

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZDEN ÇIKIŞ AMACIYLA ALINAN  
ÖNLEMLER VE SONUÇLARI**

**HÜLYA KIRCI**

**TARAFINDAN**

**YILDIRIM BEYAZIT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜNE  
SUNULAN TEZ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI  
DOKTORA TEZİ**

**TEMMUZ 2017**

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı

.....  
(Ünvanı Adı ve Soyadı)

Bu tezin Doktora derecesi için gereken tüm şartları sağladığını tasdik ederim.

.....  
(Ünvanı Adı ve Soyadı)  
Anabilim Dalı Başkanı

Okuduğumuz ve savunmasını dinlediğimiz bu tezin bir doktora derecesi için gereken tüm kapsam ve kalite şartlarını sağladığını beyan ederiz.

.....  
(Ünvanı Adı ve Soyadı)

Danışman

**Jüri üyeleri:** İlk isim jüri başkanına ve ikinci isim danışmana aittir.

Asıl Üyeler

Prof. Dr. Ahmet Aksoy (GAZİ) .....

Prof. Dr. Rafet Aktaş (AYBÜ) .....

Prof. Dr. Nevzat Aypek (GAZİ) .....

Doç. Dr. Ali İhsan Akgün (AYBÜ) .....

Yrd. Doç. Dr. Seda Ekmen Özçelik (AYBÜ) .....

## İNTİHAL

Bu tez içerisindeki bütün bilgilerin akademik kurallar ve etik davranış çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu beyan ederim. Ayrıca bu kurallar ve davranışların gerektirdiği gibi bu çalışmada orijinal olmayan her tür kaynak ve sonuçlara tam olarak atıf ve referans yaptığımı da beyan ederim; aksi takdirde tüm yasal sorumluluğu kabul ediyorum.

Adı Soyadı:

İmza

## ÖZET

### KÜRESEL FİNANSAL KRİZDEN ÇIKIŞ AMACIYLA ALINAN ÖNLEMLER VE SONUÇLARI

Kırcı, Hülya

Doktora, İşletme Bölümü

Tez Yöneticisi: Prof. Dr. Rafet Aktaş

Temmuz 2017, 279 sayfa

Bu tezde ABD'den başlayarak başta Avrupa ülkeleri olmak üzere birçok ülke ekonomisini etkileyen 2008 küresel finansal krizine yol açan etkenler incelenerek hangi hataların terk edilmesi gerektiği ortaya konulmaya çalışılmıştır. 2008 krizinden çıkış amacıyla ABD, AB ve diğer ülkelerde alınan önlemler, finansal yapıya yönelik düzenlemeler ele alınmış ve sonuçları analiz edilmiştir. Krizin etkenleri, ülkelerin krizden çıkış amacıyla aldıkları önlemlerin sonuçları analiz edilerek muhtemel krizlere karşı geliştirilebilecek yaklaşımlara katkı sağlamak amaçlanmıştır.

Krizin, finansal sistemde serbestleşme ile başlayan ekonomi politikaları ve ekonomik aktörlerin davranışlarından oluşan hataların krizi ortaya çıkaran nedenlere ortam hazırlaması sonucu geliştiği, krizlerin önlenmesinde, liberalleşme ve deregülasyon yaklaşımları yerine; daha etkili, güçlü regülasyon yaklaşımları ve gözetim ve denetim sistemi ile uluslar arası işbirliğinin önem kazandığı görülmüştür.

Kriz, fiyat istikrarına odaklanılarak, finansal istikrarın; fiyat istikrarının doğal bir sonucu olduğu ve finansal serbestlik ortamında finansal sistemin riskleri dağıtarak kendi kendini düzenleyeceği fikriyle ikincil hedef olarak belirlenmesinin ekonomik istikrarı sağlamada yeterli olmadığını ortaya çıkarmıştır. Ekonomik istikrarın yeniden tesisi ve krizin finansal ve sosyal kesim üzerindeki etkileriyle mücadelede geleneksel para politikası araçlarının yetersiz kaldığı, tedbirlerin geleneksel olmayan para politikaları ve maliye politikalarını da zorunlu kıldığı, günümüz krizleriyle

mücadelede ekonomik sisteme müdahaleden kaçınmanın mümkün olmadığı, asgari düzeyde müdahale yerine toplumun her kesimine yarar sağlamaya odaklı müdahaleler gerektiği görülmüştür.

G20 ülkelerinin kriz sonrası performanslarının tespiti için Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA), ülkelere göre ikili karşılaştırmalar için “Sidak” Post Hoc Testi uygulanmıştır. G20 genelinde ekonomik toparlanmanın genişletici para ve maliye politikası uygulamalarını takiben başladığı ancak krizin etkilerinin devam ettiği; krizin ilk evrelerinde piyasa disiplinine yönelik önlemler alan (piyasa katılımcılarında güven teminine yönelik tedbirler uygulayan) ülkelerin daha başarılı oldukları tespit edilmiştir. Krizden çıkışta en başarılı ülkenin İngiltere olduğu, ABD'nin ve G.Kore, Çin, Hindistan, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin başarılı ülkeler arasında; Japonya, Fransa gibi gelişmiş ülkelerin ise başarısız ülkeler arasında yer aldıkları görülmüştür.

Anahtar Kelimeler:

1. Küresel Kriz
2. Küresel Krizde Para Politikası
3. Küresel Krizde Maliye Politikası
4. Mali Canlandırma
5. Finansal Düzenlemeler

## **ABSTRACT**

### **THE MEASURES TAKEN TO OVERCOME THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND THEIR CONSEQUENCES**

Kırcı, Hülya

Ph. D., Department of Management

Supervisor: Prof. Dr. Rafet Aktaş

July 2017, 279 pages

This PhD dissertation analyses the factors leading to 2008 global financial crisis which affected numerous economies, beginning from the U.S., including those of European countries and aims to provide recommendations on the mistakes that need to be eliminated. In this study, the measures and regulations on financial structure developed for overcoming the 2008 crisis in the U.S., EU and other countries and the consequences of these measures and regulations were examined. The causes of the crisis and the consequences of the measures taken to come out of the crisis were addressed in detail and thus it was aimed to make contribution to the approaches that can be developed for prospective crises.

It was observed that the crisis occurred due to economic policies that were launched with the liberalization of the financial system and the mistakes caused by the actions of certain economic actors which in return set the stage for the crisis. It was also deducted from the research that more effective and solid regulation approaches, surveillance and auditing systems as well as international collaboration gained in importance and were preferred more than liberalization and deregulation approaches in preventing the crisis.

The crisis showed that financial stability was an outgrowth of price stability and that it was not enough to provide financial stability when it is set as a secondary target supposing that the financial system would spread the risks and thus regulate itself

within an environment of financial liberation without any interventions. It was seen that to rebuild the economic stability and to fight against the impacts of the crisis in financial and social terms, the traditional monetary policy tools proved to be insufficient and that therefore it necessitated the implementation of non-traditional monetary policies and fiscal policies.

For the detection of the performances of G20 countries in the post-crisis period, One-Way Analysis of Variance (ANOVA), and for the paired comparison of the countries “Sidak” Post Hoc Test was applied. While the countries applying expansionary monetary and fiscal policies during the initial phases of the crisis proved to be more successful at tackling the crisis, it was observed that those who failed to carry out a timely implementation of expansionary monetary and fiscal policies were less successful. Where the governments intervened effectively in the economic activities in countries such as South Korea, China and India, it was seen they could turn the crisis into an opportunity, whereas developed countries like Japan, France could not show recovery as fast as the developing countries.

Keywords:

1. Global Crisis
2. Monetary Policies in Global Crisis
3. Fiscal Policy in Global Crisis
4. Fiscal Stimulus
5. Financial Regulations

## İTHAF

Annem Zeynep GÜNDÜZ ve tüm ailem için



## TEŞEKKÜR

Tezin hazırlanmasındaki rehberlikleri, tavsiyeleri, yorum ve tenkitleri için saygıdeğer hocalarım Prof. Dr. Ahmet Aksoy'a, Prof. Dr. Nevzat Aypek'e, Prof. Dr. Rafet Aktaş'a, Prof. Dr. Kürőat Yalçınmer'e,

Her zaman yanımda olan aileme sonsuz teőekkürlerimi ve őükranlarımı sunarım.



## İÇİNDEKİLER

İNTİHAL.....	iii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT.....	vi
İTHAF .....	viii
TEŞEKKÜR.....	ix
İÇİNDEKİLER .....	x
TABLolar LİSTESİ.....	ii
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	v
GRAFİKLER LİSTESİ.....	vi
SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ .....	ix
1.GİRİŞ .....	1
A. Kriz Kavramı .....	1
1.1. Ekonomik Kriz .....	1
1.2. Ekonomik Kriz Türleri .....	1
B. 2008 Küresel Krizin Niteliği ve Ortaya Çıkışı .....	1
2.2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ .....	5
A. 2008 Küresel Finansal Krizini Tetikleyen Süreç.....	5
2.1. 2008 Küresel Finansal Krizin Kökeninde Yatan Hatalar .....	8
2.1.1. Küresel kökenli hatalar .....	10
2.1.2. Politik kökenli hatalar .....	16

2.1.3. Mortgage tarafları kökenli hatalar .....	19
2.1.4. Yasal ve idari yapı kökenli hatalar .....	27
2.2. 2008 Küresel Finansal Krizini Ortaya Çıkaran Temel Nedenler .....	29
2.2.1. Şeffaflık sorunu.....	31
2.2.2. Finansal raporlama sistemi sorunları .....	33
2.2.3. Yüksek riskli Mortgage kredilerinde artış ve kredi kalitesinin bozulması	35
2.2.4. Konut balonu.....	37
2.2.5. Menkul kıymetleştirme (Securitization) ve türevlerde küresel artış.....	40
2.2.6. Menkul kıymet fonlama sıkıntıları .....	43
B. Uluslararası Finansal Mimarinin Krize Tepkisi .....	44
2.3. Gelişmiş Ülke Grupları.....	45
2.4. IMF (International Monetary Fund- Uluslararası Para Fonu) .....	48
2.5. FSB (Financial Stability Board-Finansal İstikrar Kurulu) .....	51
2.6. BCBS (Basel Committee on Banking Supervision-Basel Bankacılık Denetim Komitesi).....	55
2.7. BIS (Bank for International Settlements-Uluslararası Ödemeler Bankası).....	57
2.8. IOSCO (International Organization of Securities Commissions-Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü) .....	60
2.9. Diğer Uluslararası Kuruluşlar.....	63
2.9.1. WB (World Bank-Dünya Bankası).....	64
2.9.2. OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development- Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı) .....	65
2.9.3. IASB (International Accounting Standards Board-Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu) .....	68
3. KÜRESEL KRİZDE ALINAN ÖNLEMLER.....	71
A. Krizin Boyutları.....	71
B. Küresel Ölçekte Alınan Önlemler .....	72
3.1. 2007-2008 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler .....	72

3.2. 2009-2012 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler .....	74
3.3. 2008 Krizinde Küresel Ölçekte Başvurulan Temel Politika Tedbirleri .....	78
3.3.1. Parasal politika tedbirleri .....	78
3.3.2. Maliye politikası tedbirleri.....	88
3.3.3. Finansal sisteme yönelik düzenlemeler .....	90
C. Amerika Birleşik Devletleri'nde Alınan Önlemler.....	91
3.4. Para Politikası Önlemleri.....	92
3.4.1. FED (Federal Reserve Bank) faiz kararları .....	93
3.4.2. Piyasaların likidite koşullarını iyileştirmeye yönelik önlemler .....	95
3.5. Maliye Politikası Önlemleri .....	109
3.5.1. Firmalara dönük mali önlemler.....	110
3.5.2. Tüketicilere Dönük Mali Önlemler.....	112
3.5.3. Yatırım harcamaları .....	117
3.6. Finansal Sisteme Yönelik Düzenlemeler .....	118
3.6.1. 2007-2010 döneminde yapılan düzenlemeler .....	119
3.6.2. Dodd-Frank Wall Street reformu ve tüketicinin korunması kanunu .....	122
D. Avrupa Birliği'nde Alınan Önlemler.....	145
3.7. Para Politikası Önlemleri.....	146
3.7.1. ECB (European Central Bank) faiz kararları .....	147
3.7.2. Piyasaların likidite koşullarını iyileştirmeye yönelik önlemler .....	148
3.8. Maliye Politikası Önlemleri .....	158
3.8.1. Firmalara dönük mali önlemler.....	158
3.8.2. Tüketicilere dönük mali önlemler.....	162
3.8.3. Yatırım harcamaları .....	166
3.9. Ekonomik Yönetişim ve Finansal İstikrara Yönelik Düzenlemeler.....	168
3.9.1. Krize karşı geliştirilen mekanizmalar .....	168
3.9.2. Ekonomik yönetim reformları.....	171
3.9.3. Finansal mimariye yönelik düzenlemeler .....	180
4. G20 ÜLKELERİNİN KRİZDEN ÇIKIŞ PERFORMANSLARI .....	186

A. G20 ÜLKELERİNİN KRİZDEN ÇIKIŞ PERFORMANSLARINA YÖNELİK ARAŞTIRMA .....	186
4.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı .....	186
4.2. Veri Seti ve Kısıtlar .....	187
4.3. Araştırmanın Yöntemi .....	188
B. Bulgular .....	188
4.4. G-20 Ülkelerinin Yıllara Göre Ekonomik Parametrelerinin Değerlendirilmesi .....	189
4.4.1. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları işsizlik oranı değişimlerinin değerlendirilmesi .....	189
4.4.2. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları GSYİH tutarları değişimlerinin değerlendirilmesi .....	191
4.4.3. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları ihracat/ithalat dengesi oranları değişimlerinin değerlendirilmesi .....	193
4.4.4. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları emlak fiyatları değişimi oranlarının değerlendirilmesi .....	194
4.4.5. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları büyüme oranları değişiminin değerlendirilmesi .....	197
4.4.6. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları enflasyon oranları değişiminin değerlendirilmesi .....	198
4.4.7. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları kredi dönüş oranları değişimlerinin değerlendirilmesi .....	200
4.4.8. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları M2/GSYİH oranları değişimlerinin değerlendirilmesi .....	201
4.5. G-20 Ülkelerinin Kriz Öncesi Dönem, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrası Dönem Ekonomik Parametrelerinin Değerlendirilmesi .....	205
4.6. G20 Ülkeleri Kriz Performanslarına Yönelik Kümelerin Belirlenmesi .....	212
4.6.1. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İşsizlik Oranlarına Göre Kümelenme .....	212
4.6.2. G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi büyüme oranlarına göre kümelenme ..	215
4.6.4. G20 ülkeleri 2008 yılına göre 2008-2014 dönemi GSYİH'ya göre kümelenme .....	220

4.6.5. G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi ihracat/ithalat dengesi oranına göre kümelenme.....	223
4.6.6. G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi kümelenme oluşmayan parametreler..	226
5.SONUÇLAR .....	236
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	243
EKLER .....	270
A: G-20 ÜLKELERİ 2002-2014 DÖNEMİ İŞSİZLİK ORANLARI.....	270
B: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ GSYİH DEĞİŞİM ORANLARI.....	271
C: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ ENFLASYON ORANLARI DEĞİŞİMİ.....	272
D: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ KREDİ DÖNÜŞ ORANLARI DEĞİŞİMİ.....	273
E: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ M2/GSYİH ORANLARI DEĞİŞİMİ.....	274
F: G-20 ÜLKELERİ 2002-2014 DÖNEMİ İHRACAT/İTHALAT DENGESİ ORANLARI.....	275
G: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ EMLAK FİYATI DEĞİŞİMİ.....	276
H: G-20 ÜLKELERİ BAZINDA 2008'E GÖRE 2002-2014* DÖNEMİ BÜYÜME ORANLARI DEĞİŞİMİ.....	277
ÖZGEÇMİŞ .....	279

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci .....	7
Tablo 2. ABD’de Finansal Kuruluşların Gözetim ve Denetiminde Görev Alan Otoriteler .....	28
Tablo 3. ABD’de İpotek Kredileri ve Eşik Altı İpotek Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme .....	41
Tablo 4. G-SIB’ların Tabi Olacağı İlave Sermaye Yükümlülüğü .....	56
Tablo 5. Basel III Sermaye Düzenlemesi Değişiklikleri.....	56
Tablo 6. Seçilmiş Ülkelerde 2007-2008 Yıllarında Krize Karşı Alınan Tedbirler ...	73
Tablo 7. Seçilmiş Ülkelerde 2009-2012 Yılları Arasında Alınan Temel Politika Tedbirleri.....	76
Tablo 8. Seçilmiş Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Politika Faiz Oranları ve Değişimi .....	79
Tablo 9. Kriz Döneminde FED’in Para Politikası Kronolojisi .....	92
Tablo.10. FED ve ECB Tarafından Açıklanan Miktersal Genişleme Paketleri.....	102
Tablo 11. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası Ana ve Alt Bölümleri.....	122
Tablo 12. TSCG’nin Önemli Bölümleri .....	180
Tablo 13. G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İşsizlik Oranları Değişimi .....	189
Tablo 14. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri GSYİH Tutarları Değişimi (2008=100’e göre düzeltilmiş) .....	191
Tablo 15. G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İhracat/İthalat Dengesi Oranları.....	193

Tablo 16. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	195
Tablo 17. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	197
Tablo 18. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	198
Tablo 19. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Kredi Dönüş Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	200
Tablo 20. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	201
Tablo 21. G-20 Ülkelerinin 2002-2014 Yılları Seçilmiş Ekonomik Parametrelerinin Değişimi.....	203
Tablo 22. Ekonomik Parametrelerde G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrası Dönem Ortalamaları.....	205
Tablo 23. G-20 Ülkelerinin Kriz Öncesi Dönem, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrası Dönem Ekonomik Parametrelerinin Değişimi.....	211
Tablo 24. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İşsizlik Oranlarında Kümelenme.....	213
Tablo 25. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Büyüme Oranlarında Kümelenme (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	215
Tablo 26. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Enflasyon Oranlarında Kümelenme (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	217
Tablo 27. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi GSYİH'ya Göre Kümelenme (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	220
Tablo 28. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İhracat/İthalat Dengesi Oranına Göre Kümelenme .....	223



Tablo 29. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Emlak Fiyatları Değişim Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	226
Tablo 30. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Kredi Dönüş Oranı Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	228
Tablo 31. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi M2/GSYİH Oranı Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	230
Tablo 32. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Seçilmiş Ekonomik Parametrelerde Kümeleme Sonuçları.....	232



## ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil 1. Krize Giden Yolda Hatalar ve Sonuçları ..... 9
- Şekil 2. Mortgage Piyasasının İşleyişi ..... 19
- Şekil 3. Krizin Kökeninde Yatan Hatalar ve Hataların Beslediği Kriz Nedenleri..... 31



## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. ABD ve Asya Ülkeleri Cari Hesap Dengesizlikleri (GSYİH Yüzdesi Olarak, 1975Q1-2006Q4) .....	16
Grafik 2. ABD Emlak, Tüketici ve Ticari Kredilerin Gelişimi (Milyar \$).....	36
Grafik 3. Mortgage Kredileri Gecikme Grafikleri .....	37
Grafik 4. ABD Konut Fiyat Endeksi ve Federal Fon Faiz Oranları(1987-2009).....	38
Grafik 5. Küresel Hisse Senedi-Borç Senetleri Toplamı, (Trilyon Dolar, 2010 Sabit Kur).....	41
Grafik 6. Krizin Başlangıç Döneminde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon ve Faiz Oranlarının Seyri .....	75
Grafik 7. Küresel Büyüme .....	77
Grafik 8. ABD ve Avrupa'da Kredi Verme Koşullarını Sıkılaştıran Bankaların Payları (%) .....	81
Grafik 9. Finansal Sektör Zararları ve Sermaye Enjeksiyonları .....	83
Grafik 10. FED Faiz Oranları 2005-2015 .....	94
Grafik 11. 1955'ten Günümüze FED Faiz Oranları.....	94
Grafik 12. ECB Faizlerinin Gelişimi .....	147
Grafik 13. G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İşsizlik Oranları Değişimi .....	190
Grafik 14. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri GSYİH Tutarları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	192
Grafik 15. G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İhracat/İthalat Dengesi Oranları.....	194

Grafik 16. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	196
Grafik 17. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	198
Grafik 18. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	199
Grafik 19. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	201
Grafik 20. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	202
Grafik 21. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem İşsizlik Oranları .....	207
Grafik 22. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem GSYİH (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	207
Grafik 23. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem İhracat/İthalat Dengesi .....	208
Grafik 24. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	208
Grafik 25. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem Büyüme Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	209
Grafik 26. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem Kredi Dönüş Oranları .....	209
Grafik 27. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem M2/GSYİH Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş) .....	210
Grafik 28. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Enflasyon Oranları .....	210

Grafik 29. G20 Ülkeleri, 2008-2014 Dönemi İşsizlik Oranı Ortalamaları .....	214
Grafik 30. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır).....	216
Grafik 31. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) .....	219
Grafik 32. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi GSYİH Değişim Oranları (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) .....	221
Grafik 33. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İhracat/İthalat Dengesi Oranları .....	224
Grafik 34. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Emlak Fiyatları Değişim Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	227
Grafik 35. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Kredi Dönüş Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	229
Grafik 36. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş).....	231

## SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABSPP	ABS Purchase Programme-Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) Alım Programı
ABX	Konut Kredisi Riskliliği
AIFP	Automotive Industry Financing Program -Otomotiv Endüstrisi Finansman Programı
AIG	American Internatınonal Group, Inc.-ABD Sigorta Şirketi
AMB	Avrupa Merkez Bankası
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility-Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı
API	Açık Piyasa İşlemleri
ARRA	American Recovery and Reinvestment Act of 2009-Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision-Basel Bankacılık Denetim Komitesi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIP	Bank Investment Programs-Bankalara Yatırım Programları
BIS	Bank for International Settlements-Uluslararası Ödemeler Bankası
BoC	Bank of Canad-Kanada Merkez Bankası
BoE	Bank of England- İngiltere Merkez Bankası
BoJ	Bank of Japan-Japonya Merkez Bankası
CAP	Capital Assistance Program-Sermaye Yardım Programı
CBO	The Congressional Budget Office-Kongre Bütçe Bürosu
CBPP3	Third Covered Bond Purchase Programme-3. Tahvil Alım Programı
CCP	Central Counterparty-Merkezi Karşı Taraflar

CDCI	Community Development Capital Initiative-Toplumsal Gelişim Sermaye Girişimi
CDO	Collateralized Debt Obligations-Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
CDS	Credit Default Swap--Kredi Temerrüt Swapları
CEBS	Committee of European Banking Supervisors-Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumları Komitesi
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee-Avrupa Sigorta ve Emeklilik Denetleme Kurumları Komitesi
CESR	Committee of European Securities Regulators-Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleme Kurumları Komitesi
CFTC	Commodity Futures Trading Commission-Vadeli Emtia İşlemleri Ticaret Komisyonu
CPFF	The Commercial Paper Funding Facility-Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı
CPP	Capital Purchase Program-Sermaye Satınalma Programı
CPSS	Committee for Payment and Settlement <i>Systems</i> -Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi
CRA	Credit Rating Agencies-Kredi Dereceleme Kuruluşları
CRD	Capital Requirements Directive-Sermaye Yeterliliği Direktifi
CSD	Central Securities Depository-Merkezi Saklama Kuruluşları
DB	World Bank-Dünya Bankası
EBA	European Banking Authority-Avrupa Bankacılık Otoritesi
ECB	European Central Bank-Avrupa Merkez Bankası
EERP	European Economic Recovery Plan-Avrupa Ekonomik Kurtarma Planı
EESA	Emergency Economic Stabilization Act-Acil Ekonomik İstikrar Yasası
EFSD	Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility-
EFSD	European Financial Stability Mechanism-Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması

EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority-Avrupa Sigorta ve Emeklilik Fonları Otoritesi
EMIR	European Market Infrastructure Regulation-Avrupa Piyasa Altyapısı Düzenlemesi
ERDF	European Regional <i>Development</i> Fund-Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu
ESAs	European Supervisory Authority-Avrupa Denetim Otoriteleri
ESCB	The European <i>System</i> of Central Banks-Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
ESF	<i>European Social Fund</i> -Avrupa Sosyal Fonu
ESFS	European System of Financial Supervisors-Avrupa Finansal Denetleyiciler Sistemi
ESM	European Stability Mechanism-Avrupa İstikrar Mekanizması
ESMA	European Securities and Markets Authority-Avrupa Sermaye Piyasası Otoritesi
ESRB	European Systemic Risk Board-Avrupa Sistemik Risk Kurulu
FNMA	Federal National Mortgage Association-Federal Ulusal İpotek Birliği
FAS	Financial Accounting Standarts-Finansal Muhasebe Standartları
FASB	The Financial Accounting Standards Board-Finansal Muhasebe Standartları Kurulu
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation-Federal Mevduat Sigorta Kuruluşu
FED	Federal Reserve Bank-ABD Merkez Bankası
FHA	Federal Housing Administration- Federal Konut İdaresi
FHFA	The Federal Housing Finance Agency-Federal Konut Finansman Kurumu
FIO	Federal Insurance Office-Federal Sigorta Kurulu
FOMC	The Federal Open Market Commitee-Federal Açık Piyasa Kurulu
FPA	Finansal Piyasa Altyapıları
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation-İpotekli Konut Kredisi Kuruluşu
FSA	Financial Services Authority - İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu



FSB	Financial Stability Board-Finansal İstikrar Kurulu
FSF	Financial Stability Forum-Finansal İstikrar Forumu
FSOC	Financial Stability Oversight Council-Finansal İstikrar Gözetim Konseyi
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles- Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri
GNMA	Government National Mortgage Association-Ulusal İpotek Kuruluşu
G-SIB	Global Systemically Important Bank-Küresel Sistemik Öneme Sahip Banka
G-SIFI	Global-Systemically Important Financial Institutions- Küresel- Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
HHF	Hardest Hit Fund-Krizden En Fazla Etkilenenler Fonu
HUD	The Department of Housing and Urban Development-İmar ve Şehircilik Geliştirme Dairesi
IAIS	International Association of Insurance Supervisors-Uluslararası Sigorta Denetçileri Birliği
IAS	International Accounting Standarts-Uluslararası Muhasebe Standartları
IASB	International Accounting Standards Board-Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
IFRS	International Financial Reporting Standards-Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
IMF	International Monetary Fund- Uluslararası Para Fonu
IOSCO	International Organization of Securities Commissions-Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü
KDK	Kredi Dereceleme Kuruluşları
LCR	Liquidity Coverage Ratio-Likidite Karşılama Oranı
LTRO	Long Term Refinancing Operations-Uzun Dönem Finansman Operasyonları
M2	Ekonomideki Para Arzı

MB	Merkez Bankası
MHA	Making Home Affordable-Konut Edinebilirlik Programı
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive-Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi
MMIFF	Money Market Investor Funding Facility-Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Kolaylığı
MÜSİAD	Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği
NCBs	National Central Banks-Ulusal Merkez Bankalarından
NHS	National Homeownership Strategy-Ulusal Konut Sahipliği Stratejisi
NINJA	No Income, No Job, No Asset Loan- İşi, Geliri, Serveti Olmayanların Kredisi
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization-Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları
NSFR	Net Stable Funding Ratio-Net İstikrarlı Fonlama Oranı
OCC	Office of the Comptroller of the Currency-Bankacılık Denetim Otoritesi
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development-Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OFR	Office of Financial Research-Finansal Araştırma Ofisi
OLA	Orderly Liquidation Authority-Düzenli Tasfiye Kurumu
OPEC	Organization of Petroleum Exporting Countries- Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OTC	Over The Counter-Tezgah Üstü Piyasa
OTS	Office of Thrift Supervision-Tasarruf Kuruluşları Denetim Kurumu
PDCF	Primary Dealer Credit Facility-PDCF Piyasa Yapıcılığı Kredi Kolaylığı
PPIP	Public Private Investment Program-Kamu-Özel Sektör Yatırım Programı
PWG	President's Working Group on Financial Markets-Finansal Piyasalar Çalışma Grubu
SBA	Small Business Administration-Küçük İşletme İdaresi Menkul Kıymet Satınalma Programı

SCAP	Supervisory Capital Assessment Program-Sermaye Yeterlilik Değerlendirmesi Programıdır
SEC	Securities and Exchange Commission- ABD Sermaye Piyasası Kurumu
SIFI	Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar-Systemically Important Financial Institutions
SME's	Small and Medium Sized Enterprise-Küçük ve Orta Ölçekli İşletme
SNB	Swiss National Bank-İsviçre Merkez Bankası
TAF	Term Auction Facility-Vadeli İhale Kolaylığı
TALF	The Term Asset-Backed Securities Loan Facility-Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı
TARP	Troubled Asset Relief Program-Sorunlu Varlıklar Kurtarma Programı
TBTF	Too Big To Fail-Batırılmayacak Kadar Büyük
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEPAV	Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı
TIP	Targeted Investment Program-Hedef Yatırım Programı
TLTRO	Targeted Lon-Term Refinancing Operations-Hedefli Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu
TSCG	Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union-Mali Antlaşma-Ekonomik ve Parasal Birlik'te İstikrar, Koordinasyon ve Yönetim Hakkında Antlaşma
TSLF	Term Securities Lending Facility-Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı
UFO	Uzun Dönem Finansman Operasyonları-Long Term Re-financing Operations
WB	World Bank-Dünya Bankası

# 1. GİRİŞ

## A. Kriz Kavramı

Kriz; terim olarak karar vermek, kıtlık, bunalım, buhran anlamında kullanıldığı gibi tehlike ve fırsat anlamını da içermektedir. Tezin ana teması olan finansal kriz ekonomik krizlerin bir türüdür ve ekonomik kriz denildiğinde akla durgunluk, resesyon, enflasyon ve deflasyon kavramları gelmektedir. Bu kavramlardan hangisinin veya hangilerinin ekonomik kriz statüsünde değerlendirileceği ise net değildir.

### 1.1. Ekonomik Kriz

Ekonomik krizler içinde buldukları koşullara göre kendilerine özgü nitelikler sergilemeleri sebebiyle her kriz ortamına uyacak nitelikte tek bir ekonomik kriz ifadesi de yer almamaktadır.

Temel olarak ekonomik kriz; “ekonominin kısa bir zaman dilimi içinde reel ve mali sektörlerde karşı karşıya kalınan finansal stres olarak nitelendirilebilir. Keynes; yükselen konjonktür ortamında genellikle öngörülemeyen ve çoğu zaman şiddetli ve ani olarak meydana gelen bir olay olarak tanımlar. Bir mekanizmanın mevcut konumunu ve geleceğini olumsuz etkileyen, hiç beklenmeyen bir durumda ortaya çıkan ve bu yüzden önlem alınmakta geç kalınan bir durum ve en belirgin ve gerilim yaratıcı özelliğini belirsizlik olarak niteleyen tanımı yanında; herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak ifade eden tanımı da mevcuttur” (Yılmaz ve diğ, 2005:83, Karaçor ve Gökmenoğlu, 2011:30, Kibritçioğlu, 2001:1). Bu tezin inceleme alanı olan ekonomik krizler “bir ülkenin istikrarlı bir durumdan istikrarsızlığa geçmesine yol açan, önceden bilinmeyen, öngörülemeyen bazı gelişmelerin; makro düzeyde ülke ekonomisini,

mikro düzeyde ise firmaları önemli bir şekilde etkileyecek sonuçların ortaya çıkması şeklinde ifade edilebilir” (Aktan ve Şen, 2001:1225).

Tanımı ne olursa olsun ekonomik krizler; mali piyasaların dalgalanmasına ve/veya çöküşüne, tüketici talebinde ve firmaların yatırımlarında büyük düşüşlerin yaşanmasına, işsizliğin artmasına, ücretlerin azalmasına ve bunlara bağlı olarak halkın yaşam standardının düşmesine; aynı zamanda bazı firmaların güçlenmesine ve tekelleşmesine yol açmaktadır ve çeşitli nedenle ortaya çıkabilmektedir.

## **1.2. Ekonomik Kriz Türleri**

Ekonomik krizler etkiledikleri sektörler bakımından ele alındığında; “reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri olmak üzere iki temel ayrıma tabi tutulurlar” (Yücel ve Kalyoncu, 2010:55) ve zaman içerisinde karşılıklı olarak birbirlerini etkileyerek derinlik kazanabilirler. Reel sektörü; toplumun ihtiyaç duyduğu mal ve hizmetlerin üretimini gerçekleştiren, finansal sektörü ise reel sektörün faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli olan finansal kaynakların temin edilmesine yardımcı olan sistem olarak tanımlarsak; bu sistemlerde ortaya çıkan kriz ilgili sektörün krizi olarak ifade edilebilir.

“Reel sektör krizleri mal, hizmet ve işgücü piyasalarında ciddi daralmalar olarak ortaya çıkarlar ve üretim miktarının azalması, tam istihdam düzeyinden uzaklaşılması, ekonomide atıl kapasitenin oluşması ve işsizliğin artması gibi olumsuz sonuçlar yaratırlar. Mal ve hizmet piyasalarında ortaya çıkan krizler enflasyon krizleri ve durgunluk (resesyon) krizleri olarak, işgücü piyasalarında ortaya çıkan krizler ise işsizlik krizleri olarak adlandırılırlar. Mal ve hizmet piyasalarında fiyatlar genel düzeyinin sürekli artışı belli bir sınırın üstünde oluşursa buna enflasyon krizi denir. İşgücü piyasasındaki işsizlik oranının kabuledilebilir (doğal işsizlik oranı) düzeylerin üstüne çıkması halinde de işsizlik krizleri oluşur. Resesyon krizleri ise fiyatlar genel düzeyindeki artışların sonucu oluşan büyüme daralmalarına bağlı krizlerdir” (Yücel ve Kalyoncu, 2010:54, Kibritçioğlu, 2001:2).

Schwartz (Akt. Dalyancı, 2010:7), finansal krizi, “herhangi bir fiyattan ödemelerinin yapılmayacağı korkusuna dayandığını, nakit bulmak için, aşırı kamu müdahalesinin ve bankacılık sistemindeki rezerv sıkışıklığının ortaya çıktığı,

bankaların verdiği kredileri geri çağırıp yeni krediler vermediği ve varlıklarını sattığı bir durum” olarak tanımlamıştır.

Bir ülkenin finansal sisteminin sağlamlığı içsel ve dışsal şoklardan etkilenme derecesiyle ilgilidir ve finansal istikrar kavramıyla ifade edilir. Finansal krizler; finansal istakrarla bağlantılıdır. Finansal istikrar temin edilemediğinde finansal sistem içsel ve dışsal şoklara açık ve finansal krizler kaçınılmaz hale gelir. Finansal krizler reel sektöre de zarar vereceği için finansal istikrarın temin edilememesi durumunda ekonomik performansın sağlanması da mümkün değildir.



## B. 2008 Küresel Krizin Niteliği ve Ortaya Çıkışı

Yukarıda verilen tanımlar incelendiğinde tezin konusu olan 2008 küresel krizi; finansal sektör kaynaklı bir ekonomik krizdir.

2008 küresel krizin her ne kadar ABD konut finansman sisteminde yaşanan sorunlara dayandığı düşünülse de krize yol açan etkenler 1970’li yıllardan itibaren izlenen finansal liberal politikalar ile şekillenmeye başlamıştır. Öncülüğünü ABD ve İngiltere’nin yaptığı, ülkeler arasında mal ve hizmet piyasalarının yanı sıra finansal piyasaların serbestleşmesi amacıyla kuralların gevşetilmesi 2008 krizin temellerini atmıştır.

Liberal politikalar ülkeler arasındaki ticaret ve sermaye hareketlerinin önündeki sınırları kaldırırken, 80’li yıllardan itibaren yaşanan teknolojik ilerlemeler de işlem hızını artırmıştır. Bu iki güç finansal küreselleşmeyi hızlandırmıştır. Sağlıklı ekonomilerde finansal sektörün reel sektöre hizmet etmesi beklenirken zamanla kısa vadeli sermaye yatırımları aracılığıyla elde edilecek kolay, yüksek getiri arayışları üretim yatırımlarının önüne geçmiş, bilişim teknolojilerinin de yardımıyla sanal bir finansal ortam oluşmuş, fon hareketlerinin oynaklığı ve belirsizliği artmıştır.

ABD’de yatırım bankacılığı önündeki engeller kaldırılmış, yeni finansal ürünler geliştirilmiştir\*. Almanya ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerin yanı sıra petrol ihraç eden ülkeler, Çin ve diğer Asya ülkelerinde oluşan tasarruf fazlalığı dünyanın en istikrarlı ekonomisi olarak görülen ABD’ne yönelmiş, ABD giderek artan şekilde finansal yatırımların merkezi haline gelmiştir. Finans sektörü büyüdükçe sunulan finansal ürünler de gelişmiş, riskten kaçınmak adına farklı bileşenlere bölünerek satılmış ve karmaşık bir yapıya dönüşmüştür. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilerek finansal düzenlemelerin gevşetilmesi ve ABD’de oluşan likidite fazlalığı küresel krizin en önemli sebepleri arasında gösterilen türev ürünlerde ve eşik altı (subprime) konut kredilerinde artışın önünü açmıştır.

ABD’de 1980’li yılların ortasında enflasyonun kontrol altına alınması, 90’lı yıllarda yakalanan ekonomik performans ve likidite bolluğuna bağlı olarak uygulanan düşük faiz politikalarının etkisiyle konut fiyatları yükselmeye ve konut alımı bir yatırım aracı olarak görülmeye başlanmıştır. ABD konut piyasası iç talebin

---

\* 1970 yılında ilk ipoteğe dayalı menkul değer ABD’de Devlet Ulusal İpotek Birliği (Ginnie-Mae) tarafından oluşturulmuştur (Akman, 2010:257).

yanı sıra uluslararası sermayenin de başlıca yatırım alanına dönüşmüştür. Konut sektörüne yönelen bu fon artışının yanı sıra hükümetin düşük gelir gruplarına yönelik konut edindirme politikaları\* kredi standartlarının gevşetilmesine yol açmış, ödeme gücü yeterli olmayan yüksek riskli kişilere krediler sunulmuş, kolay kredi şartları tüketicileri daha fazla kredi kullanımına teşvik etmiş, kredilerdeki genişleme konut fiyatlarında artışı tetiklemiş ve sistem birbirini besleyen bir döngüye dönüşmüştür. Konut kredilerinin artmasıyla bu kredilerden doğan alacaklara bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymetler de yaygınlık kazanmıştır. Bu ortamda ABD vatandaşları zenginleştiklerini, yatırımcılar menkul kıymetler sayesinde yüksek kazançlar elde ettiklerini, finansal kuruluşlar kârlarının arttığını, ABD cari açığını rahatlıkla finanse ettiğini, Çin ve diğer ülkeler tasarruf fazlalarını kârlı yatırımlara dönüştürdüğünü düşünerek hareket etmiştir. Ancak tüm ekonomik birimler karmaşık menkul kıymetlerin, konut sektöründe oluşan balonun ve yüksek borçluluğun taşıdığı riskleri göz ardı etmiş, riskler konusunda bilgi sahibi kurumlar ise kamuyu aydınlatma konusunda yetersiz kalmıştır. Nitekim konut fiyatlarının sürekli yükseleceği ve faizlerin düşük kalacağı beklentisiyle gelişen bu ortamda ilk sarsıntı 2004 yılında FED'in faiz oranlarını arttırma kararıyla başlamış, 2006 Haziran ayında konut fiyatlarının düşüş trendine girmesiyle devam etmiştir. 2004 yılından itibaren enflasyonda görülen artış; FED'in kademeli faiz oranı artışlarıyla kısmen düşürülmüş fakat artan enerji fiyatlarının da etkisiyle 2006'da enflasyonun yükselişinin kontrol edilememesine bağlı olarak FED'in 2004 yılından itibaren kademe kademe arttırdığı faiz oranlarını arttırmaya devam etmesi 2007 yılında asıl sarsıntıyı yaratmıştır.

Değişken oranlı konut kredisi kullanan düşük gelirli aileler faiz oranlarındaki artışa paralel olarak artan kredi taksit ödemelerini yerine getirememiştir. Ödenemeyen borçlara karşılık teminat olarak gösterilen konutlara bankalar tarafından el konulmuş fakat konutların değeri konut fiyatlarının düşmesinin etkisiyle borçları karşılayamamış, konut finansman sisteminde sorunlar başlamış ve takipteki krediler hızla artmıştır. Bu haliyle eşikaltı konut krizi olarak değerlendirilmiş ancak

---

\* İngiltere; ABD ile benzer liberal politikalar ve konut edindirme politikaları izlemiş ve finans krizinin tetikleyicilerinden görülmüştür. İngiltere'de 1975-2000 döneminde toplumsal refahı artırmak amacıyla düşük gelirli ailelere konut edinme olanağı sağlanmış, 2000'lerden sonra da devam edilmiş ve bireylerin konut kredileri yoluyla borçlanma talebi artmıştır. Tarihsel olarak değerlendirildiğinde konut piyasası odaklı politikaların spekülasyon amaçlı yatırımları tetikleyerek uzun vadede ekonomiyi olumsuz etkilediği görülmüştür (Demir ve diğ, 2009).



geri ödenmeyen krediler nedeniyle konut kredisi veren bankalar, değeri bu kredilerin geri ödenmesine bağlı olan menkul kıymetlere aracılık eden ve/veya yatırım amacıyla bunları elinde bulunduran kuruluşlar büyük zararlara uğramıştır. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren bankaların kredi alacaklarını tahsil edememesi dolayısıyla yükümlülüklerini yerine getirememesi krizin likidite krizine dönüştüğünü göstermiştir. Finansal kesimde yer alan kuruluşların birbirlerine karşı yükümlülüklerini yerine getirememesi finansal sistemi işlemez hale getirmiştir. Eşik altı kredilere dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler yoluyla küresel piyasalara yayılmış olan riskin kontrol edilememesi krizi küresel bir kriz haline dönüştürmüş, etkileri reel sektöre de sıçramıştır. Bu denli kısa sürede diğer ülkelere yayılması krizin başlangıcından itibaren küresel olarak nitelendirilmesine ve 1929 Ekonomik Buhranı'nından bu yana karşılaşılan en ağır finansal kriz olarak görülmesine yol açmıştır.

Krize ilk tepki para politikası aracılığıyla olmuştur. Hemen bütün ülke MB'ları tarafından faiz oranları düşürülmüş, krizden öncelikle finans sektörünün etkilenmiş olması, ekonomik büyümeyi ve istihdamı arttırmanın finans sektörüne güvenin temin edilmesine ve finans sektöründen reel sektöre kredi akışına bağlı olması nedeniyle finansal kuruluşların likidite koşullarını iyileştirmeye yönelik ciddi önlemler alınmıştır. Bu amaca dönük olarak konut kredileriyle ilişkili sorunlu aktiflerin alınması, mevduat garantilerinin arttırılması, bankalara sermaye enjeksiyonu, açığa satışın yasaklanması veya sınırlandırılması gibi önlemlere başvurulmuştur. Ancak beklenen sonuçların alınamaması üzerine maliye politikası araçlarına yönelinmiş; işsizliğe çözüm amacıyla altyapı yatırım harcamaları arttırılmış, firmalara kredi kolaylıkları, likidite destekleri sağlanmış, düşen toplam talebi canlandırmak amacıyla tüketicilere dönük yardım paketleri hazırlanmıştır. Daha kalıcı bir çözüm olarak da finansal istikrarı tesis etmek üzere finansal sistemin yeniden düzenlenmesi yoluna gidilmiştir.

Bu çalışmanın amacı; 2008 küresel finansal krizini tetikleyen koşulları inceleyerek krizleri ortaya çıkaran etkenlerin oluşmadan önlenmesine katkı sağlamak ve 2008 krizinin etkileriyle mücadele amacıyla alınan önlemlerin sonuçlarını tahlil ederek yeni krizlerde karar alıcılara yol gösterici olmaktır. Çalışmadaki iddia finansal krizlerin önlenmesinin finansal istikrarın sağlanmasına, finansal istikrarın

sağlanmasının ise karşılıklı etkileşimleri dikkate alınarak sistemin geneline odaklanan makroekonomik politikalarla para, maliye ve ihtiyatlı politikaların ve piyasa disiplinine yönelik düzenlemelerin gerekliliğine dayanmaktadır.

Dört bölümden oluşan çalışmanın ikinci bölümünde 2008 küresel finansal krizini ortaya çıkaran nedenlerin hangi hatalar sonucunda geliştiği ve uluslararası finansal kuruluşların söz konusu krize bakış açıları ele alınmıştır. Üçüncü bölümde; 2008 küresel finansal krizinden çıkış amacıyla küresel ölçekte ülkeler tarafından alınan önlemlere değinilmiş, ABD’de, AB ülkelerinde alınan para ve maliye politikası önlemlerinin yanı sıra piyasa disiplinini sağlamaya yönelik düzenlemeler detaylı olarak incelenmiştir. Dördüncü bölümde; belirlenen değişkenlerde ortaya çıkan değişimler analiz edilmek suretiyle G20 ülkelerinin kriz performansları incelenmiş, ülkelerin aldığı önlemlerin sonuçları tahlil edilerek başarılı ülkeler tespit edilmeye çalışılmıştır.

## 2. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ

### A. 2008 Küresel Finansal Krizini Tetikleyen Süreç

1970'lerden sonra dünya genelinde izlenen liberal yaklaşımlar ve finansal küreselleşme sonucunda ulusal finans piyasalarını ayıran sınırlar ortadan kalkmış, piyasaların denetiminde çeşitli sınırlamalara son verilmiş, yüksek getiri arayışında olan sermaye ülkeler arasında serbestçe dolaşmaya başlamış, tasarruf fazlası olan ülke fonları tasarruf açığı olan ülkelere özellikle de istikrarlı bir ekonomi olarak görülen ABD'ne yönelmiştir. Bu süreçte ABD'de finansal düzenlemelerin gevşetilmesinin sağladığı esneklikle; likidite bolluğu, hükümetin düşük faiz ve konut satın almayı teşvik eden politikalarından cesaret alan konut kredisi veren kurumlar, konut fiyatlarının artmaya devam edeceği ve bu sebeple kredi borçlularının borçlarını ödemede sıkıntı çekmeyeceği varsayımıyla aşırı risk alarak yüksek getiriler elde etme adına ödeme gücü yeterli olmayan kişilere konut kredisi vermeye başlamışlardır.

Gayrimenkul fiyatlarındaki artış ve kolay elde edilen kredilerin etkisiyle zenginleştikleri yanılgısına düşen tüketiciler daha çok kredi kullanmaya yönelmişler ve harcamalarını artırmışlardır. Harcamalar arttıkça ekonomi canlanmış, ekonomideki olumlu ve iyimser hava gayrimenkul fiyatlarını daha da yükseltmiş, finansal kuruluşların kaldıraç oranları ve tüketici kredileri kontrolsüz bir şekilde artmıştır. Kontrolsüz büyüyen tüketici kredileri ve gerçekçi olmayan gayrimenkul değer artışlarının yarattığı konut balonunun yanı sıra kredi veren kurumların verdikleri kredileri menkul kıymete dönüştürerek ikincil piyasalarda yatırım bankalarına satmaları, bu bankaların da söz konusu menkul kıymetleri dünya piyasalarına ihraç etmeleri ikinci bir balonu; türev ürünler balonunu yaratmıştır. Çığ gibi büyüyen türev ürünler vasıtasıyla riskin bilerek veya bilmeyerek satılması ve alınması riski dünya geneline yaymıştır.

