunca Latin Amerika'da ve Asya Kıtası'nda bulunan gelişmekte olan ülkelerin sık aralıklarla finansal krizlere düşmeleri nedeniyle, gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik sorunlar dünya gündemine pek fazla gelmemiştir. Son yaşanan küresel krizin ayırt edici niteliği ise gelişmiş bir batı ülkesinde başlayıp yine batılı sanayileşmiş ülkeleri etkisi altına almasıdır. Böylece finansal derinliği artıracak mali reform ve regülasyon politikalarını hayata geçiremeyen gelişmiş ülkelerin de finansal şoklara karşı savunmasız kaldığı görülmüştür.

Avrupa borç krizinin bizlere öğrettiği bir başka unsur ise uluslararası finansal düzenleme ve denetleme sistemlerinin yetersiz olduğudur. Küresel ekonomik büyümedeki yavaşlamalar, işsizlikteki artışlar ve ticaret hacmindeki daralmalarla mücadele etmek için 2009 yılında G-20 ülkeleri tarafından oluşturulan "*Finansal İstikrar Forumu*" dışında, küresel finansal sistemin işleyişine ilişkin hiçbir kurumsal oluşum yoktur. Küresel krizin kökeninde finansal sorunlar yatmasına ve bu sorunlar tamamen ortadan kaldırılmadan reel ekonomilerin istikrara kavuşmasının mümkün olmadığı düşünüldüğüne, söz konusu eksikliğin ne kadar önemli olduğu daha da iyi anlaşılabilir. AB ülkelerinden Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya'da 2009 yılında yaşanan finansal çöküşlerin uzunca bir süre devam etmesi de bu konudaki

eleştirilerin haklılığını ortaya koymaktadır (Ateş, 2011: 3-4).

Küresel finansal kriz, para politikası konusundaki önceki bilgilerimizi de kökten değiştirmiştir. Buna göre küresel kriz öncesinde literatürde para politikası konusunda uzlaşılan alanlar konusunda yeni tartışmalar başlamıştır. Küresel kriz öncesinde literatürde para politikasının birincil amacının finansal istikrar için özel bir sorumluluk almadan yalnızca fiyat istikrarı olması gerektiği, merkez bankalarının iktisadi aktivite üzerindeki etkisinin çok küçük bilanço büyüklüklerine sahip olarak sınırlandırılması ve para politikası aracı olarak sadece faiz oranlarının kullanılabilceği, enflasyon beklentileri için bir çıpa oluşturmak amacıyla merkez bankalarının şeffaflık, hesap verebilirlik, kurula dayalı politika gibi çok güçlü kurumsal çerçeve ile donatılarak bağımsız olması konusunda görüş birliği oluşmuştur. Para politikasına ilişkin bu uzlaşının nedeni ise, merkez bankalarının söz konusu yasal ve kurumsal düzenlemeler yoluyla enflasyon oranlarını düşük tutmayı başaracağı ve bunun da reel üretim ve hasıla dalgalanmalarının önüne geçeceğine olan güçlü inancıdır. Ancak küresel finansal krize düşen ülkelerde merkez bankalarının bağımsız ve enflasyon oranlarının çok düşük olmasına karşılık, ekonomik durgunluğun önüne geçilememesi para politikası konusunda önceki bildiklerimizin sorgulanmasına yol açmıştır. Krize düşen her ülkede merkez bankalarının faiz oranlarını düşürmesi, likidite enjeksiyonları yapması, sorunlu finansal varlıkları satın alması, hükümetle ortak banka ve şirket kurtarma operasyonlarına girişmesi, genişletici maliye politikalarına koordineli biçimde destek verilmesi sonucunda para politikasının amaçları ile merkez bankalarının görev ile sorumluluklarının yeniden tanımlanması zorunlu hale gelmiştir. Buna göre küresel finansal krizden para politikasına ilişkin olarak çıkarılan sonuçları şu şekilde sıralayabiliriz: (Noyer, 2012: 10-13).

- i-) Fiyat istikrarı önemli olmakla birlikte ekonomik istikrar için yeterli değildir. Çünkü sermaye piyasaları her zaman ve gerekli biçimde düzgün işlemeyebilir. Bu nedenle sadece enflasyon oranlarını düşük tutarak fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak uygulanan bir para politikası etkin olmayacaktır.
- ii-) Para politikasının temel amacı sadece fiyat istikrarının sağlanması olarak değil bunun yanı sıra finansal istikrarın sağlanması ve gerektiğinde reel üretim ile istihdamın artırılması olarak belirlenmelidir. Bu konuda merkez bankaları, finansal piyasaları ve reel ekonomik göstergeleri yakından izlemelidir. Finansal piyasalardaki bozulmalar ve reel üretimdeki düşüşler karşısında merkez bankaları, hükümetin maliye politikalarını desteklemelidir.
- iii-) Para politikası aracı olarak sadece faiz oranlarının kullanılması, politikanın başarı şansını azaltır. Çünkü küresel krizle mücadelede FED ve Avrupa Merkez Bankası, kısa vadeli politika faiz oranlarını neredeyse sıfırlamış olmalarına rağmen bankaların batmasına ve krizin yayılmasına engel olamamışlardır. Dolayısıyla ABD ve AB ülkelerinin likidite tuzağına düştüğü söylenebilir. Likidite tuzağında ise geleneksel para politikası araçları etkinliğini yitireceği için, para politikasının muhafazakar biçimde uygulanması doğru değildir.