2004 yılından itibaren artan enflasyon sonucunda verilen kredilerin temerrüt riski artmış ve 2006 yılından itibaren de konut kredilerine teminat gösterilen

konutların fiyatının düşmesi\* sonucunda verilen krediler tahsil edilemez duruma gelmiştir. Denetimsizlik nedeniyle yüksek riskli gelir grubuna verilen subprime konut kredilerinin geri ödenmesinde aksamalar yaşanmış, taahhütlerin yerine getirilememe ihtimali (kredilerin ödenmemesi, bu kredilerin ödenmesine bağlı yükümlülüklerin yerine getirilmemesi) finansal aktörlerin beklentilerini altüst etmiştir. 2007 yılından itibaren kredilerin ödenmeme oranı artmaya başlamış; finansal kuruluşlar likiditelerini kaybetmiş, son derece hassas dengeler üzerine kurulu bankacılık sisteminde panik başlamış, sorunlar güven krizine dönüşmüş; bankalar kredi vermeyi kesmiş, menkul kıymetler satılamaz hale gelmiştir. ABD'deki bankaların taahhütlerini yerine getirememesi yabancı kuruluşlarla olan finansal ve ekonomik ilişkilerin etkisiyle krizi kısa sürede küresel bir boyuta taşımıştır.

Kısaca liberal yaklaşımlar, tüketime dayalı bir ekonomiye sahip olan ABD'de tüketicileri daha fazla harcamaya özendiren politikalar, kredi genişlemesi ve türev piyasaların büyümesine göz yuman yasal ve idari yapı, türev ürünler aracılığıyla riskin uluslar arası piyasalara kontrolsüz bir şekilde yayılmasını önlemede yetersiz kalan küresel finansal yapı, konut finansman sistemi içinde yer alan tarafların aşırı getiri arayışlarına bağlı hataları, kredi derecelendirme kuruluşlarının riskleri tespit etme ve bu konuda kamuoyunu bilgilendirme ihmalleri, yetkililerin krize yönelik belirtileri hafife almaları kriz için gerekli ortamı hazırlamıştır.

Hazır ortamda oluşan konut balonu ve kredi kalitesinin bozulmasıyla başlangıçta konut (mortgage) kredi sisteminde yaşanan kriz takip eden süreçte türev ürünler, şeffaflık eksikliği, finansal raporlama sisteminde yaşanan sorunlar finansal kuruluşların fonlama sıkıntısına girmeleriyle likidite krizine ve uluslar arası boyutta işlem yapan finansal kuruluşların karşılıklı ilişkileriyle oluşan bağlar nedeniyle tüm finansal sistemi etkileyen bir küresel finansal krize dönüşmüştür. Mortgage kredi krizinin likidite krizine dönüşüm süreci Tablo 1'de verilmiştir.

Konut sektöründe yanlış ve aşırı kredi dağılımının diğer ekonomik dengesizliklerle birleşmesiyle reel sektörü de etkileyerek dünya ekonomisine yayılan

---

\*Nouriel Roubini konut fiyatlarının düşmeye başladığı dönemde; 7 Eylül 2006'da, küresel finansal sistemi sarsarak durma noktasına getirecek bir krizin yaklaşmakta olduğu uyarısı yapmış ancak Roubini'nin öngörüsü yetkililerce ciddiye alınmamıştır (Roubini ve Mihm, 2012:9-10).

küresel finansal kriz üzerine literatürde çok sayıda görüş\* bulunmaktadır. Batirel (2008:1) “krizin yüksek riskli konut kredilerine bağlı bir uluslararası bankacılık krizi olduğunu, Avrupa (başta İngiltere), Kanada, Japonya ve diğer ülke piyasalarına bunalım ve istikrarsızlık olarak yansıdığını, bu istikrarsızlığın temel ekonomik göstergelerinin; 2008 ve 2009’da düşen büyüme hızları ve artan enflasyonist eğilimler” olduğunu belirtmektedir.

Tablo 1. Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci

2007 Temmuz	2007 Ağustos	2007 Eylül	2007/C4 ve Sonrası
<p><b>Subprime/Kredi Krizi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılmamasıyla şoka girdi</li> <li>• Subprime kredilerine dayalı finansal ürünler tekrar değerlendirildi</li> <li>• Yüksek profilli olan yatırımcılar zarar kaydetti</li> <li>• Yatırımcılar risk ten kaçınmaya başladı</li> <li>• Kredi riskleri yeniden fiyatlandı</li> <li>• Yatırımcılar nakit varlıklarını sattı</li> </ul>	<p><b>Likidite Krizi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• İlk kredi sorunları sonuçlarını göstermeye başladı</li> <li>• Risk iştahı azaldı</li> <li>• Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonusu almakta isteksiz davrandı</li> <li>• Kısa vadeli finansman talepleri oluştu</li> <li>• Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başladı</li> <li>• 3 aylık LIBOR oranları yükseldi</li> <li>• Borçlanma maliyetleri etkilendi</li> </ul>	<p><b>Kredi ve Likidite Krizi Devam Ediyor</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Likidite açığı devam etti</li> <li>• Bankalar hala kısa vadeli borçlanmaya devam etti ve dönem faizlerini yükseltti</li> <li>• Yeni kredi kullanıcıları için koşullar sıkılaştırıldı</li> <li>• Avrupa Merkez Bankası, FED ve BoE gecikmeli olarak acil likidite sağladı</li> <li>• FED faizleri %0,5 puan indirdi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Yüksek dönem faizleri</li> <li>• Spekülatif davranışlar kredi kullanıcıları olumsuz etkiledi</li> <li>• Tüketiciden kaynaklı riskler azaldı</li> <li>• Merkez bankası yardımlarını tahmin etmek kolaylaştı</li> </ul>

Kaynak: Davidson, Weaver, Akt. Demir ve diğ., 2008:1

Nouriel Roubini’e göre (Roubini ve Mihm, 2012:99); yüksek riskli menkul değerler piyasasındaki stresi ölçen ABX endeksinin 2007 yılı boyunca düşüşü nedeniyle ABD bankalarının riskten kaçınma amaçlı şüpheli teminatlar karşılığında borç vermeyi reddetmeye başladıkları 2007 ilkbaharı krizin ana dönüm noktasıdır. “2008 Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Paul Krugman’ın\*da aralarında olduğu çoğu araştırmacı ise krizin 2007’nin ikinci yarısının başlarında patlak verdiğini dile getirmiştir” (Deniz, 2013:105). “Ancak krizin ciddiyeti 2008’de Lehman Broders’in iflasıyla anlaşılmiş ve krizin patlak verdiği an olarak kabul edilmiştir” (Eğilmez, 2009a:68). Krizle birlikte finans sektöründe başıboşluğa yol açan liberalleşme ve

\*Bakınız, Blanchard, 2009; Romer, 2009; Krugman, 2009; Soros, 2008; Blankenburg-Palma, 2009; Galbraith, 2008; Crotty, 2009; Perez, 2009; Morgan, 2009; Wade, 2009; Roubini, 2012 (Bocutoğlu, 2010:7).

\* Krugman krizin çıkış tarihi olarak PNB Paribas’ın üç yatırım fonunun işleyişini durdurduğu 9 Ağustos 2007’yi göstermektedir (Deniz, 2013:105).

deregülasyon uygulamaları tartışılmaya başlanmış, devletin ekonomiye müdahalesi ve regülasyon ihtiyacı ön plana çıkmıştır.

“Uluslar arası finansal kuruluşlar ve literatürde; şeffaflık sorunu, finansal raporlama sistemi sorunları, yüksek riskli mortgage kredilerinde artış ve kredi kalitesinin bozulması, konut balonu, menkul kıymetleştirme ve türevlerde küresel artış, menkul kıymet fonlama sıkıntıları krizin temel nedenleri olarak görülmüş ve bu nedenlerin birtakım zayıflıklar, eksiklikler, ihmaller, yetersizlikler ve yanlışlıklar ve hatalar sonucu geliştiği ifade edilmiştir” (IMF, 2009a; G20 Declaration, 2008; Demir ve diğ., 2008; Durmuş, 2010; Eğilmez, 2011; Özsoylu ve diğ. 2010; Roubini ve Mihm, 2012) . Çalışmada 2008 finansal krizinin nedenlerini hazırlayan zayıflıklar, yetersizlikler, eksiklikler, ihmaller ve yanlışlıklar krizin kökeninde yatan hatalar olarak adlandırılarak; küresel kökenli, politik kökenli, mortgage tarafları kökenli ve yasal ve idari yapı kökenli hatalar olarak sınıflandırılmıştır. Bu bölümde sözkonusu hatalar ve hatalar sonucunda oluşarak krizi ortaya çıkaran nedenler detaylı olarak incelenecektir.

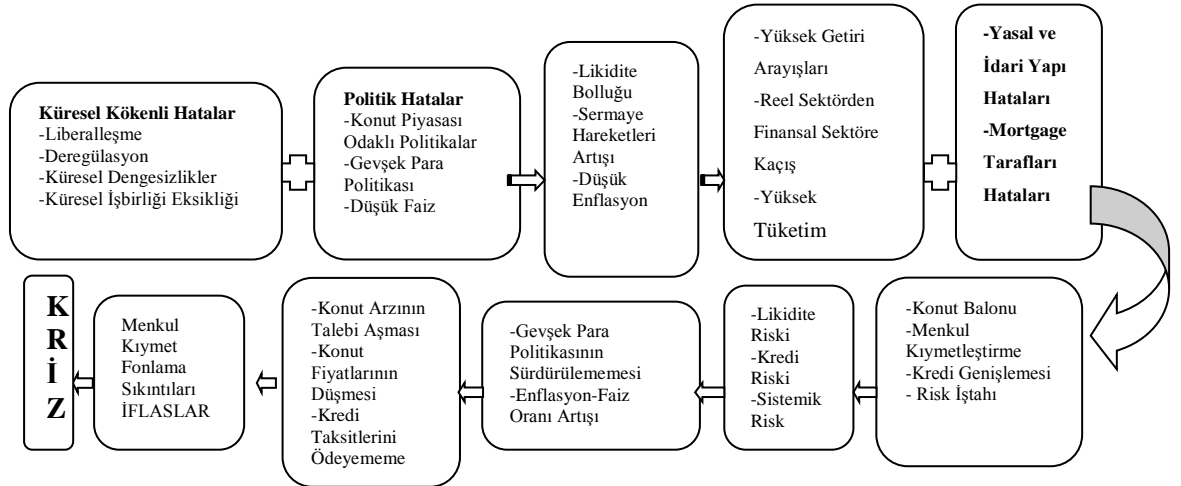
### **2.1. 2008 Küresel Finansal Krizinin Kökeninde Yatan Hatalar**

Krizler; krizleri yaratan etkenlerin uygun bir ortamda gelişmesi, bu ortamı değerlendirmede ve önlemede karar alıcıların ihmalleri, yanlışları ve/veya bilgilerinin eksik ve yetersiz kalması sonucu ortaya çıkarlar. 2008 finansal krizi de benzer etkenlerin gelişmesiyle şekillenmiştir. Muhtemel krizleri ortaya çıkarabilecek etkenlerin oluşmadan önlenmesinde karar alıcılara katkı sağlamak ve tezin üçüncü bölümünde detaylı olarak açıklanacak olan önlemleri değerlendirilebilmek için tarihin en karmaşık nitelikli krizinin kökeninde yatan hataların anlaşılması gerekmektedir. “Çünkü bir hata başka pek çok hatayı doğurur ve hataların türevlerini önlemenin en iyi yolu buna neden olabilecek ilk hatayı durdurmaktır” (Roubini ve Mihm, 2012:96).

Krizin kökenine inildiğinde, krize ortam hazırlayan hataların küresel finansal sistemden kaynaklanan ve sistemi değişime zorlayan gelişmeler ile bu süreçte uygulanan ekonomi politikaları ve ekonomik aktörlerin bu politikalarla bağlantılı davranışları olduğu görülmektedir. “1970’li yılların enerji şoklarına verilen tepkilerin

uzun vadeli bir sonucu olarak belirginleşen, 1990'lı yıllarda kendini iyice hissettiren yeni ekonomi trendi\* 2000'li yıllardaki gelişmeleri belirleyen bir damar olmuş, uygulanan genişletici para politikaları da krize giden sürecin pimini çekmiştir” (MÜSİAD, 2009:27-28). Bu gelişmelerle başlayan ve aşağıda detaylandırılacak olan hataların her biri krizi ortaya çıkaran nedenlerden en az birinin oluşmasına ortam hazırlamıştır. Örneğin genişletici para politikaları “konut fiyatlarının 1997-2005 yılları arasında ABD’de %73, İspanya’da %145, Avustralya’da %114 ve İngiltere’de %100 oranında artmasına” (Roubini ve Mihm, 2012:135, Demir ve diğ. 2009:39) ve konut balonunun oluşmasına; deregülasyon tercihleri “originate and distribute” (oluştur ve dağıt) bankacılık modelinin ortaya çıkmasına, menkul kıymetleştirmenin yaygınlaşmasına ve yüksek riskler alınmasına etken olmuştur.

Bu çalışmada yeniliklerin ve değişimlerin kaçınılmaz ve gerekli olduğu kabul edilmekle beraber; söz konusu yenilik ve değişimlere ilişkin karar alıcıların hatalarının krize yol açan nedenleri ortaya çıkardığı, gerek krizin kökeninde yatan hataların gerekse krizin nedenlerinin birbirlerini etkiledikleri kabul edilmek şartıyla kriz ortamının bu hataların birleşmesiyle oluştuğu düşünülmektedir. Krizi hazırlayan hatalar ile sonuçları Şekil 1’de özetlenmiştir ve bu bölümün alt başlıklarında detaylandırılacaktır.



Şekil 1. Krize Giden Yolda Hatalar ve Sonuçları, Yazar tarafından hazırlanmıştır.

\* Yeni Ekonomi; iletişim, bilgi ve kontrol sistemleri teknolojisinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak hızlı veri aktarımını ve işlenmesini mümkün kılan; üretimin lokal olmaktan çıkarak küresel ölçekte girift bir nitelik kazandığı sürecin adıdır. Bilişimin üretim ve hizmet sektörlerine adapte edilmesiyle büyük bir verimlilik artışı yaşanmış, maliyetler düşerken nispi olarak gelirler de artmıştır. Artan gelirler dünyanın bazı yerlerinde tasarrufa ve yatırıma kanalize edilirken bazı yerlerinde daha çok tüketime dönüşmüştür. Bu gelişmeler sonucunda parasal kaynaklar eşit olmayan bir tarzda ve büyük hacimde artmış ve gidecek yerler aramaya başlamıştır (MÜSİAD, 2009:27).

Detaylara geçmeden önce krizin odağındaki hatanın; finansal piyasalara yönelen fonlarla ilgili tüm karar alıcı taraflara ait ortak hata niteliğindeki yüksek getiri arayışıyla finansal piyasaların doğasında olan risklerin\* göz ardı edilmesi olduğu, hatalar küresel ölçekte gözlemlenmiş olmakla beraber krizin başladığı ülke olması, dünya ekonomisine hakimiyeti ve finansal sitemin merkezi durumuna gelmiş olması nedeniyle açıklamaların ABD üzerinde yoğunlaştığı belirtilmelidir.

### **2.1.1. Küresel kökenli hatalar**

Dünya ekonomisine hakim liberal ekonomilerin deregülasyon sürecine girmesiyle piyasalara müdahale etmemek adına sermaye hareketleri üzerindeki denetim mekanizmalarının gevşetilmesi finansal piyasaları aşırı ve kontrolsüz bir rekabet içine sokmuştur. 1970’lerden 2008 krizine kadar geçen yıllarda Japonya, Çin, Almanya, Asya’nın yükselen ekonomileri ve petrol ihraç eden ülkelerin tasarruflarının ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelere yönelmesi sonucunda ülkeler arasındaki tasarruf ve tüketim dengesizlikleri belirgin boyutlara ulaşmıştır. Bu süreçte küresel düzeyde finansal sistemin denetimi ve ekonomik politikaların koordinasyonunu sağlamada küresel finansal yapının yetersiz kalması da krize ortam hazırlayan tüm diğer hataları cazip kılmış ve küreselleşmesine neden olmuştur.

#### **2.1.1.1. Liberalleşme**

Liberalleşme; ülkelerin aldıkları kararlarla, döviz, sermaye, mal ve hizmet akımları ve üretim faaliyetleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması veya azaltılmasıdır. “Sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarruflarının yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan ülkelere, yüksek getirili yatırımlara

---

\*Finansal kurumların fon arz ve talebi arasındaki aracılık fonksiyonu sürecinde oluşabilecek her türlü olumsuzluk kurumları ve piyasayı etkileyebilmektedir. Sözlük anlamı zarara uğrama ihtimali olan risk finansal piyasalarda birkaç şekilde ortaya çıkabilmektedir: kredi riski; borçlunun yükümlülüklerini karşılayamaması, likidite riski; nakde ihtiyaç duyulduğunda varlıkların satılamaması veya çok yüksek zararla satılması, piyasa riski; finansal varlıkların piyasa hareketlerinden dolayı zararla karşılaşma olasılığı, operasyon riski; finansal kurumun çeşitli nedenlerle başarısız olması nedeniyle meydana gelebilecek zarar, sistemik risk; sistemin bir üyesinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi veya sistemde ortaya çıkan bir kesinti nedeniyle sistemin diğer üyelerinin de süresi geldiğinde yükümlülüklerini yerine getirememesidir, ülke riski; bir ülkede ekonomik, politik ve düzenleme risklerinin bileşimidir. Bunların dışında yasal risk ve itibar riski de söz konusudur (Yavuzarslan, 2011:21, Şimşek, 2010:115).



yöneleceği, piyasaların daha verimli çalışacağı ve tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olacağını savunan liberal politikalarla” ( İnsel ve Sungur, 2003:4) birlikte dünya genelinde mal, hizmet ve para piyasalarının bütünleşmesi sağlanmış, sınır ötesi karşılıklı bağımlılık artmış ve küreselleşme hız kazanmıştır” (Akman, 2010:250, Gedikli, 2009:12-22). Krizi hazırlayan ortam da ekonomik sistemde meydana gelen bu liberal değişikliklerle oluşmaya başlamıştır.

“1929 Ekonomik Buhranı sonrasında benimsenen ve 1960’lı yılların sonlarına kadar ülkeleri istikrar bozucu dış şoklardan koruyan devlet müdahaleciliği; 1971 yılında Bretton Woods Anlaşmasının bozulması, 1973’te petrol ihraç eden ülkelerin (OPEC) petrol fiyatlarını dört kat arttırması ve Amerika’nın Vietnam yenilgisiyle tetiklenen ekonomik durgunlukla terkedilmiş, bu durgunluk neoliberal yeniden yapılanma ve finansallaşma yoluyla çözülmeye çalışılmıştır. Gelişmiş ülkelerin çoğu 1970 ve 1980’lerde, gelişmekte olan ülkelere 1980’li yılların ikinci yarısında sermaye kontrollerini kaldırmış, aynı dönemde petrol ihraç eden ülkelerde likidite bolluğu oluşmuş, üretim küreselleşmiş-artmış, yeni sanayileşen ülkelerin etkisiyle rekabet hızlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda meydana gelen kaymalar gelişmiş ülkelerdeki reel ekonomik faaliyetlerin kârlarını azaltmış, sermaye reel sektörden finansal piyasalara kaymış ve son derece riskli finansal varlıklar bilançolara girmiştir. Borsa, tahvil, hisse senedi piyasaları hacmi ve finans piyasalarından elde edilen kârlar genel olarak yükselmesine rağmen üretim sektörünün kârlılığı finans sektörünün kârlılığının gerisinde kalmış sermaye akımlarının bazı ülkelerde sağladığı büyüme oranları kalıcı olmamış tersine bu ekonomilerin kırılmalıklarını ve kriz üretme potansiyellerini arttırmıştır” (Güler, 2010, Şahinöz, 2013:8, Kalaycı ve diğ., 2010:8-10, Köse, 2012:95, Ergül, 2012:21, Özmen, 2011:17).

Liberalleşmenin 2008 krizine etkisini netleştirmek istediğimizde krizin nedenlerini birkaç yolla tetiklediği görülmektedir. “Küresel sermaye ABD’de likidite bolluğu yaratarak risk primlerini ve faiz oranlarını düşürüp kredi genişlemesine ve varlık fiyatlarında hızlı artışlara neden olarak konut balonunun oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bunun yanı sıra finansal serbestleşme finansal sektör faaliyetlerini cazip hale getirmiş, rekabeti arttırarak riskli kredilerin, şeffaf olmayan ve riskli finansal ürün işlem hacimlerinin devasa boyutlara ulaşmasına, finansal raporların öz niteliklerine aykırı olarak finansal raporlama sürecine müdahalelerle finansal bilgi

manipölasyonu yaparak ilgililere gerçeğe uygun olmayan bilgi sunulmasına etken olmuş riskleri yaygınlaştırarak kırılganlıkları arttırmıştır” (Arı, 2014:71, Şahinöz, 2013:9, Taşar, 2009a:179, Roubini ve Mihm, 1012:38).

Öte yandan liberalleşme; “kolay kredi koşulları ve varlık fiyatlarında artış servet etkisi yaratarak tüketicilerin tasarruf oranlarında düşüş-borçlanma oranlarında artışlara, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması finansal sistemin denetimsizliğine, ulusal otoritelerin ekonomik ve politik kararlarından finansal kuruluşların riskleri göz ardı etmesine, küresel dengesizliklere kadar finansal sistemi diğer hatalara da açık hale getirmiş, 2008 kriznin küreselleşmesini hızlandırmıştır” (Gedikli, 2009:24-27, Roubini ve Mihm, 2012:41, Özmen ve Yalçın, 2007:2).

1970’lerdeki petrol şokları, 1970-80 yıllarında Latin Amerika Krizleri, 1995-95 Meksika Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1994, 1998, 2001 Türkiye krizleri düşünüldüğünde liberal politikalar sonrası krizlerin giderek sıklaştığı ve bu ekonomik modelin sürdürülemez olduğu açıktır. İstikrarlı bir ekonomi oluşumu için devlet müdahalesi ve regülasyonlara ağırlık verilmesi gerektiği görülmektedir. Fakat dış kaynak gereksinimi duyan ülkeler de göz önüne alındığında hangi alanlara, nasıl ve ne ölçüde müdahale edileceği önem kazanmakta, müdahalelerin risk iştahını azaltıcı ve küresel ölçekte tanımlanması gerekmektedir.

#### **2.1.1.2. Deregülasyon**

Deregülasyonun (düzenleme ve denetim eksikliği) 2008 krizine etkisini açıklamadan önce regülasyon (düzenleme) ve denetim kavramları ve aralarındaki ilişkiden bahsedilmesi gerekmektedir. Sözlük anlamı itibariyle düzenleme, ayarlama olarak ifade edilen regülasyon kavramı resmi otoriteler ve kurumlar arası ilişkileri düzenleme boyutunda hukuki kuralları ve müeyyideleri de kapsayıcı bir nitelik kazanmaktadır. “Finansal regülasyon ise finans sektöründeki faaliyet ve süreçlerin müeyyide oluşturma imkanına sahip otorite veya mekanizma tarafından oluşturulacak kurallar, telkinler, kısıtlar veya teşvikler yoluyla denetim altına alınması, şekillendirilmesi veya yönlendirilmesi olarak tanımlanabilir (Taşar, 2009a:149). “Finansal sistem içerisindeki kurum ve kişilerin düzenlenen kurallara uydukları, yasal otoritelerce de kurallara uyumun kontrol edildiği varsayıldığı için

düzenleme-denetim kavramları içiçe geçmiştir. Deregülasyon ise yasal düzenleme ve denetimlerin azalması, gevşetilmesi veya kaldırılması anlamında kullanılmaktadır” (Tiryaki, 2012:97-98, Hiç, 2009:1, Akman, 2010:253).

“Uluslararası piyasalarda yaşanan finansal liberalizasyon sürecinin sonucunda finansal piyasaların ortaya çıkardığı olanaklardan yararlanabilmek için dünya çapında kuralsızlaştırma (deregülasyon), kuralları gevşetme, kaldırma, düzensizleştirme dalgası başlamıştır” (Adda 2001, Akt., Tuncel, 2010 :5). “Örneğin 1982 yılında ABD’de Garn-St. Germain Yasası çıkarılarak mevduat bankacılığı dışındaki finans kuruluşlarının serbestleştirilmesi, 1989 Washington Uzlaşması ile dış ticarete ve finansal sistemde tüm kısıtlamaların kaldırılması, 1991 yılında SEC ve FASB tarafından onaylanan muhasebe kuralları sayesinde menkul kıymetlerin çok geniş yelpazedeki yatırımcılara alım-satımına imkan tanınması, ABD’de bankacılık sektörü üzerinde ağır devlet denetimi getiren Glass-Seagal Yasası’nı yumuşatan 1999 tarihli Gramm-Leach-Bliley Yasası finansal piyasaların daha az denetlenmesine yol açmıştır” (Taşar, 2009b:86, Tuncel, 2010 :19, Akman, 2010:254-256, Demirbaş, 2013:35, Güzel, 2009:58, TEPAV, t.y.:2).

Daha az ve daha basit düzenlemelerin piyasalarda daha süratli hareket edilmesine dolayısıyla verimliliğe katkı sağlaması beklenirken deregülasyon; türev ürünlerin yaratılmasını ve dağıtılmasını hızlandırmak, finansal sistemdeki tüm aktörleri aşırı riskli faaliyetlere yönelterek kredi ve konut balonlarını tetiklemek, finansal raporlama ve şeffaflıktan uzak uygulamaları cesaretlendirmek suretiyle krizin ilk elden nedenlerini doğurmuş finansal piyasaları fonlama sıkıntılarına götüren ortamı hazırlamıştır.

“Kriz; düzenlemeci yaklaşımları haklı çıkaran bir akımı beraberinde getirmiş Mishkin de finansal sisteme düzenleme ve denetim yoluyla devlet müdahalesinin kaçınılmaz olduğunu belirtmiştir” (Arı, 2014:70, Taşar, 2009b:86-87, Tiryaki, 2012:113).

### **2.1.1.3. Küresel işbirliği eksikliği**

Küreselleşen dünyada krizleri önleyebilmek; kıt kaynakların etkin kullanımını ve etkin bölüşümünü zorunlu kılmaktadır. Bunun içinse ülkelerin para ve maliye

politikaları arasında eşgüdüm, yurtiçi ve dışındaki düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar arasında etkin bir işbirliği, zorunlu, bağlayıcı, esnek ve dinamik standartlarla bu koordinasyonu sağlayacak bağımsız uluslararası bir finansal mimarinin oluşturulması gerekmektedir.

Ancak kriz öncesi süreçte uygulanan liberal politikalar sonucunda dünya ekonomik sisteminin giderek artan bir düzeyde entegre oluşu göz ardı edilerek her ülkenin sermayeyi ülke içinde tutmayı amaçlayan, birbirinden bağımsız para ve maliye politikaları uygulamaları, bankacılık ve finansal faaliyetlerle ilgili birbirinden farklı düzenlemelere sahip olmaları uluslar arası işbirliğini engellemiş, sermaye hareketleri finansal faaliyet alanına yönelik düzenlemeleri daha esnek olan ülkelere yönelmiştir. Bu durumun barındırdığı sistemik riskler tek tek ülkeleri ve uluslararası finansal istikrarı zaafa uğratmıştır.

Sermaye hareketlerini çekme hedefi ve etkilerinin yanı sıra “bilgi-işlem alanındaki ilerlemeler ve finansal araçların gelişmesi finansal kurumlar arasındaki farklılıkları belirsiz hale getirmiş, küreselleşmeyle birlikte coğrafi sınırların ortadan kalkmasıyla ulusal ölçekli regülasyon uygulamaları zorlaşmış, ulusal ölçekteki muhasebe politikaları, şeffaflık, sermaye ve kaldıraç gibi konularda düzenleme farklılıkları ortaya çıkmış ancak sektörün yeni yapısının taşıdığı riskleri gidermeye yönelik ulusal ve uluslararası düzenlemeler oluşturulamamış, ülkelerin münferit uygulamalarında bütünlük sağlanamamıştır” (Tiryaki, 2012:65, Taşar, 2009a:152).

Uluslararası sermaye hareketlerinin küresel düzeyde düzenleme, denetim ve koordinasyonundan sorumlu kurumların (IMF, FSB, BIS, IOSCO, IAIS vs) yetersizliği ve yatırımcılar açısından finansal ürünlerde karmaşıklık boyutu da düşünüldüğünde spekülative sermaye hareketleri küresel finansal riskleri artırarak devam etmiştir. Anlaşıldığı gibi küresel işbirliği eksikliği; şeffaflık ve finansal raporlama sorunları, türev ürünlerin artışı, balonlar ve ani sermaye çıkışlarıyla fonlama sıkıntılarına kadar finansal dengesizlikler yaratan spekülative sermaye hareketleri yoluyla krize etkisinin yanı sıra krizin tüm dünyaya yayılma potansiyelini de arttırmıştır.

“2008 krizi, uluslar arası finans sisteminin girift, sağlıklı işleyiş açısından yetersiz olduğunu, sistemik riskler barındırdığını gözler önüne sermiştir, küresel

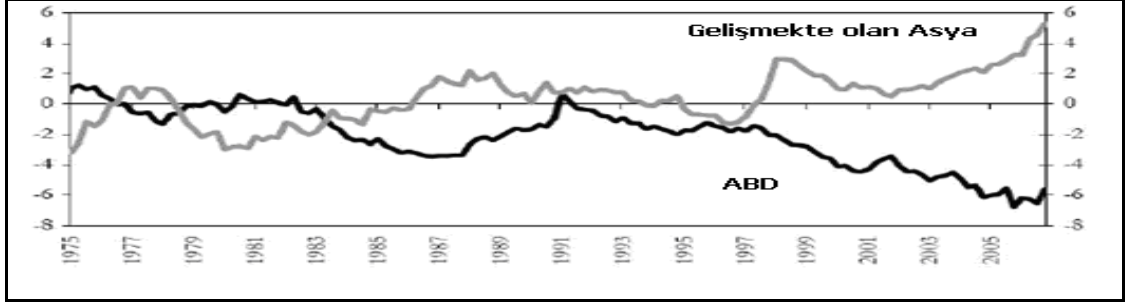
finansal piyasaların ve kurumların yeniden düzenlenmesi ve yapılandırılması yönünde ortak görüş oluşmuştur” (Kaygısız, 2008:ii, Türk, 2014:147).

#### **2.1.1.4. Küresel dengesizlikler**

Çalışmada küresel dengesizlikler terimi; reel ve finansal sektör işlem hacminin finansal sektör lehine değişmesini ve Çin, Asya ülkeleri, petrol ihraç eden ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki tasarruf açığı ve fazlalıklarının sürdürülemez boyutlara ulaşmasını ifade etmektedir. “1970’li yılların ekonomik durgunluğundan üretim, ticaret ve finansal alanlarda serbestleşmeyle çıkılabileceği fikriyle sermayenin dolaşımının önündeki engelleri kaldıran yasalar hazırlanmış, reel kesimde azalan kârlar finansallaşma yoluyla sürdürülmeye çalışılmış, spekülasyon fonlar borsalarda tırmanışa geçmiş, gelişmiş ülkelerde soyut ve karmaşık finansal ürünlere yatırım cazip hale gelmiştir. Aynı zamanda çok uluslu şirketlerin karlarını Çin ve Asya ülkelerinin ucuz emek maliyetleriyle yükseltmeye çalışması bu bölgelerdeki üretken kapasiteyi olağanüstü artırarak gelişmekte olan/yükselen ekonomilerde tasarruf-likidite bolluğu ve dünya hasılasının paylaşımında ülkeler arasında dengesizlikler ortaya çıkarmış, oluşan likiditenin gelişmiş ülkelere transferi krize giden süreçte etkili olmuştur” (Güler, 2010:32, Özmen, 2011:13, Çolak ve Öztürkler, 2012:3, Aytekin, 2010:409).

“1970’lerden günümüze gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan likidite bolluğu; bu ülkelerin düşük tüketim-yüksek tasarruf ve gelişmiş ülkelerin yüksek tüketim-düşük tasarruf eğilimiyle şekillenerek ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde sürekli artan cari açıklar diğer ülkelerde ise cari fazlalıklara yol açarak önemli bir dengesizlik unsuru olmuştur. Örneğin, krizin ortaya çıktığı ülke olan ABD’nin 1996 yılı cari açığı 120 milyar dolar iken, 2004’ten bu yana 500 milyar doların üzerinde seyretmiş 2005’te 791,5 milyar dolar olan cari açık kriz öncesinde 2006 yılında 812 milyar dolara çıkmıştır. Asya ülkeleri ise ekonomik büyümeye devam ederek ABD başta olmak üzere sanayileşmiş ülkelerde yüksek büyüme ve düşük enflasyon illüzyonu oluşturmuş, ithal ürünler sayesinde enflasyon düşük tutulabilmiş ve tüketiciler olanaklarının üzerinde bir yaşam sürdürmüş, kamu borçları yurtdışı yatırımcıların fonlarıyla finanse edilmiştir” (Çolak ve Öztürkler, 2012:18, Güler,

2010:34, Öz, 2009a:1, Kalaycı ve diğ., 2010:9, Roubini ve Mihm, 2012:266, T.C. Şikago Başkonsolosluğu Ticaret Ateşeliği, t.y.:3, Yalçınar, 2007:9).



Grafik 1. ABD ve Asya Ülkeleri Cari Hesap Dengesizlikleri (GSYİH Yüzdesi Olarak, 1975Q1-2006Q4)

Kaynak: Bracke ve Fidora, Akt., Akman, 2010:302

Grafik 1’de yer alan veriler de gösterdiği gibi 1991 yılından krize kadar geçen sürede küresel dengesizlikler artarak devam etmiş, önlem alınmamış ve krizin nedenlerine dönüşmüştür. Gelişmiş ülkelere yönelik fonlar; düşük enflasyon ve düşük faiz ortamında kredi genişlemesi ve varlık balonları yaratmış, menkul kıymet yatırımları aracılığıyla riskler dünya geneline yayılmış, kriz patlak verdiğinde piyasaların gerçekleştirdiği düzeltme hareketi ise ani ve yüksek miktarda fiyat hareketlerine sebebiyet vererek fonlama sıkıntıları yaratmıştır.

### 2.1.2. Politik kökenli hatalar

Çalışmada; ABD’nin krize ortam hazırlayan politik kararlara dayalı hataları; ilki aşırı borçlanma ve finansal risk almanın önünü açan finansal serbestleşmeye yönelik yasalar, ikincisi konut balonu ve kredi kalitesinin bozucu etkilere yol açan Ulusal Konut Sahipliği Stratejisi (National Homeownership Strategy-NHS), üçüncüsü cari açık problemi, konut balonu ve kredi kalitesinin bozulmasını besleyen aşırı gevşek para ve bütçe politikaları ve son olarak da yüksek kaldıraç ve ahlâki tehlikeye yol açan FED nihai kredi mercii kararları olarak dört açıdan ele alınmıştır.

“ABD’de 1934 yılından küresel krizin başladığı 2007 yılına kadar yaklaşık yetmişbeş yıl bankacılık paniği, sistemik bir bankacılık krizi yaşanmamış, “büyük yatışma/büyük sakinlik/sakinlik paradoksu (great moderation)” denilen bu dönem bankacılık paniklerinin adeta geçmişe ait bir görüntü olduğu izlenimi doğurmuştur”

(Tiryaki, 2012:2). Bu izlenimin oluşturduğu güvenle bankacılık sektörüne yönelik düzenlemeler optimal düzeyinin altına doğru esnetilmiştir.

“1980 yılında çıkarılan Tasarruf ve Mevduat Kurumları Deregülasyon ve Parasal Kontrol Yasası ile mevduatlara faiz tavan oranının belirlenmesi piyasa rekabet koşullarının eline bırakılmıştır. 1982’de Reagan döneminde çıkarılan, finansal serbestiyi ve denetimin kaldırılmasını amaçlayan ve krizin sorumlusu olarak görülen St. Germain Yasasıyla klasik mevduat bankacılığı dışındaki finansal kuruluşlar üzerindeki düzenleme ve sınırlamaların kaldırılması ise hane halklarının aşırı borçlanmalarına ve kötü yönetim uygulamalarına ortam hazırlamıştır. 1999 yılında çıkarılan Gramm-Leach-Bliley Yasası ile yatırım ve ticari bankacılık faaliyetleri ayrımının ortadan kaldırılarak ticari bankaların yatırım bankacılığı faaliyetleri yapmasına izin verilmesi türev ürünlerin artışını tetikleyen bir gelişme olmuştur. Nisan 2004’de SEC’in aldığı bir kararla yatırım bankalarının borçlanmalarına imkan verilmesi yüksek kaldıracın yolunu açmıştır” (Yavuzarslan, 2011:44, Doruk, 2014:35, Krugman, Akt. Işık ve Tünen, 2011:12 ) Yıldırım, 2011:282, Blundell ve diğ., Akt., Şahin. 2011:12).

Para ve bütçe politikalarına bakıldığında “finansal serbestleşmenin finansal piyasalara kattığı hız ABD ekonomisinde 2000’li yıllara kadar devam etmiş, ilk yavaşlama 10 Mart 2000’de meydana gelen dot com patlaması ile yaşanmış, 11 Eylül 2001’de gerçekleşen terör saldırılarının etkisiyle ABD’de daha şiddetli hissedilmiştir. Bu durgunluktan kurtulmak için faiz oranlarını indirilmesi uygun bulunmuş, Mayıs 2000 ile Kasım 2001 arasında 11 kez faiz indirimine gidilerek faizler 6,5 seviyesinden 1,75 seviyesine, 2003 Haziran ayında %1’e düşürülmüştür. Küresel likidite bolluğu ve faiz politikaları etkisiyle oluşan ucuz para ortamı hane halkı, firmalar gibi ekonomik birimleri mantık dışı olarak düşük faiz oranlarından yararlanmaya itmiş, kabul edilebilir borçlanma, kabul edilemez ve katlanamaz bir borç haline gelmiştir. Nitekim kredileri normal şartlarda kredi kullanması mümkün olmayan düşük gelir grubuna yönelik olarak genişletmiş; bu suretle hem kredilerin miktarını hem konut balonunu şişirmiş, 2004 yılından itibaren ABD’de enflasyon baskısı yaşanması ve faizlerin yükseltilmesi ise kredi piyasasında daraltıcı bir etki oluşturarak krize ortam hazırlamıştır” (Eğilmez, 2009a:80, Parasız, 2009:46, Demir ve diğ., 2008:3-34, Işık ve Tünen, 2011:13). ABD vatandaşlarının büyük kısmının

faiz oranlarının düşük olduğu dönemde değişken oranlı mortgage kredilerini tercih etmiş olmaları sebebiyle faiz oranlarının yükselmeye başlaması aylık kredi ödemelerini yükseltmiş ve geri dönmeyen mortgage kredileri krize giden yolu açmıştır.

“Öte yandan düşük faiz oranları ve ucuz ithal malları ABD’de enflasyonu maskeleymiş, tüketicilerin yüksek tüketim-düşük tasarruf eğilimleri, ABD hükümetlerinin askeri harcamaları, Çin ekonomisinin gelişmesi ile petrol ve diğer hammadde fiyatlarının artması Amerika’nın dış ticaret açığının yükselmesine zemin hazırlamıştır” (Hiç, 2009:58, Işık ve Tünen, 2011:13). ABD hükümetleri reel üretimi Çin’e bırakırken, krizin en önemli nedenleri arasında gösterilen türev ürünlerin giderek artmasına göz yummuştur.

“ABD’de 1994’te Başkan Clinton dönemine geliştirilmeye başlanan Ulusal Konut Sahipliği Stratejisi de 2008 krizini hazırlayan önemli hatalardandır. 2001 sonrasında George W. Bush da ulusal çapta dar gelirli ailelerle azınlıkların konut edinmesini sağlayan sosyal politika anlayışını benimsemiş, 2003 yılında Amerikan Rüyası Peşin Ödeme Fonu Kanununu imzalamıştır. Konut sahibi olmayı kolaylaştıran kamu politikalarının etkisiyle borç verenlerden inşaatçılara, özel kesimden kamuya kadar tüm kesimlerin doğrudan veya dolaylı uygulamaları konut balonunun oluşmasına, mortgage kredilerinin artmasına, düşük gelir gruplarının borçlanmasına, dolayısıyla bu kredi borçlarına dayalı menkul kıymetlerin yaygınlaşmasına yol açmıştır” (Demir ve diğ., 2008:16, Demirbaş, 2013:19).

“ABD mortgage sisteminde devlet destekli Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae gibi kamu kurumlarının kredi sigortası ve finansman güvencesi vermeleri, iflas eden bankaları devralan veya destekleyen Federal Mevduat Sigorta Kuruluşu (FDIC)’in varlığı finans kurumlarında iflas etmeleri halinde kurtarılacakları beklentisini oluşturmuştur. Bunların yanı sıra finansal sektörün istikrarını sürdürmek için FED’in son kredi mercii olarak rol alacağını düşünmeleri ABD finansal sisteminde suistimalleri, ihtiyatsızlığı teşvik etmiş, risk almalarına, yüksek kaldıraçla çalışmalarına ortam hazırlamış, ahlâki bozulma yaratmıştır” (Yıldırım, 2011:279, Roubini ve Mihm, 2012:63).

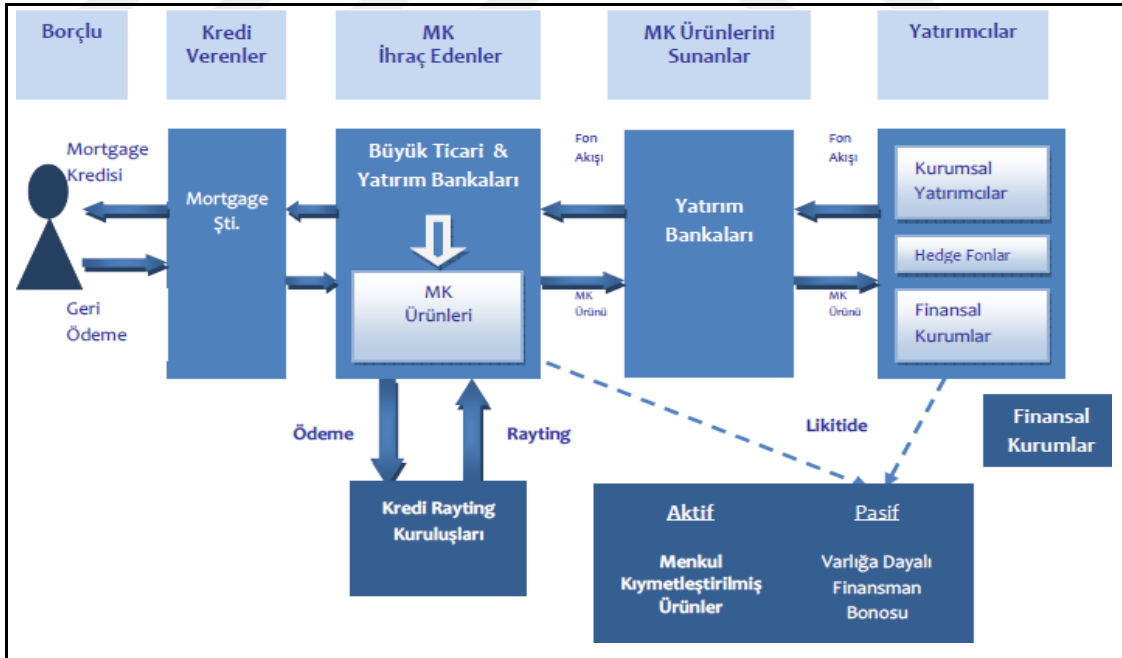
Politik hatalara FED’in kriz öncesinde yapılan uyarıları dikkate almadığını ve gerekli düzenlemeleri yapmadığını da eklemek gerekmektedir. “2006 yılında FED



mortgage piyasasında verilen kredilerin kalitesinin bozulduğunu açıklamış ancak sub-prime kredilere sınırlandırma getirilmesi veya refinansman olanaklarının kredi kullananların aleyhine çevrilmesine yönelik düzenlemeler piyasa koşullarına zarar vereceği endişesiyle yapılmamış, piyasanın kendiliğinden dengeye gelmesi beklenmiş, bu beklenti krizle sonuçlanmıştır” (Demir ve diğ., 2008:6).

### 2.1.3. Mortgage tarafları kökenli hatalar

Sermaye hareketlerinin küresel boyutta yaygınlaşmasıyla gelişen finansal küreselleşmenin ortaya çıkardığı likidite bolluğu tarafların finansal kâr arayışlarının yanında yüksek borçluluk, tüketim ve kredi olgusunun ağırlık kazandığı bir süreci beraberinde getirmiştir. 15 Kasım 2008’de Washington’da toplanan G20 Finansal Pazarlar ve Dünya Ekonomisi zirvesi deklarasyonunda (G20 Declaration, 2008:1) vurgulanan “piyasa katılımcılarının riskleri yeterince değerlendirmeden yüksek getiri arayışına girmeleri” ifadesi krizin kökenindeki hatalardan mortgage (konut kredisi) sistemi içinde yer alan tarafların hatalarını da kapsamaktadır.



Şekil 2. Mortgage Piyasasının İşleyişi, Kaynak: FSA, Akt. Demir ve Diğ., 2008:3

Mortgage sistemi işleyişi ülkeden ülkeye farklılıklar içerebilmekle beraber; mortgage tarafları hataları detaylandırılmadan önce sistemin temel işleyişini kısaca açıklamak faydalı olacaktır. “Mortgage sistemi; gayrimenkulün borcu bitene kadar

rehin verildiği, uzun vadeli borçlanmak suretiyle bir gayrimenkulün alım ve satımını ifade eden konut kredi sistemidir. Mortgage sisteminin temelini, mortgage kredisini almak isteyen kişinin (borçlunun) mortgage kredisini veren finansal kuruma başvuru yapması ve kredi veren finansal kuruluş tarafından başvurusu sahibinin ödeme kabiliyetinin ölçülmesi, düzenlenen sözleşme ve bu kredilere dayalı menkul kıymetleştirme oluşturmaktadır. Borçlu aldığı kredinin anapara+faiz+diğer giderlerini düzenli ödediği süreci mülkten kullanım ve yararlanma hakkına sahiptir. Alacaklı ise borcun ödenmemesi durumunda mülkü satarak ve/veya gelirlerine el koyarak borcun ödenmesini sağlama hakkını elinde tutar. Kredilerin geri ödenmemesi durumunda borçlu mülkü alacaklıya geri vermek zorundadır fakat uğradığı zararlar için dava açma hakkına sahip değildir” (Demir ve diğ., 2008:3, Gümüş, 2009:31-32, Baily ve diğ.,Akt. Deniz, 2013:52). Krizin ABD mortgage piyasasında yaşanan sorunlarla başlaması nedeniyle çalışmada; Şekil 2’de işleyiş görülen ABD mortgage piyasasında yer alan tarafların hataları ele alınmış; borçlular, yatırımcılar ve finansal kuruluşlar olmak üzere üç temel gruba ayrılarak açıklanmıştır.