iv-) Finansal piyasalarda likidite sıkışıklarının başlaması durumunda merkez bankaları varlık satın alma operasyonlarına girişerek piyasalara güven vermeli, son ödünç verme merci olma fonksiyonunu gereğince bankaların ödemelerini yapabilmeleri için onlara fon desteği sağlamalı, reeskont penceresini ve likidite provizyonlarını genişletmeli, bankalar arasındaki finansal aracılık rolünü artırmalı, finansal gelişmeler karşısında yatırımcıları doğru ve zamanında bilgilendirerek finansal manipülasyonlara izin vermemeli, kamu kesiminin çıkardığı bono ve tahvilleri ikincil piyasalardan düşük faizle satın alarak hem hazinenin borçlanmasını kolaylaştırmalı hem de uzun vadeli reel faiz oranlarını azaltmaya yönlendirmelidir.

Diğer taraftan küresel finansal kriz, krize düşen ülkelerde çok sayıda finansal ve yapısal problemin olduğunu da gözler önüne sermiştir. Bu bağlamda krize düşen ülkelerin alması gereken bazı acil önlemler bulunmaktadır. Söz konusu önlemler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Spekülatif faaliyetleri önlemek için, ikincil piyasalarda geniş çaplı alım ve satım kotasyonlarının yapılmasına izin verilmemelidir. Böylece ikincil piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının gerçek değerinden uzaklaşmasının önüne geçilmiş olacaktır.
- Mevduatlar ve ödünç fonlar üzerinden ayrılan zorunlu karşılıklar azaltılmalı ve finansal piyasalarda asimetric enformasyon ile asil/vekil probleminin yaşanmaması için finansal kurumların faaliyetleri yakından izlenmelidir.
- Rating kuruluşlarının optimal tahminler yapan bir regülasyon kurumu gibi hareket etmesine izin verilmemelidir. Bunun için rating kuruluşlarına yapılan ödemeler kontrol edilerek sınırlandırılmalı ve söz konusu kuruluşların menkul kıymet satım faaliyetlerine son verilmelidir.
- Kamu bankaları da dahil olmak üzere tüm bankaların bilanço büyüklükleri belirli aralıklarla gözden geçirilmeli ve varlık/borç durumlarına ilişkin ayrıntılı raporlar hazırlanarak kamuoyuna ilan edilmelidir.
- Regülasyon faaliyetleri konusundaki uluslararası işbirliği teşvik edilerek bankalar, finansal araçlar ve finansal piyasalar arasında geniş çaplı bir regülasyon rejimi kurulmalıdır.

Borç krizine giren Euro bölgesi ülkelerinden Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya'nın finansal krizden tamamen çıkmaları 2010'lu yılların ortalarını bulmuştur. IMF ve AB'nin yardım ve kredileri ile uygulanan mali disiplin politikaları, adı geçen ülkelerde bütçe açıklarının daralmasını sağlamıştır. Böylece borçlu devlet yapısının, finansal piyasalar üzerinde oluşturduğu baskılar giderek azalmıştır. Yapılan yapısal reformlar ile de ekonomiler yavaş da olsa büyümeye başlamıştır. İşsizlik oranları yavaşta olsa düşmeye başlamış, artan dış taleple birlikte ihracata dayalı üretim genişlemesi işsizlik oranlarını nispeten azaltmıştır. Ancak borç krizinin etkilerinin silinmesi ve risklerin azaltılması, ekonomik istikrar programlarının tavizsiz biçimde

uygulanması ile 10 yıla yakın bir süre almıştır. Bu nedenle sonraki süreçlerde AB ülkelerinin bir daha borç krizi tarzında benzer krizlere düşmemesi için siyasal iktidarların kısa vadeli popülist politikalara başvurmamaları, bütçe disiplininin asla taviz vermemeleri ve özel sektörün rekabetçiliğini teşvik etmeleri gerekmektedir.

Siyasal istikrar ile ekonomik istikrarın birbirlerini tamamlayan unsurlar olduğundan hareketle, borç krizine düşen Euro bölgesi ülkelerinde tüm toplumsal kesimlerin yapısal reform programları üzerinde bir uzlaşmaya varması da önemli bir adım olmuştur. Çünkü toplumsal desteği arkasına alamayan ekonomik programların başarılı olma şansı bulunmamaktadır. Söz konusu desteğin sağlanması da yine politika yapıcılara düşmektedir. Kamuoyunda kemer sıkma olarak bilinen sıkı para ve maliye politikalarının gerekliliği konusunda, politika yapıcılar halkı aydınlatıcı bilgiler vermelidir. Toplumun tüm kesimleri özellikle de sivil toplum örgütleri, sendikalar, öğrenciler ve çalışanlar, uygulanan ekonomi politikalarının gerekliliği konusunda mutlaka ikna edilmelidir. Bu da ülke politikalarına yön verenlerin, toplumsal kesimler ile doğru ve güçlü bir iletişim kurmasından geçmektedir. Dolayısıyla para ve maliye politikaları şeffaf, hesap verebilir, kurala dayalı ve öngörülebilir bir çerçeveye oturtulmak zorundadır. Yerli ve yabancı yatırımcının daha fazla yatırım yapmaya teşvik edilmesi de söz konusu kurumsal çerçevenin sağlanmasına bağlıdır.

Ekonomik krizlerle mücadele uzun zaman isteyen, zor ve zahmetli bir iştir. Krizlere yol açan kırılmalıklar ve zayıflıklar ortadan kaldırılamadığı müddetçe, yeni krizlerin yaşanma olasılığı her zaman vardır. Özellikle bilgi işlem teknolojilerinin geliştiği ve finansal ile ticari işlemlerin küreselleştiği bir çağda, piyasa katılımcıları ulusal ekonomik verileri ve politika yapıcıların açıklamalarını çok yakından izleyerek beklentilerini oluşturmaktadırlar. Bu da merkezi hükümetler ile bağımsız merkez bankalarının atacakları her adımı önceden doğru hesaplamalarını ve gelecekte yaşanması muhtemel kötü senaryolara karşı alternatif politika tedbirleri geliştirmelerini gerekli kılmaktadır. Piyasa katılımcılarının beklentilerini olumsuzla döndürecek ve yatırım kararlarını olumsuz etkileyebilecek tüm siyasi tartışmalardan, hatalı politika kararlarından, birbiriyle çelişen ve tutarsız uygulamalardan özenle kaçınılmalıdır.

Finansal krizlerin temel nedenlerinden birisi de ulusal paraya ve sermaye piyasalarına yönelik spekülasyon saldırıdır. Bu nedenle AB içinde görece daha az gelişmiş ülkeler olan Yunanistan, İspanya ve Portekiz'de merkez bankalarının döviz rezervlerini artıracak önlemler alınmalı ve finansal derinlik düzeyleri de yükseltilmelidir. Makro ekonomik yapının şoklara karşı dayanıklılığının yükseltilebilmesi için mevduat yapısı ve öz kaynakları güçlü rekabetçi finansal kurumların oluşturulması desteklenmelidir. Bunun içinde finansal piyasalar daha fazla dışa açılmalı, objektif biçimde finansal denetleme ve gözetleme yapacak kurumlar oluşturulmalı, borçlarını kapatma imkânı olmayan finansal kurumların devletçe daha fazla korunmasının önüne geçilerek faaliyetlerine son verilmelidir. Ani sermaye çıkışları karşısında finansal açıdan zor durumda kalan bankalara ise, likidite sıkışıklığına düşmemeleri için merkez bankaları son ödünç verme merci olarak daha fazla destek olmalıdır.

Avrupa borç krizi, aşırı bütçe açığı ve borçlanmaya giden, verimsiz çalıştığı için ödemelerini yapamayan batık bankaları ve şirketleri kurtarmaya çalışan, rekabetçilik ilkesini ekonominin temelini yerleştirmeyen, vergileri tabana yayamadığı için gelir kaybına uğrayan ve yüksek cari açık veren ülkelerin er yada geç piyasa ekonomisi tarafından cezalandırılacağı bir kez daha kanıtlamıştır. AB'ye girdikten sonra birlikten sağladığı yardımlara ve kredilere güvenerek, piyasa ekonomisinin gerektirdiği yapısal reformları sürekli erteleyen Yunanistan, İspanya ve Portekiz, bunun bedelini uzun süredir devam eden ağır finansal krizle ödemişlerdir. Bundan sonra yapılan hatalardan gerekli dersleri çıkarılarak yapısal reformlar tavizsiz biçimde tamamlanmalı, ulusal ekonomiler ve finansal piyasalar her türlü iç ve dış şoklara karşı dayanıklı hale getirilmelidir. Bu konuda tüm toplumsal kesimler ve siyaset mekanizması, ekonomik istikrarı yeniden tesis edebilmek için günlük politik/ideolojik çıkar tartışmalarından uzak durmalıdır. Borç krizinin yaşandığı özellikle Yunanistan ve İtalya gibi ülkelerde arka arkaya hükümetlerin değişmesi ve erken seçime gidilmesi gibi uygulamaların sonuna gelinmelidir. Ulusal ekonomilerin yeniden büyüyebilmesi, istihdam üretebilmeleri, işsizliğin azalması ve dış ticaret açıklarının kapanması için siyasal belirsizlikler ortadan kaldırılmalıdır. Ekonomik reform politikalarının uzun süreli olarak uygulanmasının, ancak siyasal istikrarın sağlandığı bir durumda mümkün olacağı gözden kaçırılmamalıdır.

## KAYNAKÇA

AB Genel Sekreterliği (2011). "Küresel Krizin AB Üyesi Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Gelecek Döneme İlişkin Beklentiler", [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/kuresel\\_krizin\\_ab\\_uyesi\\_ülke\\_ekonomilerine\\_etkileri\\_ve\\_gelecek\\_doneme\\_iliskin\\_beklentiler\\_haziran\\_2011\\_.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/kuresel_krizin_ab_uyesi_ülke_ekonomilerine_etkileri_ve_gelecek_doneme_iliskin_beklentiler_haziran_2011_.pdf), Erişim Tarihi: 08.06.12, (pp.1-116).

ACAR, Mustafa (2008). "Kriz Kimin Krizi: Piyasanın mı, Devletçiliğin ve Kumandacılığın mı?", **Liberal Düşünce**, Yıl. 13, Sayı 51-52, Yaz/Sonbahar-2008, (ss.5-24).