### **2.1.3.1. Borçlu tarafların hataları**

Mortgage sisteminin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için borçlunun ödemelerini düzenli olarak yerine getirmesi gerektiği bunun sağlanmasının da iki koşulunun bulunduğu açıktır. Öncelikle borçlunun mevcut gelir düzeyi ile ödeyebileceği tutarda ve türde kredi kullanması ikinci olarak da kredi veren tarafın sözleşme imzalanmadan önce kredi başvurusu sahibinin ödeme kabiliyetini doğru bir şekilde ölçmesi gerekmektedir. Bu iki koşuldaki birinde yaşanacak sorunlar sistemin bütününde aksamalara neden olacaktır.

Kriz öncesinde mortgage borçlularının ödeyememe ihtimalini (kredi riski) göz ardı etmiş oldukları görülmektedir. “Mortgage kredileri borçluları konutta oturacakları süre, kredi verenlerin geçmiş, gelirleri doğrultusunda ödemeleri zamanında yapıp yapamayacakları gibi hususları iyi değerlendirip kendileri için en uygun kredi seçeneğini belirlemeleri gerekirken yeterli titizliğı göstermemiş; düşük faiz oranlarını ve hükümetin düşük gelirli ailelere ve azınlıklara konut edinmeyi

teşvik eden politikalarını bir hak veya fırsat olarak görerek yoğun kredi talebinde bulunmuşlardır. Borçluların bu hatalı yaklaşımlarında mortgage kuruluşları ve ticari bankaların kazanç elde etmek amacıyla mortgage sözleşmelerini çekici kılma-satma çabalarının payının olduğunun da mutlaka belirtilmesi gerekir (Demir ve diğ., 2008:4, Durmuş, 2010:134).

Kredi kullanımını cazip hale getiren faktörlerin etkisiyle “pek çok tüketicinin kredilere ilişkin ücret ve masraflar hakkında yeterli bilgi almamaları, faizlerin ileride de düşeceğini düşünerek sabit oranlı mortgage kredileri yerine değişken oranlı konut kredilerine yönelmeleri, normal şartlarda kredi kullanamayan düzenli işi ve mülkü olmayanların dahi (Ninja-No Income No Job or Assets) kredi kullanmış olmaları, finansal kudretlerini tam ve gerçekçi olarak beyan etmemeleri” (Coşkun, 2010a:13, Demir ve diğ., 2008:4, Durmuş, 2010:134, Eğilmez, 2011:67) şeffaflık sorununu ve riskli kredilerin artışı hazırlamıştır.

Borçlu hataları; konut balonu oluşturmak yoluyla da krizin nedenlerine etki yaratmıştır. Kolay kullanılan kredileri tüketiciler konut ihtiyacının dışında kullanmaya başlamış, konut talebi ve buna bağlı olarak konut fiyatları artmıştır. “Tüketiciler konut fiyatları arttıkça zenginleştikleri zannına kapılıp yeni krediler kullanarak yeni konutlar almış, konut barınma aracı olmaktan çıkıp yatırım aracı haline dönüşmüş, bu mülklerin gelecekte daha yüksek bir bedelle satılabileceği düşüncesiyle ikinci hatta üçüncü konutlarını alanlar olmuş, artan konut fiyatları nedeniyle daha fazla kredi kullanabilme imkânına sahip olmuş ve ekstra borçlanarak harcamalarını arttırmışlar. ABD hanehalkı borçlanmalarının GSYİH’ya oranı 1994-2007 yılları arasında yüzde 118’den yüzde 173’e yükselmiştir” (Botz ve diğ., 2008:31, Eğilmez, 2011:67, Eğilmez, 2011:67, Özsoylu ve diğ., 2010:45, Eroğlu, 2010:33, The Economist, 2008).

Tüketici hatalarının krize bir diğer etkisi de mortgage kredilerinin bir sonraki aşamada menkul kıymetlere dönüştürülmesiyle dolaylı olarak gerçekleşmiştir. “Riskli krediler arttıkça taşıdıkları riskler de bu kredilere dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler ve yaratılan yeni araçlar (türev ürünler) vasıtasıyla el değiştirmiş, kredilerin geri ödenmeme riski sistem içindeki üçüncü kişilere aktarılmış ve çığ gibi büyümüştür” (Eğilmez, 2011:68).

Borçluların en önemli hatasının; kriz öncesi dönemde düşüşte olan faiz oranlarının gelecekte de düşeceği zannıyla sabit oranlı mortgage kredileri yerine değişken oranlı mortgage kredileri kullanmış olmalarıdır. Zira değişken oranlı mortgage kredilerinin kullanılmış olması faiz oranlarının yükselmeye başlamasıyla ödeyememe riskini (kredi riski) ortaya çıkarmış ve krizin fitilini ateşlemiştir. Kredilerin geri ödenememesi; mortgage sistemi içinde faaliyet gösteren ve/veya mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan finansal kuruluşları fonlama sıkıntısına sokmuş ve ard arda zararlar açıklamışlardır.

### **2.1.3.2. Mortgage sisteminde yer alan finansal kuruluşların hataları**

2008 krizinin asıl sorumlusu olarak gösterilen finansal kuruluşların hataları mortgage piyasası birincil piyasalarında kredi veren kurumlar, kredi verilmesine aracılık eden danışmanlar, ikincil piyasalarda menkul kıymet ihraç eden kurumlar ve gölge bankacılık sistemi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Söz konusu tarafların hatalarını ortaya koymadan önce sistem içindeki rollerini açıklamak yerinde olacaktır.

“Konut kredisi talep edenlere konutlar için gerekli krediyi veren mortgage bankacılık şirketleri, tasarruf ve kredi kuruluşları, ticari ve tasarruf bankaları, kredi birlikleri, merkezi ve yerel konut finansman kurumları gibi birçok kurum mortgage kredisinin düzenlendiği birincil piyasalarda faaliyette bulunmaktadır. Mortgage sözleşmelerinin yarısı da bankalar ile kredi kullanıcıları arasında komisyon karşılığı aracılık hizmeti sunan danışmanlık kurumları (brokerlar) tarafından düzenlenmektedir. Birincil piyasalarda mortgage kredisi veren kurumların verdikleri konut kredisi alacaklarını satın alarak menkul kıymete dönüştürüp satan finansal kuruluşlar; büyük ticari ve yatırım bankaları, hükümet tarafından desteklenen menkul kıymetleştirme kurumları olan FNMA, FHLMC, GNMA ile diğer garanti ve sigorta sağlayıcı kurumlar VA, FHA veya özel sigorta şirketleri gibi kurumlar ikincil piyasalarda faaliyet gösteren kurumlardır” (Demir ve diğ, 2008:23-27 Haffner Akt., Gümüş, 2009:84, Ercan, 2009:53, Pole Akt., Gümüş, 2009:82).

Kısaca birincil piyasalarda verilen konut kredileri devlet destekli kurumlar veya yatırım bankaları tarafından satın alınarak ikincil piyasada işlem görmesi için menkul kıymete çevrilmekte ve yatırımcılara satılmakta, yatırımcılardan elde edilen

fonlar da krediyi veren kuruma aktarılmaktadır. Satılan menkul kıymetlerin dayalı oldukları ipotek kredisinin faiz ve anapara şeklindeki geri ödemeleri ise menkul kıymet sahiplerine aktarılmaktadır. “Kredilerin bilançolarda tutulması kredinin vadesi süresince aylık geri ödemelerle tahsil edilmesini gerekli kıldığından birincil piyasalarda konut kredisi veren kurumlarca; verilen kredi tutarının vadeyi beklemeden ve topluca geri alınabilmesine imkân sağlaması nedeniyle bu kredilerin ikincil piyasalara satışı veya menkul kıymete dönüştürülmesi tercih edilmiştir” (Önal ve Topaloğlu, 2007:219, Roubini ve Mihm, 2012:71).

“Oluştur ve dağıt olarak isimlendirilen bu finanslama modeli ile kredi veren kurumlar verdikleri kötü ipotek kredilerini menkul kıymet ihraç eden kurumlara, onlar da yatırımcılara atabilme fırsatı olarak görmüş ancak yol açabileceği sorunları göz ardı etmişlerdir” (Roubini ve Mihm, 2012:72). Risklerden ve sorumluluklardan kurtulduklarını düşünen kurumlar kredi standartlarını düşürmüş, kredi talep edenlerin kredi geçmişlerini, gelirlerini ve ücretlerini yeterince araştırmadan kredi taleplerini onaylamış, subprime, Alt-A ve NINJA olarak nitelendirilen kesimlere yüksek riskli ipotek kredileri vermeye devam etmişlerdir. Tek başına bu yaklaşım dahi konut balonu oluşumuna, mortgage kredi kalitesinin bozulmasına, riskli kredilere dayalı menkul kıymetlerin artışına, ödenmeyen kredileri takiben menkul kıymet fonlama sıkıntılarına ortam hazırlamıştır.

“Oluştur dağıt modelinin konut kredilerinin taşıdığı riskleri aracı veya yatırımcılara transfer edebilme olanağı vermesi ikincil piyasa kurumlarının da menkul kıymetleştirme iştahlarını attırmıştır. Öyle ki menkul kıymetleştirme ipotek kredileri ile sınırlı kalmamış, araç kredileri, kredi kartı borçları, hatta öğrenci kredileri dahi menkul kıymete dönüştürülmüş, verilen kalitesiz kredilerin de etkisiyle menkul kıymet ve türev araçlar (getirileri-değerleri bir başka türev araca veya menkul kıymete bağlı olan finansal araçlar) hızlı ve dengesiz bir şekilde büyümüş ve giderek daha karmaşık bir nitelik kazanmıştır” (Demir ve diğ., 2008:6-8, Roubini ve Mihm, 2012:73, Durmuş, 2010:336). “Finansal kuruluşların konut kredilerinden doğan alacaklarının yatırımcının bilançosuna geçmesi riskleri yatırımcıya aktarmıştır fakat bu konudaki abartılı davranışlar şeffaflık, bilgi asimetrisi ve risklerin tespitinde sorunlar yaratmıştır. Riskler gerçekleşip riskleri

kaydileştirdiklerinde ise bilançolarında baskı oluşmuştur, fonlama sıkıntıları doğurmuştur” (Gümüş, 2009:45-46, Demir ve diğ., 2008:5).

“Kredi verme ve menkul kıymetleştirme karşılığında yüksek aracılık ve komisyon geliri elde eden aracı kuruluşlar ve danışmanlık kuruluşları (brokerlar) da riski göz ardı ederek kalitesiz kredi dağıtmaya yönelmiştir” (Demir ve diğ., 2008:7, Roubini ve Mihm, 2012:39).

Riskli kredilerin ödenmemesi ile finansal kuruluşların yüksek kaldıraç oranları konut krizini finansal krize dönüştüren bir etken olmuştur. Minsky’e göre “bir ekonomide kaldıraç ne kadar fazla ağırlık verilirse finansal sistem o kadar kırılgan olur. ABD’de finansal kuruluşların borçluluk oranları uzun yıllar boyunca sürekli olarak yükselmiş, 2004’te yatırım bankalarının borçlanma oranı tavan yapmış, 2004’ten önce 15:1 olan kaldıraç oranı 2004 sonrasında 40:1’e çıkmıştır. ABD ve Avrupa’daki finansal kuruluşların kaldıraç oranlarının yüksek oluşu varlık fiyatlarındaki düşümlere ve likiditedeki azalışlara karşı hassas kılmış, menkul kıymet fonlama sıkıntıları yaşamalarına yol açmıştır”( Blundell ve diğ., Akt., Şahin, 2011:11-13, Roubini ve Mihm, 2012:91) ve 2007 ve 2008 yıllarında iflaslarıyla neticelenmiştir.

“Mortgage kredisi verenler ve yatırım bankaları dışında hedge fonlar\*, özel varlık şirketleri, para piyasası fonları, banka dışı konut finansman şirketleri vb kurumlardan oluşan gölge bankacılık sisteminin aşırı riskli kredi ve finansal yeniliklere odaklı rolleri de krize ortam hazırlamıştır. Riski görmezden gelerek kısa vadeli likit piyasalardan borçlanarak uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yapmaları, kendilerini sigorta edilmemiş ticari kağıtlarla finanse etmeleri ile kredi ve türev ürünlerin artışında, konut balonu oluşumunda ve likidite riskinden kaynaklı sistemik riske yol açarak menkul kıymet fonlama sıkıntısı yaşanmasında önemli etkileri olmuştur” (Doruk, 2014:25-154, Dalyancı, 2010:89, Roubini ve Mihm, 2012:88).

---

\* Hedge Fonlar, uluslar arası piyasalarda büyük yatırımcıların paralarını normalüstü gelir sağlamak amacıyla getirisi yüksek yatırımlara kanalize eden yatırım fonlarıdır. Daha az dentime tabi olmaları, sermaye yeterlilik rasyolarına tabi olmamaları faaliyetlerini riskli hale getirmiştir ( Akgüç, 2009:7).

### **2.1.3.3. Kredi dereceleme kuruluşlarının (Credit Rating Agencies-CRA's) hataları**

KDK'nın; mortgage kredilerine dayanan finansal ürünlerin yatırım derecesini belirlemeleri ve bu dereceleri kullanan yatırımcılar, ihraççılar, kredi talep edenler ve hükümetlerin kararlarında kanaat oluşturmaları bakımından yönlendirici etkileri vardır. Örneğin KDK'nun AAA verdiği bir menkul kıymet BBB verilen bir menkul kıymete göre daha az risksiz olarak algılanır. Finansal ürünlerin karmaşıklığı ve çeşitliliğinin artmasıyla yatırımcılar finansal ürünleri değerlendirme/fiyatlama konusunda güvenilir bilgiye daha fazla ihtiyaç duymaya başlamış, derecelendirmenin önemi artmıştır. Ancak kriz KDK'nın yeteri kadar güvenilir ve bağımsız değerlendirmeler yapamadığını dolayısıyla yatırımcıları yanlış yönlendirdiğini göstermiştir.

KDK hataları; KDK'nın menkul kıymetleri derecelendirme işlemini yüksek gelirler elde etme fırsatı olarak görmesine dayanmaktadır. “Gelirlerinin büyük kısmını menkul kıymet ihraç eden ve bunun için derecelendirme talep eden kurumlardan elde eden KDK; kredi derecelendirme talep eden kurumlar tarafından tercih edilmeyebileceği ihtimaliyle şişirilmiş kredi notları verebilmiştir. Sorunlu kredilere dayalı menkul kıymetlere yüksek kredi notu vermeleri kredi riskinin düşük seviyede algılanmasında etkili olmuş, yatırımcı iştahını arttırmış dolayısıyla yapılandırılmış ürünlere yatırım düzeyi artmıştır. Subprime kredilere dayalı menkul kıymetlerin %96'sı A grubu derece verilerek yüksek notlarla değerlendirilmiş, krizin çıkmasıyla kredi notları aşağı yönde revize edilmiştir. Kredi notu indirimi menkul kıymetlerden parasını çekmek isteyen yatırımcı sayısını arttırmış, bu ürünleri nakde çevirmeyi zorlaştırmış, ürünlerde yaşanan büyük değer kayıpları piyasada panik yaratmış, menkul kıymetleri fonlama sıkıntılarını beslemiş, sistem zincirleme olarak kilitlenmiş ve likidite krizi derinleştirmiştir” (Demir ve diğ., 2008:9, TCMB, 2010a:56, Fıkrkoca ve diğ., 2009:8, White Akt. Doruk, 2014:49-50).

KDK'nın diğer hatası da çıkar çatışmalarıdır. “KDK'nın değerlendirmeye tabi tuttıkları menkul kıymet ihraç eden kurumlara danışmanlık hizmeti de verebilmeleri yüksek kredi notu almak isteyen ihraççı kurumlar ve KDK arasında çıkar çatışması riskini ortaya çıkarmış, KDK değerlendirmelerinde objektif, bağımsız hareket edememiş, taraflı davranabilmiştir” (TCMB, 2010a:56, Fıkrkoca ve diğ., 2009:8).

KDK ile ilgili diğerk bir sorun da karmaşık finansal ürünleri ve firmaların finansal problemlerini doğru şekilde değerlendirebilecek tekniklere ve enformasyona sahip olmamalarıdır. “Karmaşık ve kendine özgü finansal ürünlerin alışıldık yöntemlerle değerlendirilmesinin zorlaşmasıyla matematiksel modeller kullanılmış fakat bu modeller de riski en aza indirgeyen iyimser varsayımlar içermesi nedeniyle riski gizlemiş, yüksek kredi notları oluşmuştur. Ayrıca KDK’nın verdikleri derecelere ilişkin standardize edilmiş yayınlarının olmaması, derecelendirme faaliyetlerinde kullanılan temel metodolojilere ilişkin bilgileri açıklamamaları, derecelendirme hizmeti karşılığında alınan ücretlerin açıklanmaması ve menkul kıymetlerin sadece temerrüt olasılığının değerlendirilip derecelendirmenin değişme riski ya da likidite riskinin yansıtılmaması risk değerlendirmesi yapacak olan taraflarda şeffaflık sorununa sebep olmuştur” (Roubini ve Mihm, 2012:75, Demir ve diğ., 2008:9, Aslan, 2008:15).

Batan büyük şirketler incelendiğinde hepsinin krizden önce yüksek kredi notları aldığı ortaya çıkmıştır. Örneğin “Fannie Mae ve Freddie Mac hükümet tarafından kurtarıldığında kredi notu en yüksek kredi notu olan AAA, Lehman Brothers iflasını açıkladığında A2, AIG hükümet tarafından sübvansede edildiğinde AA’dır” (Ataş, 2013:33). Finansal bilginin şeffaflığını sağlayarak referans hizmeti sunmak üzere sistemde var olan KDK; mortgage piyasasında taraflı değerlendirmede bulunarak şeffaflığı engellemiş, ters seçime yol açarak türevlerde artış ve fonlama sıkıntılarına zemin hazırlayarak krizin baş aktörleri arasında yerini almıştır.

#### **2.1.3.4. Yatırımcı hataları**

Kriz öncesi süreçteki yatırımcı hataları yüksek kârlar elde etme gayesi, risklerin göz ardı edilmesi ve yetersiz finansal okur-yazarlıkla bağlantılıdır.

“Finansal kuruluşlar tarafından finansal piyasalara sürülen karmaşık finansal ürünler yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Kurumsal yatırımcılar dahil, bir çok yatırımcı yapılandırılmış finansal ürünlerin altındaki varlıkları yeterince incelememiş, yüksek getiri vaad eden bu araçların risklerini sorgulamamış, piyasadaki iyimser havanın etkisiyle sürü psikolojisiyle hareket etmiş, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür finansal araçlara



büyük ilgi göstermiştir. Ancak finansal araçların karmaşık yapıda olmaları nedeniyle yatırımcılar bu araçların riskliliğine ilişkin yeterli analizleri yapamamış hem kolay hem de standart bilgi kaynağı olarak düşünülen KDK'nın değerlendirmelerine güvenerek yatırım kararlarını almışlardır. İlgili bölümde açıklandığı gibi KDK'nın da hatalar yaptıkları krizle beraber anlaşılmıştır. Yatırımcıların kredi dereceleri hakkında yeterli bilgi sahibi olmadan ve yalnızca kredi derecelerine güvenerek yatırım yapmaları önemli hatalarından biridir. Bu hatalar türev ürünlerin büyüklüğünün inanılmaz boyutlara ulaşmasına katkı sağlamıştır” (Işık ve Tünen, 2011:30, Coşkun, 2010a:13, Demir ve diğ., 2008:10).

Diğer yandan özellikle bireysel yatırımcıların finansal okuryazarlık konusundaki eksiklikleri konut ve menkul kıymet yatırımlarının taşıdığı riskleri değerlendirmelerini engellemiştir. Yetersiz ve yanlış bilgilere dayanarak sürü psikolojisiyle yapılan borçlanmalar ve yatırımlar; menkul kıymet ve konut balonu yanında riskli kredilerin artışı ve fonlama sıkıntıları krizin nedenlerini beslemiştir. Kriz sonrasında uluslar arası kuruluşların finansal okuryazarlık ve şeffaflık üzerine daha fazla eğilmelerinde finansal ürünlerle ilgili bilgi şeffaflığının bireysel yatırımcılara olumsuz etkisi de önemli bir neden olmuştur.

#### **2.1.4. Yasal ve idari yapı kökenli hatalar**

Yasal ve idari yapı kökenli hatalar finansal piyasaları düzenleme, gözetim ve denetimle yetkili yasal ve idari yapının küresel finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere ayak uyduramaması ve yeterli risk değerlendirmesi yapamamasından kaynaklanmaktadır. Bu durum G20 Finansal Pazarlar ve Dünya Ekonomisi zirvesi deklarasyonunda “kriz öncesi süreçte yüksek hızlı büyüme, artan sermaye akımları, aşırı risk iştahı ve yüksek oranlı kâr elde etme isteği gözlenmesine karşılık finansal piyasaları düzenleme ve denetlemekle yetkili yasal ve idari yapı finansal piyasalarda oluşan riskleri yeterince görememiş, ulusal düzenleyici faaliyetlerin sistemik sonuçlarını dikkate almamış ve finansal yenilikleri değerlendirememiştir” ifadesi ile açıkça vurgulanmıştır” (G20 Declaration, 2008:1).

Finansal piyasaların düzenleme, denetim ve gözetimiyle yetkili yasal ve idari yapı ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber bu hataların yasal ve idari yapının

çok başlılığından ve bunun sonucunda oluşan yasal boşluklardan kaynaklandığı görülmektedir. Örneğin “ABD finans piyasaları otorite yapısının dağılık olması ve her düzenleyici otoritenin kendine has düzenleme geliştirmesi hukuki yapının karmaşıklaşmasına neden olmuş, düzenlemelerin yerel ve merkezi düzenlemeler olarak ayrılması hukuki yapıyı daha kompleks hale getirmiştir. Mortgage piyasasıyla ilgili merkezi düzenlemeler arasında FED düzenlemeleri yer almakla beraber, FDIC tarafından hazırlanan düzenlemeler de bulunmakta, düzenlemeler sistem içinde bulunan her otorite tarafından yapılabilmekte ve kanunlar eyalet bazında farklı hükümler içerebilmektedir” (Demir ve diğ., 2008:20-21).

Tablo 2. ABD’de Finansal Kuruluşların Gözetim ve Denetiminde Görev Alan Otoriteler

Finansal Kuruluş Türü	Düzenleyici Otorite
Banka İçeren Holdingler	FED
Banka İçeren Holdinglerin Banka Olmayan İştirakleri	FED- İşlevsel Düzenleyici Otoriteler <sup>a</sup>
Ulusal Bankalar	OCC
Eyalet Bankaları -Federal Sisteme Üye Olan -Federal Sisteme Üye Olmayan	FED FDIC
Tasarruf Birliklerine Sahip Şirketler	OTS
Tasarruf Bankaları	OTS/FDIC/FED
Tasarruf ve Kredi Birlikleri	OTS
Edge and Agreement Corporations	FED
Yabancı Bankalar <sup>b</sup> -Şube ve Ajanslar -Eyalet Lisansı Olanlar -Federal Lisansı Olanlar - Temsilcilikler	FED/FDIC <sup>c</sup> OCC/FED/FDIC <sup>c</sup> FED

a) Menkul kıymet ve sigortacılık işlemleri gibi faaliyetlerle uğrasan iştirakler kendi işlevsel düzenleyici otoriteleri tarafından denetlenmektedir. Örneğin, broker, dealer, yatırım danışmanı gibi kuruluşlar ABD Menkul Kıymet ve Borsalar Kurulu (SEC) tarafından, sigorta şirketleri ise eyalet düzeyinde kurulmuş denetleyici kuruluşlar tarafından denetlenmektedir.

b) Amerika’da doğrudan faaliyette bulunan yabancı bankaları içermektedir. Amerika’da Amerikan bankaları üzerinden işlem yapan yabancı bankaları içermemektedir.

c) FDIC, mevduat sigorta sistemine tabi bankaların denetiminden sorumludur.

Kaynak: FED, Akt., Yavuzarslan, 2011:33

Finansal piyasalarda riskler artarken krizin ortaya çıktığı ülke olan ABD’de kısmen yasal yapının zaafı kısmen bu komplike niteliği nedeniyle finansal istikrara yönelik yasal düzenlemeler konusunda sistemli bir yaklaşım gerçekleştirilememiş, yeterli yasal düzenlemeler yapılamamıştır. “Özellikle FED’in değişen risk ortamına karşı önlem almakta geciktiği görüşü yaygındır. ABD’de birçok eyaletin aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilerek satışını

önlemeye çalışmasına rağmen FED'in büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasalar çığnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmış olması krizi neredeyse teşvik etmiştir" (Aslan, 2008:17).

"Yasal yapı karmaşasının yanı sıra denetim faaliyetlerini yürüten idari yapının karmaşıklığı da vurgulanmalıdır. ABD'de FED dışında OCC, FDIC ve OTS de bankaların gözetim ve denetiminden sorumludur. Ayrıca eyaletler düzeyinde de gözetim ve denetimden sorumlu çeşitli bankacılık bölümleri vardır. FED'e bağlı 12 eyalet merkez bankası olduğu da dikkate alındığında kontrol altında tutulması güç bir sistem olduğu" (Demir ve diğ., 2008:23-24, Yavuzarslan, 2011:32) ve denetim boşluğu yaşandığı açıktır.

Sonuç olarak finans sistemini düzenlemek ve denetlemekle yükümlü yasal ve idari yapının iç içe geçmiş, birbirinden bağımsız olmayan, karmaşık, dağınık yapısı yetki alanlarının çakışmasını, sorunların tespitinin gecikmesini, yasal düzenlemelerin farklılığı eyalet ve merkezi düzeyde yasal boşluklar oluşmasını beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla tüm finansal aktörlerin adeta bu başıboş ortamda yürüttüğü işlemler; finansal ürünlerin giderek artması ve şeffaf olmayan nitelik kazanması, finansal raporlama aksaklıkları, riskli kredilerin yaygınlaşması, konut balonu oluşumu ve zayıf sermaye standartları ile çalışan finansal kuruluşların fonlama sıkıntılarına zemin hazırlanmıştır.

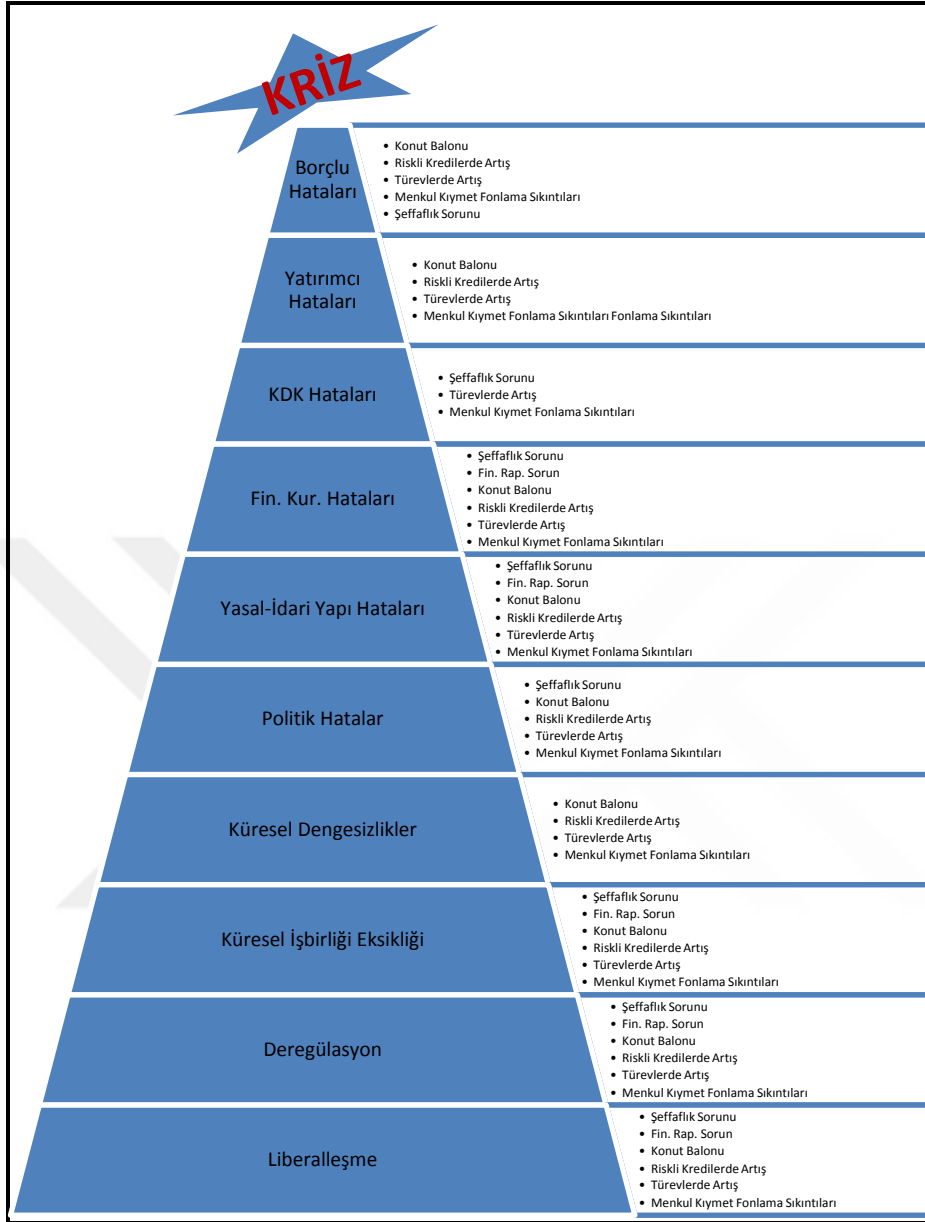
## **2.2. 2008 Küresel Finansal Krizini Ortaya Çıkaran Temel Nedenler**

Krizi ortaya çıkaran temel nedenleri açıklamaya başlamadan önce krizin kökeninde yatan hatalarla krizin temel nedenleri ayrımının nasıl bir kriterle gerçekleştirildiğini belirtmek gerekmektedir. Her iki grupta sıralanan faktörler de krizi etkilemiş ancak hatalar kısmında sıralanan faktörler krizi ortaya çıkaran nedenlere zemin hazırlamış, bileşkesi krizi ortaya çıkarmıştır.

Örneğin ABD hükümetinin konut edinmeyi teşvik eden politikaları, vatandaşların ödeme güçlerinin üstünde borçlanma tercihleri ve finansal kuruluşların mortgage kredisi verme istekliliği gibi hatalar yapılmıyaydı; konut balonu oluşmayacaktı veya mortgage kredilerinin kalitesi bu denli bozulmayacaktı dolayısıyla krizin baş gösterdiği noktaya gelinmeyecekti. Diğer bir ifadeyle hatalar

zemini hazırlamasaydı kriz sürecinin başladığı konut finansman sistemi sorunları oluşmayacağından kriz hiç veya en azından bu şekliyle ortaya çıkmayacaktı.

Bu tezdeki iddia; elbette hataların bir krize veya krizlere yol açmak üzere bilinçli olarak yapıldığı değildir ancak ortaya çıkabilecek riskler görülebilseydi, hırslar kontrol edilebilseydi bu hatalar ve krizi ortaya çıkaran nedenlere etkilerini engellemenin mümkün olabileceğidir. Bu noktada 2008 krizinin nedenlerinin sistemi kriz noktasına nasıl taşıdığını, bahsi geçen hangi hata ve/veya hatalarla şekillendiğini ortaya koymak muhtemel krizleri öngörebilmek ve önlenebilmek açısından ilgili tarafların eksikliklerini gidermeye katkı sağlayacaktır. 2008 krizine yol açan nedenleri besleyen hatalar ile krizin temel nedenleri arasındaki etkileşime dair çalışmada varılan sonuçlar bir bütün olarak Şekil 3’de verilmiştir, devam eden kısımda krizi ortaya çıkaran nedenler, krizin nedenleri ile kökendeki hatalar arasındaki bağlantılar şekilde belirtilen doğrultuda açıklanacaktır.



Şekil 3. Krizin Kökeninde Yatan Hatalar ve Hataların Beslediği Kriz Nedenleri, Kaynak: Yazar.

### 2.2.1. Şeffaflık sorunu

Şeffaflık sorunu; finansal piyasa aktörlerinin doğru kararlar almak için karşı taraf hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaları (asimetrik bilgi) nedeniyle riskleri ve getirileri yanlış değerlendirerek yanlış kararlar almalarından kaynaklanan sorunlara dayanmaktadır. Terim olarak ise “şeffaflık; mevcut koşullar, kararlar ve eylemler hakkındaki bilgiyi erişilebilir ve anlaşılabilir kılan süreci ifade etmektedir. Piyasa katılımcılarına bir ülkenin veya bir firmanın koşullarını diğerlerinden ayırt etmek

için riskleri belirleyecek yeterlilikte bilgiyi sağlamakta, belirsizlik dönemlerinde finansal istikrara katkıda bulunmaktadır” (BIS, 1998:5). Ancak kriz öncesi dönemde krizin kökeninde yatan hataların etkisiyle şeffaflık süreci sektöre uğrayarak bilgi asimetrisine yol açmış, piyasa oyuncularını rasyonellikten uzaklaştırarak yapmayı düşündükleri işlemi yapmama (ters seçim) veya çıkar sağlamak üzere diğerlerinin düşüncelerini manipüle etme (ahlâki tehlike) sonucunu ortaya çıkarmış ve piyasanın etkinliğini bozmuştur.

Finansal piyasalarda istikrarsızlığa varan şeffaflık sorununun; liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği, hükümet politikaları, yasal-idari yapı, finansal kuruluş, KDK ve borçlu hatalarıyla beslendiği görülmüştür. Önceki bölümde açıklanan hatalar “finansal işlemlerde bir tarafın doğru karar vermek için karşı taraf hakkında (borç alan ile oluşturan, borç veren ve yatırımcılar, hizmet sağlayan ve yatırımcılar, hizmet sağlayan ve borç alan, yatırım yapılan fonların lehtarları ile varlık yöneticileri, yatırım yapılan fonların yöneticileri ile kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcılar ile ihraç eden kurumlar arasında) ihtiyaç duyduğu bilginin eşitsiz dağılımına ve bu bilgiye sahip olmayanlar için ters seçime yol açarak aslında seçmeyecekleri bir malı/tarafı/varlığı seçmeleri gibi yanlış kararlar alınmasına, yanlış yatırımlara yol açmıştır” (Mishkin, 2009:2, Dalyancı, 2010:88, Doruk, 2014:141, Şimşek, 2010:62). Örneğin mortgage piyasasında; kredi veren finansal kurumların borç alanın risklilik derecesi ve vermiş olduğu kredinin geri ödenmesi konusunda yeterince bilgiye sahip olmadan, riskli ve geri ödeme yeteneği az olan fon talep edenler ya da yatırımcılara sunduğu krediler ters seçim problemidir, kredi veren ve kredi alan tarafların hatalarıyla ilişkilidir ve bu seçime dayalı kredilerin geri ödenmemesi mortgage piyasasında denge kavramını ciddi şekilde bozarak krize neden olmuştur.

ABD’de her fonksiyon için ayrı bir finansal kurum ve finansal araç oluşturulması; finansal kurum ve finansal araçların gözetim ve denetiminden sorumlu otoritelerin birbirinden bağımsız ve girift yapısı yeterli ve verimli bilgi akışını engellemiştir. Bu ortamda mortgage piyasası verileri, finansal kuruluşların varlıklarının yapısı, çeşitleri ve gerçek değerlerinin ne olduğu şeffaf olarak belirlenememiş, veriler tam olarak ve zamanında ilgili otoritelerce kamuya açıklanamamıştır. ABD hükümetlerinin konut edindirme politikaları dar gelirli aileler

ve azınlıkların konut edinmesini kolaylaştırmak amacı taşımasına rağmen yeterli açıklayıcı bilgilendirme yapılmaması, “bunun yanı sıra basın, medya ve internetten yapılan hatalı, eksik ve denetimden uzak yayınlar” ( Demir ve diğ., 2008:32) yönlendirici rol oynamış ve şeffaflık sorunu yaratmıştır. Kredi kullananlar konut satın almayı yatırım aracı olarak algılamış, finansal kuruluşlar kredi koşullarını gevşetmiş, mortgage sistemi içindeki diğer tüm tarafları yüksek getiri arayışıyla spekülasyon, riskli kararlar almaya yönlendirmiş alınan yanlış kararlar faizlerin yükselmesiyle krizin ilk adımlarını başlatmıştır.

Karmaşık finansal ürünler de şeffaflık sorununun önemli bir parçasıdır ve krize etkisi açıklanmalıdır. Kriz öncesinde yatırımcıların finansal ürünler hakkında ihraççı kuruluşun verdiği sınırlı bilgi ve KDK tarafından verilen notlarla yetinmek zorunda kalması, verilen bilgilerin doğru olup olmadığının veya zaman içinde değişip değişmediğinin kontrol edilmemesi, KDK'nın finansal ürünleri değerlendirmede objektif davranmamaları finansal ürünlerin şeffaflığını zedelemiştir. Riskli krediler menkulkiymetleştirilmiş, türev ürünlerin kredi değerliliği düşük olan ve olmayan finansal ürünlerin aynı havuza dahil edilerek sunulması risklerin bilinmezliklerini arttırmıştır. Riski anlayabilecek, değerlendirebilecek, öngörebilecek kadar bilgiye sahip olmayan yatırımcılar her şeyin gerektiği şekilde işlediği düşüncesiyle riskleri olduğundan daha düşük algılamış, var olan ancak görünmeyen risklerin gerçekleşmesi konut krizinin likidite ve finansal krize dönüşmesinde etkili olmuştur.

Şeffaflık sorununun; liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği hataları ortamında mortgage taraflarının hatalarıyla şekillendiği, finansal ilişkiler sonucunda küresel piyasaları etkisi altına alarak derinleştiği ve kriz başlayana kadar şiştiği görülmektedir. Muhtemel krizleri önlemede tutarlı, açık, anlaşılır ve öngörülebilir bilginin önemi açıkça anlaşılmaktadır.

### **2.2.2. Finansal raporlama sistemi sorunları**

Kriz öncesi süreçte işletmelerin güvenilir, güncel ve gerçekçi bilgiler sunmak yerine işletmenin gerçekte olduğundan daha güçlü algılanmasını sağlamamak amacıyla mevcut finansal durumu gizlemeye dönük finansal raporlar hazırlanması

sonucu gelişen sorunlardır. “IASB ve FASB’a önerilerde bulunmak üzere kurulan Finansal Danışma Grubu 2009 yılı raporunda finansal raporlama sistemindeki sorunları (zayıflıklar ve manipülasyona açık hususlar); likit olmayan piyasalarda gerçeğe uygun değer muhasebesini uygulama zorluğu, finansal kuruluşlar tarafından krediler ve yapılandırılmış finansal ürünlerden kaynaklanan kayıpların mali tablolara geç yansıtılması ve finansal ürünlere ilişkin muhasebe standartlarının karmaşık olması şeklinde ifade edilmiştir” (IASB Akt. İlker, 2010:12).

Bilindiği üzere bir işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilgili finansal bilgi bağımsız denetimden geçirilerek bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu gibi finansal tablo ve raporlarla ilgililere sunulur. Finansal raporlar mevcut ve potansiyel yatırımcılar, kredi verenler, hükümet, KDK ve diğer ilgili tarafların raporlayan işletmeyle ilgili kararlarına yön vermesi itibariyle önem taşımaktadır. Kriz öncesi süreçte finansal raporların yeterince anlaşılabilir, güvenilir, karşılaştırılabilir, şeffaf ve doğrulanabilir nitelikte sunulmadığı anlaşılmaktadır.

Finansal raporlama sistemi sorunlarının; önceki bölümde detaylandırılan liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği, yasal-idari yapı ve finansal kuruluş hatalarıyla geliştiği görülmektedir. Liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği ve yasal-idari yapı hatalarının yol açtığı başıboş denilebilecek finansal piyasa ortamında finansal kuruluşların ve diğer işletmelerin sundukları manipüle edilmiş finansal bilgi; işletmeyi değerlendirirken finansal raporları esas alan tarafların ihtiyaç duyduğu gerçeğe uygun bilgiye ulaşmalarını engellemiştir. “Bilgi manipülasyonu içeren yanıltıcı finansal raporları kullananların kararlarını işletmenin gerçeklerine göre değil raporlarla yaratılan algıya göre vermeleri kendilerine zarar veren kararlar almalarına yol açmış ve bu yönüyle finansal raporlar finansal krize neden olan hususların başında gelmiştir. Krizle birlikte iflas eden şirketlerin hepsinin finansal raporlarının denetimden geçtiği ve denetim raporlarının olumlu görüşlerle dolu olduğu göz önüne alındığında finansal bilgi manipülasyonunun krizi ne denli yoğun etkilediği anlaşılmaktadır. Örneğin 2008’de iflas eden yatırım bankalarından biri olan Merrly Lynch; 19,2 milyar dolarlık zararını yıllarca varlık değerleri arasında saklamış, 2007-2008 yıllarında iflasından önce açıklamıştır. Krizle birlikte finansal raporların muhasebe kurallarına uygunluğunun



yalnızca biçimsel uygunlukla sınırlı kalmasının hiçbir anlam ifade etmediği anlaşılmıştır” (Köse, 2012:95, Küçüksözen, 2005:25-26, Can, 2010:30-31).

Bahsi geçen raporda gerçeğe uygun değer ile değerlendirme zorluğu olarak ifade edilen husus kriz döneminde finansal raporlama sistemine en çok eleştiri getirilen konulardan biri olmuştur. “Gerçeğe uygun değer (fair value) kavramı, FAS’ın 157 nolu ve IASB’nin IAS 39 nolu standardında ele alınan; finansal varlıkların, finansal borçların ve finansal olmayan kalemlerin alım veya satımına ilişkin sözleşmelerin muhasebeleştirme-ölçülmesine yönelik ilkeleri belirlemekte ve genel olarak bir varlığın veya yükümlülüğün cari piyasa şartlarında istekli bir alıcı ve satıcı arasında oluşan satış değeri olarak tanımlanmaktadır” (Demir ve diğ., 2008:28, İlker, 2010:16, Topbaş, 2009:57). Gerçeğe uygun değer uygulaması piyasanın likit olduğu kriz öncesi dönemde yüksek varlık fiyatları nedeniyle kârların olduğundan yüksek, kriz döneminde ise varlık fiyatlarının düşmesi nedeniyle zararların olduğundan fazla görünmesine yol açmış, değeri hızla düşen finansal varlıkların gerçeğe uygun değerle finansal tablolara yansıtılması finansal kuruluşların nakit akış dengelerinin bozarak mortgage krizini etkilemiştir.

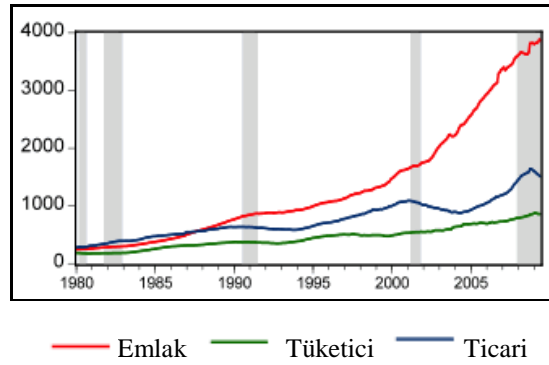
Finansal raporlama sistemi sorunları olarak sıraladığımız değerlemede yetersiz kalmasına rağmen finansal ürünleri avantajlı ve güvenilir yatırımlar olarak gösteren bu yöntem ve yanıltıcı finansal raporlar; veri kabul edilip söz konusu araçlara büyük tutarlarda yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımcılar konut kredilerinin geri ödemelerinde aksaklıkların ortaya çıkması sonrası piyasa fiyatları düşen finansal ürünler dolayısıyla büyük zararlara uğramıştır. Bir yandan bilançolarında yer alan finansal ürünleri hızla değer kaybeden diğer yandan finansal ürün alacaklılarının taleplerini karşılayamayan finansal kuruluşlar iflaslarını ilan etmek zorunda kalmıştır.

### **2.2.3. Yüksek riskli Mortgage kredilerinde artış ve kredi kalitesinin bozulması**

Mortgage konut finansman sisteminde; birincil piyasalarda bankalar ve yetkili diğer finansal kuruluşlar tarafından verilen krediler bir havuzda bir araya getirilip menkul kıymete dönüştürülerek ikincil piyasalarda yatırımcılara arz edilir. Birincil piyasalardaki finansal kuruluşların ikincil piyasalardan elde ettiği bu fonlar yeniden

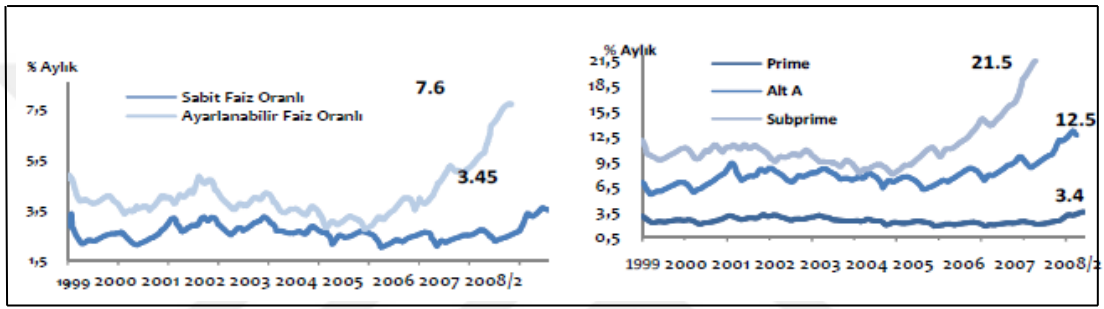
ipotekli konut kredilerine dönüşür. Görüldüğü gibi mortgage konut finansman sistemi fonlama açısından kendini besleyen bir yapıya sahiptir. Ancak zincirin halkalarından birinde yaşanan sıkıntının diğer halkaları etkilemesi kaçınılmazdır. Sistemin işleyişini sürdürebilmesinde sistemin başlangıç halkası olan ipotekli konut kredisi taksitlerinin borçlusunu tarafından zamanında ve düzenli olarak ödenmesi kritik önem taşımaktadır.