ADAMU, Abdul (2009). "The Effects of Global Financial Crisis on Nigerian Economy", **History of Finance eJournal**, April-2009, [http://www.papers.ssrn.com/sol3/Data\\_Integrity\\_Notice.cfm?abid=1397232](http://www.papers.ssrn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=1397232), Erişim Tarihi: 24.08.11, (pp.1-13).

AD&B Special Report (2011). "The Euro Debt Crisis, One Year On", **Dun & Bradstreet Limited**, July-2011, <http://www.huaxiadnb.com/UploadFiles/File/2011-7%20DNB%20Euro%20Debt%20Crisis%20EN.pdf>, Erişim Tarihi: 26.04.12, (pp.1-10).

AKALIN, Gülsüm Akalın ve Ayhan Uçak (2007). "Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü ve IMF'nin Kriz Yönetimi", **Öneri**, Cilt.7, Sayı.28, Haziran-2007, (ss.255-262).

AKÇAY, Belgin (2012). "Yunanistan Ekonomisinde Devlet Borç Krizi-Cari Açık İlişkisi", **Maliye Dergisi**, Sayı.163, Temmuz/Aralık 2012, (ss.15-35).

AKRAM, Muhammad, Ali Liaqat, Hafsa Noreen and Monazza Karamat (2011). "The Greek Sovereign Debt Crisis: Antecedents, Consequences and Reforms Capacity", **Journal of Economics and Behavioral Studies**, Vol. 2, No. 6, June-2011, (pp.306-318).

ALATAR, Doğan (2010). "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", <http://www.finanskulup.org.tr>, Erişim Tarihi: 23.11.10, (ss.1-10).

ALPTEKİN, Erdem (2009). "Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü", **AR&GE Bülten-Ekonomi**, <http://www.izmir.org.tr>, Erişim Tarihi: 02.06.11, (ss.11-16).

ANAND, M. R., G. L. Gupta and Ranjan Dash (2012). "The Euro Zone Crisis: Its Dimensions and Implications", January-2012, [http://www.finmin.nic.in/workingpaper/euro\\_zone\\_crisis.pdf](http://www.finmin.nic.in/workingpaper/euro_zone_crisis.pdf), Erişim Tarihi: 17.10.12, (pp.1-22).

ATEŞ, Davut (2011). "Ekonomik Kriz, Uluslararası İlişkiler ve Küreselleşmenin Geleceği", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Vol.12, No.1, (ss.1-16).

BAKAR, Feride ve Mircan Yıldız Tokathoğlu (2012). "Küresel Finansal Kriz Sürecinde Avrupa Birliği Vergi Politikaları", **Maliye Dergisi**, Sayı.163, Temmuz-Aralık 2012, (ss.481-504).

BALABAN, Özlem ve Elvan Yıldırım Okutan (2009). "Banka ve Finans Kurumlarının Ekonomik Krizden Etkilenme Düzeyleri ve Kriz Döneminde Uyguladıkları Yönetmel ve Örgütsel Politikalara İlişkin Yönetici Algıları", **Central Bank Review**, No.1, <http://www.tcmb.gov.tr/>

**research/cbreview/jan09-2.pdf**, Erişim Tarihi: 22.08.11, (ss.15-28).

BAYRAKTAR, Yüksel. **Kamu Borçlanmasının Sürdürülebilirliği (Türkiye Örneği: 1989-2009)**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Doktora Tezi, Kocaeli, 2010.

BHATNAGAR, Kanika (2012). "Study of the Global Crisis A Question of Inevitability of the Euro Zone Crisis", <http://www.finmin.nic.in>, Erişim Tarihi: 04.12.12, pp.1-43.

BLUNDELL-WIGNALL, Adrian, Paul Atkinson and Se Hoon Lee (2008). "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", **Financial Market Trends, OECD-2008**, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/41942872>, Erişim Tarihi: 26.04.11, (pp.1-21).

BOERI, Tito and Luigi Guiso (2010). "Low Interest Rates Caused the Crisis", (in) Ed. Noah Berlatsky, **The Global Financial Crisis**, The USA: Greenhaven Press, 2010, [http://www.cec.shfc.edu.cn/download/20101026100210\\_749147126287.pdf](http://www.cec.shfc.edu.cn/download/20101026100210_749147126287.pdf), Erişim Tarihi: 04.10.11, (pp.1-262).

BORRECA, Raffaele (2012). "European Debt Crisis, National Political Elites and Europeanization. From the Economic Crisis to the Crisis of the National Political Systems: The Cases of Italy and Greece", <http://www.idec.gr/iier/new/Europeanization%20Papers%20PDF/Borreca%20European%20Debt%20Crisis,%20National%20Political%20Elites%20and%20Europeanization.pdf>, Erişim Tarihi: 26.11.12, (pp.1-36).

BUITER, Willem (2008). "Lessons from North Atlantic Financial Crisis", **The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Centre for Economic Policy Research (CEPR)**, Edited by Andrew Felton and Carmen Reinhart, <http://www.newyorkfed.org/research/conference/2008/rmm/buiter.pdf>, Erişim Tarihi: 19.07.10, (pp.1-78).

BÜYÜKAKIN, Figen ve Cemil Erarslan (2005). "Yeni Finansal Mimari Bağlamında IMF'nin Rolüne İlişkin Tartışmalar", **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 42, Sayı:491, Şubat-2005, (ss.44-53).