2008 krizi öncesinde liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği, küresel dengesizlikler, hükümet politikaları, yasal-idari yapı, finansal kuruluş, yatırımcı ve borçlu hataları sonucunda ABD’de borçluluk oranı artmıştır. Grafik 2’de, ABD konut kredilerinin belirtilen hataların etkisiyle 1980’li yıllardan itibaren artış eğilimine girdiği, 2001 yılından itibaren ise artışın hız kazandığı görülmektedir. 2001 yılı itibariyle yaklaşık 1,7 milyar dolar olan konut kredi hacminin 2006 yılında 3 milyar doları aştığı görülmektedir. 2001 yılından itibaren oluşan konut kredi hacmindeki artışın dramatik yanı yüksek riskli mortgage kredilerinde artış ve kredi kalitesinin bozulmasıdır. Bu durum kredi riski göz ardı edilerek kredi geçmişi temiz olmayan, gelirlerini belgelendiremeyen, alt gelir grubu olarak tanımlanan Sub-Prime (eşik altı) gruba verilen krediler ile faiz oranı riski göz ardı edilerek değişken oranlı mortgage kredileri kullanılması nedeniyle oluşmuştur. “2001 yılı itibariyle ABD’deki konut kredilerinin %16’sı değişken oranlı mortgage kredisi iken, 2006 yılında değişken oranlı mortgage kredilerinin payı %45 olarak gerçekleşmiştir. Subprime krediler ise 2001 yılında 160 milyar dolardan 2006 yılında 600 milyar dolara; toplam krediler içindeki payı da 2001 yılında %7,8 iken 2006’da %20,1’ye çıkmıştır” (Coşkun, 2010a:4-6, Demirbaş, 2013:29 , Doruk, 2014:39).



Grafik 2. ABD Emlak, Tüketici ve Ticari Kredilerin Gelişimi (Milyar \$),Kaynak: Bocutoğlu ve Ekinci, 2010:26

Ödeme gücünü yaşaması muhtemel kişilerce kredi kullanımının artmış olması, 2005 yılından itibaren faizlerin artmaya başlamasıyla taksit ödemelerinin aksamasına yol açmıştır. Grafik 3’de de görüldüğü gibi sabit oranlı ve prime kredilerin temerrüt oranları yıllar itibariyle hemen hemen aynı kalırken subprime ve değişken oranlı kredi temerrüt oranları 2005 yılından itibaren artış göstermiştir. “Subprime kredilerdeki temerrüt oranları 2007 yılının ilk çeyreğinde %8,2, son çeyreğinde %12,4, 2008 yılı Şubat ayında %21,5’e yükselmiştir” (Demir ve diğ., 2008:46-48).



Grafik 3-Mortgage Kredileri Gecikme Grafikleri, Kaynak: Demir ve diğ., 2008:47

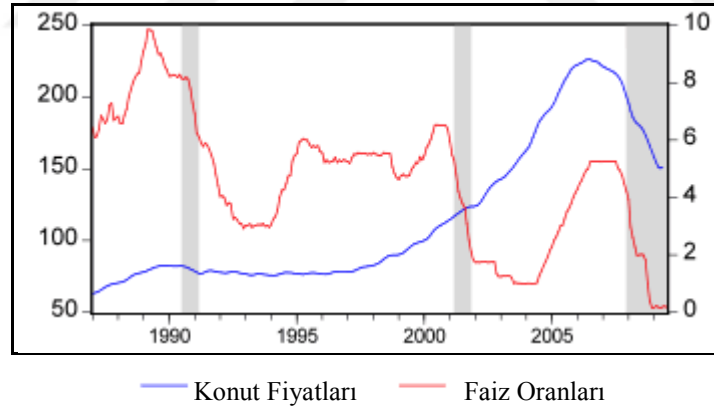
Her ne kadar “konut ipoteği” gibi sağlam bir teminat karşılığında verilmiş olsa da kredilerin geri ödenmemesi, konutların düşük fiyatla satılması, konut kredilerine bağlı menkul kıymetlerin fiyatının düşmesi sonucunda kaynak bulamayan finansal kuruluşlar likidite sıkıntısı içine girmiştir. Bu kredilere dayalı menkul kıymetlere ait yükümlülüklerin yerine getirilememesi sorunları finansal piyasalara yaymış, ulusal ve uluslararası tüm piyasalarda sıkıntılar başlamış, finansal sistemin işleyişine bir bütün olarak engel olmuştur.

#### 2.2.4. Konut balonu

Liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği, küresel dengesizlikler, hükümet politikaları, yasal-idari yapı, finansal kuruluş, yatırımcı ve borçlu hataları sonucu uzun yıllar boyunca konut talebi ve konut fiyatları ABD’de olduğu gibi diğer ülkelerde de hızla yükselmiştir. Mortgage krizinin temelinde sürekli artan konut fiyatları sayesinde zenginleştiği zannına kapılan ABD hane halkının daha çok zenginleşme beklentisiyle daha çok borçlanarak daha çok konut satın almak istemesi,

talebe bağılı olarak konut fiyatlarının artması ile oluşan konut balonu yatmaktadır. “Konut balonu, gayrimenkul değerlerinde yaşanan ve gelir ve diğer göstergelere göre sürdürülemez aşamaya gelinceye kadar devam eden hızlı artış olarak tanımlanabilir” (Bianco, 2008:3).

“ABD’de konut fiyatları 1997 yılından itibaren artan bir seyir izlemiş, 1997-2001 yılları arasında yaklaşık %59, 2001 yılı ile 2006 yılları arasında %83 oranında yükselmiştir. Önceki bölümde açıklanan hatalar arasında konut fiyatlarının şişmesindeki en büyük etken ekonomiyi canlandırma, yeni iş sahaları açma, ek refah sağlama gibi amaçlar güdülerek 2001 yılından itibaren düşük faiz oranlarıyla desteklenen genişleyici, borcu ve tüketimi özendirici hükümet politikalarıdır. Grafik 4’de faiz oranlarındaki düşüş ile konut fiyatlarındaki yükseliş arasındaki güçlü ilişki açıkça görülmektedir. Para-kredi genişlemesi politikaları kısa vadede piyasayı canlandırır da uzun vadede oluşacak enflasyonist baskıyla daralma politikaları zorunluluğu doğunca canlanma yerini durgunluğa ve krize bırakmaktadır ve bu kriz de genişleme dönemini takip eden daralma dönemi ile ortaya çıkmıştır” (Bocutoğlu ve Ekinci, 2010:23-24, Acar, 2008:9).



Grafik 4. ABD Konut Fiyat Endeksi ve Federal Fon Faiz Oranları (1987-2009), Kaynak: Bocutoğlu ve Ekinci, 2010:24

Peki ABD’de konut politikaları ile sağlanan ekonomik canlanma kriz noktasına nasıl taşınmıştır? Düşük faiz oranlarını fırsat olarak gören tüketicilerin daha fazla harcamada bulunmaları 2004 yılından itibaren enflasyonist bir ortam oluşturmuş, FED’in kademeli faiz oranı artışlarıyla kısmen düşürülmüşse de 2006’da enflasyon yükselişinin kontrol edilememesine bağlı olarak FED; Grafik 3’de

görüldüğü gibi faiz oranlarını artırmaya devam etmiştir (FED 2004 ortalarından 2006 ortalarına kadar faiz oranlarını 17 kez arttırmıştır). Faiz oranlarındaki artış konut kredisi faiz oranlarında da artışa neden olmuş, kredi faiz oranlarının artması değişken faizli konut kredisi kullananların taksit tutarlarını arttırmış ve borçlanma koşullarının ağırlaşmasıyla konut talebi daralmaya başlamıştır. Sürekli yükselen konut kredi faizleri nedeniyle kredi taksitleri artan özellikle değişken faiz oranlı ve gelirlerinin üzerinde kredi kullanan düşük gelirli konut sahipleri kredi geri ödemelerini sürdürememiştir. Grafik 4’ de de görüldüğü gibi aynı dönemde kredi faiz oranlarının artışına paralel olarak konut fiyatları da düşmeye başlamış, faizlerin yükselmesi ve kredi geri ödemelerinin yapılamaması ile konut balonu patlamış, borç verenleri icra işlemleri başlatmış, konut fiyatları 2006 yılı Haziran ayından itibaren hızla düşmüş, 2007 yılından itibaren ise kredi değerinin altına inmiştir. “Konut fiyatlarında düşüşe bağlı olarak inşaat ve sigortacılık sektörleri de olumsuz etkilenmiştir. Konut inşaatları 2004 yılından 2009 yılına kadar sürekli azalmış, ABD’de ekonomik canlanmanın konut sektörüne dayandırılması konut fiyatlarındaki ani ve hızlı düşüşün ekonomik ve finansal göstergelerin de kısa sürede olumsuz yönde etkilenmesine yol açmıştır” (Demir ve diğ., 2008:51, Demirbaş, 2013:34).

“Aynı dönemde konut balonu olan tek ülkenin ABD olmadığı, Dubai, Avustralya, İrlanda, İspanya, İngiltere, İzlanda, Letonya gibi dünyanın birçok bölgesinde son zamanlarda konut fiyatlarında değer artışları olduğu hatta riskli konut kredileri dağıtarak konut balonunun oluşmasına eşlik eden finans kuruluşlarının davranışlarının da dünyanın her yerinde aynı olduğu ve çoğu ekonominin ABD ile benzer kırılganlıklar taşıdığı görülmektedir” (Roubini ve Mihm, 2012:135-137, Demir ve diğ. 2009:4).

Balonun patlamasıyla alacaklarını tahsil edemeyen ve ellerindeki ipotekli konutları kredi değerinin altına düşen finansal kurumlar yükümlülüklerini yerine getirecek kaynak bulamayınca kredi koşullarını sıkılaştırmış, olağanüstü yüksek faizler haricinde birbirlerine dahi kredi vermeyi kesmiş ve likidite krizi başlamıştır. Kaldıraç oranı yüksek ve/veya bu kredilere dayalı finansal varlıkları ihraç edenler önemli boyutta zarara uğramış, “2006 sonunda on, 2007 Mart ayı sonunda elli ipotek kurumu iflas etmiş, binlerce ufak çaplı ipotek aracısı kepenk kapatmış, Ağustos ve

Eylül 2007’de sıkıntılar Londra, Tokyo ve diğer finansal merkezlere sıçramış” (Roubini ve Mihm, 2012:98) zincirleme olarak tüm finansal sistem etkilenmiştir.

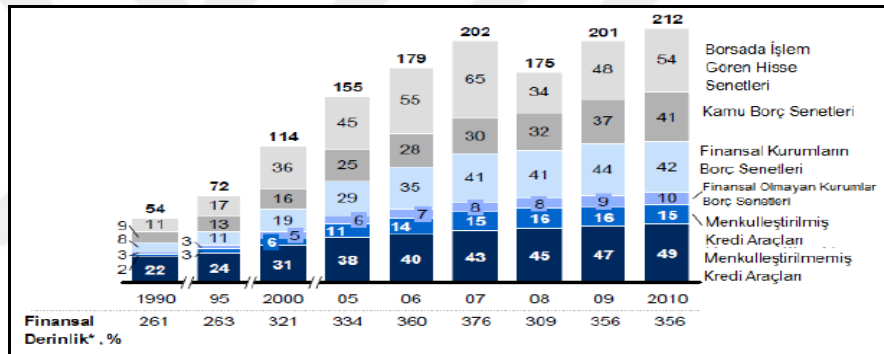
### **2.2.5. Menkul kıymetleştirme (Securitization) ve türevlerde küresel artış**

1970’li yılların ikinci yarısı özellikle 1980’li yıllarla uluslararası finansal sistemde yaşanan gelişmelere paralel olarak finans dünyası birçok finansal yenilikle tanışmıştır. “Finansal piyasalarda talebi canlandırmak amacıyla yeni finansal ürünlerin, yeni finansal teknolojilerin, kurumların ve piyasaların oluşturulması olarak tanımlanan finansal yeniliklerin bir sonucu olarak menkul kıymetleştirme ve türev ürünler ortaya çıkmıştır” (Lerner ve Tufano, 2011:343).

Menkul kıymetleştirme veya varlığa dayalı menkul kıymet (securitization) “kredi veren kurumun bilançosunda bulunan likit olmayan alacaklarının (konut kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları vs) benzer nitelikte olanlarını bir araya toplayarak, kendisinin veya bu amaçla kurulmuş bir kurumun vasıtasıyla sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi, ödemelerin bu havuzdaki alacakların geri ödemeleriyle finanse edilmesidir” (Heşen, 2005:4). “Modern anlamda menkul kıymetleştirme 1970 yılında ABD hükümetinin konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi teşvik etmesiyle başlamış, 1977 yılında özel sektör kuruluşlarının menkul kıymetleştirme uygulamalarına, 1985 yılında ipoteye dayalı olmayan menkul kıymetlerin ihracına geçilmiş, 1980’lerin sonlarında İngiltere’de uygulanmaya başlanmıştır” (Akman, 2010:257, Alptekin, 2009:13, Işık ve Tünen, 2011:20). “Daha sonraki süreçte yatırımcıların yüksek getiri arayışları, bankaların artan fon ihtiyaçları ve gelişen teknolojiyle karmaşıklaşmış, kredi riskinin transferinde CDO, CDS ve daha gelişmiş yapılandırılmış finansal ürünler gibi yeni araçlar gündeme gelmiştir. Ne yazık ki finansal yenilikler; bankaların risk alma eğilimlerini artırma, kredi genişlemesine yol açma, bankaların aracılık faaliyetlerinin kredi aracılığından, risk aracılığına dönüşmesi, bankaların risklilik ve borçluluk düzeylerinin takip edilmesinin güçleşmesi sorunlarını da beraberinde getirmiştir” (Kero 2013, Shin 2009, Lumpkin 2009, Bart ve diğ. 2013, Akt. Saçcı, 2013:33-34).

Finansal ürünlerin önceki bölümde açıklanan tüm hatalara bağlı olarak yatırımcı profiline ve zamanla oluşan ihtiyaçlara göre şekillendiği, yeni ürünler

yaratılarak çeşitlendiği ve karmaşıklaştığı\* bunun yanı sıra KDK'nın dahi belirlemede yetersiz kaldığı risklerle beraber hızla arttığı görülmektedir. Grafik 5 incelendiğinde menkul kıymetleştirme ve türev ürünlerin 1990 yılından itibaren kriz ortaya çıkana kadar küresel düzeyde artmaya devam ettiği anlaşılmaktadır. “Sadece ABD’de 2000 yılında 40,7 trilyon dolar olan türev işlemler hacmi 2007 yılında 166,1 trilyon dolara çıkmıştır. Bu artış içinde en dikkat çeken kredi türevlerinin 2007 yılında %0,9’dan 2007 yılında %9,5’e yükselmesidir” (Demir ve diğ., 2008:44). “Organize bir piyasa çatısı altında gerçekleşmeyen, herhangi bir yetkili otoriteye raporlanma zorunluluğu olmayan ve etkin bir denetim yapısına sahip olmayan tezgâh üstü türev işlemlerin artması kriz döneminde bu işlemlerde karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesine bağlı olan riskleri finansal sistemin geneline yaymıştır” (TCMB, 2013a:137).



Grafik 5. Küresel Hisse Senedi-Borç Senetleri Toplamı, (Trilyon Dolar, 2010 Sabit Kur), Kaynak: AB Bakanlığı, 2012a:4.

Tablo 3. ABD’de İpotek Kredileri ve Eşik Altı İpotek Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme

Yıl	Toplam İpotekler	Genel Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)	Eşik Altı Konut Kredileri	Menkul Kıymetleştirilmiş Eşik Altı İpotekler	Eşik Altı Menkul Kıymetleştirme Oranı(%)
2001	2.215	60.7	160	96	60
2002	2.885	63	200	122	61
2003	3.945	67.5	310	203	65.5
2004	2.920	62.6	530	401	79.8
2005	3.120	67.7	625	508	81.3
2006	2.980	67.6	600	483	80.5

Kaynak: Lapavitsas, 2010:28

\* “İpotekli konut kredilerine dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetler” ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetlerin bir türüdür. İpotekli konut kredilerine dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin erken ödeme riskini azaltmak için “teminatlı ipotek yükümlülükleri” (CMO)’lar geliştirilmiştir. CMO’lar da çeşitli sınıflara ayrılır “faiz biriktirmeli borç senetleri, CMO kalanları, değişken faizli CMO’lar gibi. Yine CMO’ların bir türü olan değişken oranlı CMO’lar da farklı yapılarla ihraç edilebilir (Eroğlu, 2010:24-27, Erdönmez, 2012:65)

Menkul kıymetleştirme ve türev ürünlere kaynaklık eden kredi havuzuna ipotek kredilerinin ve özellikle eşikaltı ve değişken faiz oranlı kredilerin giderek daha fazla oranda dahil edilmiş olması ise bu kredilerin taşıdığı riskleri bütün sisteme taşımış, krizin mortgage krizi ile sınırlı kalmasını engellemiş ve derinleşmesine etken olmuştur. “ABD de menkul kıymetleştirmeye kaynaklık eden krediler içinde en büyük pay %80,4 ile ipotek kredileri olurken %7,8 kredi kartı alacakları, %4,1 ile de otomobil kredileri takip etmiştir” (Gümüş, 2009:90, Demir ve diğ., 2008:54). Tablo 3’de yer alan verilere bakıldığında ise menkul kıymetleştirilen ipotek kredilerinin içinde eşik altı kredilerinin oranının kriz öncesi dönemde hızla arttığı görülmektedir. 2001 yılında eşikaltı ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilme oranı %60 iken 2006 yılında %80’e çıkmıştır.

Faiz oranlarının artması sonucunda kredi geri ödemelerinin aksaması ipotek kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlerin ve türevlerinin geri ödemelerini de aksatmış\*, bu kredilere bağlı finansal ürünlerin değerinde ciddi kayıplar oluşmuş, değersiz hale gelen finansal ürünler yatırımcıların finansal piyasalara güvenini sarsarak paniğe neden olmuş, yatırımcılardan gelen menkul kıymet satış talepleriyle finansal piyasalarda likidite sorunu başlamıştır. Menkul kıymetlerin ve türev ürünlerin değerinde ortaya çıkan ciddi düşüşler, bunlara aracılık eden ve/veya yatırım amacıyla elinde bulunduran şirketlerin borsa değerlerini hızla düşürmüş, büyük zararlara etmiş ve iflaslara yol açmıştır. “Nitekim FED eski başkanı Greenspan krizin sadece kredilerden kaynaklanmadığını asıl nedeninin bu kredilerin paketlenerek tekrar satışından kaynaklandığını ifade etmiştir” (Eğilmez, 2009a:72). “2008 yılında dünya toplam GSMH’sı 60 trilyon iken türev piyasaların hacminin 670 trilyon dolar olduğu” (Özbek, 2009:3) diğer bir ifadeyle sanal piyasa hacminin gerçek üretimi 10 kat aştığı düşünüldüğünde finansal ürünlerin krizde yol açtığı derinlik çok daha iyi anlaşılabilir.

---

\* Batık krediler dolayısıyla 2008 yılının ilk çeyreğinde bilanço varlıklarından silinen kredilerin önceki yıla göre %122 artmış olması bunlara bağlı menkul kıymet ödemelerinde yaşanan aksaklıkların büyüklüğünü de yansıtmaktadır (Demir ve diğ.,2008:43).



## 2.2.6. Menkul kıymet fonlama sıkıntıları

Önceki bölümde açıklanan bütün hataların etkisiyle ortaya çıkan menkul kıymet fonlama sıkıntılarının ilk aşaması konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan aksaklıklarla başlamıştır. ABD’de konut kredisi alan kişilerin konut kredilerini ödeyememesini takiben kredi veren kuruluşların ipotekli konutlara haciz işlemi başlatmalarına rağmen yaşanan süreçte el konulan konutların düşük fiyatlarla satılması kredi kuruluşlarının kısa dönemli borçlarını çevirememesine neden olmuştur. “Mortgage piyasasının yarattığı fonlama sorunları için içine konut kredilerine dayalı menkul kıymetler ve türev ürünler girmeseydi tek başına bir krizi yaşanan boyuta taşıyacak bir etkiye sahip olmayabilirdi. Ancak konut kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler ve türev ürünlerin kredi geri ödemelerinden gelen nakit akışının kesilmesi üzerine değer kaybetmeye başlaması adeta çarpan etkisi yaratarak sıkıntıları derinleştirmiştir” (Kuşgözoğlu, 2010:77, Akgüç, 2009:7).

Zira fon kaynağı konut kredileri olan menkul kıymet geri ödemelerinin yapılamaması bütün süreçte belirsizlik yaratmış, piyasaya olan güven kaybolmuş, menkul kıymetler ve türev ürünler satılamaz duruma gelmiş, ciddi değer kayıpları ortaya çıkmıştır. Menkul kıymetleri elinde bulunduran yatırım bankaları, ticari bankaların yatırım bankacılığı bölümleri, emeklilik fonları, hedge fonlar, kredi riskini sigortalayan sigorta kuruluşlarının menkul kıymetleri ve türev ürünleri eski fiyatından satamamaları nedeniyle nakit akışları bozulmuş, finansal varlıkların anapara ve faiz ödemeleri durma noktasına gelmiştir. Bankaların bilançoları dışında menkul kıymetleştirme uygulamaları nedeniyle taşıdıkları taahhüt ve varlıkların tam olarak bilinmemesi dolayısıyla hangi bankanın ne kadar riske maruz kaldığının belirlenememesi piyasalarda panik havası yaratmıştır. Yatırımcıların bankalardan paralarını çekmeye başlaması geri dönmeyen krediler ve değeri düşen finansal ürünler sebebiyle fonlarını çevirmekte zaten zorlanmakta banka ve diğer kuruluşların likidite koşullarını daha da ağırlaştırmıştır.

“Sermayeleri giderek eriyen bankalar kredi ve yatırımlarının daha kötüye gideceği tedirginliği ve riskten kaçınmak amacıyla borçlanma koşullarını sıkılaştırmış, birbirlerine dahi borç vermektense likit kalmayı tercih etmiş” (Roubini ve Mihm, 1012:154) kredi krizi likidite krizine

dönüşmüştür. Subprime kredilerin tahsil edilememesi nedeniyle sermayeleri eriyen ve piyasada artık neredeyse hiçbir değeri olmayan finansal ürünlere sahip bankalar peşpeşe zararlar açıklamış, iflas etmiş, satılmış, kamulaştırılmış veya devlet eliyle kurtarılmıştır. Yabancı bankaların; ABD’de faaliyet gösteren bankalarla olan ilişkileri ve özellikle iflas eden bankaların finansal ürünlerinin uluslararası alıcılara satılmış olması krizi küresel boyuta taşımıştır.

## **B. Uluslararası Finansal Mimarinin Krize Tepkisi**

Çalışmanın “liberalleşme” başlığı altında genişçe anlatılan neoliberal yeniden yapılanma ve neoliberal finansallaşma politikalarıyla sermaye kontrollerinin kaldırılması ekonomik kırılganlıkları ve ülkelerin finansal kriz risklerini artırmıştır. Bu nedenle uluslararası finansal sistem finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını azaltacak bir uluslararası yapıya ihtiyaç duymaya başlamıştır. “Uluslararası finansal mimari olarak adlandırılan ve 1994-95 Meksika krizi sonrası reforme edilme çabaları önem kazanan bu yapı; dünya üzerindeki fon akımlarından etkilenen çeşitli kurumlar, kuruluşlar, yatırımcılar ve devletler arasındaki finansal ilişkileri düzenleyen, ulusal ve uluslararası işlemler, kurumlar ve düzenlemelerdir” (Türk, 2014:145-146).

Küresel finansal mimari tarafından her ne kadar 1990’lı yılların ortalarından itibaren krizlerden korunmaya yönelik çeşitli uygulamalar gerçekleştirilse de 2008 krizinin yol açtığı yıkıcı sonuçlar uluslararası finans sisteminin zayıf yönler barındırdığını gözler önüne sermiş ve uluslar arası finansal istikrarın sağlanması ve korunması gereği ülkelerin ortak hareket etme ihtiyacını ve ülkeler arası koordinasyonu sağlayabilecek uluslararası kurumları ve platformları ön plana çıkarmıştır. Genel olarak “krize karşı ortak mücadele zemini oluşturmada G20, krizle mücadelenin finansal boyutunda IMF (Uluslararası Para Fonu), uluslararası kurumlarla ortak çalışmalar yürütme, uluslararası platformda benimsenen ilkelerin ulusal düzenlemelere dahil edilip edilmediğini değerlendirmede FSB (Finansal İstikrar Kurulu), krizle birlikte sarsılan bankacılık sektörüne yönelik güveni, standartları revize ederek yeniden tesis etmede BCBS (Basel Bankacılık Denetim Komitesi) ve BIS (Uluslararası Ödemeler Bankası) ve menkul kıymet düzenlemelerine ilişkin hedef ve prensipleri revize etmede IOSCO (Uluslararası

Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü) önem kazanmış” (Değertekin, 2011a:16-17, İzmen, 2009:3) ilgili kuruluşlar çeşitli öneriler ve önlemler ortaya koymuştur. Bu bölümde uluslararası finansal mimari içinde yer alan uluslararası kuruluşların krize yaklaşımları ve tepkileri ele alınacaktır.

### 2.3. Gelişmiş Ülke Grupları

Küresel ekonomik sistem için önemli ülkelerden oluşan G-20; G7 ülke grubunun genişlemiş şeklidir. “G20 grubunun amacı; uluslararası finansal istikrarı geliştirmek, sanayileşmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında muhtemel politika sorunlarına çözüm getirmek için çalışmalar yapmak, uluslararası finansal sistemde oluşabilecek riskleri tartışmaktır ve toplantı kararları tavsiye niteliğindedir” (Erkekoğlu ve Arıç, 2014:58, www.dunya.com, 2010).

Gelişmiş ülke gruplarının ABD’de 2007 yılında ilk belirtilerini veren krize karşı duyarsız kaldıkları ve önlem almakta geciktikleri görülmektedir. “Eylül 2008’de Almanya Maliye Bakanı P. Steinbrück G7 maliye bakanlarının, krizin ABD’nin sorunu olduğunu düşündüklerini dile getirmiştir ancak birkaç gün sonra Avrupa bankacılık sisteminde de çöküşlerin başlamasıyla harekete geçilmiş, Kasım 2008’de Washington’da bir araya gelerek krize karşı alınacak önlemler üzerinde durmuşlardır. Finans piyasalarını iyileştirmeye yönelik ortak kararlar alınmıştır. 2009 yılında krizden çıkış yolları üzerinde tartışmak üzere birkaç kez daha bir araya gelinmiş, 15 Ocak’ta G20 toplantıya çağrılarak kriz sorunu ve alınacak tedbirler görüşülmüş, toplantıda dış ticareti daraltan tedbirlerden kaçınılması üzerinde durulmuş, korumacı önlemler alınmayacağı taahhüdünde bulunulmuştur. Eylül 2009’da yapılan toplantıda ise gelişmiş ülkeler adına G20’nin kararlar alacağı açıklanmıştır” (Roubini ve Mihm, 2012:126, Hiç, 2009:56, Coşkun, 2011:144). Krizin derinleşme eğilimi gösterdiği ve dünyanın geri kalanına sirayet etmeye başladığı süreçte kalıcı bir çözümün sağlanabilmesi için krize karşı belirlenecek politikaların gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak şekilde işbirliği ve ahenk içinde yürütülmesi yönünde alınan önemli bir karar olmuştur.

“Kriz sürecinde G20 ilk zirve toplantısını 2008 yılı Kasım ayında düzenlemiş, krizin nedenleri, dünya çapında alınacak önlemler tartışılmış, finansal

piyasalar reformu için ortak ilkeler belirlenmiştir. Krizin nedenleri olarak; i)gözlenen güçlü küresel büyüme, artan sermaye akımları ve piyasa katılımcılarının riskleri tam olarak değerlendirmeden finansal araçlara yatırım yapması, ii)gerekli standartların oluşturulmaması, giderek karmaşıklaşan finansal ürünler ve yüksek kaldıraç kullanımı nedenleriyle sistemin kırılganlığının artması, iii)gelişmiş bazı ülkelerdeki politika yapıcılarının, düzenleme ve denetleme otoritelerinin finansal piyasalarda biriken riskleri yeteri kadar tahlil edememesi, iv)ülkelerin etkin ve tutarlı politikalar yürütememesi nedeniyle sürdürülebilir olmayan küresel makro ekonomik sonuçların oluşması gösterilmiştir” (G20 Declaration, 2008:1).

“2008 zirvesinde finansal piyasalar reformu için; i)finansal piyasalarda şeffaflık ve hesap verilebilirliğin güçlendirilmesi, ii)gözetim ve denetim yapılarının geliştirilmesi, iii)finansal piyasalarda doğruluk ve güvenilirliğin desteklenmesi, iv)uluslararası işbirliğinin artırılması ve uluslararası finansal kuruluşların yeniden yapılandırılması kararları alınmıştır. Ayrıca dünya ekonomisinin harekete geçirilmesi ve finansal sistemin istikrarının sağlanması gerekliliği vurgulanmış, kamu otoritelerinin krize müdahale etmesinin zorunlu olduğu, ülkelerin ortak hareket etmesinin daha etkili olacağı kabul edilmiştir” (G20 Declaration, 2008:1-5).

2008 zirvesini takiben sırasıyla 2009 yılında Nisan Londra, Eylül ve Kasım Pittsburgh, Haziran 2010 Toronto, Kasım 2010 Seul, Kasım 2011 Cannes, Haziran 2012 Los Cabos, Eylül 2013 Saint Petersburg, Şubat 2014 Brisbane zirve toplantıları yapılmıştır. Nisan 2009 toplantısında; “i)büyüme ve istihdamın desteklenmesi için 2010 yılı sonuna kadar genişletici maliye politikası uygulaması, merkez bankalarının genişletici para politikası uygulaması ve piyasaların düzgün işleyişi için tüm enstrümanların kullanılması, finansal sistemin kredi akışının normale dönmesi için her türlü tedbirin alınması ii)aşırı risk alımını engelleyecek nitelikte finansal sektör gözetim ve denetiminin güçlendirilmesi, muhasebe standartları ve KDK faaliyetlerinin şeffaflık ve güvenilirliğini iyileştirecek ve küresel ölçekte geçerli ilke ve kurallara bağlanması, iii) ülkelerin IMF ve DB nezdinde borçlanma imkanlarının artırılması, iv)korumacılığın önlenmesi, v)küresel ekonomik büyümenin adil ve sürdürülebilir şekilde sağlanması amacıyla düşük gelirli ülke ve insanlara kaynaklar ayrılması hususlarına yer verilmiştir. FSF yetkileri artırılarak FSB’ye dönüştürülmüş ve IMF ile işbirliği içinde finansal ve makro ekonomik risklerin önceden tespitine

yönelik çalışmalar yapması kararı alınmıştır. Ayrıca krizin temel nedeninin finans sektöründeki başarısızlıklar olduğu, finans sektörüne yeniden güven sağlanmadan çözüme ulaşmanın mümkün olmadığı ve bu güveni temin edebilmek için daha güçlü bir denetleme ve düzenleme sisteminin oluşturulması adımlarının atılması, aşırı risk alımının engellenmesi, tüketici ve yatırımcıların korunması gerektiği hususlarında mutabakat sağlanmıştır. 2009 Pittsburg toplantısında tezgâh üstü türev piyasalardaki risklerin ve zafiyetlerin azaltılması, bankacılık sisteminde likidite, sermaye kalitesinin artırılması ve daha güçlü sermaye yapısı, ücret ve prim politikalarının düzenlenmesi, G-SIFI'ların tasfiye süreçleri, 2010 Toronto toplantısında şeffaflık, düzenleme ve gözetimin artırılması, 2010 Seul toplantısında G-SIFI belirleme metodolojisinin tanımlanması ve tüketicinin korunması kararları dikkat çekmiştir” (G20 Declaration, 2009:1-9, Tiryaki, 2012:89-90, TCMB, 2011a:91, Şababoğlu, 2013:97, TCMB, 2013a:126).

2008 ve 2009 zirve kararları doğrultusunda alınan tedbirler sonucunda 2009 sonları itibariyle krizin etkilerinin hafiflemeye başladığı, finansal piyasalarda gerilimin önemli ölçüde giderildiği, oynaklığın azalmaya başladığı gözlenmişse de 2011 yılında AB ülkelerinin yaşadığı borç krizi; 2008 krizinin daha uzun bir süreç sonunda aşılabileceğini göstermiştir. “2011’de kötüleşen koşullar G20 toplantılarına daha somut kararlar alınmasına yön vererek yansımıştır. Özetlemek gerekirse 2011 Cannes toplantısında reform çalışmalarında IMF, BIS ve FSB’nin koordineli çalışması, 2012 Los Cabos toplantısında ekonomik büyümenin önündeki engellerin kaldırılması, G20’nin çok yıllık bir gündem belirleyerek ve paydaşlarıyla etkin bir dayanışma mekanizması sağlayarak küresel yönetişimin şekillendirilmesi, kalkınma hedeflerine ulaşmak için yapılan çalışmaların iki katına çıkarılması, 2013 Saint Petersburg toplantısında büyüme ve kapsayıcı kalkınma sağlanması için küresel dengesizliklerin giderilmesi, 2014 Brisbane toplantısında altyapı yatırımları ve özel yatırımların önünü kesen engellerin öngörülebilir politikalar ve düzenlemeler ile kaldırılması, kamu harcamalarının ekonomiye etkilerinin ve çok uluslu bankaların etkinliğinin artırılması kabul edilmiştir” (G20, 2014:1-4, Askon, 2012:28-31, Tiryaki, 2012:90-92, www.aa.com.tr, 2013).

Zirveler sonrasında yapılan açıklamalar ve alınan kararlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde; G20’nin krize zemin hazırlayan kırılmalıkların ortadan

kaldırılması ve gelecekte büyük bir krizin yaşanmasının önlenmesi amacıyla küresel işbirliği içinde sürdürülebilir ve dengeli bir küresel büyümenin sağlanması ile küresel finansal sistemin yeniden yapılandırılması olmak üzere iki temel öncelik tespit ettiği anlaşılmaktadır.

#### **2.4. IMF**

Temel sorumluluğu; uluslararası finansal istikrarı sağlamak ve ortaya çıkan krizlerde son kredi mercii rolünü üstlenerek krizlerin daha da derinleşmesini ve yayılmasını önlemek olan IMF; geçmişte serbest piyasa ekonomik sistemine ilişkin tecrübesi olmayan ülkelere, ekonomik büyümeyi sağlamak adına mal ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik neoliberal politikalar önermiş olması nedeniyle dolaylı olarak krizi tetiklediği eleştirilerine maruz kalmıştır.

“Küresel krizle ilgili IMF’nin yaptığı ilk analiz; krizin tohumlarının yüksek büyüme ve düşük faiz döneminin aşırı iyimser ortamında yüksek kaldıraç düzeyleri ve aşırı risk alımına yol açan ortamında atıldığı, bölünmüş düzenleme yapıları içinde yeni finansal araçların yaratıldığı ve finansal piyasaların hızla geliştiği bu dönemde piyasa disipli, makro ekonomik politikalar ve küresel gözetim alanlarında çeşitli aksamalar oluştuğu, makro ekonomik politikaları biçimlendirenlerin de finansal sistemde ve konut piyasalarında sistemik risklere katkıda bulunan makro ekonomik dengesizlikleri yeterince göz önüne almadıkları, politikaların koordine edilmesinde uluslararası düzeyde etkili bir işbirliğine ulaşamadığı yönündedir. Ayrıca MB’nin yüksek mal varlığı fiyatlarının ve artan kaldıraç düzeylerinin içerdiği riskler yerine, enflasyon üzerinde odaklanmakla hata ettiğini vurgulamıştır” (IMF, 2009a:3).

Bu yaklaşım IMF’nin krizi hazırlayan en önemli faktör olarak ulusal ve uluslararası finansal düzenleme yaklaşımında eksiklikleri gördüğünü yansıtmaktadır. Aynı zamanda kriz öncesi dönemde mevcut riskleri yeterince analiz edemediği ve gerekli uyarılarda bulunmadığı yönündeki eleştirilere IMF; küresel finansal sistemi izleme ve gözetim faaliyetlerini modernize ederek yanıt vermiş; “i)küresel finansal güvenlik ağının genişletilmesi, ii)IMF kredilerinde esnekliğin artırılması, iii)gözetimin güçlendirilmesi iv)savunmasız kesimlerin korunması ve v) yönetim alanlarında değişim kararları almıştır” (Kato, 2009:2).

Değişim kararlarına yönelik en önemli çalışma gözetimin güçlendirilmesine yöneliktir. “İcra Direktörleri Kurulu 2008-2011 dönemini kapsayan, finansal sistemi denetleme ve üye ülkelerin ekonomik ve finansal politikalarını izleme faaliyetlerinde yönlendirici rol oynayacak ekonomik ve operasyonel önceliklerini belirlemiştir. Gözetim faaliyetlerinde i)başlıca riskler ve bu risklerin politikalara etkisinin sistemik biçimde değerlendirilmesi, ii)piyasalar ve kuruluşlar arasındaki bağlantıların anlaşılması ve finansal istikrar analizlerinin geliştirilmesi, iii)ikili gözetim, içeriye ve dışarıya doğru yayılma etkileri ve ülkeler arası ilişkilerin sistematik bir şekilde ele alınması ve iv)dış istikrar ve döviz kuru değerlendirmeleri olmak üzere dört operasyonel alana öncelik verilmesi kararlaştırılmış, saydamlığı artırma ve küresel yaklaşıma dayalı olarak diğer uluslararası kuruluşlarla yakın işbirliği planları hazırlanmış, Eylül 2010’da FSB ile birlikte erken uyarı tatbikatı düzenlenmiştir” (IMF, 2009a:7, Değertekin, 2011a:10, IMF, 2009b:5-6). “Yine 2009’da gelişmiş ülkelerin gözetimi doğrultusunda G20 ülkelerinde uygulanan politikaların birbiriyle tutarlı olup olmadığının IMF gözetiminde tespit edilmesine karar verilmiş, 6 Ekim İstanbul kararlarında yinelenmiştir” (Değertekin, 2010:12).

“Küresel ekonomik öncelikler ise; i)çıkış stratejilerinin ekonomik canlanmanın sürdürülebilirliğine zarar vermeksizin ve ekonomik toparlanma sağlam bir şekilde tesis edilinceye kadar sürdürülmesi, ii)finansal merkezlerde yurt içi ve sınır ötesi düzenleme ve denetim çerçevesinin güçlendirilmesi, iii) makro ekonomik ve yapısal politikaların küresel talebin dengelenmesini teşvik edecek nitelikte olması yönünde belirlenmiştir” (IMF, 2009b:5).

“IMF bu öncelikler doğrultusunda hem ulusal hem de uluslararası düzeyde acil politika önlemi olarak; i)finansal sektör bilançolarının onarılması, ii)para politikası desteğinin yurtiçi koşullara uygun biçimde tasarlanması, iii)2009 ve 2010’da ekonomik canlanmayı sağlamak için küresel düzeyde mali önlemler alınması ve iv)uluslararası finansmanın öneminin kavranmasını savunmuştur” (IMF, 2009a:3-4). Krizden çıkış stratejilerine yönelik benimsediği ve “6-7 Kasım 2009’da sunduğu temel prensipler ise şunlardır; i)çıkışın zamanlaması ekonominin ve finansal sistemin durumuna göre belirlenmeli, sürdürülebilir istikrar sağlanmadan desteklere son verilmemelidir, ii)mali disiplinin sağlanması, istisnai durumlar hariç, öncelikli konu olmalıdır, iii) kamu borçları ekonomi açısından risk oluşturmayacak seviyelere

düşürülmeli ve mali çıkış stratejileri ve zamanlaması şeffaf olarak kamuoyu ile paylaşılmalıdır, iv) kriz nedeniyle geçici olarak sağlanan mali destekler ekonomi yeterince güçlendiğinde sona erdirilmeli ve faiz dışı fazla mali disiplinin temel unsuru olmalıdır, v) para politikasının sıkılaştırılması gerektiğinde, kriz sırasında alınan olağanüstü para politikası tedbirlerine son verilmesi ön koşul olarak görülmemelidir, vi) finansal sektöre verilen desteklerden çıkış, piyasaların işlerliğine zarar vermeden aşamalı olarak gerçekleştirilmelidir, vii) alınan tedbirlerden azami faydanın sağlanabilmesi için çıkış stratejileri ülkeler arasında işbirliği içerisinde yürütülmelidir” (TCMB, 2009a:8).

IMF'nin acil politika önlemleri ve çıkış stratejileri birlikte değerlendirildiğinde; sadece para veya sadece maliye politikalarının sorunu çözmede yeterli olmayacağı, özellikle üç ayrı önlemin alınması ve eşanlı olarak ve küresel koordinasyonla uygulanmasının gerekli görüldüğü anlaşılmaktadır. İlk olarak küresel ekonominin yeniden işlerlik kazanması için finansal sektörün güçlendirilmesi, ikinci olarak para politikası uygulamaları ile talebin arttırılması, üçüncü ve (kredi piyasasında var olan sorunlar ve ABD ve AB'de faiz oranlarının sifıra yaklaşması nedeniyle para politikası kararlarının etkisinin sınırlı kalabileceği de göz önüne alındığında) en önemlisi talebin ve üretimin maliye politikası uygulamaları ile arttırılması gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Geçmiş kriz tecrübelerinde gelişmekte olan ülkelere sıkı para ve maliye politikaları öneren IMF'nin 2008 krizinde ekonomik canlanmanın sağlanması adına ekonomi ve finansal sektörün desteklenmesini ekonomik öncelikleri arasına alması ve genişletici maliye politikası uygulama tavsiyesi dikkat çekicidir.

Önerilerinin yanı sıra IMF; kriz sürecinde yaşanan likidite sorunu karşısında kredi düzenlemelerini değiştirmiş ve son kredi mercii olarak üye ülkelerin krizden çıkışına katkıda bulunmuştur. Kredi enstrümanlarının üye ülkelerin kriz karşısındaki ihtiyaçlarına adaptasyonu kapsamında 2008 yılında; “koşulsallıklar azaltılmış, fonun kredi kapasitesi üç katına çıkarılmış, krediye erişim limitleri üye ülkelerin kotalarının beş katına kadar arttırılmış, geri ödeme usulleri ve faiz yapısı değiştirilmiştir. Üye ülkelerin likidite ihtiyaçlarını karşılamak üzere i) Esnek Kredi Hattı ve Kısa Vadeli Kredi İmkânı, ii) İhtiyati Kredi Hattı oluşturulmuştur, iii) kullanılmayan bazı özel amaçlı imkânlar yürürlükten kaldırılmış, iv) hızlı finansman aracı oluşturulmuş ve



daha esnek düzenlemeler uygulamaya konulmuştur. Krizle birlikte, yoksul ülkelere sağlanan kredilerde de önemli değişimler yaşanmıştır. Fon, yoksul ülkelere ayırdığı kaynak kapasitesini artırmış, sağlanan ayrıcalıkların derecesini yüksetmiş ve yeni kredi araçları geliştirerek yoksul ülkelerin finansman ihtiyacını en uygun şekilde karşılamayı hedeflemiştir” (Doğan ve Tunalı, 2014:130-135, Türk, 2014:161, Hayaloğlu ve Artan, 2011:146-149). “Değişim kararları kapsamında IMF ayrıca, düşük gelirli üye ülkelerin karar aşamalarına katılımını ve temsilini arttırmak amacıyla 2008’de kota ve temsil reformu onaylanmış, G20 öncülüğünde çalışmalar sürdürülmüştür” (Hayaloğlu ve Artan, 2011:151-152, Söyler, 1012:111).

Krizi öngörememiş olsa da IMF’nin kriz sürecinde krizin etkilerinin hafifletilmesi, finansman sağlama ve gözetim amacıyla aktif bir şekilde rol oynadığı, daha adil bir yönetim yapısı gerçekleştirmek için çaba sarf ettiği görülmektedir.

## **2.5. FSB**

FSB; Nisan 2009 G20 toplantısında alınan kararla FSF’nin yeniden yapılandırılması ile kurulmuştur. “Amacı küresel finansal istikrarın artırılması olan FSB’ye bu yapılanma ile yeni üyeler katılmış, görev alanları genişletilmiş, geçmişte finansal istikrar için tavsiyelerde bulunurken, düzenleyici ve denetleyici politikaların üretildiği kurul statüsüne geçmiştir” (FSB, t.y., Değertekin, 2010:8).

“FSF, Nisan 2008’de finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın nedenlerini, ortaya çıkardığı zayıflıkları ve finansal sistemin güçlenmesi için yapılması gerekenleri içeren bir rapor yayınlamıştır. Dalgalanmanın nedenleri; i)düşük faiz ve bol likiditenin beslediği olağanüstü kredi genişlemesi, konut fiyatlarındaki yükseliş, yüksek getirili varlıklara talep, kredi standartlarının düşmesinin mortgage piyasasının büyümesine yol açması, ii)kötü mortgage kredileri ve ABD konut piyasası zayıflıkları sonucunda tetiklenen sorunlar, iii)subprime kredilere dayalı menkul kıymetlere güven kaybı ve KDK’larının not düşürmesiyle finansal kuruluşların bunları likit hale dönüştürmede, buna bağlı olarak taahhütlerini finanse etmede sıkıntı yaşaması ve başkalarına likidite sağlamada isteksizlik olarak özetlenmiştir. Krizin ortaya çıkardığı finansal piyasa zayıflıkları da; zayıf kredi standartları, firmaların risk yönetimi uygulamalarındaki eksikler, özensiz yatırımcılar,

KDK'larının başarısızlıkları, finansal kurumlarda tazminat ve ücretlerin ve oluşturduğumuz modelinin risk almayı teşvik etmesi, kamuyu aydınlatma eksiklikleri, düzenleme yetersizlikleri olarak sıralanmıştır” (FSF, 2008:5-9 ). FSF'nin vurgu yaptığı zayıflıkların krizin kökenindeki hatalar başlığı altında açıklanan hataları doğruladığı görülmektedir.

“Aynı raporda kısa vadede likidite ve kredi koşullarının sağlıklı işleminin ön koşulu olarak; varlıkların gerçekçi bir şekilde değerlendirilmesi ile finansal kuruluşlar ve bağımsız denetim şirketlerince risklerin açıklanması ve fiyatlama yöntemlerinin geliştirilmesi, MB'larının gerektiğinde koordineli biçimde hızla ve esnek müdahalelere devam etmesi gerektiği vurgulanmıştır. Orta vadede ise; denetim ve gözetimin güçlendirilmesi, şeffaflık ve risk değerlendirmesinin geliştirilmesi, muhasebe ve denetim rehberlerinin sağlamlaştırılması, kredi derecelerinin kullanımı ve rolünde değişiklik yapılması, risklere yanıt verecek otoritelerin güçlendirilmesi, uluslararası kurumların koordinasyonu, otoriteler arasında işbirliğinin geliştirilmesi, finansal sistemde sağlam düzenlemeler yapılması önerileri sıralanmıştır” (FSF, 2008:12-53).