CALVO, G. A. and Carmen M. Reinhart (2000). "When Capital Inflows Come to Sudden Stop: Consequences and Policy Options", <http://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/6982/1/SuddenStop.pdf>, Erişim Tarihi: 09.11.2009, (pp.1-32).

CARBALLO-CRUZ, Francisco (2011). "Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long?", **Panoeconomicus**, Vol.3, September-2011, (pp.309-328).

CASE, Karl E. (2008). "The Central Role of Home Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.39, Fall-2008, [http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Fall%202008/2008b\\_bpea\\_case.PDF](http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Fall%202008/2008b_bpea_case.PDF), Erişim Tarihi: 17.08.11, (pp.161-193).

CECCHETTI, Stephen G., Marion Kohler and Christian Upper (2009). "Financial Crises and Economic Activity", <http://www.bis.org/publ/othp05.pdf>, Erişim Tarihi: 22.09.2011, (pp.1-37).

COŞKUN, Yener (2009). "Küresel Kriz Surecinde Yatırım Bankaları ile Diğer Finansal Araçlarda Yaşanan Finansal Başarılar ve Kamusal Müdahaleler", **Bankacılar Dergisi**, Sayı.79, Aralık-2009, (ss.23-47).

DAĞDELEN, İlhan (2011). "Avrupa Bütünleşme Sürecinde Yunanistan'ın Borç Krizi", **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi**, Cilt.10, No.20, (ss.1-26).

DEMİR, Faruk, Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu ve Ayhan Küçük (2008). **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Çalışma Tebliği, Sayı: 3, Ağustos-2008, (ss.1-106).

DİZMAN, Ali Osman ve Efşan Nas Özen (2012). "Ekonomik Krizden Siyasi Bunalıma: Avrupa Birliği'nde Krizin Faturası Demokrasiye mi Kesiliyor?", **Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV)**, No. 56, Eylül-2012, [http://www.tepav.org.tr/upload/files/1348560524-9.Ekonomik\\_Krizden\\_Siyasi\\_Bunalima\\_Avrupa\\_Birliğinde\\_Krizin\\_Faturası\\_Demokrasiye\\_mi\\_Kesiliyor.pdf](http://www.tepav.org.tr/upload/files/1348560524-9.Ekonomik_Krizden_Siyasi_Bunalima_Avrupa_Birliğinde_Krizin_Faturası_Demokrasiye_mi_Kesiliyor.pdf), Erişim Tarihi: 14.11.12, (ss.1-6).

DURUSOY, Serap ve Ömür Şamiloğlu (2012). "AB'nin Zayıf Ekonomik Halkası Yunanistan'ın Ekonomik Krizi Dinecek mi?", **Alternatif Politika**, Cilt. 4, Sayı. 1, Şubat-2012, (ss.84-128).

DYMSKI, Gary A. (2007). "From Financial Exploitation to Global Banking Instability: Two Overlooked Roots of the Subprime Crisis", December-2007, <http://www.soas.ac.uk/economics/events/crisis/file43938.pdf>, Erişim Tarihi: 19.06.10, (pp.1-15).

EMİR, Mustafa ve Kemal Eyüboğlu (2010). "Global Finansal Krizin Türkiye'deki KOBİ'ler Üzerindeki Etkileri", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Cilt. 46, 2010, (ss.31-43).

EMİRKADI, Ömer (2005). "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler", **Sosyo Ekonomi Dergisi**, Yıl.1, Sayı.2, Temmuz-Aralık/ 2005, (ss.35-62).

ERDÖNMEZ, Pelin Ataman (2009). "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı.68, (ss.85-101).

ERGENÇ, Yunus Emre (2009). "Ekonomik Krizlerin Nedenleri ve Çözüm Önerileri", Haziran-2009, <http://www.endmuh.com>, Erişim Tarihi: 11.03.12, (ss.1-61).

ERGÜN, Suzan ve Levent Gökdemir (2012). "Küresel Krizden Kurtulmanın Yolu Rasyonel Beklentiler Olabilir mi?", <http://www.iys.inonu.edu.tr/webpanel/dosyalar/1427/file/suzanergun.pdf>, Erişim Tarihi: 19.08.12, (ss.1154-1170).

EUROPEAN COMMISSION (2009). "Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses", **European Economy**, Vol.7, 2009, [http://www.ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 13.09.11, (pp.1-90).

EUROPEAN COMMISSION (2011). "European Economic Forecast", **European Economy**, Spring-2011, [http://www.ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 04.07.12, (pp.1-234).

EUROPEAN COMMISSION (2011). "European Economy-The Economic Adjustment Programme for Greece Third Review-Winter 2011", [http://www.ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications), Erişim Tarihi: 18.06.12, (pp.1-133).

EUROSTAT. <http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu>

FRANKEL, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei (2004). "Managing Macroeconomic Crises", **NBER Working Paper Series**, No.10907, November-2004, (pp.1-86).

FRATIANNI, Michele and Francesco Marchionne (2009). "The Role of Banks in the Subprime Financial Crisis", April-2009, <http://www.bus.indiana.edu/riharbau/RePEc/iuk/wpaper/bepp2009-02-fratianni-marchionne.pdf>, Erişim Tarihi: 23.07.12, (pp.1-37).

GENÇLER, Ayhan (2011). "Avrupa Birliği'nde Krizin İşsizliğe Etkisi ve İstihdam Teşvikleri", Çalışma İlişkileri Dergisi, Cilt.2, Sayı.1, Temmuz-2011, (ss.1-25).

GODINO, Alejandro and Oscar Molina (2011). "Failed Remedies and Implications of the Economic Crisis in Spain", **Observatoire Social Européen (OSE) Research Paper**, No.6, November-2011, [http://www.academia.edu/2944113/Failed\\_Remedies\\_and\\_Implications\\_of\\_the\\_Economic\\_Crisis\\_in\\_Spain](http://www.academia.edu/2944113/Failed_Remedies_and_Implications_of_the_Economic_Crisis_in_Spain), Erişim Tarihi: 14.07.12, (pp.1-21).

GORTON, Gary B. (2008). "The Subprime Panic", **NBER Working Paper Series**, No.14398, October-2008, (pp.1-38).

GOLDSTEIN, Morris, Gracelia Kaminsky and Carmen Reinhart (2000). **Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets**, Institute for International Economics, Washington: Peterson Institute, June-2000, <http://www.bookstore.piie.com/book-store/100.html>, Erişim Tarihi: 02.08.10, (pp.1-134).

GOTHAM, Kevin Fox (2009). "Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis", **International Journal of Urban and Regional Research**, Vol. 33, No.2, June-2009, (pp.355-371).

HİÇ, Mükerrrem (2009). "Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye", **Beykent Üniversitesi Yayınları**, No.62, Haziran-2009, (ss.1-85).

HONDUR, Mehmet (2012). "Maliye Politikaları ve Bütçe Uygulamaları", **(iç) AB Krizi ve Türkiye'ye Olası Yansımaları, Stratejik Düşünce Enstitüsü (SDE) Analizi**, Nisan-2012, <http://www.sde.org.tr/userfiles/file/AB%20KRIZI%20VE%20TURKIYE%20OLA%20YANSIMALAR.pdf>, Erişim Tarihi: 26.11.12, (ss.1-72).

IVASHINA, Victoria and David S. Scharfstein (2010). "Bank Lending During the Financial Crisis of 2008", **Journal of Financial Economics**, Vol. 97, No. 3, September-2010, (pp.319-338).

JARSULIC, Marc (2010). "Anatomy of A Financial Crisis: A Real Estate Bubble, Runaway Credit Markets and Regulatory Failure", **New York: Palgrave Macmillan**, (pp.1-178).

JICKLING, Mark (2008). "Averting Financial Crisis", **CRS Report for Congress**, No.34412, March-2008, (pp.1-14).

KALKINMA BAKANLIĞI (2012). "Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler", **Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü**, Eylül-2012, Sayı:9, (ss.1-60).

KARABIYIK, Lale ve Adem Anbar (2011). "Küresel Ekonomik Krizin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi", <http://www.journal.mufad.org/attachments/article152/5.pdf>, Erişim Tarihi: 13.12.2011, (ss.44-57).

KARAGÖL, Erdal Tanas (2011). "Cari Açık Tartışmaları Gölgesinde Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Ekonomisi", **Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı (SETA) Analiz**, Sayı.45, Kasım-2011, (ss.1-24).

KAZGAN, Gülten (2012). "2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi", **Türkiye Ekonomi Kurumu** (<http://www.tek.org.tr>), Tartışma Metni 2012/98, Kasım-2012, (ss.1-21).

KHAWAJA, M. Idrees (2012). "Global Financial Crisis: A Tale of Moral Hazards", <http://www.pide.org.pk/psde/pdf/15.pdf>, Erişim Tarihi: 28.11.12, (pp.1-20).

KILCI, Esra N. (2012). "Avrupa Merkez Bankası'nın Finansal Krizdeki Rolü", **21. Yüzyılda Eğitim ve Toplum, Eğitim Bilimleri ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Sayı.1, Nisan-2012, (ss.163-174).

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2011). "2006-2011 Küresel Ekonomik Krizin Bileşenleri ve Karşıklığı", **Munich Personal RePEc Archive (MPRA)**, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/33515>, No. 33515, July-2011, (ss.1-8).

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2011). "Avro Bölgesi Ülkelerindeki Güncel Borç Krizi", **Munich Personal RePEc Archive (MPRA)**, <http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/33528>, No. 33528, September-2011, (ss.1-19).

KOLB, Robert W. (2011). "From the Subprime Crisis to Financial Disaster: An Overview", (in) **The Financial Crisis Of Our Time**, New York: Oxford University Press, 2011, <http://www.questia.com/library/120076632/the-financial-crisis-of-our-time>, Erişim Tarihi: 23.07.12., (pp.1-380).

KORKMAZ, Esfender ve Arzu Tay (2011). "Küresel Kriz, Türkiye'ye Etkileri ve Çözüm Önerileri", **Kafkas Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt. 1, Sayı. 2, (ss.111-135).

KÖSE, Yaşar ve Hakan Karabacak (2011). "Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme", **Maliye Dergisi**, Sayı.160, Ocak/Haziran-2011, (ss.289-306).

KRUGMAN, Paul (2001). "Crises: The Next Generation?" <http://www.princeton.edu/~pkrugman/next%20generation.pdf>, Erişim Tarihi: 06.09.2010, (pp.1-27).