FSF'nin önerdiği finansal istikrarsızlığı önleyici prensipler ve tavsiyeler krizin nedenlerini çok yönlü olarak besleyen sınır ötesi faaliyetler, denetim ve ücret uygulamalarına yöneliktir. “Nisan 2009'da yayınlanan prensipler arasında yer alan kriz yönetiminde sınır ötesi işbirliği prensiplerinde düzenleme ve gözetim önerilerinin ön plana çıktığı görülmekte, küresel işbirliği tavsiyesi dikkat çekmektedir. Ücret uygulamalarına ilişkin prensipler içerisinde büyük finans kuruluşlarınca ödenen ücret ve primlerin sermaye tabanını zayıflatmaması, ücretlerin yıllık olarak kamuya açıklanması, ücretlendirmenin alınan risk düzeyi ile uyumlu olması, ücretlendirmenin kamu otoritesi ve hissedarların etkin gözetim ve denetiminde olması önerileri bulunmaktadır. Erken uyarı mekanizmaları önerileri ile de sistemik riskin takip edilmesi, borçluluk ve likidite riski gibi finansal kırılganlığı arttıran göstergelerle birlikte incelenmesi gerektiğinin vurgulandığı görülmektedir. Denetleme komiteleri tavsiyeleri ile ise uluslararası finans kuruluşlarının gözetiminin güçlendirilmesi dile getirilmiştir” (FSF, 2009a:2-5, Değertekin, 2010:10-11, FSF, 2009b:2-14).

FSB, G20 tarafından verilen finansal piyasalara ilişkin reformların koordinasyonu, izlenmesi ve raporlanması sorumluluklarına dönük çalışmalar da

yürütmüştür. “2009’da İcra Komitesi ve üç daimi komite kurmuş, reformların takibini yapmak üzere uluslararası standart belirleyici kuruluşlarla birlikte işbirliği çerçevesi oluşturmuştur. Çerçeve; sermaye ve likidite, OTC türev piyasaların reformu, ücretlendirme, GSIFI politikaları, çözümleme ve gölge bankacılık alanlarına öncelik verilmiştir” (TCMB, 2011a:81, Değertekin, 2010:8). Sermaye ve likidite çerçevesi olarak Basel III yayınlanmış, uygulamanın takibiyle BCBS görevlendirilmiştir. Kapsamlı kurallar BCBS başlığı altında açıklanacaktır.

Krizin nedenlerinden biri olan türev ürünlerin yarattığı riskleri öngörebilmek ve engelleyebilmek amacı taşıyan OTC türev piyasalar reformu kapsamında adımlar atılmıştır. “2009 Pittsburg G20 zirvesinde tezgâh üstü türev piyasaların geliştirilmesi (OTC türev anlaşmaların borsada ya da elektronik platformda işlem görmesi, merkezi karşı taraflarca takası, merkezi takası yapılmayan kontratların daha yüksek sermaye yükümlülüğüne tabi olması) kararı doğrultusunda FSB tarafından ülkelerin reform uygulamaları izlenmekte ve altı ayda bir rapor yayınlanmakta, çalışmalar IOSCO ve CPSS işbirliğinde yürütülmektedir” (TCMB, 2011a:79, Tiryaki, 2012:89, TCMB, 2013a:138). Reformların detaylarına IOSCO başlığı altında değinilecektir.

Ücretlendirme uygulamalarına dönük olarak; “Nisan 2009’da yayınlanmış olan ücretlendirmeye ilişkin prensiplerin ülke bazında ne derece hayata geçirildiğini inceleyen bir rapor Mart 2010’da hazırlanmıştır. Raporda prensiplerin birçok ülkede hayata geçirildiği, ücretlendirme politikalarına risk bazlı değerlendirmelerin entegre edilmesi, sınır ötesi faaliyette bulunan finans kuruluşlarının ücretlendirme uygulamalarına ilişkin Denetleme Komiteleri arasındaki işbirliğinin artırılması, ücret komitelerinin düzenleyici otoritelerce denetlemesi alanlarında gelişmeler yaşanması gerektiği tavsiyelerinde bulunulmuştur” (Değertekin, 2011a:7). FSB, BIS başlığı altında değinilecek olan Denetleme Komitelerinin çalışmalarıyla ilgili olarak IAIS ve BCBS’yi görevlendirmiştir.

Çözümleme/iyileştirme çerçeveleri ve gölge bankacılık; sınır ötesi faaliyette bulunan finansal kuruluşlar arasındaki etkileşim nedeniyle, bu tür kuruluşların batmaları halinde finansal sistem üzerinde ne denli yoğun etkilerinin olduğu ve battıklarında yaratacakları tahribatın büyüklüğü 2008 kriziyle görülmüş ve batmalarına izin vermek imkânsız hale gelmiştir. Kriz döneminde batmalarını önlemek üzere verilen kamu destekleri ise piyasa disiplinini bozmuştur. İlk etapta

TBTF olarak nitelendirilen daha sonra SIFI olarak adlandırılan bu kuruluşların batma ihtimalini ve battıklarında yaratacakları tahribatı azaltmak amacıyla SIFI'ları güvenli olarak sistem dışına çıkarabilecek çözümlene yöntem ve politikalarının oluşturulması FSB'nin öncelikleri arasında yer almıştır. "TBTF probleminin çözümlenmesi için FSB ve BCBS'nin hazırladığı SIFI çerçevesi G20 2010 Seul zirvesinde kabul edilmiş, 2011 yılında SIFI politika önlemlerine ilişkin ayrıntılar ile G-SIFI'lara dönük çalışmalar yapılmış, 2013 Eylül ayında kamuoyuyla paylaşılmıştır" (TCMB, 2013a:126). Çerçevenin detaylarına BCBS başlığı altında değinilecektir.

Ayrıca "2010 yılında finansal kuruluş çözümlene sürecinin finansal sistemi etkilemeyecek şekilde yönetilmesi amacıyla Toparlanma ve Çözümlene Planları (Recovery and Resolution Plans-RRP) yayınlanmıştır. RRP'ler ile banka faaliyetlerine devam ediyorken karşılaşacağı herhangi bir sıkıntıda, toparlanma ve çözümlene için bankalar ve otoriteler tarafından alınması gereken önlemler detaylı bir şekilde tanımlanarak; hızlı, bulaşma riski ve olası maliyeti azaltılmış adımlar atılması amaçlanmış, SIFI'ların Yarattığı Ahlaki Tehlikenin Azaltılması Önerileri ve Zaman Çizelgeleri hazırlanmıştır" (Gür, 2011:26, Saçcı, 2013:99). Detaylarına BCBS başlığı altında değinilecektir. Bunların yanı sıra "2011 yılında Finansal Kuruluşlar İçin Etkin Çözümlene Rejimlerinin Temel Özellikleri dökümanı hazırlanmış, bir finansal kuruluşu düzenli bir şekilde, kamu kaynaklarına başvurmadan ve sistemik öneme sahip fonksiyonlarının devamlılığının koruyarak çözümlene için; firmanın faaliyetleri devam eder durumda iken satışı, yükümlülüklerin yeniden yapılandırılarak sermayeye dönüştürülmesi, piyasa değeri olan unsurların tasfiye edilecek kötü varlıklardan ayrıştırılması ve çözümlene sürecinde ortaya çıkan zararın hissedarlar ile teminatsız alacaklılar (bail-in) tarafından karşılanması yöntemleri önerilmiştir" (TCMB, 2011a:78, Gür, 2011:24, TCMB, 2013a:133). Yürüttüğü çalışmalara bakıldığında FSB'nin, SIFI'lara yönelik çözümlene, denetim ve gözetim standartlarında; hızlı-güvenli-sistemde istikrarsızlık yaratmadan, vergi mükelleflerine maliyet yüklenmeden çözümlene ve iflasları halinde bulaşma riskini azaltıcı yönde hedefler belirlediği anlaşılmaktadır.

## 2.6. BCBS

Kriz sürecinde finansal sistemin yeniden yapılandırılması gerektiği ve dünya genelinde finansal kuruluşların sermaye ve likidite düzenlemelerinin yetersiz olduğu değerlendirilerek sermaye ve likiditeye ilişkin yeni bir düzenleme çerçevesi ihtiyacı ortaya çıkmış, sınır ötesi etkileri dikkate alınarak özellikle SIFI'lar üzerine odaklanılmış, BCBS uygulamaları yakından izlemekle görevlendirilmiştir.

“Bu amaçla yürütülen iki çalışma (Basel III ve SIFI'ların Yarattığı Ahlaki Tehlikenin Azaltılması-FSB Önerileri ve Zaman Çizelgeleri) Kasım 2010 G20 Seul zirvesinde onaylanmış, SIFI'ların Yarattığı Ahlaki Tehlikenin Azaltılması-FSB Önerileri ve Zaman Çizelgeleri (Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions-FSB Recommendations and Time Lines) FSB tarafından açıklanmıştır” (TCMB, 2010a:53, TCMB, 2011a:75). “Dökümanın 51 maddelik çerçevesinde; i)sorunlu bankalar, finansal sisteme zarar vermeden ve kamu desteğine ihtiyaç duymadan çözümlenebileceği, hızlı ve güvenli çözümlene süreçlerine sahip olmalıdır, ii)SIFI'lar, neden oldukları risklerin büyüklüğü nedeniyle Basel III'de belirtilen standartlarca öngörülenlerden daha yüksek zarar karşılama kapasitesine sahip olmalıdır, iii)sistemik risk yaratabilecek tüm finansal kuruluşlar yerel otoritelerce daha sıkı bir şekilde gözetim ve denetime tabi tutulmalıdır, iv)SIFI'ların finansal sistemde yol açabileceği risklerin (bulaşma riski gibi) azaltılmasını sağlayacak standartlar uygulanmalıdır ve v)G-SIFI'lara yönelik olarak ulusal bazda hayata geçirilecek düzenlemeler birbiriyle uyumlu ve tutarlı olmalıdır tavsiyelerine değinilmektedir. SIFI'lar konusunda yürütülecek çalışmaların FSB, BCBS, IMF, IOSCO, IAIS işbirliği ile ve ağırlıklı olarak 2011 yılı içinde planlanmış ve yürütülmüştür ” (TCMB, 2010a:54-55, Değertekin, 2011a:8-9).

Planlanan doğrultuda “FSB ve BCBS; 2010 yılında SIFI belirleme metodolojisini tanımlamış, bankalar büyüklük, küresel faaliyet, iç içe geçmişlik, ikame edilebilirlik ve karmaşıklık kriterlerine göre değerlendirilerek G-SIB olarak tasnif edilmiştir. G-SIB olarak belirlenen bankaların taşıdığı riskleri minimum kılmak için daha yüksek sermaye yükümlülüğüne tabi olması önerilmiş, sermaye yükümlülüğüne 2016 yılında başlayarak kademeli artışla tam uygulamaya 2019

yılında geçilmesi planlanmıştır” (TCMB, 2013a:126-131, TCMB, 2011a:77-78).

Tablo 4. G-SIB’ların Tabi Olacağı İlave Sermaye Yükümlülüğü

Alt Grup	Skor aralığı*	Asgari ek sermaye oranı (çekirdek ana sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranı)
5 (boş)	D-	%3,5
4	C-D	%2,5
3	B-C	%2,0
2	A-B	%1,5
1	Kesim noktası-A	%1,0

\*Sınırdaki değerlere eşit olan skorlar üst grupta sayılmaktadır.

Kaynak: TCMB, 2011a:78

Bankacılık ve finans sisteminin gelecekte karşılaşılabilecek şoklara karşı daha dirençli olmasını sağlamak amacıyla likidite, sermaye kalitesinin artırılması, ekonomik döngünün dikkate alınması ve sermaye yükümlülüğünün artırılması amacıyla Tablo 4’de görüldüğü gibi G-SIB’ların sistemik önem derecesi bakımından sınıflandırıldıkları gruba göre çekirdek ana sermaye cinsinden %1-%2,5 arasında ek sermaye yükümlülüğü, ayrıca caydırıcı bir unsur yaratmak üzere %3,5’lik ek sermaye yükümlülüğü getiren boş bir grup oluşturulmuştur.

Reformlar kapsamında “sermayenin kalitesinin artırılması ve seviyesinin yükseltilmesi, döngüselliğin azaltılması amacıyla koruyucu sermaye tamponu oluşturulması ve küresel likidite standartları ortaya konulmasını içeren Basel III (Basel Capital Accord) dökümanı, yeni sermaye ve likidite çerçevesi olarak BCBS tarafından Aralık 2010’da yayınlanmıştır” (TCMB, 2011a:75, TCMB, 2010a:58). 2004 yılında BIS tarafından kabul edilen, ağırlıklı olarak bankaları ve denetim ve gözetimin artırılmasını konu alan Basel II’ye tabi olmayı ABD’nin 2010 yılına kadar askıya alması, krizin ABD’de çıkması ve bankacılık sektöründe başlaması nedeniyle ağırlaştırılmış koşullar, ilave sermaye ve likidite zorunluluğu getiren BASEL III kritik önemdedir.

Tablo 5. Basel III Sermaye Düzenlemesi Değişiklikleri

			Basel II	Basel III	
			Asgari Oran (%)	Asgari Oran (%)	Koruyucu Tampon Dahil
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	=	$\frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Risk Ağırlıklı Aktifler}}$	≥ 8	8	10,5
Ana Sermaye Rasyosu	=	$\frac{\text{Ana Sermaye}}{\text{Risk Ağırlıklı Aktifler}}$	≥ 4	6	8,5
Çekirdek Ana Sermaye Rasyosu	=	$\frac{\text{Çekirdek Ana Sermaye}}{\text{Risk Ağırlıklı Aktifler}}$	≥ 2	4,5	7

Kaynak:TCMB, 2011a:76

Basel III ile (Tablo 5); i)Basel II’de % 2 olan asgari çekirdek sermaye oranı %4,5’e, ii)Basel II’de % 4 olan asgari ana sermaye oranı %6’ya çıkarılmış, asgari

sermaye yeterlilik rasyosunda bir değişikliğe gidilmeyerek %8 oranı korunmuştur. “Sermaye koruma tamponunun ise nihai şeklini %2.5 olarak alacak şekilde 2016 yılından 2019 yılına kadar kademeli olarak artırılarak sermaye oranlarına eklenmesi öngörülmüştür” (BDDK, 2010a:6, TCMB, 2010a:58). “Basel III ile sermaye oranlarını destekleyici nitelikte olan şeffaf, basit, anlaşılır ve riskbazlı olmayan kaldıraç oranı getirilmiş olup söz konusu oranın 2017 yılının ilk yarısına kadar sürecek olan uygulama döneminde %3 oranı test edilecek ve uygulama sonuçları dikkate alınarak nihai hali 1 Ocak 2018 tarihinde yürürlüğe girecektir” (BDDK, 2010a:7, Saçcı, 2013:108 ).

“Basel III ile birlikte; Likidite Karşılama Oranı (Liquidity Coverage Ratio) ve Net İstikrarlı Fonlama Oranı (Net Stable Funding Ratio) isimli iki yeni likidite oranı belirlenmiştir. LCR ile bankaların daha güvenilir ve likit varlıklara yönelmesi, dolayısıyla daha güçlü likidite tamponları ile faaliyet göstermesi beklenmektedir. NSFR ile de orta ve uzun vadeli dönemde bankaların pasif yapılarını güçlendirerek daha istikrarlı ve güvenilir bir fonlama sağlamak amaçlanmaktadır. LCR için 2011-2015, NSFR için ise 2012-2018 yılları arası gözlem periyodu olarak belirlenmiş, gözlem periyodunun ardından asgari standartların ilan edileceği belirtilmiştir” (Saçcı, 2013:106-108, BDDK, 2010a:7).

Küresel krize bankaların yeterli likidite yedekleri olmadan girmesi, yaşanan likidite sıkıntıları, SIFI’ların yarattığı riskler ve MB’larının kamu kaynakları kullanılarak piyasaya likidite enjeksiyonu yapmak zorunda kalışı göz önüne alındığında Basel Komitesi tarafından geliştirilen likidite riski, sermayenin, gözetim ve yönetim uygulamalarının güçlendirilmesi ve uluslararası düzeyde zorunlu olarak uygulanacak oluşunun finansal sistemde yaşanabilecek sistemik şoklara karşı dirençli kılacağı düşünülmektedir.

## **2.7. BIS**

BIS küresel krizle ilgili çalışmalarını FSB, G20, IOSCO, IMF ve diğer uluslararası kuruluşlarla koordineli olarak, üç temel noktaya yoğunlaşarak yürütmüştür. “Reform çalışmalarında yoğunlaştığı alanlar; bilanço büyüklüklerinin,

içeriğinin ve risklerin daha iyi yönetilmesi, yönetişimin geliştirilmesi ve piyasa disiplinin iyileştirilmesi olarak ifade edilebilir” (BIS, 2010:13).

Risk yönetimi noktasında “uluslararası alanda IMF, FSB ve BIS G20’nin Kasım 2010’daki talebine cevaben, sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek veya sınırlamak amacıyla makro riskleri azaltıcı politikaların uygulanmasında kurumsal yapılanmalara ilişkin çalışmalar yapmış, Kasım 2011’de makro riskleri azaltıcı çerçeveler ve araçlara ilişkin bir İlerleme Raporu hazırlamıştır” (TCMB, 2011b:73-74).

Rapora göre etkin makro riskleri azaltıcı çerçevelerin; politika yapıcıları arasında sistemik risk üzerinde etki yaratabilecek politika tercihlerine ilişkin açık diyalog kurulmasını, politika araçları ve amaçları arasındaki çelişkilerin çözümlenmesini ve sistemik riski azaltmaya yönelik uygun araçların kullanılmasını sağlamak üzere ulusal koşullara uyarlanmış kurumsal düzenlemeler ve yönetim yapıları gerekmektedir. Bu yöndeki çalışmalarında veri eksikliklerinin giderilmesine, sistemik riskin değerlendirilmesi ve modellenmesi ile makro risklerin azaltılmasına yönelik yeni araçlar geliştirilmesine ağırlık vermektedir (TCMB, 2011a:80).

Makro riskleri azaltıcı politikalar kapsamında ve bilanço büyüklüklerinin, içeriğinin ve risklerin daha iyi yönetilmesi amacına dönük olarak, krizle birlikte bütün dikkatleri üzerine toplayan bankacılık sektörünün tabi olduğu Basel II kriterlerinin revize edilmesine karar verilmiş ve Basel III hayata geçirilmiştir. Basel III ile getirilen sermaye tamponu ve G-SIFI'lara uygulanacak ek sermaye yükümlülüğü yeni ortaya konulan makro riskleri azaltıcı araçlara örnek gösterilebilir. Basel III ile ilgili çalışmalar; FSB ile koordineli olarak ve BIS bünyesinde kurulan BCBS tarafından yürütülmüş ve BCBS başlığı altında açıklanmıştır.

Risk yönetimi paralelinde Basel II'nin risk yönetimi, değerlendirme teknikleri, stres testleri ve bilanço dışı işlemleri içeren 2. Yapısal Bloğunun\* güçlendirilmesi, bankaların üst yönetimlerinin yönetim kurulunca yeterince denetlenmesi ile karmaşık organizasyon yapılarının düzenlenmesi planlanmıştır. Yönetişimin geliştirilmesine dönük bu çalışmalar kapsamında “Ocak 2009 yayınlanan istişari raporda stres

---

\*2. Yapısal Blok, bankaların sermaye yapılarını korumak için risk yapıları ve stratejileri ile uyumlu sermaye yeterliliği değerlendirmeleri için gerekli süreçlere sahip olmayı zorunlu kılmaktadır. Bu zorunluluğun; üst yönetimin gözetimi, etkin sermaye değerlemesi, kapsamlı risk analizi, izleme ve raporlama ile iç kontrol incelemesi şeklinde niteliklere sahip olması istenmiştir (Tiryaki, 2012:85).



testlerinin etkinliğinin artırılması için; risklerin ileriye dönük beklentiler çerçevesinde değerlendirilmesi, sermaye ile likidite planlamasında ve risk alma kapasitesinin belirlenmesinde kullanılması ve yönetim kurulu ve üst yönetimce incelenmesi vurgulanmış, 2010’da Kurumsal Yönetim Prensipleri yayınlanmıştır. Prensipler içerisinde risk yönetimine ilişkin olarak, bankanın etkili bir iç denetim sistemi ve risk yönetimine sahip olması, risklerin hem banka geneli hem de ilişkide bulunulan firma bazında karşı taraf riski değerlendirilerek tanımlanması ve sürekli olarak izlenmesi ile yönetim kurulu ve üst yönetimin bankanın yapısı ve aldığı pozisyonlara bağlı olarak maruz kaldığı riskleri tahlil edip azaltabilmesi gerekliliği belirtilmiştir. Yayınlanan prensipler risk yönetimi dışında; yönetim kurulunun rolü, üst yönetimin görevi, ücretlendirme sisteminin gözetimi, banka yönetim süreçlerinin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanlarında prensipleri kapsamaktadır” (Değertekin, 2010:13, Değertekin, 2011a:15).

Ayrıca “IOSCO ve BIS tezgâh üstü türev piyasalardaki sistemik riskin merkezi karşı taraflar ile kontrol altına alınabileceği ve merkezi karşı tarafların tezgâh üstü türev piyasalardaki riskin yönetilmesinde ve piyasanın şeffaflaştırılmasında araç olarak kullanılabilmesi görüşüne varmışlardır” (TCMB, 2011b:87). Tezgâh üstü türev piyasa düzenlemelerine IOSCO başliğı altında değinilecektir, sistemik risklerin izlenmesine yönelik çalışmaların ise FSB ve BCBS işbirliğinde yürütülmüş olması nedeniyle çalışmanın FSB ile BCBS başlıkları altında değinilmiştir.

Piyasa disiplinine yönelik olarak ise “BIS, sınır ötesi faaliyetleri bulunan finans kuruluşlarının denetlenmesi için kurulan Denetleme Komitelerinin faaliyetlerinin düzenlenmesi ve etkinliğinin artırılması için Denetleme Komitelerinin Uygulama Yöntemlerine İlişkin Prensipleri Kasım 2010’da yayınlamıştır. Sözkonusu prensipler; bankaların etkin denetimi için yerel otoriteler arası, denetleme komiteleri arası ve denetleme komite üyeleri arası bilgi paylaşımı ve işbirliğinin güçlendirilmesi, her bir bankaya ait özel komiteler oluşturulması ve bankaların kriz yönetimine ilişkin süreçlerin komitelerce düzenli olarak gözden geçirilmesi, kuruluş ülkelerinin (Home authority), bankaların ev sahibi ülkelerdeki (Host authority) faaliyetleri konusunda bilgi almak istediği zaman, bilgi akışının bankalar veya ev sahibi ülke düzenleyici otoriteleri üzerinden yapması konusunda temel öneriler

içermektedir” (Değertekin, 2011a:14). “Ayrıca G20 Bilgi Açıkları İnisyatifi çerçevesinde BIS, bankaların hem ulusal hem de uluslararası düzeyde kredi kullanma alışkanlıklarını açık bir şekilde güncelleyerek ortaya koymak, bankaların fonlama riskini ölçmek ve bankacılık sistemlerinin açık pozisyonlarının görülmesini sağlamak amacıyla sınır ötesi finansal ilişkiler üzerine Uluslararası Bankacılık İstatistikleri veri setlerinin geliştirilmesini uygun bulmuş, 1. Aşama Geliştirmeler 2012, 2. Aşama Geliştirmeler\* 2013 yılı itibariyle uygulamaya konulmuştur” (Dursun, 2013:35-38).

## 2.8. IOSCO

Menkul kıymetleştirme kaynaklı risklerin kriz sürecinde finansal piyasaları işlemez hale getirmesi düzenlenmelerini zorunlu kılmış, kriz sonrası süreçte IOSCO bu konuda hedef ve prensipleri revize etme sorumluluğunu üstlenmiştir. “FSB tarafından menkul kıymet düzenlemeleri alanında katkıda bulunmak üzere görevlendirilen IOSCO Kasım 2008’de G20’ye hitaben bir mektup yazarak; 2008 kriziyle birlikte ortaya çıkan uluslararası muhasebe standartları, yatırımcı güveninin yeniden inşası, finansal ürünlerin şeffaflığı, açığa satış işlemleri ve kredi derecelendirme kuruluşları konularındaki düzenleme eksikliklerini gidermek üzere örgüt nezdinde çalışmalar sürdürdüğünü belirtmiştir” (Altaş, 2009a:21-23).

Bu doğrultuda çalışmalarına başlayan IOSCO; “menkul kıymetleştirilmiş ürünler ve kredi iflas takasına ilişkin düzenlemeleri gözden geçirerek Eylül 2009’da bir rapor yayınlamış, menkul kıymetleştirmeye ilişkin kamuyu aydınlatma esaslarının iyileştirilmesini, menkul kıymetleştirmeden doğan risklerin açıklanmasını ve kredi iflas takasları için merkezi karşı tarafların kurulmasını ve bunların standartlaştırılmasını önermiştir. Haziran 2010’da da 30 maddelik Menkul Kıymet Düzenlemelerine İlişkin Hedef ve Prensipler revize edilmiş; sistemik risk unsurlarının kontrol altına alınması, düzenleyici sistemdeki eksikliklerin giderilmesi amacına ve ağırlıklı olarak denetim kuruluşları, KDK’ları ile serbest fonların denetimlerinin etkinliğinin artırılması ve finansal piyasalarda çıkar çatışmalarının

---

\*1. Aşama Geliştirmeler, merkez bankalarınca ilave veri toplanmaksızın uygulanabilecek geliştirmelerdir ve yerel bankacılık istatistiklerine yoğunlaşmıştır. 2. Aşama Geliştirmeler ise uluslararası bankacılık istatistikleri olup, veri setinde büyük ölçekli ve uzun süreli değişiklikler ile raporlama yapan kuruluştan ilave bilgi toplanmasını gerektirecek geliştirmelerdir (Dursun, 2013:36-37).

azaltılmasına yönelik 8 yeni madde eklemiştir” (Değertekin, 2011a:12-13, Değertekin, 2010:18). “Kasım 2012’de de menkul kıymetleştirmeden kaynaklı risklerin azaltılması ve menkul kıymetleştirme sürecine yönelik ilkeler yayınlanmış; menkul kıymetleştirme işlemlerinde şeffaflığın ve standartlaştırmanın artırılması, yatırımcıların daha ayrıntılı bilgilendirilmesi ve kredilerin bilanço dışına çıkarılması ile doğabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesinin sağlanması önerileri getirilmiştir” (TCMB, 2013a:149).

Kriz öncesinde özellikle yapılandırılmış finansal ürünlerde kredi derecelendirmelerine aşırı bağlılık, bu ürünlerde artışa karşılık kriz esnasında pozisyonlardan toplu çıkışın piyasa fiyatlarında ani düşüş yaratması ve kredi derecelerine olan güvenin sarsılmış olmasının etkileri göz önüne alan IOSCO; KDK ile ilgili çalışmalar da yürütmüştür. “İlt etapta 2004 yılında yayınlamış olduğu Kredi Derecelendirme Kuruluşları İçin Çalışma İlkelerini krizin küreselleşmeye başladığı 2008 yılı Mayıs ayında revize etmiştir” (Altaş, 2009b:21-22). “Revize edilen ilkelerde; derecelendirme faaliyetlerinde uygulanan klasik modellerin yapılandırılmış ürünler için uygun olup olmadığının belirlenmesi ve ihtiyaç duyulursa farklı uygulamalara gidilmesi gerektiği, karmaşık nitelikleri göz önüne alınarak; bu ürünlere yönelik derecelendirmenin ürünlere özel kodlar kullanılarak yapılması, dayanak varlıklarının risk yapılarında önemli değişiklikler olduğunda mevcut modellerin revize edilmesi gerektiği önerilmiştir” (Değertekin, 2010:17, Altaş, 2009b:22-23).

Krizden edinilen tecrübeler organize bir piyasa çatısı altında gerçekleşmeyen ve etkin bir denetim yapısına sahip olmayan tezgâh üstü türev işlemler nedeniyle ortaya çıkabilecek risklerin tam olarak anlaşılmadığını ve bu işlemlerde karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesinin ortaya çıkan riski finansal sistemin geneline yaydığını göstermiştir. “Bu nedenle; etkin risk yönetimi çerçevesinde bulaşma riski ve karşı taraf riskine karşı küresel ölçekte OTC’lerin düzenlenmesi, risklerin asgari düzeye indirilmesi ve FPA güncellenmesi ve güçlendirilmesi kapsamında G20 taahhütleri çerçevesinde FSB, IOSCO, BIS, CPSS ve diğer ilgili uluslararası kuruluşlarla işbirliği içerisinde çalışmalara başlanmıştır” (TCMB, 2013a:137, Saçcı, 2013:87-90).

“IOSCO ve BIS, OTC piyasalardaki sistemik riskin CCP’ler ile kontrol altına alınabileceği ve OTC türev piyasalardaki riskin yönetilmesinde ve şeffaflaştırılmasında araç olarak kullanılabileceği görüşüne varmışlar, 2001 ve 2004 yıllarında IOSCO ve CPSS tarafından getirilmiş olan öneriler güncellenerek güçlendirilmiş, nihai hali Nisan 2012’de yayınlanan FPA’lara Yönelik Prensipler Raporunda, sistemik öneme sahip ödeme sistemleri, CSD, CCP ve TR; FPA kuruluşları olarak tanımlanmış ve SIFI olarak değerlendirilmiştir” (TCMB, 2011b:87, TCMB, 2012:106, TCMB, 2013a:129-130).

“Anılan rapor ile getirilen en önemli yenilikler OTC türev piyasasında işlemlerin yapılacağı CCP ve TR’lerle ilgilidir. CCP’lere ilişkin olarak getirilen 11 ilke temel olarak; CCP’lerin temerrüde düşmesi halinde ilgili kurumdan kaynaklanan zararları karşılayabilecek düzeyde güçlü ve toplumsal çıkarları gözeten, şeffaf ve anlaşılır bir yapıya sahip olmasını, kurumların pozisyonlarından kaynaklanan riskleri çeşitli kontrol mekanizmalarıyla izlenmesini sağlayacak yapıların oluşturulmasını ve yerel düzenleyici otoritelerce CCP’ler için hayata geçirilecek standartların birbiriyle tutarlı olmasını amaçlamakta ve sağlam kanuni temellere dayandırılmasını işaret etmektedir” (TCMB, 2011b:87-88, Değertekin, 2011b:29-30). “BCBS, CPSS ve IOSCO, Temmuz 2012’de merkezi takası gerçekleştirilmeyen sözleşmeler için merkezi takasa tabi sözleşmelere göre daha yüksek sermaye tutma zorunluluğu getirmiştir. Eylül 2013’de ise BCBS ve IOSCO merkezi takasa tabi olmayan OTC türev sözleşmelerine teminat gerekliliği getirmiştir” (TCMB, 2013a:140-141). Türev piyasalara getirilen yeniliklerle sistemik riski azaltmak ve merkezi takası teşvik etmek, ayrıca teminat yükümlülüğü ile taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getiremediği durumlarda teminatların nakde çevrilip diğer tarafa ödenerek yayılma etkilerini azaltmak amaçlanmıştır.

“Raporda yer alan TR; yeni bir FPA olup, piyasa verilerinin merkezi şekilde toplanmasını, depolanmasını ve dağılımını sağlayarak gerçekleşen işlemlere ilişkin bilgilerin daha detaylı, tutarlı ve şeffaf bir şekilde otoriteler ve piyasa katılımcıları tarafından kullanılmasına, otoritelerin piyasa gözetimi, denetimi ve yaptırım uygulamasına, çözümlene süreçlerinin planlanması ve yürütülmesine, genel makro değerlendirmelere, para politikası ve nihai kredi mercii fonksiyonunun yerine getirilmesine ve finansal işlemlerden kaynaklanan sistemik risklerin daha iyi bir

şekilde analiz edilmesine imkan vermekte ve suistimallerin önlenmesi mümkün olabilmektedir” (TCMB, 2012:106, Saçcı, 2013:93-100, TCMB, 2013a:99).

“PA’ların para ve finansal işlemlerle ilgili kritik roller üstlendiği ve iyi yönetilememeleri halinde finansal sisteme önemli riskler yükleyeceği ve yayılma kaynağı haline dönüşebileceği açıktır. “Riskleri asgariye indirmek ve küresel tutarlılık sağlamak üzere; CPSS, BIS ve IOSCO tarafından FPA’larla ilgili olarak merkez bankaları, piyasa düzenleyicileri ve diğer ilgili otoritelere; düzenleme, gözetim ve denetim sorumluluklarının yanı sıra FPA’larla ilgili politikalarını yayınlamaları, uygulamaları ve ulusal ve uluslararası diğer otoritelerle işbirliği olmak üzere 5 temel sorumluluk yüklenmiştir ” (TCMB, 2012:107-110).

IOSCO, FPA’lar dışında serbest (hedge) fonların yaratabileceği risklerin azaltılmasına yönelik çalışmalar yapmış ve “Haziran 2009’da yayınladığı prensipler; düzenleyici otoritelerin; serbest fonların, yöneticilerinin ve danışmanlarının sicillerinin tutulmasını zorunlu hale getirmesi, serbest fonlara fon sağlayan kurumların, bu fonlardan kaynaklı risklere maruz kalmamak için güçlü risk yönetimine sahip olması ve aracı kurumlar ve bankaların serbest fonlarla ilgili maruz kalabilecekleri riskler konusunda devamlı olarak düzenleyici otoriteleri bilgilendirmesi tavsiyelerini içermekte ve bu fonlardan kaynaklanabilecek sistemik risklerin önlenmesi amacını taşımaktadır. Düzenleyici otoritelerden istenen serbest fonlarla ilgili sicil bilgilerine ilişkin Şubat 2010’da IOSCO şablon yayınlamış ve Eylül 2010’da öngörülen veriler toplanmış, prensiplerin ne derece hayata geçirildiği izlenmeye devam edilmektedir” (Değertekin, 2011a:11-12, Değertekin, 2010:17-18) .

Tüm türev işlem gruplarının standartlaştırılması mümkün olmamakla beraber gelinen noktada OTC türev işlemlerin takasının merkezi olarak gerçekleştirilen organize piyasalarda veya elektronik platformlarda işlem görmesi ve derecelendirmelerinin uluslar arası düzeyde standartlara bağlanması çabaları sınırlı da olsa risk yönetiminde gelişmeler sağlayabilecek niteliktedir.

## **2.9. Diğer Uluslararası Kuruluşlar**

Buraya kadar bahsedilen G20, IMF, FSB, BIS, BCBS ve IOSCO kadar krizle mücadele zemininde ön plana çıkmamış olsalar da bir bütün olarak

değerlendirebilmek açısından diğer önemli uluslararası kuruluşların krize yaklaşımları ve tepkilerine kısaca değinmekte fayda görülmüştür.

### **2.9.1. WB (World Bank-Dünya Bankası)**

DB krizden en fazla etkilenen az gelişmiş ülkelerin ve dünya çapında düşük gelirli kesimlerin yoksulluğunun azaltılması temel hedefine yönelmiştir. Üye ülkelerin istikrar ve yapısal değişim programlarını destekleme rolü nedeniyle 2008 krizine bakış açısına değinerek başlarsak “DB da diğer uluslararası kuruluşlar gibi krizlerden kaçınmak için ülkelerin zayıf denetim ve gözetim mekanizmalarına yönelik çalışmalar yapması ve denetleyici otoritelerin piyasaları ve finansal kurumları izleme yöntemleri geliştirmeleri ve daha kalıcı sonuçlar alabilmek için otoriteler arası küresel işbirliğinin geliştirilmesi gerektiği görüşünü paylaştığı” (Okay, 2012:234) görülmektedir.

Krize bakışı çerçevesinde küresel işbirliğini desteklemek ve küresel dengesizliklere çözüm adına DB; “IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşlarla ortak zeminde çalışmalar yürütmüş aynı zamanda kurumsal yapısında değişikliklere gitmiştir. Bu amaçla 2010 yılında üye ülkelerin oy güçleri gelişmekte olan ülkelerin, özellikle Çin’in, temsil gücünü arttırmak için iki aşamalı olarak yeniden düzenlenmiştir. Yönetim kurulunun oy gücünde yaklaşık %5’lik değişim gerçekleştirilmiş, ABD’nin oy gücü Katılım Reformları’ndan önce %16,38 iken %15,85’e; Almanya’nın %4,48 olan oy gücü %4’e; Fransa ve İngiltere’nin oy güçleri %4,30’dan %3,75’e düşürülmüştür. Aynı reform kapsamında diğer gelişmiş ülkelerin oy güçlerinde küçük düşüş kararları alınmış, Çin, Hindistan, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerin oy güçleri arttırılmıştır. Köklü reformlar ertelenmiş olsa da gerçekleştirilen değişiklikler, uluslararası finansal kuruluşların politika maddelerinin şekillenmesine ve bu politikaların gelişmekte olan ekonomilerin çıkarları ve yaklaşımları doğrultusunda şekillenmesine yol açarak küresel işbirliğine katkı sağlaması beklenmektedir” (Narin ve Kutluay, 2013:45-46).

“Daha çok az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle ilgili çalışması beklenen DB, gelişmiş ülkelere, küresel finans kriziyle ortaya çıkan ekonomik sıkıntılardan en çok etkilenen yoksul ülkelere destek çağrısında bulunmuştur” (Işık ve Tünen,

2011:35). “Ancak G20 liderlerinin korumacı önlemler alınmayacağı yönünde taahhütleri ve kendi çağrısına rağmen, DB’nin Mart 2009’da yayınladığı bir raporla; 17 G-20 ülkesinin diğer ülkelerin zararına olacak şekilde gümrük vergilerini artırmak veya bazı ürünlerin ithalatını yasaklamak şeklinde dış ticareti sınırlayıcı önlemler aldıklarını, bu önlemlerin uluslararası ticareti az gelişmiş ülkeler aleyhine daraltıcı etkiler yaratabileceğini ve işten çıkarmalarla bağlantılı olumsuz sonuçlar doğurabileceğini vurgulamıştır” (Öz, 2009b:6-8).

Kriz sürecinde aktif bir rol üstlenemediği görülse de; DB fonlarıyla, borç yükü altındaki yoksul ülkelere yeni kredi olanakları geliştirmek amacıyla IMF ile ortak çalışmalar yürütmüş ve sağlanan yeni kredi olanakları çalışmanın IMF başlığı altında açıklanmıştır ayrıca finansal erişim, finansal eğitim ve finansal tüketicinin korunması alanlarında da öneriler getirmiştir ve konu bütünlüğü sağlamak amacıyla aynı konularda faaliyetler yürüten OECD başlığı altında detaylandırılacaktır.

“Son yıllarda az gelişmiş ülkelerde yoksullaşmayı, gelir dağılımı bozukluğunu artıran yapısal uyum politikalarını desteklemesi (bankanın az gelişmiş ülkelerin doğal kaynaklarını özel sektöre devretme girişimleri büyük tepki almıştır) nedeniyle eleştirilen DB’nin literatürde, krizlerin önlenmesi ve küreselleşmenin daha sağlıklı olması için de rol üstlenmesi ve finansal destek rolünün güçlendirilmesi gerektiği savunulmaktadır” (Türk, 2014:156-161).

## **2.9.2. OECD**

Finansal istikrarın sağlanması ve ekonomik kalkınma alanlarında çalışmakta olan OECD’nin kriz sürecinde de finansal istikrarın ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin yeniden sağlanması, istihdamın ve yaşam standartlarının artırılması yönünde üyelerine ortak çözümler üretme amaçlı çalışmalar yaptığı görülmektedir.

“OECD; küresel krizden çıkışın salt para politikası uygulamaları ile mümkün olmadığını, para politikalarının maliye politikaları ile desteklenmesi gerektiğini belirtmiş, alternatif maliye politikalarından vergi indirimlerine özel önem vermiştir. Vergi indirimlerinin parasal büyüklüğünün yanı sıra indirim ölçüsünün uzun vadede ekonomiye zarar vermeyecek şekilde iyi dizayn edilmesi gerektiğini savunmuştur. Kriz ortamında otoritelerin kısa vadede toplam talebi artıracak politikalara

yöneldiğini ancak uzun vadede ekonomik büyümeyi sağlamak için toplam arzı artıracak politikalara ihtiyaç olduğunu vurgulamış, farklı vergi türleri arasında dengenin kurulması ve gelir vergisi ile katma değer vergisi gibi kişisel vergilerin uzun vadede toplam arzı artıracak ve ekonomik büyümeyi destekleyecek nitelikte politikalarla dizayn edilmesini önermiştir. Örneğin gelir vergilerindeki indirimlerin gayrimenkul üzerinden alınan vergiler artırılmak suretiyle dengelenebileceğini ifade etmiştir” (Özperhiz, 2009:143, OECD 2008 Akt., Kantar, 2010:160).

Yüksek borçluluk, finansal ürün çeşitliliği ve karmaşıklığı, yatırımcıların finansal ürünlerin taşıdığı riskler hakkında yetersiz bilgiye sahip olması ve finansal risklerin göz ardı edilmesinin krize etkisinin çözümü noktasında “bireylerin finansal sistemle ilişkisi, finansal erişim, finansal eğitim ve finansal tüketicinin korunması kavramlarını ön plana çıkarmış ve bu kavramlara yönelik çalışmalar ulusal ve uluslararası platformlarda başlatılmıştır” (TCMB, 2012:84).

Sözkonusu kavramlar içerisinde en kapsamlısı finansal tüketicinin korunması kavramı olmakla beraber her üç kavram birbirini tamamlayıcı niteliktedir. Finansal ürün ve hizmetleri arz edenler ile bunları tüketenler arasında adil bir alışveriş ortamını temin etmeye yönelik düzenlemeleri ifade eden tüketicinin korunması gerekliliğinin temelinde finansal hizmet sağlayıcılarının tüketicie kıyasla sahip oldukları güç, bilgi ve kaynak avantajı yatmaktadır. “OECD; Finansal Tüketici Korunması Görev Kuvveti tarafından hazırlanan Finansal Tüketicinin Korunması Hakkında Yüksek Prensipler Ekim 2011’de onaylanmıştır. Prensipler; tüketicilerin eşitlikçi ve adil muamele görmeleri, aydınlatma ve şeffaflık, finansal eğitim ve farkındalık, finansal hizmetler sağlayıcıları ve yetkili acentaların sorumlu iş yapma kuralları, dolandırıcılık ve tüketici varlıklarının kötüye kullanımının önlenmesi prensiplerini de içeren on prensipten oluşmakta ve G20 üyelerinin ve diğer ilgili ülkelerin ulusal çerçevelerini bu prensiplerle uyumlu olarak güçlendirilmesini içermektedir” (OECD, 2011:3-10, TCMB, 2011a:91).

“DB da finansal sektörde tüketicinin korunması konusunda dünyadaki uygulama örneklerini incelemiş, Temmuz 2012’de sekiz temel iyi uygulama ilkesi olarak; hukuken tüketicinin korunmasını teşvik edecek kurumlar kurulması, tüketicilerin finansal ürünü satın almadan önce bilgilendirilmesi, müşterilerin faiz oranları ve ücretler bakımından bilgilendirilmesi, kişisel bilgi ve verilerin korunması,



tüketici şikâyetlerine ilişkin ihtilaf çözümlene mekanizmalarının kurulması, teminat ve tazminat şartları, tüketicinin refahını dikkate alan rekabet ortamının tesis edilmesi ve finansal farkındalık (eğitim) belirlenmiştir” (Erdönmez, 2014:94-95). İlkelerin, OECD tarafından oluşturulan prensiplerle örtüştüğü görülmektedir.

İyi uygulama ilkeleri arasında yer alan finansal erişim; finansal piyasa ürün ve hizmetlerine güvenli, uygun maliyetli ve zamanında erişimin sağlanmasını içermektedir. “Bu konuda G20; liderlik, çeşitlilik, yenilik, koruma, güçlendirme, işbirliği bilgi, orantılılık ve çerçeve olmak üzere dokuz adet finansal erişim ilkesi belirlemiş, Kasım 2010’da ulusal, uluslararası, bölgesel kurumlarla işbirliği içinde Eylem Planı uygulanmasına yönelik çalışmalar yapmış, uluslar arası finansal kurumlar işbirliği çerçevesinde DB ve OECD finansal erişim konusunda çalışmalar yürütmektedir.” (TCMB, 2012:84-85).

Kriz öncesinde finansal piyasalarda ürün çeşitliliğinin hızla artması riskleri de artırmış, tüketicilerin ve yatırımcıların aldıkları kararlarla üstlendikleri risklerle ilgili farkındalıklarını engellemiş, finansal konularda farkındalık yaratmak üzere finansal eğitim verilmesi önem kazanmıştır. OECD’nin hazırladığı Finansal Tüketicinin Korunması Hakkında Yüksek Prensiplerin 5. maddesi de finansal eğitim ve bilinçlendirme faaliyetleri ile ilgilidir. “Bu madde, finansal eğitim ve bilinçlendirme faaliyetlerinin, tüm ilgili paydaşlar tarafından teşvik edilmesi ve tüketiciler, tüketici hakları ve sorumlulukları hakkında net ve açık bilgilere kolayca erişebilmelerini içermektedir. Ayrıca mevcut ve gelecekteki tüketicilere finansal riskler ve fırsatlar da dahil olmak üzere riskleri yeterince anlamalarını, bilinçli seçimler yapmalarını, bilgi almak için başvuru mercileri hakkında bilgilendirilmelerini, kendi finansal çıkarlarını korumak amacıyla uygun tedbirler almalarını, bu konudaki bilgi düzeylerini ve güvenlerini artırmalarını sağlayacak uygun mekanizmalar geliştirilmesi gerektiğini ve INFE uygulamalarının teşvik edilmesini kapsamaktadır” (OECD, 2011:6). “DB’nin yayınladığı 8 temel iyi uygulama ilkesinden biri olan finansal farkındalık (eğitim) da risk, getiri, uzun dönemli finansal istikrar gibi kavramların okullarda öğretilmesi, düzenleyiciler ve profesyonellerin medya kurumlarına finansal ürün ve hizmetlerin analizine dair yeterli bilgi sağlamasına ve toplumun bilgilendirilmesine, finansal düzenleyicilerin finansal ürün ve hizmetlerin masrafları, riskleri ve

getirilerine dair tarafsız bilgileri yayınlamalarına ve hükümetlerin danışma mekanizmaları oluşturmalarına yöneliktir” (Erdönmez, 2014:95).

Borçluluk, yatırım ve tasarruf kararları, finansal risk ve finansal istikrar kavramalarının finansal krizin ardında firmalar ve ülkeler kadar bireyler ve toplumlar için de önem kazandığı ve ulusal ve uluslararası kurumlar tarafından toplumsal farkındalık ve zayıf tarafların korunması adına aktif çalışmalara konu olduğu görülmektedir. Bu yönde ulusal düzeyde yürütülen en önemli çalışmalardan biri ABD tarafından yapılmış ve çalışmanın gelecek bölümünde açıklanacak olan Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası hazırlanmıştır.

### **2.9.3. IASB**

IASB, finansal raporlamaya ilişkin sorunların krize etkisini göz önüne alarak öneriler getirmiş, finansal raporlama, kamuyu aydınlatma ve finansal ürünlerin muhasebeleştirilmesinde gerçeğe uygun değer ölçümü ve bilanço dışı varlıkların muhasebeleştirilmesi odaklı çalışmalar yürütmüştür.