KUTLU, Hüseyin Ali ve N. Savaş Demirci (2011). "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkarıcı Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, No.52, Ekim-2011, (ss.121-136).

KUTTNER, Kenneth N. (2009). "The Fed's Response to the Financial Crisis: Pages from the BOJ Playbook, or a Whole New Ball Game?", **Center on Japanese Economy and Business Working Paper Series**, No.282, May-2009, (pp.1-33).

LIM, Michael Mah-Hui (2008). "Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis-Causes and Consequences", **The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper**, No.532, April-2008, (pp.1-29).

LUNDSTRÖM, Anders and Joakim Tiberg (2010). "Characteristics of the 2009/2010 Financial Crisis in Greece and the Probability of A Bank Run", **University of Gothenburg, School of Business, Economics and Law**, [https://www.gu.se/bitstream/2077/22657/1/gu\\_2077\\_22657\\_1.pdf](https://www.gu.se/bitstream/2077/22657/1/gu_2077_22657_1.pdf), Erişim Tarihi: 21.09.11, (pp.1-42).

MASSON, Paul (1998). "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps between Multiple Equilibria", **IMF Working Papers**, No. 98/142, September-1998, (pp.1-32).

MERROUCHE, Ouarda and Erlend Nier (2010). "What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999-2007", **IMF Working Papers**, **WP/10/265**, December-2010, (pp.1-34).

MINESCU, Ana-Maria (2011). "The Debt Crisis–Causes and Implications", **Petroleum-Gas University of Ploiesti Bulletin, Economic Sciences Series**, Vol. LXIII, No. 2, <http://www.people.stfx.ca/x2008/x2008nnc/causes.pdf>, Erişim Tarihi:17.06.12, (pp.95-104).

MISHKIN, Frederic S. (1999). "Lessons from the Asian Crisis", **Journal of International Money and Finance**, Vol.18, (pp.709–723).

NELSON, Rebecca M., Paul Belkin and Derek E. Mix (2011). "Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications", **Congressional Research Service (CRS) Report for Congress**, August-2011, <http://www.crs.gov>, Erişim Tarihi: 27.03.12, (pp.1-19).

NOYER, Christian (2012). "Central Banking in a Context of High Public Debt", **Banque de France, Financial Stability Review**, No.16, April-2012, (pp.9-15).

OBSTFELD, Maurice (2012). "Financial Flows, Financial Crises and Global Imbalances", **Journal of International Money and Finance**, Vol.31, (pp.469-480).

ODABAŞ, Hakkı ve Ercan Bahtiyar (2011). "Euro Bölgesi ve Mali İstikrarsızlık: Yeni Avrupa İstikrar Mekanizması Başarılı Olacak mı?", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt. 3, No. 2, (ss.101-110).

ORPHANIDES, Athanasios (2010). "Monetary Policy Lessons from the Crisis", **Central Bank Of Cyprus, Working Paper Series**, 2010/1, May-2010, <http://www.centralbank.gov.cy/nq-content.cfm>, Erişim Tarihi: 14.10.12., (pp.1-40).

ORTEGA, Eloisa and Juan Penalosa (2012). "THE Spanish Economic Crisis: Key Factors and Growth Challenges in the Euro Area", **Banco de España, Documentos Ocasionales**, No.1201, <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/Seriadas/DocumentosOcasiones/12/Fich/do1201e.pdf>, Erişim Tarihi: 18.12.12., (pp.1-37).

ÖZTÜRK, Serdar ve Bekir Gövdere (2010). "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt.15, Sayı.1, (ss.377-397).

ÖZTÜRK, Mustafa ve Osman Nuri Aras (2011). "EURO ve Kriz Sonrası Dönemde Parasal İstikrar", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt.3, No.2, (ss.143-155).

PISKORSKI, Tomasz, Amit Seru and Vikrant Vig (2009). "Securitization and Distressed Loan Renegotiation: Evidence from the Subprime Mortgage Crisis", <http://www.ssrn.com>, September-2009, Erişim Tarihi: 12.03.10, (pp.1-55).

PISANI-FERRY, Jean (2012). "The Euro Crisis and the New Impossible Trinity", **Bruegel Policy Contribution**, Issue.2012/1, January-2012, (pp.1-16).

POSNER, Eric A. and Adrian Vermeule (2009). "Crisis Governance in the Administrative State: 9/11 and the Financial Meltdown of 2008", **The University of Chicago Law Review**, Vol. 76, No. 4, Fall-2009, (pp.1613-1682).

REAVIS, Cate (2009). "The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs", **MIT Sloan Management**, July-2009, (pp.1-22).

REINHART, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2008). "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", **The American Economic Review**, Vol.98, No.2, May-2008, (pp.339-344).

REINHART, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009). "The Aftermath of Financial Crises", **American Economic Review**, Vol.99, No.2, May-2009, <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.99.2.466>, Erişim Tarihi: 17.08.12, (pp.1-12).

REINHART, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2010). "From Financial Crash To Debt Crisis", **NBER Working Paper Series**, No.15795, March-2010, (pp.1-46).

REY, H el ene and Philippe Martin (2005). "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?", **NBER Working Paper Series**, No.11550, August-2005, (pp.1-29).