“FASB tarafından oluşturulan GAAP ile IASB tarafından oluşturulan IFRS seti arasındaki uyumsuzluklar ile finansal raporlamaya ilişkin diğer sorunların ele alınması için IASB ve FASB Ekim 2008’de Finansal Kriz Danışma Grubu kurmuştur” (TCMB, 2009b:11). “Finansal raporlama sisteminde geliştirilecek alanların belirlenmesi yanında ilerleyen dönemlerde karşılaşılabilecek sorunların tespit edilmesini kapsayan çalışmalarında grup; 2008 yılı Kasım ve Aralık aylarında Avrupa-Amerika-Asya bölgelerindeki yerel otoritelerin finansal raporlamaları geliştirmesi, yatırımcı güvenini sağlaması ve muhasebe sorunlarını saptaması amacıyla toplantılar yapmış; yerel otoriteler, değer düşüklüğü, gerçeğe uygun değer ölçümü ve teminatlandırılmış borç yükümlülükleri gibi konularda muhasebe standartlarıyla ilgili zorluklar dile getirilmiş, IASB tarafından önerilerde bulunmuş ve geliştirileceği belirtilmiştir” (Değertekin, 2010:14-15, TCMB, 2009a:11).

Takip eden dönemde bahsi geçen öneriler doğrultusunda yürütülen çalışmalarla: “2008’de Finansal Tabloların Sunuluşu standardı değiştirilerek; bilanço, gelir tablosu ve öz kaynak değişim tablosunun adı ve kapsamı konusunda yenilikler getirilmiştir” (İlker, 2010:37). “Temmuz 2009’da; etkin finansal raporlama

ile standartların basitleştirilmesi ve kullanıcıların finansal raporlara güvenlerinin kazanılması, finansal raporlamanın sınırlılıklarını iyileştirmek için düzenleyici otoritelerin bütün tezgâh üstü ürünler için şeffaf piyasa fiyatı sağlayan sağlam bir piyasa altyapısı oluşturması, finansal piyasaların muhasebe standartlarında tutarlı, tarafsız ve şeffaf bilgi sağlayacak küresel tek bir finansal raporlama standartları setinin elde edilmesi” (Sanlı, 2010:7-10, Değertekin, 2010:14) konularında tavsiyeler dile getirilmiştir.

Tavsiyeler arasında yer alan finansal raporlama ve finansal ürünlere ilişkin standartlarının basitleştirilmesi, şeffaflaştırılması ve küresel tutarlılığı amacıyla “Nisan 2009 ve Eylül 2009 G20 liderler zirvelerinde, FSB’nin tavsiyeleri ile alınan bu yöndeki kararlar doğrultusunda standartları geliştirmek üzere IASB ve FASB projeler yürütmüştür” (Değertekin, 2010:15, TCMB, 2009a:11). Çalışmanın Finansal Raporlama Sistemi Sorunları başlığı altında da belirtildiği gibi gerçeğe uygun değer ile muhasebeleştirme; krizin başlamasıyla birlikte finansal varlıkların değerinde meydana gelen düşüş sonucu bankaları kırılgan bir hale getirmiş ve sorun olarak görülmüştü. “Sorunu ortadan kaldırmak amacıyla dönük en önemli değişiklik finansal varlık ve yükümlülüklerin sınıflandırılması, muhasebeleştirilmesi ve ölçülmesi ilkelerinin belirlendiği IAS 39 nolu standardın karmaşık yapısı, uygulanmasındaki zorluk ve ölçme ilkelerine yöneliktir ve Kasım 2009’da yayınlanmıştır” (TCMB, 2009a:12, İlker, 2010:26, Değertekin, 2010:15).

“Yapılan değişiklikle IAS 39’un yerini alacak IFRS 9:Finansal Araçlar adı altında yeni bir standart yayınlanarak; dört kategoriye ayrılmış olan finansal varlıklar; itfa edilmiş maliyet ve gerçeğe uygun değer olmak üzere iki kategoriye ayrılmıştır. Sınıflama, şirketin finansal varlığı elde tutma amacı ve söz konusu varlıkların sözleşmeye bağlı özellikleri dikkate alınarak yapılacaktır. Finansal varlıkların itfa edilmiş maliyet esasına göre değerlendirilmesi için iki koşul belirtilmiştir. Koşullar; şirketin amacı finansal varlığı sözleşmeye dayalı nakit akımları için elde tutmaktır ve bu nakit akımları sadece anapara ve faiz ödemelerini içeriyorsa; itfa edilmiş maliyet esasına göre diğer bütün finansal varlıklar, tüm hisse senedi yatırımları ve tüm türev ürünlerin ise gerçeğe uygun değer ile değerlendirilmesini kapsamaktadır. IFRS 9, aynı zamanda IAS 39’da yer alan birçok farklı değer düşüklüğü yöntemini değiştirerek tek bir değer düşüklüğü yönteminin

kullanılmasını getirerek basitleştirilmiştir” (İlker, 2010:35-37, TCMB, 2009a:12, Değertekin, 2010:16).

Bunlara ilave olarak “mevcut kamuyu aydınlatma standartlarının yetersizliğinin, finansal ürünlerin gerçeğe uygun değerlemesinin yapılmasından kaynaklandığı görüşüne dayalı olarak; finansal ürünlerin gerçeğe uygun değer ölçümüne ve likidite riskine ilişkin kamuyu aydınlatma standartlarının geliştirilmesi kararlaştırılmıştır” (Değertekin, 2010:16). “Mart 2009’da finansal araçlar nedeniyle işletmenin maruz kaldığı risklerin niteliği, düzeyi ve işletmenin bu riskleri yönetme şeklinin kamuya açıklamasını düzenleyen IFRS 7 nolu standartta; gerçeğe uygun değer hesaplamaları ve likidite risklerine ilişkin açıklamaların iyileştirilmesine yönelik değişiklik yapılmış ve üç aşamalı bir sistem kullanılarak ek açıklamalar getirilmesi gerektiği vurgulanmıştır” (İlker, 2010:29-39, Değertekin, 2010:16).

IASB ve FASB, yukarıda açıklanan değişiklikler dışında; konsolidasyon, bilanço dışı bırakma, riskten korunma ve gerçeğe uygun değer ölçümü gibi konularda çalışmalar yürütmektedir\*. Ancak bu çalışmada krize etkisi bakımından üzerinde en çok durulan hususlar ele alınmıştır. Yapılan değişikliklerde temel olarak karşılaştırılabilirliğin sağlanması, sunulan bilgilerin yararının artırılması, finansal tabloların yatırımcılar ve diğer kullanıcılar tarafından daha kolay anlaşılması amaçlanmıştır.

---

\*Bakınız; Finansal Riskten Korunma Muhasebesi, 2010 nihai taslak, [http://www.kgk.gov.tr/contents/files/f\\_r\\_k\\_m.pdf](http://www.kgk.gov.tr/contents/files/f_r_k_m.pdf), KPMG, Ekim 2012 UFRS Bülten, <http://www.kpmg.com/TR/tr/hizmetlerimiz/Audit/Documents/UFRS-Bulten-13.pdf>

### 3. KÜRESEL KRİZDE ALINAN ÖNLEMLER

#### A. Krizin Boyutları

2007 yılının ikinci döneminde ABD’de ortaya çıkan finansal krizin 2008 yılının son çeyreğinden itibaren dünya ekonomileri üzerindeki etkisi çok hızlı ve yıkıcı bir şekilde ortaya çıkmıştır. Artan belirsizlik ortamı, kredi mekanizmasının çalışmasını engellediği gibi reel kesimin borçlanma imkânlarını da sınırlandırmış, borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Üretim ve büyüme için finansman ihtiyacı duyan reel sektör bir yandan kredi maliyetlerinin artması diğer yandan tüketicilerin harcamalarını kısması nedeniyle ortaya çıkan talep daralması arasında sıkışıp kalmıştır.

Ülkeden ülkeye farklılık gösterse de krizden gelişmiş ve gelişmekte olan bütün ülkeler etkilenmiştir. Krizin boyutlarını ve alınan önlemleri daha iyi anlayabilmek için krizin dünya ekonomisine etkilerini çeşitli verilerle açıklamak faydalı olacaktır. Öncelikle finansal kuruluşlar büyük zararlar açıklamıştır. IMF’nin Ekim 2008 Küresel Finansal İstikrar Raporuna göre finansal kuruluşların Eylül 2008 sonunda raporladıkları zararlar 760 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Açıklanan zararların 580 milyar USD’si ABD bankalarına ait olup, %95’i ABD ve Avrupa bankalarından kaynaklanmıştır. 2007-2010 dönemi zararları toplamı ise IMF Ekim 2009 Küresel Finansal İstikrar Raporuna göre 2.809 milyar USD’ye çıkmıştır (Akt, Şahin, 2011:17). Finansal sektörün yanı sıra reel sektör büyüme oranları düşmüş, dünya ticareti gerilemiş, dünya genelinde işsizlik hızla artmıştır. ILO verilerine göre dünya genelinde işsiz sayısı 2007 yılında 170,7 milyonken, 2008’de 176,4 milyona, 2009’da 197,7 milyona çıkmıştır. Bazı ülkelerin işsizlik oranları artışına bakılacak olursa; krizin ortaya çıktığı ülke olan ABD’de 2007 yılında %4,6 olan işsizlik oranı 2008’de %5,8’e, 2009’da %9,3’e; Japonya’da 2007 yılında %3,9 iken, 2008’de %4’e, 2009’da %5,1’e, İspanya’da 2007 yılında %8,3’den, 2008’de %11,4’e, 2009’da %18,1 yükselmiş olduğu görülmektedir (Korkmaz ve diğ., 2013:114). Aynı dönemde sermaye hareketleri azalmış, borsalarda sert düşüşler yaşanmış, perakende mağazaları kapanmış, orta ve düşük gelirli birçok aile evsiz kalmıştır.

Krizin kısaca açıklanan yıkıcı etkileriyle baş edebilmek için ülkeler; uluslararası finansal mimari önerileri doğrultusunda koordineli ve hızlı bir şekilde önlemler almaya başlamıştır. Bir yandan krizin etkilerinin ortadan kaldırılması ve finansal istikrarın yeniden tesisi diğer yandan yeni ve güçlü bir finansal mimari oluşturulmasına yönelik önlemler alınmıştır. Bu bölümde alınan önlemlere yönelik genel çerçeveyi ortaya koymak amacıyla küresel ölçekte alınan önlemlere değinilecek, AB ve ABD’de alınan önlemler detaylı olarak açıklanacaktır.

## **B. Küresel Ölçekte Alınan Önlemler**

Küresel ölçekte alınan önlemleri; başarısız bankaların yol açtığı finansal risklerin yönetilmesine dönük krizin ilk dönemleri olan 2007-2008 yıllarında alınan önlemler ve hane halkı ile iş dünyası kesimlerini de kapsayan 2009-2012 yıllarında alınan önlemler olarak sınıflandırmak mümkündür.

### **3.1. 2007-2008 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler**

Krizin ilk safhaları olarak kabul edebileceğimiz 2007 ve 2008 yılı sonuna kadar olan sürede alınan politika tedbirleri, ülkelerin aldığı tedbir sayısı ve tedbirin uygulanma sıklığı Tablo 6’da verilmiştir. Kriz karşısında en kapsamlı önlemlerin krizin kaynağı olan ABD’de ve diğer gelişmiş ülkelerde alındığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerce, öncelikliğin piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığının aşılması ve kredi mekanizmasının yeniden işlerlik kazanmasına dönük politikalara verildiği anlaşılmaktadır. Uyguladıkları politikalar incelendiğinde bankaların sermayeye erişimlerini kolaylaştırmaya dönük önlemlerin ağırlığı dikkat çekmektedir. Bu amaç doğrultusunda MB’larının faiz oranlarını düşürdüğü ve hükümetlerin de bankaların bilançolarını güçlendirmek amacıyla çeşitli kanallarla finansal sektöre likidite desteğinde bulunduğu görülmektedir. Yine gelişmiş ülkeler banka bilançolarını güçlendirmek ve nakde ulaşmalarını kolaylaştırmak amacıyla mevduat garantilerini artırmış, bankalar arası nakit akışlarını hızlandırmak ve likidite sağlamak amaçlı swap kolaylığı ve bankaların yeniden sermayelendirilmesi gibi önlemlere daha yoğun olarak yönelmiştir. Ayrıca makro ekonomik istikrarın bozulmaması ve finansal

piyasaların işlerliğinin aksamaması için banka borçlarına garanti verilmiş ve finansal durumu zayıflayan bankaların iflasını engellemek amacıyla kamulaştırma/fona devir önlemleri alınmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerin genişletici maliye politikaları ve istihdama yönelik politikalar geliştirmemiş olmaları ise hane halkı ile iş dünyasının yeniden ve sağlıklı kredi kullanımını faiz oranlarını düşürmek ve finansal sektörü güçlendirmeye yönelik politikalar neticesinde dolaylı olarak sağlayabilmeyi amaçladıklarını göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere benzer politikalar izledikleri fakat aynı zamanda gelişmiş ülkelere farklı önlemler de aldıkları görülmektedir. Gelişmiş ülkelere farklı olarak döviz kuru müdahalesi, genişletici maliye politikası, istihdam, zorunlu karşılık oranlarında değişiklik önlemlerinden finansal sistemlerinin özelliklerine ve krizden etkilenme düzeylerine göre gerekli olanların tercih edildiği ayrıca gelişmiş ülkeler IMF yardımına başvurmazken, diğer ülkelerin IMF'nin kısa vadeli likidite kolaylığından yararlandığı görülmektedir.

Tablo 6. Seçilmiş Ülkelerde 2007-2008 Yıllarında Krize Karşı Alınan Tedbirler

ALINAN TEDBİRLER		Politika Faiz Oranında Değişiklik	Yurtiçi Likidite	Mevduat	Swap Kanalı	Bankalarda Yeniden Sermayelendirme	Döviz Kuru Müdahalesi	Bankaların Borçlarına Devlet Garantisi	Kredi Garantileri	IMF ile Anlaşma	Kamulaştırma/Fona Devir	Genişletici Maliye Politikası	İstihdam	Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik	Diğer	Ülkenin Aldığı Tedbir Sayısı
BÖLGE	ÜLKE															
AB 15	İngiltere	x	x	x	x	x		x	x		x					8
	Almanya	x	x	x	x	x		x	x						x	8
	Fransa	x	x		x	x		x	x							6
	İtalya	x	x	x	x	x		x								6
	Hollanda	x		x		x									x	4
	İspanya	x		x					x						x	4
	İsveç	x	x	x	x											4
	Avusturya	x		x		x			x							4
	Belçika	x		x							x					3
	Danimarka	x		x	x											3
	İrlanda	x		x							x					3
	Portekiz	x	x	x												3
	Finlandiya	x														1
Yunanistan			x												1	
Diğer Gelişmiş Ülkeler	ABD	x	x	x	x	x		x	x		x					8
	İsviçre	x	x	x	x	x									x	6
	Avustralya	x	x	x	x			x								5
	Kanada	x	x		x											3
	Japonya	x	x		x											3

	Norveç		x		x									x	3	
Gelişmekte Olan Ülkeler	Brezilya	x	x		x		x					x	x	x	x	8
	Arjantin	x	x				x					x	x	x	x	7
	Meksika	x	x		x		x					x	x		x	7
	Rusya		x	x		x		x			x				x	6
	Çin	x	x												x	3
	Türkiye	x	x											x		3
	Hindistan	x	x				x									3
	Yeni Zelanda	x		x	x											3
	Singapur			x	x											2
Diğer Ülkeler	İzlanda	x		x	x	x	x			x	x				x	8
	Güney Kore	x	x		x	x	x	x							x	7
	Macaristan	x	x	x						x	x				x	6
	Letonya				x		x			x	x					4
	Romanya		x									x	x			3
	Gürcistan						x			x		x				3
	Hırvatistan			x											x	2
	Sırbistan						x			x						2
	Ukrayna									x						1
	Estonya			x												1
	Pakistan										x					1
	Hong Kong	x														1
	Güney Afrika	x														1
Tedbirin Uygulanma Sıklığı	30	22	22	19	11	9	8	7	7	7	5	4	3	1 4		

Kaynak: TEPAV, (2008) s9'da yer alan tablonun yazar tarafından yeniden düzenlenmesi ile oluşturulmuştur.

Tablo 6 incelendiğinde; 2007-2008 döneminde tüm ülke gruplarınca; en fazla (30 ülke) geleneksel para politikası araçlarından biri olan politika faiz oranlarında değişikliğe başvurulduğu, bunu başvuru sıklığı bakımından sırasıyla likidite kolaylığı (22 ülke), mevduat garantileri (22 ülke), swap kolaylığı (19 ülke) ve bankaların yeniden sermayelendirilmesi (11 ülke) gibi önlemlerin takip ettiği anlaşılmaktadır.

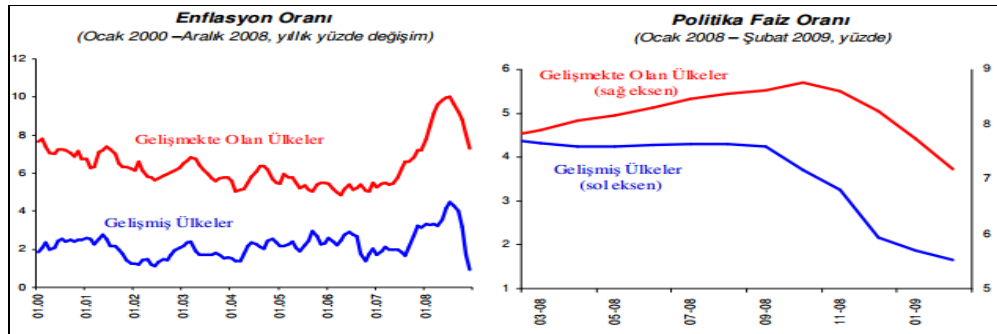
### 3.2. 2009-2012 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler

2009 sonrası dönemde alınan önlemler üzerinde G20'nin genişletici para politikası uygulama kararı ile IMF'nin 2009 ve 2010'da ekonomik canlanmanın sağlanması için küresel ölçekte mali önlemler alınması yönündeki önerisi belirleyici olmuştur. Ayrıca krizin finansal sektörle sınırlı kalmayıp reel sektöre sıçrayarak etkilerinin genişlemesi ve finansal kuruluşlara güvensizliğin devam etmesi gibi nedenlerle bu tarihe kadar alınan temkinli önlemler yetersiz kalmış, gelişmiş ülke



hükümetleri bu tarihten sonra Tablo 7’de verilen genişletici maliye politikaları ve geleneksel olmayan para politikaları da tasarlamış ve uygulamaya koymuştur.

Tablo 7 incelendiğinde 2009-2012 döneminde alınan tedbirlerin, toplam 131 tedbirle para politikası tedbirleri üzerinde yoğunlaştığı ve seçilmiş ülkelerinin tümünün politika faiz oranını değiştirdiği görülmektedir. 2009 öncesi dönemde gelişmiş ülkeler döviz kuru müdahalesi yapmamışken, 2009 sonrası dönemde AB, Japonya, Avustralya ve İsveç gibi gelişmiş ülkeler de döviz işlemlerine yönelik önlemler almış ve politika faiz oranı değişikliklerini kullanmaya devam etmiştir. Gerek 2007-2008 gerekse 2009-2012 döneminde faiz kararları dikkat çekicidir. “Krizin sürecinde talep koşullarının daralması ve reel sektörü de etkisi altına alması sonrasında Grafik 6’da da görüldüğü gibi enflasyon oranları düşmeye başlamış, enflasyon endişe kaynağı olmaktan çıkmış yerini deflasyon riskine bırakmıştır. Finansal çalkantıların kriz boyutlarına çıktığı 2008 yılı Eylül ayına kadar sadece gelişmiş ülkeler politika faiz oranlarını düşürmüşken bu tarihten itibaren gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülke merkez bankaları da faiz oranlarını indirmeye başlamış, tüm ülke grupları politika faiz oranı değişikliğine gitmiş, gelişmiş ülkeler ise faiz oranlarını sıfır düzeyine indirmiştir” (Durmuş, 2009:5).



Grafik 6. Krizin Başlangıç Döneminde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon ve Faiz Oranlarının Seyri

Kaynak: Yılmaz, 2009:5.

Tablo 7’de görüldüğü gibi 2009 ve sonrasında geleneksel para politikası araçlarına ilave olarak kredi genişlemesi, miktarsal genişleme, faiz koridoru, zorunlu karşılık oranı, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı, faiz taahhüdü, merkez bankası işlemleri katılımcı banka tabanı gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarına da başvurulmuştur.

Genişletici maliye politikası önlemleri 2009 öncesi dönemde sadece gelişmekte olan ülkelerde uygulanmış gelişmiş ülkelere tercih edilmemiştir. Ancak gelişmiş ülkelerin aldığı önlemlerin finansal sektörden reel sektöre para aktarımını sağlamada yetersiz kalması; iç talebi canlandırarak reel sektörü desteklemek amacıyla genişletici maliye politikalarını gündeme getirmiş ve 2009 yılından itibaren ABD, İngiltere ve diğer gelişmiş ülkeler de dahil olmak üzere 58 tedbirle tüm ülke gruplarınca uygulanmıştır. Bu amaçla birey ve işletmelere yönelik istihdam ve vergi düzenlemeleri yoluyla teşvikler, düşük gelirlilere yönelik kurtarma paketleri, kamu harcamalarının ve sosyal yardımların artırılması tedbirleri alınmıştır.

Tablo 7. Seçilmiş Ülkelerde 2009-2012 Yılları Arasında Alınan Temel Politika Tedbirleri

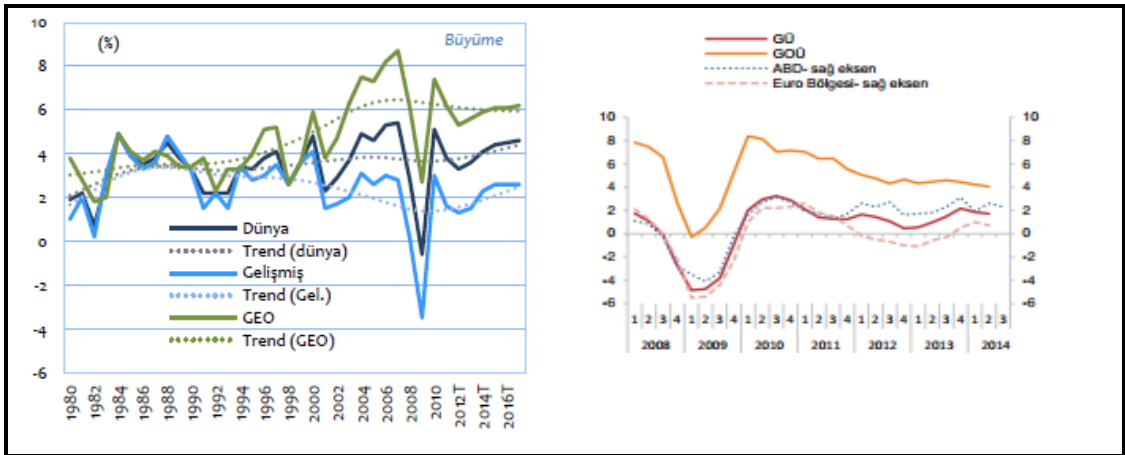
	Para Politikası Tedbirleri						Maliye Politikası Tedbirleri	Bankacılık Sektörü Tedbirleri	Emek Piyasası	Uluslararası Kuruluşlar																			
	Geleneksel Olmayan Tedbirler			Geleneksel Tedbirler						Emek Piyasası Reformları	Swap Anlaşmaları	IMF ile İşler																	
	Kred Genişlemesi	Miktarla Genişleme	Faiz Koruması	Zorunlu Karşılık Oranı	Teminat Çeşitlendirmesi	Vade Uzatımı	Faiz Tahhüdü	MB İşlemleri Kallıncı Banka Tabanı	Politika Faiz Oranı				Döviz İşlemleri	Diğer Para Politikası	Vergi Düzenlemeleri	Genişletici Maliye Politikası	Dışlayıcı Maliye Politikası	Mal Hızlandırıcı ve Konsolidasyon	Sosyal Yardım ve Güvenlik Reformları	İnflasyon Desteği	Sermaye ile İlgili Düzenlemeler	Kurumsal Düzenlemeler	Kredi Garantileri	Garanti Programları	Kredi Değer Oranı	Likidite Tedbirleri	Kredi Mevduat Oranı		
ABD	X	X		X	X	X			X		X	X	X	X	X			X	X							X			
AMB	X	X	X	X	X	X			X	X											X						X		
ÇİN		X	X	X	X				X		X	X	X						X	X							X	X	
JAPONYA	X	X	X	X	X				X	X		X				X			X	X							X		
İNGİLTERE	X	X	X	X					X		X	X	X	X					X	X	X	X	X	X			X		
BREZİLYA	X	X	X						X	X		X	X					X	X								X		
KANADA	X	X					X		X			X		X				X	X	X						X			
AVUSTRALYA	X	X	X	X	X				X	X			X	X				X			X						X		
MEKSİKA									X			X	X					X	X								X	X	X
GÜNEY KORE	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X					X	X								X		
ENDONEZYA		X	X	X	X				X			X	X	X				X	X										
TÜRKİYE		X	X						X	X		X	X	X	X	X					X					X	X		
İSVEÇ	X	X	X	X	X	X	X		X	X		X	X					X	X	X	X						X	X	
NORVEÇ	X	X	X						X			X						X	X								X	X	
POLONYA		X	X	X	X				X	X		X						X	X								X		
GÜNEY AFRIKA									X			X	X					X	X	X							X		
TAYLAND									X		X	X								X	X	X					X		
KOLOMBİYA			X						X			X						X										X	
FİLİPİNLER			X						X			X								X							X		
İSRAİL	X	X							X	X		X	X					X	X		X								
ŞİLİ	X						X		X			X						X	X	X									
ÇEK CUMHURİYETİ*									X			X	X	X				X											
ROMANYA		X	X	X	X				X				X					X	X							X	X		
PERU	X	X	X						X	X		X						X	X	X	X						X		
YENİ ZELANDA	X	X	X	X	X		X		X			X	X					X									X		
MACARİSTAN	X	X	X	X	X				X	X		X	X							X							X	X	
SİRBİSTAN	X	X	X	X					X			X	X							X							X	X	
İZLANDA	X	X							X	X			X					X	X	X							X	X	

Kaynak: Vural, 2013:36.

2009 sonrası dönemde bankacılık sektörünü güçlendirmek adına da önemli adımlar atılmıştır. Krize etkisi bakımından çok tartışılan deregülasyon hatalarının kalıcı çözümü amacıyla bankacılık sektörüne yönelik tedbirler arasında sermaye ile ilgili düzenlemeler ve kurumsal bankacılık düzenlemeleri alınmış, tüm ülkelere benimsenmiş ve toplam 61 tedbir uygulanmıştır.

2009 öncesi dönemde alınan önlemlerle kıyaslandığında 2009-2012 dönemi önlemlerinde dikkat çeken diğer bir yön de gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrışması olmaksızın tüm ülke gruplarınca benzer önlemlerin alınmış olmasıdır. “Krizin ilk safhalarında gelişmiş ülke otoriteleri eşgüdüm içinde politika izlemedikleri halde G20 Kasım 2008 zirvesinde ortaya konulan işbirliğinin artırılması tavsiyesi doğrultusunda haksız rekabet ve yayılma etkisi düşünülerek, eşgüdümün güçlendirilmesi kararı alınmış ve önlemler geçmiş krizlere nispeten daha hızlı ve koordineli olarak hayata geçirilmiştir” (Durmuş, 2009:6, TCMB, 2008a:4-5).

Her iki dönemde alınan önlemler değerlendirildiğinde; ülkelerin krizin etkilerini azaltmak için öncelikle finansal sisteme yönelik ve geleneksel para politikası araçlarına ve yoğun olarak faiz oranı indirimine başvurduğu ancak krizin ilerleyen aşamalarında bu tedbirlere ilave olarak geleneksel olmayan para politikalarının ve genişleyici maliye politikalarının uygulamaya konulduğu ve birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı söylenebilir.



Grafik 7. Küresel Büyüme

Kaynak:IMF, Akt., BDDK, 2012:1., TCMB, 2014:5.

Alınan önlemlerin sonuçlarına bakıldığında Grafik 7'den de takip edilebileceği gibi küresel büyümede 2009 yılında bir toparlanma süreci yaşanmışsa da kısa sürmüş yerini 2010 ve 2011 yıllarında düşüşe bırakmıştır. “2009 yılı ve

sonrasında AB, ABD ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde alınan önemli politika tedbirleri ve Çin ekonomisinin performansı, küresel ekonomik görünümün ve finansal piyasa koşullarının iyileşmesine yardımcı olmuştur. 2012 yılının ikinci yarısından itibaren küresel büyümede sınırlı da olsa bir iyileşme görülmüş, küresel ekonomik görünüm 2012 yılının son çeyreğinden itibaren daha olumlu bir iyileşme göstermiştir. Gelişmiş ekonomiler açısından kısa vadeli riskler azalmış ve gelişmekte olan ekonomilerde büyüme performansı olumluya dönmüştür. 2012 yılında gelişmiş ekonomiler zayıf büyüme göstermiş, küresel ekonominin büyüme motoru gelişmekte olan ülkeler olmuştur. Avro bölgesinde alınan tedbirler 2012 yılı itibarıyla bir rahatlama sağlasa da kırılganlıklar devam etmiştir” (BDDK, 2012:1-2, TCMB, 2013b:1).

Yavaş seyretmekle beraber 2012 yılından itibaren küresel büyümenin daha istikrarlı bir seyir izlemesi ve 2013-2014 yıllarında benzer seyrin devam etmesi nedeniyle alınan “küresel önlemler” 2012 yılı sonu itibarıyla sınırlandırılmıştır.

### **3.3. 2008 Krizinde Küresel Ölçekte Başvurulan Temel Politika Tedbirleri**

Bu bölümde krize yönelik olarak alınan ve yukarıda genel olarak değerlendirilen temel politika tedbirlerinin alınma amacı kısaca açıklanacak, sözkonusu tedbirlerle ilgili ABD ve AB ülke uygulamaları ilgili bölümde detaylı olarak ele alınacaktır.

#### **3.3.1. Parasal politika tedbirleri**

Krizin ortamında menkul kıymet piyasalarının çökmesi, varlık fiyatlarındaki düşüşler ve bankaların kredi vermeyi durdurması ile finansal piyasalara güven sarsılmış ve finansal istikrar bozulmuştur. Finansal istikrarın yeniden sağlanabilmesi için güvenin yeniden kazanılması ihtiyacı doğmuştur. Bu gelişmeler sonucunda para politikalarını yürütmekten sorumlu MB’larının fiyat istikrarı yanında ikincil bir unsur olarak hedefledikleri finansal istikrarı sağlama görevlerinin önemini ön plana çıkarmıştır. Zira kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanarak uyguladıkları politikalarla enflasyon düşük seviyelerde

tutulabilmiş ancak finansal istikrarla ilgili problemler gözden kaçırılmış nitekim borçluluk oranları ve varlık fiyatlarının aşırı artışı engellenememiş ve krizle sonuçlanmıştır. Edinilen tecrübeler sonucunda fiyat istikrarının gerekli ama yeterli olmadığı anlaşılmış ve kriz sürecinde finansal istikrarın yeniden tesisi amacıyla MB'larınca uygulanan para politikaları önem kazanmıştır.

“Bankacılık sistemi doğası gereği istikrarsız olduğundan ve ödeme sistemleri ve bankalar arası piyasalar yoluyla istikrarsızlığın bulaşma riskine maruz olduğundan MB'ları finansal istikrarı sağlama rollerini; bankaların finansal durumlarını ve kredibilitelerini güvenli para alışverişiyle ve finansal sistemin işlevlerini düzgün bir şekilde yerine getirmesini sağlayarak yürütürler” (Schioppa 2002 Akt., Yavuzarslan, 2011:19). Bu doğrultuda para politikaları; faiz politikası ve likidite desteği üzerinde yoğunlaşmış, merkez MB'ları; piyasada yaşanan yabancı para ve ulusal para sıkışıklığını aşmak için geleneksel ve geleneksel olmayan yöntemlerden oluşan çok sayıda araç kullanmıştır. Genişletici maliye politikası araçlarına ve geleneksel olmayan para politikası araçlarına; geleneksel para politikası araçlarının ekonomik canlanmayı sağlamada yetersiz kalması, faiz oranlarının özellikle gelişmiş ülkelerde sıfır düzeylerine indirilmesine rağmen para aktarım mekanizmalarının işlememesi sonucu başvurulmuştur.

### 3.3.1.1. Merkez bankası faiz kararları

Küresel ekonomik krize yönelik ilk başvuru ve en yoğun şekilde kullanılan para politikası aracı parasal genişleme yönünde uygulanan faiz politikası kararlarıdır.

Tablo 8. Seçilmiş Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Politika Faiz Oranları ve Değişimi

Ülke	Faiz Oranı (%)		Son Değişim		2007 Haziran	
	En son	Bir önceki	Tarih	Puan	Düzyer	Cari Düzeyden Değişim
Gelişmiş Ülkeler						
Kanada	0,25	0,50	21.04.2009	-0,25	4,50	-4,25
ECB	1,00	1,25	13.05.2009	-0,25	4,00	-3,00
Japonya	0,10	0,30	19.12.2009	-0,20	0,50	-0,40
İngiltere	0,50	1,00	05.03.2009	-0,50	5,75	-5,25
ABD	0,25	1,00	16.12.2008	-0,75	5,25	-5,00
Gelişmekte Olan Ülkeler						
Brezilya	8,75	9,25	22.07.2009	-0,50	11,50	-2,75
Rusya	10,75	11,00	10.08.2009	-0,25	10,00	0,75
Hindistan	6,00	6,00	-	0,00	6,00	0,00
Çin	0,25	1,00	19.12.2009	-0,75	6,84	-6,59
Türkiye	7,75	8,25	19.08.2009	-0,50	17,50	-9,75
Meksika	4,50	4,75	16.07.2009	-0,25	7,25	-2,75
Polonya	3,50	3,75	25.06.2009	-0,25	4,50	-1,00
Mısır	10,00	10,50	0 2.08.2009	-0,50	10,75	-0,75

Kaynak:BDDK, 2009:6

“Merkez bankaları, ekonominin durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımı ve tüketimi teşvik etmek ve asimetrik bilgi sebebiyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmaması için bankalar arası borçlanma faiz oranlarını düşürmek amacıyla faiz indirimine gitmiştir” (Mishkin 2007 Akt., Demir ve diğ., 2008:73). Krizin başlangıcından itibaren gerçekleştirilen faiz indirimleri kriz sürecinin devamında enflasyon riskinin yerini deflasyon riskinin alması üzerine daha etkin bir biçimde kullanılmaya başlanmış, gelişmiş ülkelerde büyük indirim kararları alınmış, sıfır alt limitine kadar indirilmiştir. Faiz indirimleri piyasadaki paniğin azalmasına yardımcı olmuş ancak özellikle gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının sıfıra yaklaşması sonucunda yetersiz kalmış ve ülkeler ilave önlemler almaya yönelmiştir.

### **3.3.1.2. Likidite enjeksiyonu (Likidite kolaylıkları)**

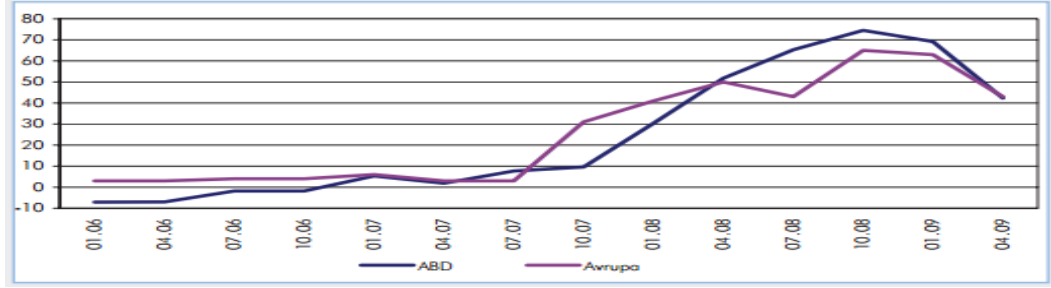
Dalgalanma sürecinin yaşandığı krizin ilk safhalarında bankalar açısından finansal sıkıntılar Grafik 8’de de görülebileceği gibi 2007 ilkbaharında yaşanmış, bankalar ihtiyat amacıyla ve ani satışlara karşılık likit varlıklarını stoklamaya başlamış, bazı bankaların iflas etmesi bankalar arasında güven bunalımına yol açmış, borçlanma maliyetleri artmış, bankalararası para piyasaları işlemez duruma gelmiştir. “Temel sorun likidite ihtiyacı olmuştur. Kredi verme koşullarını sıkılaştıran bankaların yüzdesinin 2007 ilkbaharında sıfırlar civarında iken 2008 sonbaharında %60’ları aştığı göz önüne alındığında likidite ihtiyacının temel sorun olarak nitelendirilmesi son derece doğru görünmektedir. Bunun üzerine merkez bankaları likidite gereksinimini karşılamak amacıyla piyasalara likidite enjeksiyonu\* kararları almıştır”( G10 2007-2008 Merkez Bankaları toplantısı kararı, Akt., Demir ve diğ., 2008:75).

Likidite enjeksiyonu uygulaması, bankacılık sisteminde yaşanan likidite bunalımını çözerek sistemik riskleri önlemeye hizmet etmenin yanı sıra “finans

---

\*Merkez bankalarınca piyasaya sağlanan likidite “injection liquidity”; Tepav (2008:9) tarafından “yurtiçi likidite kolaylığı” olarak adlandırılmış ve bankacılık sektörüne yönelik tedbirler arasına alınmıştır, BDDK (2008:6) ise “likidite enjeksiyonu” olarak adlandırmış ve para politikası araçlarından biri olarak sınıflandırmıştır. Söz konusu önlem; TCMB, 2008a:4 Finansal İstikrar Raporunda likidite desteği ve yurt içi piyasalar likidite imkânına ilişkin düzenlemeler şeklinde iki ayrı önlem olarak sınıflandırılırken; BDDK ve TEPAV bu önlemleri tek başlık altında toplulaştırarak sınıflandırma yapmıştır. Bu çalışmada likidite enjeksiyonu tabirinin kullanılması ve para politikası aracı olarak yer verilmesi uygun bulunmuştur.

sektörünü yeniden canlandırmak, likit ve kredi verebilir duruma kavuşturmak suretiyle reel ekonomideki gerilemeyi önlemesi bakımından da tercih edilmiştir” (Samuelsen 2009, Akt., Hiç, 2009:25).



Grafik 8. ABD ve Avrupa’da Kredi Verme Koşullarını Sıkılaştıran Bankaların Payları (%)

Kaynak:FED ve ECB, Akt, TCMB, 2009b:10.

Bankacılık sistemine likidite enjeksiyonunu; açık piyasa işlemleri\*, iskonto penceresi\* ve merkez bankaları arasında karşılıklı swap kolaylığı anlaşmaları yaparak geleneksel yollarla veya likidite kolaylıkları sağlamak gibi geleneksel olmayan çeşitli şekillerde gerçekleştirmiştir. “Likidite enjeksiyonu amacıyla merkez bankaları kredi genişlemesi, miktarsal genişleme, vade uzatımı ve teminat çeşitlendirmesi gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarına başvurmuştur. Miktarsal genişleme politikası ile merkez bankaları varlık alımları ya da diğer işlemlerle piyasaya yüklü miktarda para sürmüştür. Geleneksel para politikası aracı olan likidite desteğinden farkı miktarsal genişlemede alınan varlıkların çok daha fazla olmasıdır. Kredi genişlemesi politikası ile daralan likidite sorununu çözmek amacıyla menkul kıymetler, anonim şirket borç senetlerini ya da varlığa dayalı menkul kıymetleri piyasalardan doğrudan alınmıştır (genellikle likit olmayan varlıkların alınması tercih edilmiştir-toksik varlıkların alınması tedbiri bu amaçla uygulanmıştır). Teminat çeşitlendirmesi politikası ile merkez bankaları kredi risklerini azaltmak amacıyla talep ettikleri teminatları geçici veya kalıcı olarak genişletmiştir. Ayrıca bankacılık sistemine esneklik kazandırmak amacıyla merkez

\*Faiz oranlarını kontrol etmek amacıyla piyasadaki menkul kıymet alım-satımıdır. Piyasa koşulları sıklaştığında merkez bankaları varlık alımları yapmak suretiyle piyasaya likidite sunar.

\*İskonto penceresi bir bankanın portföyünde bulunan herhangi bir teminat karşılığında bankaya borç vermeyi mümkün kılar, Açık piyasa işlemlerinin tamamlamak ve mevduat kuruluşlarına belirli koşullarda likidite sağlamak amacıyla kullanılır (Özdemir, 2010:38).

bankaları, verdikleri kredilerin vadelerini uzatarak Vade Uzatma politikası uygulamıştır” (Vural 2013:21-44).

### **3.3.1.3. Mevduat garantisinin artırılması**

Kriz döneminde bankalara olan güvenin sarsılması birçok mudinin bankalarda olan mevduatlarını çekmelerine neden olmuştur. “Bu çekişleri önlemek (ki önlenememesi, iflas eden bankaların sayısının artması ile sistemik risk oluşturma potansiyeli taşımaktadır) ve mudilerin bankalara yatırdıkları paraları korumak amacıyla birçok ülkede mevduat güvencesinin kapsamı genişletilmiş ve miktarı yükseltilmiştir“ (TCMB, 2008a:5, Roubini ve Mihm, 2012:176).

### **3.3.1.4. Swap kanalı (Döviz takası)**

Birçok finansal işlemde gösterge faiz oranı olarak kullanılan Libor (London Interbank Offered Rate) faiz oranları ile küresel düzeyde bankalar arası para piyasasında likiditeyi artırmak amaçlanmıştır. “Libor faiz oranlarını düşürerek bankaların uzun dönemli fonlara ulaşmasını sağlamak suretiyle likidite riskini azaltmak amacıyla uygulanan swap kanalı tedbiri; hem döviz likiditelerine yönelik olarak merkez bankaları arasında yapılan yabancı para swap işlemlerinin başlatılması ya da artırılması hem de teminat swapleri şeklinde gerçekleştirilmiştir. Alınan kararlar neticesinde Uzakdoğu ve İskandinav ülkelerinden Fed, AMB, İsviçre, Japonya Merkez Bankalarına kadar hemen hemen bütün ülkeler arasında swap anlaşmaları yapılmıştır” (TEPAV, 2008:2, Vural, 2013:49). Merkez bankaları arası swap hatlarının kurulması gecelik ve vadeli faiz oranlarının düşmesine yardımcı olmuştur.

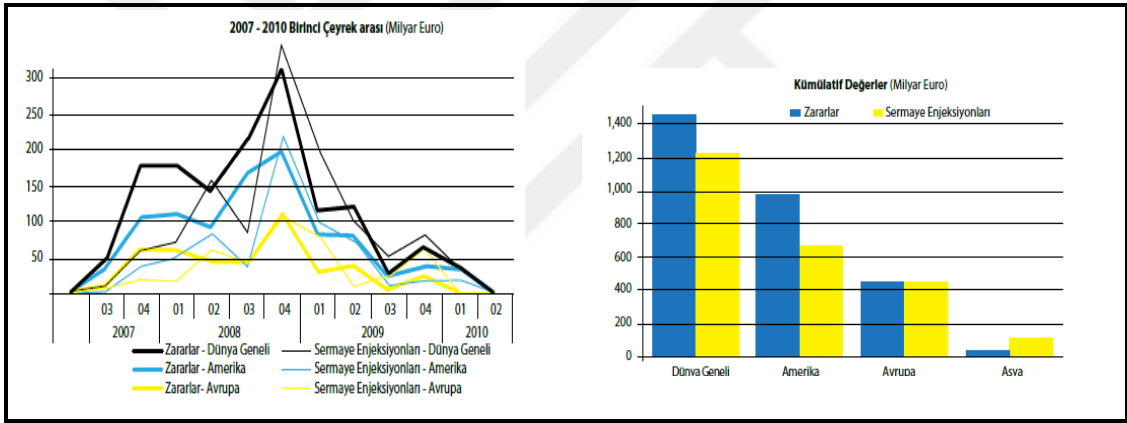
### **3.3.1.5. Sermaye enjeksiyonu (Bankalarda yeniden sermayelendirme)**

Bankaların ellerinde tuttıkları sermaye, olası kayıplara karşı tampon görevi görmekte ve böylece mevduat sahiplerini korumaya ve finansal istikrarın teminine yardımcı olmaktadır. Ancak kriz ortamında para ve sermaye piyasalarından likiditenin çekilmesi, bu piyasalardan kaynak sağlayan, yüksek borç düşük sermaye



oranına sahip bankaların gerek kredi gerekse yatırım kanalıyla büyük zararlara uğramasına ve sermayelerinin erimesine yol açmıştır. Bankalar sermaye yükümlülüklerini karşılamak için sermayelerini artırmak durumunda kalmıştır.

Grafik 9’da, zararların ve sermaye enjeksiyonlarının 2007 ilkbaharından 2010 yılı ilkbaharına kadar devam ettiği ve krizin derinleştiği 2008 yılı içinde zararların ve sermaye enjeksiyonlarının boyutunun zirve yaptığı görülmektedir. “Dolayısıyla 2008 sonrasında bankaların kendi zararlarını karşılamada sermaye artırma çabaları yetersiz kalmış, bankalardan sermaye çıkışlarını önleyebilmek, borç verme rollerini yeniden kazanmalarını sağlayarak sistemin işlerliğine katkı yapmak, bankalara olan güveni yeniden tesis etmek ve sistemik risk potansiyelini azaltabilmek için hükümetler destek olmak zorunda kalmıştır” (Demirbaş, 2013:44, Barnier 2010, Akt., ABGS, 2010a:5-7).



Grafik 9. Finansal Sektör Zararları ve Sermaye Enjeksiyonları\*

Kaynak: Bloomberg ve Avrupa Komisyonu Ölçümleri, Akt., ABGS, 2010a:6

### 3.3.1.6. Banka borçlarına ve kredilerine (aktiflerine) garanti verilmesi

Kriz ortamında; kredi temerrüt oranlarının artması, para ve sermaye piyasalarından likiditenin çekilmesi nedeniyle bankalar kaynak sağlayamaz duruma gelmiş veya sağlayabildikleri kaynakların maliyetleri çok yükselmiştir. Yüksek borçluluk düzeyine sahip bankalar yükümlülüklerini yerine getirmekte zorluklar

\*Hükümetlerce bankalara sağlanan sermaye “capital injection”; Tepav (2008:9)’da “bankalarda yeniden sermayelendirme” olarak adlandırılmış ve bankacılık sektörüne yönelik tedbirler arasına alınmıştır, BDDK (2008:6) ise “sermaye enjeksiyonu” olarak adlandırmış ve kriz çözümlene araçlarından biri olarak sınıflandırmıştır, TCMB (2008a:4)’de de sermaye enjeksiyonu olarak yer almıştır. Bu çalışmada sermaye enjeksiyonu tabirinin kullanılması uygun bulunmuştur.

yaşamış, likit varlıklarını elde tutma tercihine yönelmiş, bu tercih likidite sıkışıklığını daha da derinleştirmiştir.

“Borçlanma piyasalarındaki aksaklıkların, bankalara güven sorununun giderilmesi ve borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla bankaların yükümlülüklerine devlet garantisi getirilmiştir” (Demirbaş, 2013:43). İlerleyen bölümlerde açıklanacağı gibi bankaların birinci dereceden borçları, ihraç edecekleri mevduat sertifikaları, finansman bonoları ve tahvilleri gibi menkul kıymetleri garanti kapsamına aldıkları görülmektedir. Bankaların borçlarına yönelik olarak tasarlanan geleneksel olmayan para politikalarından biri de vade uzatma politikasıdır. “Merkez bankaları uzun vadeli faizlerin azalması, kredilerin ucuzlaması ve ekonominin canlanması amacıyla bankalara verdikleri kredilerin üç ay ya da altı aylık vadelerini 1 yıla kadar uzatmıştır” (Vural, 2013:47).

### **3.3.1.7. Açığa satışın yasaklanması**

Finansal kriz, sermaye piyasalarında işlem gören araçların önemli ölçüde değer kaybetmesine neden olmuştur. “Açığa satış işlemi, değerinin gelecekte düşeceğini öngören yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını yüksek fiyattan satıp, daha sonra düşük fiyattan alımına yönelik bir işlemdir” (ABGS, 2010a:12). “Zaten mevcut olan panik atmosferinde fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratarak değer kayıplarının daha da artmasını engellemek amacıyla ülkeler açığa satış işlemlerini yasaklamıştır” (Eken, 2013:3-6).

“Piyasaların etkinliğini bozabileceği ihtiyatlılığıyla açığa satış işlemlerinin yasaklanmasına yönelik ilk kararlar kısa süreler için 2009 sonrasında bazı ülkeler kısıtlamaları sürekli hale getirmiştir” (Eken, 2013:3-5, Demir ve diğ., 2009:59TCMB, 2008a:5).

### **3.3.1.8. Kamulaştırma/Fona devir**

Küresel ölçekte faaliyet gösteren, büyük ve karmaşık yapıda olan sistemik öneme sahip bankaların(SIB) ve finansal kuruluşların (SIFI) iflasları finansal piyasalar ve ekonomi üzerinde sistemik risk olarak tabir edilen tahrip edici riskler ve

sonuçlar barındırmaktadır. “Bu tür bankaların iflası değişik milletlerden çok sayıda mudinin tasarruflarını, kredi müşterilerini ve yatırımcıları etkileyebildiğinden bu bankaların ekonomide yaratacağı sorunları önlemek adına srekliyelerinin sağlanması önem kazanmakta ve böyle durumlarda bu bankalara devlet /kamu müdahalesi/desteği kaçınılmaz olmaktadır” (Coşkun, 2009:32). Çalışmanın daha önceki bölümlerinde de belirtildiği gibi her ne kadar bu tür müdahaleler ahlâki risk ve kamusal maliyet yarattığı gerekçesiyle eleştirilse de 2008 krizinde bahsedilen nitelikteki kuruluşların iflaslarının yol açacağı sorunlar düşünülerek geniş çaplı kamu müdahaleleri yapılmıştır.

Kamu müdahaleleri iflas eden bankaya likidite aktarılması, banka yönetimine el konulması, kamulaştırılması, sermaye aktarımı ve sermayesinin yeniden yapılandırılması, bankanın yeniden yapılandırılması, borçlarına/kredilerine garanti verilmesi, bankanın başka bankalarla birleştirilmesi veya bankalara satılması gibi doğrudan finansal sektöre yönelik olarak çeşitli yollarla gerçekleştirildiği gibi maliye politikası araçları ile de dolaylı olarak gerçekleştirilmiştir. nceki başlıklarda açıklanan diğer doğrudan müdahalelerin yanında kamulaştırma şeklinde gerçekleştirilen müdahaleler de birçok ülkede uygulanmıştır.

“ABD’de 7 Eylül 2008’de Federal Konut Finansman Kurumu (The Federal Housing Finance Agency-FHFA); Fannie Mae ve Freddie Mac’in yönetimini ve IndyMac Bancorp’u devralmıştır. Washington Mutual FDIC tarafından devralınmış, devir intikaliyle birlikte satılmış (50 milyar dolara sahipken 1.8 milyar dolara satılmıştır), en azından kamusal maliyeti azaltılmıştır. Dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG kamulaştırılmış, Citigroup ise 20 milyar dolar karşılığında kısmen kamulaştırılmıştır. Northern Rock ve Bradford&Bingley İngiltere; Hypo Real Estate Bank Almanya hükümetlerince devletleştirilmış, UBS ve Credit Suisse bankaları da İsviçre hkmetince aktarılan sermaye lsnde kısmen devletleştirilmıştir. Belçika bankası Dexia; Fransa, Belçika ve Lüksemburg hükümetleri tarafından kurtarılmıştır. Fortis ise önce Belçika, Hollanda ve Lüksemburg hükümetlerince aktarılan 11,2 milyar euro sermaye % 49 oranında devletleştirilmış, ancak bu önlemi yeterli görmeyen Hollanda hükümeti, ABN Amro dhil Banka’nın bütün Hollanda faaliyetlerini 16,8 milyar euro (23,2 milyar dolar) karşılığında devletleştirmiştir. Belçika ve Lüksemburg da önce Fortis’in ülkelerindeki faaliyetlerini devletleştirmiş,

ardından da Banka'yı Fransız BNP Paribas bankasına satmıştır. İzlanda'da ülkenin üç büyük bankası olan Glitnir, Landsbanki ve Kaupthing bankalarına el koymuştur” (TCMB, 2008a:5, Coşkun, 2009:33-34, Blackburn 2008 Akt., Duman, 2011:98).

### **3.3.1.9. Döviz kuru müdahaleleri**

Krizle beraber finansal istikrarın sağlanabilmesi için kısa vadeli faiz oranı enstrümanı yanında politika araçlarının genişletilmesi mecburiyeti doğmuş, bu amaçla kullanılan araçlardan biri merkez bankası rezervlerinin döviz piyasasında doğrudan satılması yoluyla döviz kuru müdahaleleri olmuştur.

Kur müdahalelerinin finansal krizin ilk safhalarında gelişmiş ülkelerce tercih edilmediği, daha çok gelişmekte olan ülkeler ve diğer ülkelerce uygulandığı Tablo 6 verileri arasında yer almış ve değerlendirilmiştir. “Gelişmekte olan ülkelerde, kriz döneminde yabancı sermaye sahiplerinin ülke piyasalarından çıkarken yerel parayı satıp döviz talep etmeleri kur müdahalelerini gerekli kılmaktadır. Böyle durumlarda merkez bankaları satım yönünde müdahale etmediği takdirde dövizin değeri ekonomik temeller dışında artacak ve kurdaki artış enflasyon hedefine ulaşılmasını dolayısıyla fiyat istikrarındaki başarıyı da engelleyebilecektir. Gelişmekte olan ülkeler ülke parasındaki değer kaybını önleyebilmek ve bu yolla fiyat istikrarını koruyabilmek amacıyla kur politikasını kullanmıştır” (Kara, 2012:8). “Gelişmiş ülke merkez bankaları ise krizin ilk dönemlerinde kısa vadeli faiz oranı enstrümanına odaklanıp, piyasaların otomatik olarak kendilerini düzeltebileceği yaklaşımını benimsemiş ancak kredi verenlerin tereddütlü davranışları ve faiz oranlarının sıfır düzeyine indirilmesi sonucu deformasyona uğramış” (Soylu, 2009:256-257) 2009 sonrası önlemleri arasında kur müdahalelerine yer vermiştir.

### **3.3.1.10. IMF anlaşmaları**

Küresel krizin etkilerinin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yayılmasıyla birlikte, IMF'nin gelişmekte olan ve yoksul ülkelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamayı hedefleyip; mevcut kredi olanaklarını geliştirmesi ve yeni

kredi olanakları tasarlayarak oluşturduğu imkânlardan gelişmekte olan ülke grupları faydalanmıştır.

IMF kredileri, yoksul ve gelişmekte olan ülkeler tarafından kriz nedeniyle maruz kaldıkları likidite sorunlarını çözmek ve ödemeler dengesi problemlerini gidermek amacıyla kullanılmıştır. “Ekonomik kriz ve sonrasında AB ülkelerinde yaşanan borç krizi nedeniyle borçlarını ödeyemeyen ve piyasadan borçlanamayan Avrupa ülkelerinin de borçlanma sorunlarını çözmek amacıyla IMF kredileri kullandıkları görülmüştür” (Söyler, 2012:129).

### **3.3.1.11. Toksik/Sorunluvarlıkların doğrudan veya dolaylı şekilde alımı**

Kriz sürecinde, yapılandırılmış finansal ürünler kapsamında geliştirilen varlığa dayalı menkul kıymetlerde yaşanan değer kayıpları, bu ürünleri likit olmayan, değeri bilinmeyen ve kriz öncesi değerinin çok altında değer taşıyan aktifler durumuna getirmiş ve toksik/sorunlu varlıklar (Toxic/Troubled Assets) olarak değerlendirilmiştir.

“Hükümetler piyasadaki olumsuzlukların minimize edilmesi, finansal piyasalara olan güveni artırarak sistemin yeniden işlevsel hale getirilmesi suretiyle reel sektörün fonlanabilmesi için toksik varlıklar doğrudan veya dolaylı olarak almıştır” (Demir ve diğ., 2009:58). “Özünde bankalara likidite enjekte etme aracı olarak kullanılan sorunlu varlıkların alımı ile likit olmayan bu varlıkları elinde bulunduran banka bilançolarının sorunlu varlıklardan temizlenerek sağlıklı bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır. Finansal kuruluşların sorunlu varlık portföylerinin MB’ları tarafından oluşturulan fona devri, satın alınması veya garanti alınması yolları kullanılarak finansal kuruluşlara kısa vadeli kaynak sağlanmıştır” (Şahin, 2011:45, TCMB, 2008a:5, Demir ve diğ., 2009:58).

### **3.3.1.12. Zorunlu karşılık uygulamaları**

Bankaların, merkez bankalarında tutmak zorunda olduğu zorunlu karşılıklar bir para politikası aracı olarak, sistemde dolaşan para miktarını kontrol etmek amacıyla kullanılmaktadır.

“Zorunlu karşılık politikaları; bankacılık sektöründe likit varlıkların büyüklüğü ve dağılımındaki değişimin kredi akışını ve risk iştahını etkileyerek, bankaların ve merkez bankalarının likidite yönetimine katkıda bulunmakta, faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmakta, merkez bankalarının para politikası duruşuna ilişkin bildirimde bulunmakta, varlık fiyatlarını ve getirilerini değiştirebilmektedir. Kriz öncesinde zorunlu karşılık oranlarını sabit tutan veya artıran birçok merkez bankası, yaşanan iflaslar, varlık fiyatlarında düşüş ve piyasadan likiditenin çekilmesi sonrasında zorunlu karşılıkları düşürme yoluna giderek piyasa likiditesinin ve kredi işleyişinin geri kazanılmasını amaçlamıştır” (Kara, 2012:8, Yavuzarslan, 2011:60).

### **3.3.2. Maliye politikası tedbirleri**

Parasal politika tedbirleri içerisinde açıklandığı ve Tablo 6’da de görülebileceği gibi krize karşı alınan ilk tedbirler, krizin özellikle finansal sektöre etkisinin çözümlenmesi amacı taşıyan genişleyici para politikası yönünde alınmıştır. Ancak alınan önlemlerin yetersiz kalarak 2008 Eylül ayından itibaren krizin derinleşmesi, küreselleşmesi, iç ve dış talebin daralması üzerine; Nisan 2009 G20 zirvesinde parasal genişleme önlemlerinin yanında, mali önlemlerin, tüm ülkelere kendi koşullarına uygun olarak gecikmeksizin uygulanması kararı alınmıştır. Ayrıca IMF\* 2009 ve 2010’da ekonomik canlanmayı sağlamak için küresel düzeyde mali önlemler alınmasının ve OECD krizden çıkış politikaları arasında alternatif mali politikalar uygulamanın önemini vurgulamıştır. Varılan mutabakatla hemen hemen bütün ülke otoriteleri, ekonomilerin resesyona sürüklenme ve deflasyon riskini önlemek ve ekonomik büyümeyi destekleyebilmek amacıyla genişleyici para politikaları yanında ekonomik durumlarına uygun maliye politikalarını da uygulamaya koymuştur.

---

\*IMF, kamu borç yükü ağır olan ve yaşlı nüfus problemi ile karşı karşıya bulunan sanayileşmiş ülkeler için bu politika tercihinin önerilemeyeceği, yükselen piyasalar (emerging markets) adı verilen ve yüksek petrol fiyatları ve ücret artışı baskısı ile karşı karşıya olması nedeniyle kamu borcu çok yüksek olan ve enflasyon riski ile karşı karşıya bulunan ülkelerde genişletici maliye politikası yerine mali disipline (fiscal consolidation) önem verilmesi gerektiği görüşündedir (IMF, Kalpana Kochhar, 2008, Countering Global Economic Crisis, Akt., Batirel, 2009:2-3).

“Kriz dönemlerinde ekonomik daralmaya karşı para politikası birinci hat savunma aracı olarak düşünölmekle beraber maliye politikasının (mali canlandırma) daralmayı gidermede yardım edici hatta hayati bir rol oynayabileceği ifade edilmektedir. Ekonomik şartlar hızla bozulduğunda, para politikası teşviklerine nazaran mali teşviklerin potansiyel avantajı; reel harcamalar (mal ve hizmet harcamaları), transfer harcamaları ya da vergi indirimlerini kullanmak suretiyle talebi teşvik ederek ekonomik aktiviteleri desteklemesidir. Özellikle 2008 krizinde olduğu gibi finansal şoklar ve kısa dönemli faizlerin sıfıra yaklaştığı durumlarda mali canlandırma, kamunun mal ve hizmet alımlarını artırması, hane halkının tüketim veya yatırım harcamalarını artırması suretiyle dolaylı olarak toplam talebi artırabilmektedir” (Karakurt, 2010:169-174). Faiz oranlarının düştüğü, gelişmiş ölkelerde sıfıra yaklaştığı ve daha da düşürme olanağının olmadığı 2008 kriz süreci de toplam talebi artırabilmek adına maliye politikalarını zorunlu kılmıştır.

“Ölkelerin açıkladıkları mali destek paketleri; i)firmalara dönük yardımlar, ii)tüketicilere dönük yardımlar ve iii)altyapı yatırımlarına yapılan harcamalar olmak üzere ana hatlarıyla üçe ayrılmaktadır” (TCMB, 2009b:5).

Firmalara dönük yardımlar; “şirketlere vergi indirimleri ya da sübvansiyonlar yoluyla yapılan yardımlardan oluşmaktadır. Ölkelerce; kurumlar vergisi oranı indirimleri, ihracatçı sektörlere ve KOBİ'lere dönük tedbirler, amortisman uygulamalarında değişiklikler, KDV iadesi oranının artırılması, çevreye duyarlı/saygılı (teknolojileri) sektörlere destekler, AR-GE faaliyetleri için teşvik ve indirimler, istihdamı artırmak amacıyla firmalara sunulan desteklerin genişletilmesi gibi çeşitli politikalar geliştirilip uygulanmıştır” (TCMB, 2009b:5, Ernst&Young, 2009, IMF 2009, Akt., Karakurt, 2010:180, Eğilmez, 2009b, TİSK, 2009:22-29 ).

Tüketicilere dönük yardımlar kapsamında “tüketicilere vergi indirimleri ya da sosyal güvenlik yardımları, doğrudan kişisel gelir vergisi indirimi, belli bazı ürünlerin (otomotiv, elektronik, gıda maddeleri, vb) satış vergilerinin indirimi, sosyal güvenlik imkânlarını genişletme ve yoksul kesimlere daha fazla kaynak transfer etme, savunmasız grupları korumaya yönelik yardımlar, işsizlik sigortası önlemlerini artırma, çocuklara ve emeklilere yardım ödemeleri artırımı gibi ölkeler için uygun politikalar tasarlanıp uygulanmıştır (TCMB, 2009b:5-6, IMF 2009, Akt., Karakurt, 2010:181, Eğilmez, 2009b; Ernst&Young, 2009).

“Dezavantajlı gruplara yönelik olarak birçok ülke işini kaybedenlerin yeniden istihdamı, kamu sektörüne ilave yerleştirmeler, işsizlere iş arama yardımı-iş bulma teşviki, işsizlik yardımları ve işini kaybedenlere yönelik sosyal yardımları artırmaya yönelik uygulamalar da gerçekleştirilmiştir” (TİSK, 2009:30-62).

“Altyapı yatırımlarına yapılan harcamalar ise ülkelerin, kriz sürecinde düşen iç talebi canlandırmak için mevcut altyapı yatırımlarını artırmak ya da ileride yapmayı planladıkları yatırımları öne çekmek şeklinde gerçekleştirilmiştir” (TCMB, 2009b:6).

Alınan maliye politikası önlemlerine bir bütün olarak bakıldığında; altyapı yatırımları gibi bir kısmının geçici ve dolaylı; istihdam teşvikleri gibi bir kısmının ise doğrudan ve kalıcı nitelikte tasarlandığı görülmektedir.

### **3.3.3. Finansal sisteme yönelik düzenlemeler**

Krizi hazırlayan en önemli etken finans sektöründeki düzenleme ve denetim başarısızlığı ve bunun sonucunda finansal sektörde aşırı risk alımının engellenememesidir. Finansal sistem bu ortamda piyasa, likidite ve kredi riskleri arasındaki etkileşimi göz ardı etmiş ve krize karmaşık yapılandırılmış ürünler, yüksek kaldıraç ve yeterli likidite imkanı olmadan girilmiştir. Çalışmanın parasal önlemler kısmında açıklandığı gibi merkez bankaları ve diğer ulusal otoritelerce; kriz sürecinde finansal sektöre sermaye ve likidite desteği tedbirleri alınmıştır ancak bu önlemler de yüksek bütçe açıkları ve kamusal maliyetler nedeniyle sürdürülebilir olmaktan uzaktır.

Bu tür bir kriz ihtimalini önlemenin en iyi yolu krize ortam hazırlayan etkenlerin ortadan kaldırılmasıdır, ki 2008 krizine ortam hazırlayan etkenler finansal sistem ve bankacılık üzerinde yoğunlaştığından hem ulusal hem de uluslararası düzeyde düzenleme ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Finansal sistemdeki aksaklıkların ve sorunların tekrar yaşanmaması amacıyla uluslararası finansal mimari çatısı altında ülkelerin ilgili otoriteleri 2009 yılı ve sonrasında finansal sisteme yönelik düzenlemeler üzerinde durmuştur. Çalışmanın önceki bölümünde genişçe yer verildiği gibi IMF, G20, FSB ve diğer uluslararası finansal kuruluşların işbirliğiyle belirlenen yol haritası doğrultusunda ülkeler finansal sisteme yönelik



düzenlemelerini gerçekleştirmiştir. Bilhassa G20'nin makro risklerin azaltılması ve düzenleme ve denetimlerin artırılması kararlarının belirleyiciliği göze çarpmaktadır.

Yapılan düzenlemeler, finansal istikrarın sağlanmasını temin edebilmek amacıyla finansal sektörden kaynaklanan risklerin, özellikle reel ekonomi üzerinde ciddi sonuçlar yaratacak ölçüde finansal sistemi kesintiye uğratan sistemik risklerin azaltılmasına dönük önlemlerdir. “Önlemler bir yandan bankaların iflas riskini azaltma; diğer yandan iflas etmeleri halinde iflasın finansal sistem üzerinde yaratacağı olumsuz etkiyi hafifletme amacı taşımaktadır. Önlemlerle hedeflenen; piyasa disiplinine zarar vermeden kamu fonları dışındaki tedbirlerle, finansal sektörde ortaya çıkabilecek sorunların çözülmesini sağlamaktır” (Saçcı, 2013:47).

Alınan önlemleri; “bankaların zarar karşılama güçlerinin artırılması için sermaye ve likidite yeterlilik düzenlemeleri, yoğunlaştırılmış ve etkin denetim düzenlemeleri, temel finansal piyasa altyapılarının güçlendirilmesi düzenlemeleri, çözümlene kapasitelerinin artırılması düzenlemeleri, bankaların yapılarına ilişkin düzenlemeler ve diğer düzenlemeler olarak altı başlık altında toplamak mümkündür” (Saçcı, 2013:48-105).

Sayılan önlemlerle ilgili olarak uluslararası finansal mimari tarafından önerilen düzenleme çerçevesi önceki bölümde açıklanmıştır. Bütün ülkelerde yapılan düzenlemeleri incelemek çalışmanın amacının dışında olmakla beraber; ilerleyen bölümlerde AB ve ABD’de gerçekleştirilen finansal sistem düzenlemeleri ele alınacaktır.

### **C. Amerika Birleşik Devletleri’nde Alınan Önlemler**

Krizin ortaya çıktığı, krizin etkilerinin ilk hissedildiği ve krizden en çok etkilenen ülke olarak ABD’nin kriz sürecindeki tutumunun diğer ülkelere yakından takip edildiği ve önlemler konusunda diğer ülkelere öncülük ettiği görülmektedir. ABD finansal dalgalanmanın başında geleneksel para politikası araçları olan faiz indirme ve piyasaya kısa vadeli likidite sunma kararları almış ancak ABD ekonomisinde istikrar bozucu gelişmeler devam etmiştir. Faiz oranlarının sıfır alt sınırına indirilmiş olmasının bu politikayı sorunları çözmede yetersiz kılması sebebiyle geleneksel olmayan politikalar geliştirilmeye başlanmış, genişletici maliye

politikası tedbirleri alınmış ve çeşitli düzenleme ve yasalar hazırlanarak finansal sistemin yeniden yapılandırılması yoluna gidilmiştir. Kısaca ABD’de, küresel ölçekte alınan önlemler başlığı altında yer verilen önlemlerin hemen hemen hepsine başvurulmuştur. Bu bölümde ABD’de uygulamaya konulan para, maliye ve finansal sisteme yönelik önlemlere yer verilecektir.

### 3.4. Para Politikası Önlemleri

ABD’de alınan para politikası kararları küresel ölçekte alınan önlemler bölümünde yer verilen şekilde sınıflandırılarak; faiz kararları ve likidite desteği başlıkları altında detaylandırılacaktır. Detaylara geçmeden önce kriz sürecinde uygulanan para politikası kararlarını ve bu kararları etkileyen önemli gelişmeleri ve tarihlerini topluca görmek (Tablo 9) faydalı olacaktır.

Tablo 9.Kriz Döneminde FED’in Para Politikası Kronolojisi

Tarih	Karar
7.08.2007	İskonto faiz oranı %6,25, Gösterge Faiz Oranı%5,25 değişiklik yapılmadı
10.08.2007-17.08.2007	Açık Piyasa İşlemleri ve İskonto Penceresi Kanalı ile likidite desteği duyurusu yapıldı
17.08.2007-11.12.2007	İskonto Faiz Oranı dört kez indirilerek %6,25’den %4,75’e çekildi (17.08’de gösterge faiz oranında değişiklik yapılmadı)
18.09.2007-11.12.2007	Gösterge faiz oranı 3 kez indirilerek %5,25’den %4,25’e çekildi
07.08.2008	Fannie Mae ve Freddie Mac’in kurtarılması
15.08.2008	Lehman Broders’in iflası
02.10.2008	Kurtarma Paketinin ABD Senato’sunda onaylanması
25.11.2008	FED’in Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkanını uygulamaya koyması
12.12.2007	Mevduat kuruluşlarına çeşitli teminatlar karşılığında sabit miktarda vade fonlaması satan Vade İhalesi Mekanizması (TAF) kararı
21.12.2007	TAF ihaleleri duyurusu
22.01.2008	Gösterge Faiz Oranı %3,5’e
30.01.2008	Gösterge Faiz Oranı %3’e indirildi
11.03.2008	Vadeli Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TSLF) kuruldu AMB ve SNB ile swap hatlarını artırdı-süreyi uzattı
16.03.2008	Piyasa Yapıcıları Kredi Kolaylığı (PDCF) oluşturdu
16.03.2008-30.04.2008	Gösterge Faiz Oranların üç ayrı indirimle %2’ye düşürüldü
02.05.2008	TSLF ihaleleri teminat kapsamındaki varlıklar genişletildi
19.09.2008	Varlıkça Dayalı Finasman Bonusu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (AMLF) oluşturuldu
24.08.2008	Avustralya, İsveç, Norveç, Danimarka MB ile swap hatları oluşturuldu
07.10.2008	Finasman Bonusu Fonlama Kolaylığı (CPFF) oluşturuldu

08.10.2008 13.10.2008-14.10.2008	Gösterge Faiz Oranı %1,5'e indirildi İngiltere ve Japonya MB ile swap hatları genişletildi
21.10.2008	Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Kolaylığı (MMIFF) oluşturuldu
28.10.2008 29.10.2008	Yeni Zelanda MB ile swap hattı Gösterge Faiz Oranı %1'e indirildi, Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur MB ile swap hatları oluşturuldu
10.11.2008	Sorunlu Varlık Programı (TARP) kapsamında AIG'in imtiyazlı hisselerinin alınacağı açıklandı
23.11.2008	ABD Hazine Bakanlığı, FED ve FDIC Citigroup'a teminat paketi, likidite girişi ve sermaye sağlayacağını duyurdu
25.11.2008	FED'in 1. Miktersal (parasal) Genişleme Programını (QE1), AAA notlu tahvil destekli varlık sahiplerine 200 milyar dolara kadar kredi verilmesini öngören TALF programını açıkladı
02.12.2008	PDCF, AMLF ve TSLF programlarının genişletileceği açıklandı
16.12.2008	Gösterge Faiz Oranı %0 ile %0,25'e indirildi 25.11.2008'de duyurulan QE1 olarak bilinen miktersal genişleme resmi olarak başlatıldı, Mart 2010'da sona erdi
30.12.2008	Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından desteklenen mortgage varlıklarının TALF programı kapsamında alınacağını açıklanması
05.01.2009	Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından desteklenen mortgage varlıkları TALF kapsamında alınmaya başlandı
30.01.2009-18.03.2009	Likidite programları, TALF ve QE1 genişletildi
03.11.2010	FOMC 600 milyar dolarlık uzun vadeli hazine bonusu alınacağı açıklanarak 2. Miktersal (parasal) genişleme (QE2) programını başlatıldı, Haziran 2011'de sonlandırıldı
21 Eylül 2011	Vade uzatma programının (Operation Twist) başlatılması. Aralık 2012'de bitirilmesi planlandı
20 Haziran 2012	Vade uzatma programının (Operation Twist) genişletilmesi
13.09.2012	İstihdam piyasasında kayda değer bir ilerleme görülünceye kadar mortgage tahvilinin alınacağı açıklanarak 3. Miktersal (parasal) genişleme (QE3) programını başlatıldı, Mortgage destekli menkul kıymet (MBS) alımlarının genişletilmesi
12.12.2012	QE3 genişletilip, işsizlik 0.06,5'e gerileyinceye, enflasyon 0.02,5'in üzerine çıkıncaya kadar mortgage destekli tahvil ve uzun vadeli hazine tahvili alınacağı duyuruldu, Bu hamlenin bir kısmı kısa vadeli tahvil satıp uzun vadeli tahvil alınmasını öngören Operation Twist (vade uzatma programı) olarak adlandırıldı.
Ocak 2013	Uzun vadeli hazine tahvilleri alınımının başlatılması
Aralık 2013	Varlık alımlarında azaltmaya gidileceğinin açıklanması

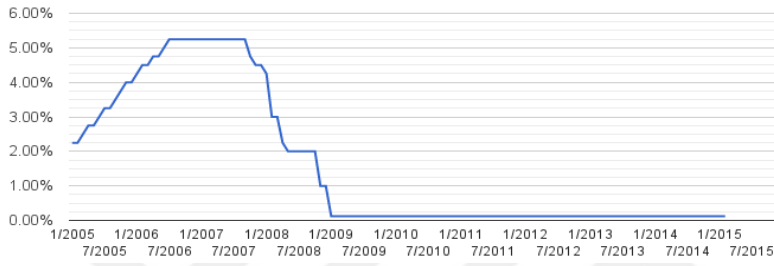
Kaynak: Bloomberg, 2013, FED, 2013, FED, 2015a, Demir ve diğ., 2008:73 kaynaklarından faydalanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

### 3.4.1. FED faiz kararları

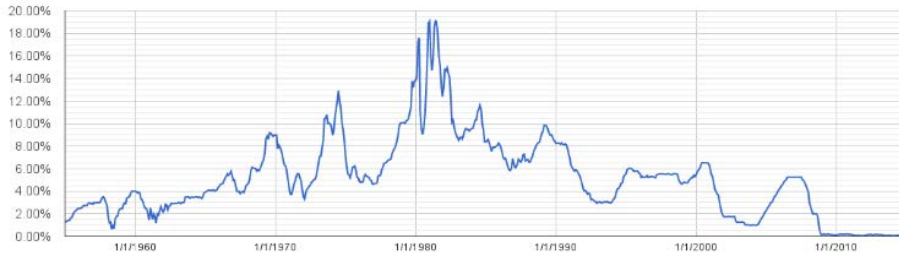
Krizi hazırlayan süreçte FED; 2001-2003 yılları arasında faiz oranlarını %1,75'e kadar düşürmüş, 2004 yılıyla beraber başladığı faiz oranı artırımlarına, Grafik 10 ve Grafik 11'den de takip edilebileceği gibi Haziran 2006'ya kadar devam etmiştir. Faiz oranlarının yükselmesiyle beraber dalgalanmanın başladığı 2007

ilkbaharında bankalar açısından finansal sıkıntılar başlamış olsa da (Grafik 8) FED enflasyon kaygısıyla faiz oranlarında 17 Ağustos 2007 tarihine kadar herhangi bir değişikliğe gitmemiştir (Grafik 10, 11).

“Ancak finansal piyasalardaki bozulmanın artması ve piyasalarda oluşan indirim beklentisi nedeniyle öncelikle iskonto faiz haddinde daha sonra gösterge faiz (arzulan fiyat) haddinde indirime gitmiştir” (Demir ve diğ., 2008:72). FED iskonto faiz oranı indirimlerine 17 Ağustos 2007 tarihi itibarıyla başlamış ve 11.12.2007’ye kadar dört kez indirime yaparak %6,25’ten %4,75’e indirmiştir.



Grafik 10.FED Faiz Oranları 2005-2015, Kaynak:MoneyCafe.com, t.y.a



Grafik 11. 1955’ten Günümüze FED Faiz Oranları, Kaynak: MoneyCafe.com, t.y.b

Gösterge faiz oranlarındaki indirime 18.09.2007’de başlayan FED 11.12.2007’ye kadar üç kez indirime giderek %5,25’ten %4,25’e indirmiştir. “İndirime rağmen sistemin eski işleyişine dönmemesi, asimetrik bilgi sebebiyle bankaların birbirine borç vermekte tereddüt etmeye devam etmesi (kredi koşullarında sıkılaştırmanın Ağustos 2008’e kadar devam ettiği Grafik 8’de görülmektedir) nedeniyle FED sistemik riske yol açmamak ve durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımı ve tüketimi teşvik etmek amacıyla gösterge faiz oranlarında indirime devam etmiştir” (Demir ve diğ., 2008:72). Federal Açık Piyasa Kurulu (FOMC) Ağustos 2007’de %5,25 düzeyinde olan gösterge faiz oranını 16.12.2008’de yaptığı 75 baz puanlık son indirimle %0 ile %0,25 düzeyine kadar çekmiştir.

“FED; Aralık 2008’den Aralık 2015 tarihine kadar politika faiz oranını 0 ile 25 baz puan aralığında tutmuş, düşük düzeyde bulunan politika faiz oranlarının uzunca bir süre daha destekleneceğini düzenli olarak ifade etmiştir ve bu ifadeler faiz taahhüdü politikası uygulamasına yöneliktir. FED; 16.12.2015’de enflasyon ve işsizlik hedeflerine ulaşma konusundaki güvenlerine dayalı olarak faiz oranlarında 25 baz puan artırım yaptığını açıklamış ve 25 ile 50 baz puan aralığına çıkarmış ve faiz artırımlarına devam edeceğini duyurmuştur” (Vural, 2013:28, TCMB, 2013b:2, FED, 2008, Akt., FED, 2015, Demirbaş, 2013:50).

Kriz sürecinde “FED’in kısa aralıklarla faiz indirimlerine gitme amacı bankacılık sektörünün borçlanma maliyetlerini düşürerek, mortgage kredilerinden doğan sorunlarını hafifletmektir. Ancak sürekli faiz indirimi ve faiz oranlarının sıfır düzeyine inmesi bu politikayı durgunluk sorununu çözmeye yetersiz kılmıştır” (Akgüç, 2009:8). Ayrıca “faizlerin sıfır alt limitine inmesi ve kredi sıkışması nedeniyle FED’in bankalara, piyasa yapımcıları ve diğerlerine kredi vermek suretiyle genişletici para politikasının rezervleri artırıcı etkisi faiz politikasını zorlaştırmıştır. Bu zorluk zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanan Ekim 2008’e kadar devam etmiş, FED faizlerin hedeflenenden daha fazla düşmesini önlemeyi hedefleyerek piyasanın işleyişini düzeltmek için piyasayı fonlarken varlık alımları gerçekleştirmiştir” (Kara, 2012:40).

### **3.4.2. Piyasaların likidite koşullarını iyileştirmeye yönelik önlemler**

2007 baharından itibaren gözlenen likidite sorunu karşısında FED; faiz oranı indirimlerinin yanı sıra finansal dalgalanmanın etkilerinin en aza indirilmesi, makro risklerin giderilmesi ve fiyat ve finansal istikrarın sağlanmasına dönük olarak mevcut uygulamaları değiştirmek ve/veya geliştirmek veya yeni likidite kolaylıkları oluşturmak suretiyle finansal kurumların ve finansal piyasaların koşullarının iyileşmesini teşvik etmeyi amaçlamıştır. Çalışmada likidite desteği sunmak üzere tasarlanan ve uygulanan bu tür para politikası araçları geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla yapılan likidite destekleri ile kamusal müdahaleler olmak üzere üç gruba ayrılmıştır.

Geleneksel araçlar olarak API ve iskonto penceresi ile API, iskonto penceresi ve swap hatlarının genişletilmesi uygulamalarıdır. Geleneksel olmayan araçlar; FED'in son kredi mercii rolüne bağlı olarak finansal kurumlara TAF, PDCF ve TSLF ile sağladığı kısa vadeli likidite; kredi piyasalarında yer alan önemli yatırımcı ve borçlulara doğrudan likidite sağlanmasını içeren; CPFF, AMLF, MMIFF ve TALF ve miktarsal genişleme (QE1, QE2 ve QE3) ile vade uzatımı (operation twist) programlarından oluşmaktadır" (FED, 2015b ). İflasla karşı karşıya kalan sistemik önemdeki finansal kuruluşların kurtarılması amacıyla yapılan kamusal müdahaleler de likidite koşullarını iyileştirmeye yönelik önlemler arasında ele alınacaktır.

#### **3.4.2.1. Geleneksel para politikası araçlarıyla likidite enjeksiyonu**

Bu başlık içerisinde Açık Piyasa İşlemleri (API), İskonto (Reeskont) Penceresi ve Swap Hatları ele alınacaktır. API ve iskonto penceresi işlemlerini piyasaya likidite sağlayarak finansal sıkıntıları aşmak amacıyla uygulamış; federal fon faiz oranını ve sonuçta fiyatları, hasılayı ve istihdamı da etkileyebilme özelliğine sahip olduklarından dalgalanma sürecinde FED'in ilk olarak öne çıkan temel para politikası operasyonları olmuştur. "FED, faiz kararları kısmında açıklandığı gibi gösterge faiz oranından önce iskonto faiz oranını düşürme kararını da likidite ihtiyacı duyan kuruluşları iskonto penceresinden kredi almaya teşvik etmek amacıyla almıştır" (Demir ve diğ., 2008:74).

"API menkul kıymetlerin doğrudan alım satımı ve repo işlemleri yoluyla; iskonto penceresi ise finansal kuruluşların portföylerinde bulunan herhangi bir teminat karşılığında çok kısa dönem için (genellikle gecelik) verilen krediler ile yürütülmüştür. İlk uygulama; vadeli fonlama oranının 9 Ağustos 2007'de ani yükselişi sonrasında 10 Ağustos 2007'de FED'in; finansal piyasaların düzenli işlemlerini kolaylaştırmak için %5-1/4 hedef faiz oranlarına yakın düzeylerden likidite sağlayacağını, iskonto penceresinin de fonlama kaynağı olarak kullanılabileceğinin duyurulmasıyla ve gün içinde üç kez API gerçekleştirilmesi ile olmuştur. 17 Ağustos 2007'da piyasa koşullarının kötüleşmesi, kredi koşullarının sıkılaşmasından kaynaklanan aksamaların ekonomiye etkisini azaltmak ve finansal piyasalarda istikrarın temini için iskonto penceresinden 100 baz puan olan birincil

kredi oranı ile FED hedef faiz oranı farkını \* 50 baz puana indirmiş ve 30 gün vadeli kredilerin yenilenebilirliğine izin vermiş, 16 Mart 2008’de de 25 baz puana düşürmüş ve vadeyi 90 güne çıkarmıştır” (Kroszner, 2007, Demir ve diğ., 2008:73, Özdemir, 2010:38, Kara, 2012:39-43). “Yapılan değişiklikler sonucu iskonto oranı piyasa faizlerine göre daha avantajlı duruma gelmiş, iskonto oranı penceresinden yararlanabilen kuruluşların bu imkândan yararlanma oranı artış göstermiştir (Özdemir, 2010:41-110). Reeskont penceresinden kredi kullanımına dair en dikkat çeken uygulama, 2007 Temmuz ayında fonlarının yetersiz kaldığı ve iflas durumuna düştüğünü ilan eden Bear Stearns’a yapılan likidite yardımıdır. “FED, JP Morgan aracılığıyla Bear Stearns’e; (Bear Stearns gibi mevduat kuruluşu olmayan bir bankaya FED ancak resesyona girme ihtimali gibi olağanüstü durumlarda ve FOMC’un onayıyla iskonto penceresinden kredi verilebilmektedir) 28 gün vadeli likidite sağlamıştır” (Demir ve diğ., 2008:77). “FED 17 Kasım 2009’da finansal koşullardaki iyileşmeye istinaden iskonto penceresinden birincil kredilere tanınan süreyi 90 günden 28 güne indirmiş, birincil kredi oranı ile FED hedef faiz oranı farkını da 19.02.2010’da tekrar 50 baz puana çıkarmıştır” (FED, 2015c).

APİ’nin; teminat kapsamına alınan menkul kıymet çeşitliliğini artırma ve vade uzatımı yoluyla uygulandığı görülmektedir. “FED; APİ için kabul ettiği teminatların kapsamını devlet destekli kuruluşlara ait menkul kıymetler ve bu kuruluşların garanti ettiği ipoteye dayalı menkul kıymetler lehine genişletmiş ve kuruluşlar bu varlıkları teminat olarak kullanarak daha çok fon sağlayabilmiştir” (Özdemir, 2010:41-110). Fonlama sıkıntısı yaşayan kuruluşların menkul kıymet yükümlülüklerinin vadesini ertelemelerine yardımcı olmak suretiyle likidite olanaklarını genişletici alım programları uygulamıştır. “Mart 2008’den Aralık 2008’e kadar kuruluşların portföyündeki senetlerin vadesini uzatma programı kapsamında her ay kısa vadeli hazine tahvili satmayı, söz konusu varlıkların satışından elde edilecek gelirle uzun vadeli tahvil almayı hedeflediğini duyurmuştur” (Kara, 2012:42, FED, 2011).

Görüldüğü gibi FED APİ ve iskonto penceresi uygulamalarıyla bankalara sağlanan fonların vadelerini artırmak, kabul edilebilir teminatlar, katılımcılar ve

---

\*Normal şartlarda iskonto faiz oranı FED hedef faiz oranının 100 baz puan üzerindedir. Farkın 50 ve 25 baz puana indirilmesi ile iki faiz oranının birbirine yaklaşması iskonto faiz oranının piyasa faizlerine göre daha avantajlı duruma gelmesini sağlamıştır (Özdemir, 2010:110).

menkul kıymet ödünç işlemlerinin kapsamını genişletmek suretiyle bankaların fonlara erişimlerini temin etmeye çalışmıştır. “FED; APİ’ye göre daha fazla varlığın teminat olarak kabul edilmesi ve doğrudan işlem yapılan kurum sayısının daha fazla olması sebebiyle reeskont penceresini APİ’ye tercih etmiştir. Ancak FED’in çabalarına rağmen iskonto penceresi kanalı ile yeterince kredi sağlanamamış\* , reeskont penceresinden sınırsız kredi verileceğinin açıklanmasına rağmen bu yöntemle sınırlı destek verilebilmiştir” (Demir ve diğ., 2008:75).

APİ ve iskonto penceresi politikalarına başvuru aynı dönemde bankaların birbirlerine ABD doları üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranının (LIBOR) da çok yüksek seyretmesi nedeniyle FED, LIBOR faiz oranlarını düşürmek amacıyla diğer ülke merkez bankalarıyla koordineli olarak döviz swap anlaşmaları geliştirmiş, birçok merkez bankasına bu yolla dolar likiditesi sağlamıştır. “İlk etapta Avrupa ve İsviçre merkez bankasıyla yapılan swap anlaşmaları ile sadece dolar aktarılmış, ancak kısa vadeli piyasalarda giderek artan baskılar karşısında 2009 yılında swap anlaşmaları Avro, Yen, Sterli, İsveç Frankı gibi yabancı paraların sağlanacağı swap hatları ve Yeni Zelanda, Brezilya, Meksika, Kore ve Singapur merkez bankalarıyla yapılan anlaşmalarla genişletilmiştir” (Işık ve Tünen, 2011:36, Demirbaş, 2013:69-75, Demir ve diğ., 2008:76). Swap hatları ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının kendi piyasalarına aktardıkları bu kaynaklarla ihtiyaç duyulan dolar kredileri açmalarına olanak verilmiş, bankaların uzun dönemli fonlara ulaşması sağlanmış, Libor oranları düşürülmüş ve likidite riski azaltılmıştır.

Açıklanan likidite enjeksiyonlarıyla nakde erişim kolaylaşmış ve daha dramatik bir kriz engellemiş olsa da likidite sorunlarının devam etmesi üzerine finansal kurumların daha fazla bunalıma sürüklenmelerini, sistemik riske yol açmalarını ve deflasyonu önlemek amacıyla FED alternatif likidite desteği yöntemleri bulmaya yönelmiş ve devam eden kısımda açıklanan yeni yöntemler tasarlayarak geleneksel yöntemlerin sınırlılıkları aşılmaya çalışılmıştır.

---

\*İskonto penceresi mevduat kuruluşlarının rezerv hesaplarında beklenmeyen bir açık olduğunda başvurdukları borçlanma imkânı olduğundan finansal kuruluşun finansal yapısının bozulduğu yönünde tesis ettiği imaj ve iskonto penceresinden kuruluşlara verilen likidite nedeniyle piyasadaki faiz oranının FED’in belirlediği gösterge faiz oranının aşağısında oluşma ihtimalinden dolayı çok fazla kullanılamamıştır (Cecchetti 2008, Akt., Demirbaş, 2013:52, BernankeDemir ve diğ.,2008:75).



### 3.4.2.2. Geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla likidite enjeksiyonu

FED'in geleneksel olmayan para politikası araçlarının ilk grubu; son kredi mercii rolüne bağlı olarak banka ve diğer finansal kurumlara üç farklı programla sağladığı kısa vadeli likidite olanaklarıdır. Programlardan biri; Aralık 2007'de uygulamaya başlanan, Mart 2010'da sonlandırılan Vadeli İhale Kolaylığıdır (Term Auction Facility-TAF). “İhalelerle, mevduat kurumlarına vadeli fonlar sağlanmış, iskonto penceresinden birincil kredi almaya uygun mevduat kurumları katılmıştır. İhale tutarları sabit olup, faiz oranı ihale sürecinde belirlenen minimum alt sınıra tabi tutularak 28 ve 84 gün vadeli ihalelerle gerçekleştirilmiştir” (Kara, 2012:46). “TAF ile FED; iskonto penceresinde kullandığı, birinci kalite ve düşük derecelendirilmiş teminat değerlendirmesine göre belirlediği farklılaştırılmış faiz oranı yerine teminatların derecesine bakmaksızın ihalelere katılan tüm kurumlara tek bir faiz oranından işlem yapma olanağı sağlamıştır” (Özdemir, 2010:115). Yapılan değişiklikle TAF ihaleleri daha geniş teminat seçenekleri ile daha geniş katılımcının daha düşük faiz oranı düzeyinden fonlanması mümkün kılmıştır. “Ayrıca Kanada, İngiltere, İsviçre ve Avrupa Merkez Bankaları da swap yoluyla fon sağlayıcı olarak ihalelere katılmış, yöntemin sonuçlarını gözlemledikten sonra kendi ülkelerinde de uygulamıştır” (Kuşgözoğlu, 2010:105).

İkinci yöntem olarak Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (The Term Securities Lending Facility-TSLF) “haftalık olarak yapılan ihaleler kanalıyla hazine kâğıtları ve diğer teminatların likiditesini arttırmak üzere Mart 2008'de uygulamaya konmuş, son ihale 1 Şubat 2010'da düzenlenmiştir. Bir teminat türünün diğer bir teminat türü ile değiştirilmesine dayanan bu kolaylık sadece piyasa yapımcılarına\* sağlanmış, hazine menkul kıymetlerinin ipotekli konut finansman sistemine dayalı menkul kıymetler dahil sunacakları uygun teminatlarla 28 gün vade ile değiştirebilmelerine izin verilmiştir” (Kara, 2012:46, Demirbaş, 2013:53, Demir

---

\*Piyasa yapımcıların temel hedefi devlet iç borçlanma senetlerinin birincil piyasasında talep yaratmak, ihracı gerçekleştirilen kıymetlerin ikincil piyasa tarafından absorbe edilmesini sağlamaktır. Amerika Birleşik Devleti'nde merkez bankasının para politikası operasyonları için kullanılan finansal araçlar, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarında da piyasayı yapılandıran kuruluşlar olarak kullanılmaktadırlar. A.B.D.'de piyasa yapımcıları, FRBNY (New York FED-Federal Reserve Bank of New York-FRBNY) ile devlet iç borçlanma senetleri işlemleri yapan, menkul kıymet broker - dealer'ları ile bankalardan oluşmaktadır. Piyasa yapımcıları listesi en son 27.7.2009'da güncellenmiş olup 18 piyasa yapımcısı bulunmaktadır (Özdemir, 2010:37, Aydın, 2005:7-46).

ve diğ., 2008:74). Bu değişlikle piyasa yapıcılarının hazine kağıtları gibi daha likit varlıklara ve iyi kalitede teminat araçlarına sahip olma imkânı sağlanmıştır.