SAĞSAN, Mustafa, Recep Yücel ve Cenk S zen (2010). "Küresel Krizin Aşılmasında Alternatif Bir Yol: Sosyal Sermayede Enformasyon Edinimi ve Kullanım Kapasitesi", **Bilgi Dünyası**, No.11/1, 2010, (ss.140-154).

SAKAL, Mustafa ve Elif Ayşe Şahin (2011). "Küresel Mali Kriz Ekonomide Paradigma Değişiminin Sinyali Mi?", <http://www.idc.sdu.edu.tr>, Erişim Tarihi: 15.10.12, (ss.1-23).

SANDOVAL, Lazaro, Erika Beltran, Sodgerel Ulziikhuag and Temuun Zorigt (2011). "The European Sovereign Debt Crisis: Responses to the Financial Crisis", **New Voices in Public Policy**, Vol.5, Spring-2011, (pp.1-25).

SCHWARTZ, Anna J. (2009). "Origins of the Financial Market Crisis of 2008", **Cato Journal**, Vol. 29, No.1, Winter-2009, (pp.19-23).

SEITZ, Franz and Thomas Jost (2012). "The Role of the IMF in the European Debt Crisis", **Hochschule Amberg-Weiden (HAW) Diskussionpapier**, No.32, January-2012, (pp.1-28).

SHIRAKAWA, Masaaki (2012). "Sustainability of Government Debt: Preconditions for Stability in the Financial System and Prices", **Banque de France, Financial Stability Review**, No.16, April-2012, (pp.169-183).

SIRIMANNE, Shamika (2009). "Emerging Issue: The Gender Perspectives of the Financial Crisis", **United Nations, Commission on the Status of Women**, New York, 2–13 March 2009, [http://www.un.org/womenwatch/daw/csw/csw53/panels/financial\\_crisis/Sir\\_imanne\\_formatted.pdf](http://www.un.org/womenwatch/daw/csw/csw53/panels/financial_crisis/Sir_imanne_formatted.pdf), Erişim Tarihi: 14.09.11, (pp.1-11).

STEIN, Jerome L. (2011). "The Diversity of Debt Crises in Europe", **Cato Journal**, Vol. 31, No.2, Spring/Summer-2011, (pp.199-215).

STIGLITZ, Joseph E. (2008). "The Fruit of Hypocrisy", <http://www.guardianco.uk/commentisfree/2008/sep/16/economics.wallstreet>, Erişim Tarihi: 18.01.12.

SWAGEL, Phillip (2009). "The Financial Crisis: An Inside View", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 2009, Spring-2009, (pp.1-63).

ŞAHİN, Begüm Erdil (2012). "Türkiye’de Dış Borç Sorunu ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri", **Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi**, Cilt.4, No.1, (ss.45-54).

ŞİŞMAN, Mehmet (2006). "Parasal Kriz Teorileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt. XXI, Sayı.1, (ss.15-34).

TODOROVIC, Miloš and Jovan Bogdanovic (2011). "The European Union Debt Crisis and the Eurozone's Survival", **Facta Universitatis Series: Economics and Organization**, Vol.8, No.2, (pp.165-180).

TOPRAK, Metin (2001). "Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz", **Yeni Türkiye**, Kasım/Aralık-2001, Yıl.7, Sayı.42, (ss.854-889).

TURGUT, Ahmet (2007). "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt.20, Sayı.4-5, Kasım 2006/Şubat 2007, (ss.35-46).

TÜREL, Oktar (2011). "Türkiye'de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt.21, Sayı.75, (ss.27-75).

UÇAR, Özgür (2012). "Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden Ayrılmasının Olası Ekonomik Etkileri", **T.C. Avrupa Birliği Bakanlığı, Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı**, Temmuz-2012, [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/grexit\\_impact\\_on\\_turkey\\_print\\_version.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/grexit_impact_on_turkey_print_version.pdf), Erişim Tarihi: 25.11.12, (ss.1-75).

VURAL, Rezzan Neslihan (2012). "Parasal Birliğin Geleceği İçin 'ECB' ", **Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi**, Cilt.4, No.1, (ss.213-221).

YILMAZ, Ömer, Alaattin Kızıltan ve Vedat Kaya (2005). "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Sayı.24, Ocak/Haziran-2005, (ss.77-96).

YİĞİT, Dilek (2012). "Küresel Ekonomik Kriz Öncesi ve Krizin Etkileri İle Mücadele Sürecinde Avrupa Birliği'nde Ekonomi Yönetimi", **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, Ankara Üniversitesi Avrupa Toplulukları Araştırma ve Uygulama Merkezi**, Cilt.11, No.1, Yıl.2012, (ss.135-168).

YOSHITOMI, Masaru and Sayuri Shirai (2000). "Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis", **Asian Development Bank Institute**, <http://www.adbi.org/files/2000.7.7.apf001.capital.account.pdf>, Erişim Tarihi: 04.09.11, (pp.1-85).

YÜCEL, Fatih ve Hüseyin Kalyoncu (2010). "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı.159, Temmuz/Aralık-2010, (ss.53-69).

WIGNALL, Adrian Blundell, Paul Atkinson and Se Hoon Lee (2008). "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/41942872.pdf>, Erişim Tarihi: 19.07.11, (pp.1-21).

WILLIAMS, John C. (2009). "Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.2009, Fall-2009, (pp.1-37).