“Üçüncü yöntem olan Piyasa Yapıcılığı Kredi Kolaylığı (The Primary Dealer Credit Facility-PDCF)) da piyasa yapıcılarına yönelik olarak geliştirilmiş olup Mart 2008’de duyurulmuş, 1 Şubat 2010’da sona ermiştir. Bu programla piyasa yapıcılarına belirlenmiş teminatlara karşılık iskonto faiz oranından 120 güne kadar fonlama imkânı sağlanmıştır. Piyasa yapıcılarında biri olan Bearn Stearns’ın likidite sıkışıklığı nedeniyle yaşadığı sorun FED’i piyasa yapıcılarına likidite sağlamaya sevk etmiş, bu tecrübeden hareketle PDCF programı yatırım bankalarını da kapsayacak şekilde genişletilmiştir” (Demir ve diğ., 2008:74-77, Demirbaş, 2013:53-54, Kara, 2012:46).

Üç yöntemi kıyaslırsak; TAF’dan mevduat bankaları faydalanırken, TSLF ve PDCF’den piyasa yapıcılarını faydalanmıştır; TAF’da vade 28 ve 84 gün; TSLF’de 28 gün ile sınırlıyken PDCF’de 120 gün olarak daha uzun tutulmuş; piyasa yapıcılarına yönelik iki programdan biri olan PDCF ile TSLF’den farklı olarak menkul kıymetler hazine bonusu ile değiştirilmemiş günlük likidite desteği sağlanmıştır.

FED’in geleneksel olmayan para politikalarının ikinci grubu kredi piyasalarında yer alan önemli yatırımcı ve borçlulara doğrudan likidite sağlanmasına dönük dört ayrı likidite kolaylığından oluşmaktadır. “Bu gruptaki kolaylıklar FED Kanunu’nun olağan dışı ve acil durumlarda kredi ve avans verilmesini öngören 13(3) nolu maddesine \* dayanılarak oluşturulmuştur” (Demirbaş, 2013:54-56).

İlk olarak Varlığa Dayalı Finansman Bonusu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility-AMLF), “2008 sonbaharında oluşan baskı ve piyasalardaki potansiyel iflas durumunun durgunluğu sert bir şekilde körükleyeceği yönündeki endişeler üzerine Eylül 2008’de oluşturulmuş ve Şubat 2010’da sonlandırılmıştır” (Demirbaş, 2013:54). “Bu imkân mevduat kurumları ile banka holding şirketlerinin yüksek kalitedeki finansman bonolarını karşılıklı fon şirketlerinden belli koşullarda almalarını finanse etmek amacıyla oluşturulmuştur” ( Kara, 2012:46, Kuşgözoğlu, 2010:107). “Sağlanan kredinin vadesi mevduat kuruluşları için 120 gün, mevduat

---

\*FED Kanunu 13(3), ABD merkez bankalarının olağandışı ve acil durumlarda uygun kredi elde etme durumu olmayan bireyler, ortaklıklar ve şirketlere kredi temin etmesini ve mevduat kuruluşlarına avans vermesini öngörmektedir (Demirbaş, 2013:54).

kuruluşları dışındaki kuruluşlar için 270 gün arasında değişen sürelerle uygulanmıştır” (Demirbaş, 2013:54).

İkinci doğrudan likidite kolaylığı Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Kolaylığıdır (Money Market Investor Funding Facility-MMIFF). “Amerika’da yerleşik para piyasası yatırımcılarına likidite sağlamak üzere Ekim 2008’de oluşturulmuş ve Ekim 2009’da sonlandırılmıştır” (Kara, 2012:45). “Para piyasası enstrümanlarının satışını kolaylaştırarak ikincil piyasalarda likiditeyi artırmak ve yatırımcıları daha uzun vadeli yatırımlara teşvik etme amacı taşıyan bu kolaylıkla FED; özel sektör tarafından kurulan bir dizi SPV’yi uygun yatırımcılardan para piyasası enstrümanlarını alması için fonlamıştır” (Demirbaş, 2013:55).

Üçüncüsü olan Finansman Bonosu\* Fonlama Kolaylığı (The Commercial Paper Funding Facility (CPFF), “finansman bonosu ihraç edenlere likidite sağlamak üzere Ekim 2008’de hayata geçirilmiş, Şubat 2010’da sonlandırılmıştır. Bu imkân güvenilir piyasa yapımcıları ile güvenilir menkul kıymet ihraç edenlerin kredi derecesi yüksek finansman bonolarının alımını finanse etmiştir” (Kara, 2012:46).

Tüketici kredisi piyasasında yaşanan daralmayı aşmak ve varlığa dayalı menkul kıymet piyasasını iyileştirmek amacıyla hazırlanan Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (The Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) ise “Kasım 2008’de oluşturulmuş, Aralık 2009’da süresi dolmuş ancak yeni kredi uzantıları ile önce 30 Haziran 2010’a kadar, daha sonra 2014’e kadar uzatılmış, Kasım 2014’de resmen sonlandırılmıştır. Bu kredi ellerinde varlığa dayalı menkul kıymet (asset-backed securities-ABS) bulunduran tüketiciler ya da küçük işletmeler tarafından bir yıl vadeli olarak kullanılmıştır” (Özdemir, 2010:114, Kuşgözoğlu, 2010:107, Demirbaş, 2013:56, FED, 2015d). Program genişletilerek, izleyen kısımlarda açıklanacak olan TARP programı kapsamında uygulanan PPIP finansmanında da kullanılmıştır.

FED’in likidite desteği amacıyla geliştirdiği diğer geleneksel olmayan araçlar; miktarsal genişleme (QE1, QE2 ve QE3) ve vade uzatımı (operation twist) programları olup banka ve finansal kuruluşların borç sürdürülemezliği sorunlarını iyileştirmeye yönelik olarak uygulanmıştır. Miktarsal genişleme kapsamında FED,

---

\*The Commercial Paper tabirinin Türkçe kaynaklarda Ticari Senet, Tahvil, Finansman Bonosu olarak çevirildiği görülmüştür. Roubini ve Mihm, 2012:157’de Finansman Bonosu tabiri kullanılmaktadır. Bu çalışmada da Finansman Bonosu tabirinin kullanılması uygun bulunmuştur.

her ay önceden belirlenen ve duyurulan tutarlarda ipotekli konut finansman sistemine dayalı menkul kıymet ve devlet tahvili satın almıştır. Bu yöntemle hem bu varlıkları elinde bulunduran kuruluşlara likidite sunulmuş hem de taleplerinin artmasına bağlı olarak fiyatlarının yükselmesini hedeflenmiştir. “FED tarafından uygulanan operation twist (vade uzatımı) ise bir çeşit swap (değiş tokuş) işlemidir. Fed, bu programla elindeki kısa vadeli tahvilleri verip karşılığında uzun vadeli tahvilleri alarak elindeki Hazine kâğıtlarının ortalama vadesini uzatmış olurken piyasaya kısa vadeli tahviller sunarak piyasayı daha likit duruma getirmeyi ayrıca uzun vadeli tahvillere yarattığı taleple fiyatlarını yükselterek faizlerini aşağıya çekmeyi amaçlamıştır” (Eğilmez, 2012) ve ayrıntılar Tablo 10’da görülmektedir.

Tablo.10. Fed ve ECB Tarafından Açıklanan Miktersal Genişleme Paketleri

	Fed	ECB	Açıklama
Kasım 2008	QE 1		600 milyar ABD doları tutarında tahvil alımı içeren 1.Miktarsal Genişleme Paketi
Mart 2009	QE 1 Uzatımı		QE 1'in devamı niteliğinde 750 milyar ABD doları tutarında ipoteye dayalı menkul kıymet ve 300 milyar ABD doları tutarında tahvil alımı
Haziran 2009		LTRO 1	Bir yıl vadeli finansman imkânı sağlayan, 442 milyar euro tutarında 1. Uzun Dönemli Finansman Operasyonu
Mayıs 2010		SMP	Kamu ve özel kesim borçlanma senetleri alımını içeren Menkul Kıymet Piyasası Programı (2013 yılı Ocak ayı itibarıyla 209 milyar Euro tutarında alım yapılmış olup, sterilize edilmektedir.)
Kasım 2010	QE 2		Aylık 75 Milyar ABD doları olmak üzere, 600 milyar ABD doları tahvil alımı içeren 2.Miktarsal Genişleme Paketi
Eylül 2011	Operation Twist		400 milyar ABD doları tutarında üç yıldan kısa vadeli tahvillerin 6-30 yıl vadeliyle değiştirilmesini hedefleyen Vade Değişim Programı
Aralık 2011 & Şubat 2012		LTRO 2	Bir ve üç yıl vadeli finansman imkânı sağlayan, 1019 milyar euro tutarında 2. Uzun Dönemli Finansman Operasyonu
Haziran 2012	Operation Twist Uzatımı		Vade Değişim Programı kapsamında 267 milyar ABD doları tutarında ek tahvil değişimi
Eylül 2012	QE 3		Aylık 40 milyar ABD doları tutarında ipoteye dayalı varlık alımı öngören 3.Miktarsal Genişleme Paketi (Alımların büyüme ve istihdamda kayda değer bir iyileşme görülünceye kadar devam edeceği açıklanmıştır)
Eylül 2012		OMT	Euro Bölgesi ülkelerinden gelecek talebe göre tahvil alımı öngören Doğrudan Parasal İşlemler (Herhangi bir üst limiti belirlenmemiştir.)

Kaynak: Kaya ve Barlas, 2013:3

FED’in kriz sürecindeki zorunlu karşılık uygulamasını da likidite destekleri kapsamında değerlendirmek mümkündür. “ABD finansal sisteminde zorunlu karşılıklar, mevduat kurumlarının belirtilen mevduat yükümlülüklerine\* karşılık serbest olarak kasalarında veya merkez bankalarında tutmak zorunda oldukları fonların miktarıdır. FED zorunlu karşılığa tabi net işlem tutarına göre %3 ve %10 olarak artan oranlı zorunlu karşılık uygulamaktadır” (FED, 2014). Kriz sürecinde mevduat kurumlarına likidite desteği sağlayabilmek amacıyla zorunlu karşılık yükümlülüklerinde azaltmaya gitmiş; uyguladığı istisna tutarlarını artırmış, ancak alt rezerv dilimini düşürmüştür. “21 Aralık 2006’da 45,8 milyon dolar olan alt rezerv dilimi 27 Aralık 2007’de 43,9 milyon dolara düşürülmüş, 21 Aralık 2006’da 8,5

\*22 Ocak 2015 tarihi itibarıyla FED, Avrupa para birimi yükümlülükler, birey olmayan vadeli mevduatlar ve net işlem hesapları 14.500.000 dolara kadar 0 (sıfır), net işlem tutarı 14.500.000-103.600.000 dolar arası için %3, net işlem tutarı 103.600.000 dolardan fazla ise %10 karşılık oranı uygulamaktadır (FED, 2014).

milyon dolar olan istisna tutarı da 9,3 milyon dolara çıkarılmıştır. Bu düzeyler 1 Ocak 2009'a kadar sabit tutulmuş, ayrıca Ekim 2008'den itibaren de zorunlu karşılık ve fazla bakiyelerine faiz ödenmeye başlanmıştır. 1 Ocak 2009'dan itibaren alt rezerv dilimleri yükseltilmeye başlanmış yedi ayrı kararla Ocak 2015'e kadar 103,6 milyon dolara çıkarılmıştır. İstisna tutarı uygulamasında ise kriz dönemi politikası takip edilerek altı ayrı kararla Ocak 2015'e kadar 14,5 milyon dolara çıkarılmıştır" (FED, 2014). Alt rezerv limitinin yükseltilmesi; bu limitin altındaki tutarlar için zorunlu karşılık yükümlülüğünün ortadan kalkması anlamına geldiğinden hem istisna tutarı hem de alt limit yönünden mevduat kurumlarına likidite rahatlığı sağlanmasına 1 Ocak 2009'dan itibaren daha fazla önem verilmiş olduğu görülmektedir.

Para politikası kararlarına bakıldığında FED'in krizi olağandışı ve acil bir durum olarak değerlendirdiği ve finansal istikrarı yeniden temin edebilmek adına yasal yetkilerini farklı şekillerde pratiğe dökerek önlem almaya çalıştığı görülmektedir. Bu kapsamda yasal sınırlar çerçevesinde tüm geleneksel para politikası araçları kullanılmış, mevcut kısıtlar altında yetersiz kalması sonucunda olağanüstü olarak nitelendirilebilecek yeni araçlar geliştirilmiştir. Araçlar değerlendirildiğinde; geleneksel para politikası yöntemlerinde vade uzatımına gidildiği ve bununla yetinilmeyerek geleneksel olmayan likidite kolaylıkları ile daha uzun vade tanındığı; geleneksel yöntemler banka ve diğer mevduat kurumları ve diğer finansal kurumlarla sınırlıyken geleneksel olmayan yöntemlerin tüketicilerden piyasa yapıcılara, mevduat kurumlarından küçük işletmelere kadar çok daha geniş piyasa katılımcısına yönelik olduğu; hem geleneksel hem de geleneksel olmayan yöntemlerde teminat olarak kabul edilen varlıkların genişletildiği; FED Kanunu 13(3) kapsamında sağlanan doğrudan likidite kolaylıklarında faizin temel para politikası aracı olmaktan çıkıp piyasadaki paranın miktarının araç haline dönüşmüş olduğu görülmektedir.

### **3.4.2.3. Kamusal müdahaleler**

Krizin yayılmasındaki en önemli sebeplerden biri sistemik öneme sahip olarak nitelendirilen küresel banka ve diğer finansal kuruluşların çöküşleridir. Kriz sürecinde kamu politikalarını yürüten otoriteler bu kuruluşların batmasını önlemek

ile yapılacak kamusal müdahalelerin ekonomiye getireceği yük arasında kritik bir karar almak zorunda kalmıştır. Ancak olağanüstü koşullar ve ekonomik istikrar ihtiyacının aciliyeti otoritelerin müdahale yönünde karar almalarına neden olmuştur. ABD’de “krizden önceki son yıl olan 2007’de üç bankanın, 2008’de 25 bankanın, 2009’da 140 bankanın battığı,” (FDIC, t.y.) göz önüne alındığında finansal istikrarın sağlanması adına müdahalelerin kaçınılmaz olduğu anlaşılmaktadır.

ABD’de yapılan müdahaleler bir önceki başlık altında açıklanan merkez bankası araçlarıyla sağlanan kredi kolaylıkları ve doğrudan likidite sağlama şeklinde sunulan devlet destekleriyle sınırlı kalmamış; özellikle sistemik öneme sahip kuruluşlara sermaye desteği, aktif ve hisse senedi satın almaları, yükümlülüklerine garanti verme, kamulaştırmalar ve birleşmeler şeklinde de müdahaleler yapılmıştır. “Kriz sürecinde küresel ölçekte katlanılan toplam sermaye desteği maliyetinin %51’i, aktif satın alma ve garantilerin maliyetinin %63,8’i ve yükümlülüklerine verilen garantilerin %49,5’i ABD tarafından yapılan banka kurtarma maliyetlerine aittir ve en yüksek kurtarma maliyetine katlanan ülke ABD olmuştur” (Yıldıran, 2011:271). Söz konusu rakamları ABD’nin bankacılık sektörünü ayakta tutmak için finansal destekten kaçınmadığı şeklinde yorumlamak yanlış olmayacaktır.

ABD’de yapılan kamu müdahaleleri yatırım bankacılığı yapan Bearn Stearns’ın Temmuz 2007’de fonlarının yetersiz kaldığı ve iflas durumuna düştüğünün ilan edilmesi sonrasında başlamıştır. “ABD’nin 5. büyük yatırım bankası durumundaki Bearn Stearns’ın ipotekli konut kredileri kaynaklı zararları ve özellikle yükümlülüklerini karşılayacak yeterli likiditeye sahip olmaması iflasını hazırlamıştır. Çeşitli karşı taraflarla yaklaşık 150 milyon işlemi bulunan Bearn Stearns’ın batmasına izin verilemeyecek kadar çok bağlantılı olduğu” (Coşkun, 2009:24-25), “iflasının finansal sistem ve ekonomi için son derece olumsuz sonuçlar doğurabilecek sistemik riskler yaratabileceği düşünülerek FED tarafından satın alınmıştır. Mart 2008’de bankada kullanılmak üzere bir diğer finans kuruluşu olan JPMorgan Chase’a acil kredi açılarak ve FED’in de teminatıyla hisse başına 2 dolara (Ocak 2007’de hisseleri 171,51 dolar) JPMorgan Chase’e satılmıştır” (Deniz, 2013:107, Coşkun, 2009:25).

“2008 yılının Temmuz ayında ise 32 milyar dolarlık varlık ve 19 milyar dolarlık mevduat büyüklüğü ile IndyMac Bank, iflası sonrasında FDIC tarafından devralınmıştır. Eşik altı ipotek kredilerinin bir basamak üstü olan ve ödeme gücüne

yönelik belgelendirmenin zayıf olduğu alt-A türü ipotek kredileri veren bankanın iflasında kötü kredi portföyünün beslediği güven kaybı etkili olmuştur. Mevduat sahiplerinin bankadan 11 gün içinde 1,3 milyar dolar çekmesi ile ortaya çıkan likidite krizi sonucunda FDIC Banka'ya el koymuştur” (Coşkun, 2009:33).

“14 Temmuz 2008’de de Fannie Mae ve Freddie Mac’e devlet yardımı yapılacağı açıklanmıştır. ABD Hazinesi, Fannie Mae ve Freddie Mac’in her birinin 100’er milyar dolar değerindeki borç senetlerini ve 500’er milyar dolar değerindeki mortgage senetlerini fon sağlayarak satın almış, fon kaynağı doğrudan ABD Hazinesi olmuştur” (Deniz, 2013:108, TCMB, 2008a:3, Coşkun, 2009:43).

Eylül 2008’de ABD’nin iki büyük yatırım bankası Lehman Broders ve Merrill Lynch’in iflası gerçekleşmiş, geriye kalan son iki büyük yatırım bankası olan Goldman Sachs ve Morgan Stanley ise mevduat bankası statüsüne geçirilmiştir. “Temmuz 2008 sonunda zararına satışlara yönelerek 30 milyar dolar nominal değerdeki ipoteğe dayalı türev ürün portföyünü sadece 7 milyar dolara satabilen Merrill Lynch sermayesinin hızla erimesini önleyememiş, Eylül 2008’de 50 milyar dolara devralınmıştır. Lehman Broders ise 639 milyar dolar varlıkları ve 613 milyar dolar borçları ile Eylül 2008’de iflasını açıklamış ancak herhangi bir müdahale yapılmamıştır. ABD Hazinesi ve FED kurtarılmamasının nedenini toksik varlıklarının büyüklüğü ve ihtiyaç duyulan fonlama miktarının FED tarafından sağlanamaması olarak açıklamıştır. Bir yaklaşıma göre de neden; ABD hazinesinin Lehman Broders’in iflasının sistemik risk yaratmayacağı yönünde düşünce taşıdığıdır” (Deniz, 2013:109, Coşkun, 2009:28-29, Bernanke, 2009). Ancak Lehman Broders’in müdahale edilen kurumlara kıyasla varlık ve borçlarının büyüklüğü göz önüne alındığında sistemik risk yaratma ihtimalinin ve müdahale koşullarının yanlış değerlendirildiği açıktır. Zira Lehman Broders’in iflası krizde çok önemli bir tarih olmuş, onun ardından ABD bankaları ardı ardına iflaslarını açıklamış, faaliyetlerine son vermiş veya şekil değiştirmiş, uluslararası yükümlülükleri nedeniyle kriz diğer ülkelere hızla yayılmıştır.

Lehman Broders’in yarattığı etki FED ve ABD hükümetinin finansal başarısızlıkları azaltmaya odaklanmalarında etkili olmuştur. FED, “21 Eylül 2008’de fonlama sıkıntısı yaşayan Goldman Sachs ve Morgan Stanley’in yatırım bankacılığında mevduat bankacılığına geçişini onaylayarak statüsünü değiştirmiştir.

Bu karar iki bankanın FED'in denetimine geçmesi ve daha sıkı denetlenmesi anlamına gelmesine karşın krizinden daha az etkilenme olanağı yakalamış ve FED'in sunduğu fonlama imkânlarından faydalanmalarını da sağlamıştır" (TÜSİAD, 2008:1). Krizin devamında "sigortacılık sektöründe de zararlar açıklanmaya başlamış, iflasını ilan etmeye hazırlanan sigorta şirketi AİG Eylül 2008'de FED ve ABD Hazinesinin girişimiyle kurtarılmıştır. Milyonlarca tüketicinin sigorta sağlayıcısı, önemli müşterilerinin-alacaklılarının önemli bir bölümünün banka ve yatırım fonlarından oluşması nedeniyle AİG, sistemik risk tehdidini artıran bir unsur olarak görülmüş ve ilk kez bir sigorta şirketine kamusal müdahale gerçekleştirilmiştir. FED, ABD Hazinesinin tam desteği ile AİG'e toplam 150 milyar dolar sağlamış ve AİG'in %80'ine sahip duruma gelmiştir" (Bernanke, 2009, Coşkun, 2009:30).

"Yine Eylül 2008'de ABD'nin en büyük 6. Bankası olan Washington Mutual'ın iflası ABD tarihinin en büyük mevduat bankası iflası olarak tarihe geçmiştir" (Deniz, 2013:110). "Lehman Broders'ın iflasının ardından alevlenen panik, orta ve alt sınıf tüketicilere düşük kaliteli ipotek kredileri kullandıran Washington Mutual müşterilerini mevduatlarını çekmeye yöneltmiş ve iflasını hazırlamıştır. Banka, OTS ve FDIC tarafından FDIC'e intikali ile birlikte aynı gün JPMorgan Chase'e satılmış, intikal ve satışın birlikte gerçekleşmesiyle kamusal maliyetler minimize edilmiştir" (Coşkun, 2009:33, TCMB, 2008a:3).

Lehman Broders'ın dramatik iflasıyla gün yüzüne çıkan krizin derinliği ve diğer sektörlerde de açıklanan zarar ve iflasların kaygıları artırdığı bir konjonktürde kamusal müdahaleler sürerken ABD hükümeti yeni bir plan hazırlamıştır. Ekim 2008'de 700 milyar dolar tutarındaki Acil Ekonomik İstikrar Yasası (Emergency Economic Stability Act of 2008-EESA) kabul edilmiş, iflas eden veya sorunlu bankaların zararlarının; likiditesini kaybeden ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanması sebebiyle EESA'nin bu menkul kıymetlere yönelik olarak ve Sorunlu Varlıklar Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program-TARP) ile yürütüleceği duyurulmuştur.

Kriz sürecinde toksik-zehirli-batık-sorunlu varlıklar olarak nitelendirilen menkul kıymetleri elinde bulunduran finansal kuruluşları kamulaştırma veya kısmi kamulaştırmalara yol açmadan finansal durumlarının çözümünde "ellerindeki sorunlu varlıkların satın alınmasını veya garanti edilmesini kapsayan TARP için ayrılan 700



milyar doların; 250 milyar dolarının hemen, 100 milyar dolarının Başkan'ın onayı ile, kalan 350 milyar doların ise Hazine Bakanına bırakılacağı belirtilmiştir. Her ne kadar yasa metninde mortgage senetlerine vurgu yapılsa da Hazine banka ve diğer önemli kuruluşlardan imtiyazlı hisse senedi alımı yönünde insiyatif kullanmış, hisse senedi alımı yoluyla bankalara sermaye enjekte etmiş” (GAO, 2008:16) “Temmuz 2010'da Dodd-Frank Kanunu ile 475 milyar dolara düşürülen TARP tutarının; yaklaşık 250 milyar doları bankalara yatırım programı (BIP) için, yaklaşık 2,7 milyar doları kredi piyasaları programı için, yaklaşık 82 milyar doları otomotiv endüstrisi programı için, yaklaşık 70 milyar doları AIG yatırım programı için ve yaklaşık 46 milyar doları konut programı (ailelerin icra yoluyla konut satışlarını önleme amaçlı) için ayrılmıştır” (ABD Hazinesi, 2015a). Konut ve otomotiv endüstrisi programları izleyen bölümde açıklanacaktır.

En çok payı alan (250 milyar \$) BIP'in alt programı olan Sermaye Satınalma Programı (CPP) kapsamında Hazine tarafından 2008 yılı Kasım ayı itibariyle toplam 151,472 milyar dolarlık alım yapılmış” (GAO, 2008:18-19), “BIP'in tutarı Mart 2009'da 218 milyar dolara düşürülmüş, CPP kapsamında son yatırım Aralık 2009'da yapılmış ve bu tarih itibariyle 707 finansal kuruluşa yaklaşık 205 milyar dolar sermaye sağlanmıştır” (ABD Hazinesi, 2015b). “BIP'in diğer bir alt programı olan Varlık Garanti Programı (AGP) ile diğer istisnai yardımlar gerçekleştirilmiştir” (ABD Hazinesi, 2013a). “BIP'in diğer alt programları ise bankalardan kredi temin edemeyen orta ve düşük gelirliler ile azınlıklara finansal hizmet sağlamak üzere 3 Şubat 2010'da oluşturulan Toplumsal Gelişim Sermaye Girişimi (CDCI) kapsamında 84 kuruma yatırım ve Aralık 2008'de oluşturulan Hedef Yatırım Programı (TIP) kapsamında da imtiyazlı hisse senedi alımı gerçekleştirilmiştir. AGP ve TIB sonlandırılmıştır” (ABD Hazinesi, 2015c).

TARP ile menkul kıymet piyasasının koşullarının iyileştirilmesi sağlanmaya çalışılsa da TARP'in koşullarının ağır olması ve alım tercihinin imtiyazlı senetlerden yana yapılması nedeniyle yeterli sonuç alınamamıştır. TARP'in kurtarma fonksiyonunu yerine getirememesi üzerine; “23 Şubat 2009'da ABD Hazinesi FDIC, OCC, OTS ve FED tarafından ekonomik iyileşmenin yeniden tesisi için bankaların ihtiyaç duydukları likidite ve sermayeye sahip olmalarını hükümetin sağlayacağını bu amaçla 10 Şubat 2009'da Sermaye Yardım Programı (CAP) hazırlandığı

duyurulmuştur. CAP; TARP'ın eksikliklerini gidermek ve daha geniş kesimlerin ihtiyaçlarının çözümü amacıyla hazırlanan daha büyük meblağlı Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası'nda (American Recovery and Reinvestment Act of 2009-ARRA) yer alan finansal sektöre yönelik üç önemli programdan biridir. Diğer iki program; Kamu-Özel Sektör Yatırım Programı (PIIP) ve TALF programının genişletilmiş şeklidir. CAP'ın yukarıda açıklanan TARP'ın beş temel programından biri olan Banka Yatırım Programı; PPIP ve TALF'in ise Kredi Piyasaları Programı altında yürütülmesi planlanmıştır" (FED, 2009).

"Desteği kullanan bankaların kredi, temettü, yönetici maaş ve primleri konusunda kısıtlamalara tabi olması, zorunlu bir stres testinden geçmeleri gibi ağır şartlarla planlanan CAP herhangi bir sermaye yardımı yapılmadan sonlandırılmış, en büyük 19 banka holding şirketini kapsayan Sermaye Yeterlilik Değerlendirmesi Programı (SCAP), CAP'ın yerini almıştır" (ABD Hazinesi, 2013b, İlkorur, 2009). "ABD ekonomisinde yaşanan belirsizlikler dolayısıyla beklenenden daha fazla kayıp yaşanması durumunda, büyük bankaların aracılık görevlerini sürdürebilmeleri için ihtiyaç duyacakları ilave sermaye miktarını ölçmek üzere hazırlanan SCAP ile iki senaryo oluşturulmuş ve senaryo sonuçlarına göre muhtemel zarar ve ilave sermaye ihtiyaçları belirlenmiş, 19 bankadan kredi kayıplarına ve gelirlerine ilişkin tahmin yapmaları ve bu çerçevede hesaplanacak sermayelerinin, beklenen kayıplarını karşılayacak düzeyde olması talep edilmiştir" (TCMB, 2009b:13). SCAP'ın, bankacılık sektörünün sermaye ve zarar karşılama gücünün artırılması, dolayısıyla risklere karşı güçlendirilmesi ve bankacılık sektörüne yönelik güvenin yeniden sağlanması amacı taşıdığı görülmektedir.

"Yeni kurtarma programı PPIP ile ilgili ABD Hazinesinin bilgi notunda; programla bankaların bilançolarındaki ipotekli konut finansmanı kaynaklı sorunlu menkul kıymetleri satın alarak bankalara finansman sağlamak suretiyle tüketici ve küçük işletmelere kullandırılan kredi olanaklarının artırılmasını teşvik etmenin hedeflendiği belirtilmiştir" (ABD Hazinesi, 2012a, ABD Hazinesi, t.y.:1). "Programın finansmanı için TARP bütçesinden 75 ile 100 milyar dolar kaynak aktarılacağı, FED, FDIC ve özel sektörün katılımıyla 500 milyar dolarlık alım gücüne ulaşılacağı ve tutarın 1 trilyon dolara çıkarılabileceği açıklanmıştır. Program iki parçadan oluşturulmuştur. Birinci parçası olan eski krediler alım programı;

bankaların bilançolarında yer alan sorunlu kredilere yöneliktir ve bu kredileri bilançolardan temizlemek için hazırlanmıştır. İkinci parçası olan eski menkul kıymetler alım programı; ikincil piyasalarda normal piyasa fiyatının oldukça altında işlem gören likit olmayan menkul kıymetlere yöneliktir ve menkul kıymetler piyasasını yeniden canlandırma amacıyla planlanmıştır. Menkul kıymet alımları finansmanının TALF kapsamında sağlanması öngörülmüş, daha önce, tüketici ve küçük ölçekli işletmelerin bir yıl vadeli kredi kullanımına yönelik olarak uygulanan TALF’ın kapsamı genişletilerek menkul kıymet almak isteyenlerin de kullanımına sunulmuştur” (ABD Hazinesi, t.y.:3-5).

PPIP’de, TARP’ın yetersizlikleri göz önüne alınarak bankaların yanı sıra özel sektör ayağıyla geniş bir yatırımcı kitlesinin kaynaklara ulaşması ve programın etki alanının genişletilmesinin yanı sıra programın özel sektörün kendi kaynaklarını kullanmasını da içermesi bakımından kamusal maliyetlerin azaltılmasına hizmet etmesinin hedeflendiği görülmektedir. Yukarıda açıklanan önlemler göz önüne alındığında faiz politikası ve geleneksel likidite sağlama yöntemlerinin yanı sıra geleneksel olmayan pek çok yöntemle likidite sağlandığı, kamu müdahalelerin de kaçınılmaz olarak uygulandığı, ABD otoritelerinin krize yönelik önlemlerinin odağında bankacılık sektörünün yaşadığı sorunları aşmak ve sektöre olan güveni yeniden kazanmak, sektörün yaşadığı sıkıntılara karşı koyabilmesi için likit ve kredi verebilir duruma kavuşturmak olduğu görülmektedir. Kamu kaynaklarının kullanılması eleştirilse de ABD’nin finansal istikrara yönelik bu tedbirleri sayesinde krizin küresel bunalıma dönüşmeden önlenebildiği açıktır.

### **3.5. Maliye Politikası Önlemleri**

Daha çok vergi gelirleri, harcamalar ve kamu kesimi bütçe büyüklükleri ile ilgili olan maliye politikaları krizlerin sosyal ve reel sektör üzerinde yarattığı şokların yönetilmesi açısından önem taşımaktadır. Her ne kadar ABD; kriz sürecinde aldığı önlemlerde ağırlığı finansal sektörün güçlendirilmesine vermiş ve reel sektörde yaşanabilecek sorunları önlemenin birinci yolu olarak finansal sistemin yeniden kredi verebilir duruma getirilmesini görmüş olsa da durgunluğa girme beklentilerinin artması ve faiz oranlarının sıfır düzeylerinde olması nedeniyle sorunların para

politikaları ile çözülemeyeceği anlaşılmış, ekonomiyi canlandırmak amacıyla genişletici maliye politikası uygulamalarına başvurulmuştur. Bu amaçla gelir ve harcamaları artırıcı genişletici maliye politikası uygulamaları kapsamında; firmalara, tüketicilere ve yatırım harcamalarına dönük önlemler alınmıştır.

### **3.5.1. Firmalara dönük mali önlemler**

Kriz; varlık fiyatlarındaki düşüş, kredi piyasasında daralma, tüketici güveninde düşüş, toplam talepte düşüş; üretim-tüketim alanlarında sıkıntı yaratarak bir kısır döngü oluşturmuştur. Finansal kaynak sıkıntıları; üretim ve yatırımlarda düşüşe, işsizliğe, gelir kaybına ve sonuç olarak harcamaların kısılması-tasarruf tercihinin yol açtığı için ekonomide daralma yaşanmıştır.

Yatırımların artırılması istihdam ve gelir, gelir artışı ise tüketim ve toplam talebi artırıcı bir etki yaratarak ekonomiye canlılık sağlayacak koşulları oluşturabilecektir. Bu çerçevede yatırımları özendirme ve yatırım yapmak isteyen firmaların sorunlarının çözümünü önem kazanmıştır. “İlk kapsamlı önlemler, Ocak 2008’de açıklanan ve Şubat 2008’de imzalanan Ekonomik Büyüme Paketinde (Economic Stimulus Act) yer almıştır. Pakette, firmaları yeni yatırımları yapmaya teşvik etmek, iş olanakları oluşturmak ve büyümeyi sürdürmek için vergi iadeleri ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bu amaçla 2008 yılı içinde yeni makine ve teçhizat alan işletmelerin %50 oranında vergi indirimine tabi olması kararlaştırılmış, mortgage kuruluşlarını konut yatırımlarına teşvik ederek işlerini geliştirmek ve yeni çalışan almalarını sağlamak amacıyla Federal Konut İdare ve Kurumlarının ödünç limitleri artırılmıştır. GSMH’nin %1’i düzeyindeki 150 milyar dolarlık paketin 50 milyar dolarından işletmelerin faydalanması ve 500.000 kişilik iş hacmi yaratılması planlanmıştır” (Edge ve Rudd, 2010:1, Demir ve diğ., 2008:17, 78, Batirel, 2009:2).

Kriz döneminde oluşan nakit sıkıntısı, kredi alma zorlukları ve istihdam problemleri nedeniyle gelirleri daralan tüketicilerin erteledikleri taleplerin başında otomobil alımları gelmiştir. Diğer ülkelerde de benzer sıkıntıların yaşanması nedeniyle ihracat potansiyeli de gerileyen otomotiv firmaları ürünlerini pazarlayamaz, yeni yatırımlar yapamaz duruma gelmiştir. “Otomobil üreticileri ve bunlarla bağlantılı tedarikçiler ve yan sanayilerine kredi olanakları getirilmiştir.

TARP programları arasında yer alan Otomotiv Endüstrisi Finansman Programı (AIFP) kapsamında otomotiv firmalarının krizden çıkması ve etkin işleyişini kazanması amacıyla AIFP; Aralık 2008’de başlatılmış ve 82 milyar dolarlık likidite desteği yapılmıştır” (ABD Hazinesi, 2014a). “Hazinenin açıklamasına göre 2014 yılında kapatılan AIFP ile Haziran 2009 tarihinden itibaren 500.000’den fazla iş imkânı yaratılmıştır” (ABD Hazinesi, 2015d).

Krizin derinleşmesi ve reel sektör, büyüme ve istihdam üzerindeki olumsuz etkilerinin artmaya devam etmesi üzerine reel sektöre yönelik çok daha kapsamlı yatırım önlemlerine ihtiyaç duyulmuştur. “17 Şubat 2009’da imzalanan (ilk aşamada 787 milyar dolar olarak duyurulan, gerekirse 2 trilyon dolara ulaşabilecek) ARRA’da firmalara yönelik kapsamlı yatırım teşvikleri ve vergi indirimleri içeren düzenlemeler yapılmıştır. On yıllık bir periyotta uygulanması öngörülen ARRA’nın 525 milyar dolarlık kısmının ilk 2 yılda kullanılması, uygulamaların çoğunun ilk iki yılda tamamlanması planlanmış ve 2011 yılında 840 milyar dolara yükseltilmiştir. Yasanın, mevcut istihdamı korumak ve yeni iş olanakları yaratmak, ekonomik faaliyetleri artırmak ve uzun vadeli büyümeyi desteklemek, hükümet harcamalarında şeffaflık ve hesap verilebilirliği teşvik etmek olan üç hedefinden ikisinin firmalarla ilgili olduğu görülmektedir” (ARRA, 2009). “840 milyar doların; çalışanlar, aileler ve işletmeler için vergi indirimleri-vergi avantajları için 290,7 milyar dolar, kredi ve yardımlar için 261,2 milyar dolar ve işsizlik ödeneği benzeri hak ve hibeler için 264,4 milyar dolar olarak kullanılması öngörülmüştür” (ARRA, 2012).

ARRA kapsamında “faal ve yeni kurulacak olan tüm işletmeler dahil olmak üzere sermaye üzerinden alınan tüm vergiler kaldırılmış, otomotiv sektörüne yönelik olarak yeni nesil ürün araştırmaları ve teknoloji yenileme gibi amaçlarla kullanılmak üzere bütçe ayrılmış, 2008 yılı Ekonomik Büyüme Paketinde yer alan yeni makine ve teçhizat alan işletmelerin %50 oranında vergi indirimine tabi olması hükmü 2009 yılının sonuna kadar uzatılmış, küçük işletmelerin net faaliyet zararlarının devir süresi iki yıldan beş yıla çıkarılarak bu süre zarfında mahsup edilmemiş zararlardan dolayı ödenen vergilerin iade edilmesi kararlaştırılmış, bazı amortismanına tabi varlıkların giderleştirilmesinde sınırlamalar geçici olarak kaldırılmış, gazilere ve 16-24 yaş arasındaki işsizlere yeni istihdam sağlayan işletmelere fon ayrılmıştır” (ARRA, t.y.a, MÜSİAD, 2009:43). “Bunların dışında vergi avantajları programının

enerji teşvikleri kapsamında yenilenebilir enerji üretimine yönelik olarak alternatif ekipman temini için işletmelere taşıt, yatırım, iş vs kredileri adı altında sağlanacak kolaylıklar planlanmış ve enerji tesisleri yatırımları için fon kullanılmıştır” (ARRA, t.y.b).

Yeni işletmeler kurulmasını teşvik etmek ve küçük işletmelerin kredilere kolay ulaşmasını sağlamak amacıyla yeni düzenlemeler yapılmış, ek teşviklerden faydalanmaları sağlanmıştır. “Küçük işletmelerin sermaye, makine, techizat alımlarını finanse eden kredilerine dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda satın alınmasını sağlayarak küçük işletme kredilerinin verilmesini kolaylaştırmak amacıyla TARP kapsamında Küçük İşletme İdaresi Menkul Kıymet Satınalma Programı (Small Business Administration-SBA, 7(a) Securities Purchase Program) için fon ayrılmış, kırsal kesim işletmelerine kredi olanakları sağlamak, küçük işletmelerin maaş, ücret ve giderleri, gıda, imalat, sağlık ve eğitim, bilimsel ve teknik hizmetler de dahil olmak üzere 17 farklı sektörün faydalanması sağlanmıştır” (ABD Hazinesi, 2013c). Ayrıca “2009 yılına kadar, beş yıldan fazla süreyle elde tutulan küçük ölçekli işletme hisselerinin satışından elde edilen kârın vergiden istisna tutulan oranı %50’den, %75’e çıkarılmıştır” (Özperhiz, 2009:145).

Firmalara yönelik ekonomik destek paketlerinin çerçevesinin yatırımı teşvik edici nitelikte olduğu, otomotiv ve konut sektörü gibi geniş istihdam potansiyeline sahip alanların yanı sıra küçük ve orta ölçekli işletmelerinin devamlılığının sağlanmasının da öncelikler arasında yer aldığı görülmektedir. Yardımlar; krizin reel sektör üzerindeki etkilerini gidermeye dönük oluşunun yanı sıra yatırımların devamlılığını sağlamak suretiyle krizin düşük gelirli aileler üzerindeki işsizlik ve gelir kaybı etkilerine de dolaylı olarak çözüm getirici niteliktedir.

### **3.5.2. Tüketicilere Dönük Mali Önlemler**

Kriz sürecinde yaşanan yüksek işsizlik ve gelir kaybı; bireylerin ipotek kredilerini ödeyememe sorunlarını, evini kaybedenlerin sayısını kriz öncesi döneme göre artırmış, hane halkı harcamaları kısılmış, talep daralması reel sektöre de yansımıştır. Krizin bu tür toplumsal ve ekonomik etkilerini bertaraf etmek amacıyla alınan tüketicilere yönelik önlemler; tüketicileri konut kredi ve ödemeleri ve icralarla

ilgili bilgilendirici faaliyetlerden, ödenemeyen mortgage kredileri icralarının önlenmesine, işsizlik ödeneklerinden vergi iadelerine kadar çok yönlü olarak gerçekleştirilmiştir. Anılan önlemlerden bir kısmı maliye politikası bağlantılı olmamakla beraber en geniş kapsamlı maliye politikası önlemleri de tüketicilere yöneliktir ve tüketicilerin gelir ve harcamalarını artırmaya dönük olarak uygulanmıştır.

Alınan ilk önlemler konut kredi sorunlarıyla ilgili tüketicileri bilgilendirmeye ve düzenlemelere yöneliktir. “FHA’nın (Federal Konut Yönetimi-Federal Housing Administration) sigorta sistemi, kredi şartları, peşin ödeme, refinansman konularının geliştirilmesi, konutların vergilendirilmesinde değer kaybının dikkate alınmasını sağlayan hukuki düzeltmeler, Amerikalı ailelerin refinansmanına yardımcı olacak bir çalışma grubunun kurulması ve mortgage sektöründe şeffaflığın sağlanması çalışmaları yapılmıştır” (Demir ve diğ., 2008:17). Açıklanan bu önlemlerle 2007 ilkbaharında başlayan mortgage sorunlarının önüne geçilememesi üzerine “Şimdi Umut Anlaşması (Hope Now Alliance) hazırlanmış ve 10.10.2007’de yürürlüğe girmiştir” (Demir ve diğ., 2008:79). Problemlerin temelinde subprime ve değişken oranlı mortgage kredilerinin ödenememesi yattığından icraları önlemenin başlıca yolu olarak faiz oranlarındaki değişkenliğin bu kesim için sonlandırılması görülmüş “bu amaçla Hope Now anlaşmasının içeriğinde beş yıl boyunca subprime ödünçlerinin faiz oranlarının dondurulması yer almış, ayrıca ödünç alıcıların krediye ulaşmasını iyileştirmeye ve kredi koşullarında gerekli değişiklikleri yapmalarını sağlamaya yönelik danışmanlık hizmeti amaçlamıştır” (Parasız, 2009:91).

“Ocak 2008’de finansal okur yazarlık hakkında tüketicileri; geleceklere ve finansal durumları ile ilgili eğitebilmek amacıyla HUD tarafından farklı dillerde ev ekonomisi broşürleri dağıtılmıştır. Şubat 2008’de FHA değişken faiz ayarlamasıyla yüzyüze gelen ve daha ödenebilir kredilere hak kazanan 850 bin konut sahibine mektup göndererek uyarıda bulunmuş, Hope Now ortaklığına katılmış ve konutlarını kaybetme riski altındaki konut sahiplerinin icra yoluyla satışlarını 30 gün süreyle durdurmuş, hiç temerrüde düşmemiş borçluların kredilerine garanti verilerek ev sahiplerinin sabit oranlı olmak şartıyla yeniden kredi alarak değişken faiz oranlı kredilerini finanse etmesini sağlamaya çalışmıştır” (Demir ve diğ., 2008:17-80).

Alınan tedbirler başarılı olamamış, Mortgage kredilerinde yaşanan problemlerin finansal piyasaları etkilemesi ve resesyon beklentilerinin artması üzerine ekonomik canlanmayı sağlayıcı tedbirler gündeme gelmiş, tüketicilere dönük mali genişleme önlemleri ilk olarak Şubat 2008 imzalanan EESA’de yer almıştır. Bu paketin tüketicilerle ilgili kısmı ağırlıkla vergi indirimleri yoluyla bireyler ve ailelerin gelirlerini artırmaya yöneliktir. “150 milyar dolarlık paketin 100 milyar dolarlık kısmından tüketicilerin faydalanması ve ilave satın alma gücü sağlamak amaçlanmıştır. Pakete göre yıllık geliri 6.000 doların altında olan bireylerle, 12.000 dolar altı geliri olan ailelerin vergilerinin silinmesi kararlaştırılmıştır” (Batirel, 2009:2). “Yıllık brüt geliri 75.000 dolardan az olan bireyler ile yıllık brüt geliri 150.000 dolardan az olan evli çiftler ise vergi indirimi kapsamına alınmış, ayrıca ailelere onyediy yaşından küçük her çocuk başına 300 dolar vergi indirimi öngörülmüştür” (Demir ve diğ., 2008:18,78). “Bunların dışında 20 milyon emeklinin her birine 300, evli iseler 600 dolarlık bir nakit desteği planlanmıştır” (Batirel, 2009:2). “Temmuz 2008 itibarıyla hane başına ortalama 950 dolar ödeme yapıldığı ve tüketim malı harcamalarının %3,5 arttığı tespit edilmiştir” (Brado ve Parker, Akt., Kuşgözoğlu, 2010:123).

EESA’da icraları önlemek ve konut piyasasını güçlendirmek amaçlı programlar da mevcuttur. “TARP programları altında iki program yer almış, Konut (Housing) programı ile TARP bütçesinden 46 milyar dolar ayrılmış, özellikle Konut Edinebilirlik Programı (Making Home Affordable-MHA) düşük gelirli ev sahiplerine ipotek kredisi sağlamak ve icraları önlemek amacıyla hazırlanmış, 45,6 milyar dolar kullanılmış ve Mart 2014’e kadar 7 milyondan fazla Amerikalı faydalanmıştır. 26 Haziran 2014 olan programa son başvuru tarihi de 31 Aralık 2016’ya kadar uzatılmıştır” (ABD Hazinesi, 2014b, ABD Hazinesi, 2015e). “İkinci program olan Krizden En Fazla Etkilenenler Fonu (HHF) konut fiyatlarındaki düşüş ve işsizlik dolayısıyla krizden en fazla etkilenen kesimlere yardım amacıyla Şubat 2010’da tasarlanmıştır ve 2017’de sonlandırılacaktır. HHF, sürekli ve yüksek işsizliklerin yaşandığı 5 eyalet için duyurulmuş ancak 18 eyalet olarak genişletilmiştir. Program işsiz ev sahiplerine ipotek yardımı ödeme, ipotek kredisi almalarına yardımcı olma, hacizleri önleme, evlerini kaybedenlerin daha uygun koşullarda ikametlerini



sağlamaya yönelik yardımlar için planmış, Eylül 2014 itibariyle yaklaşık 207.000 Amerika'lıya yardım sağlanmıştır” (ABD Hazinesi, 2012b, ABD Hazinesi, 2014c).

Ayrıca EESA ile “mevduat garanti limiti 100.000 \$’dan 250.000 \$’a yükseltilmiştir” (Bernanke, 2009). Her ne kadar tüketicilere sağlanan bir garanti gibi görülse de süreçte bankalara güven sağlamak ön plana çıktığından bu değişikliğin bankalara hücumü önlemek adına yapıldığını yorumlamak yanlış olmayacaktır.

Mortgage sorunlarının derinleşmeye devam etmesi üzerine ABD hükümeti mortgage kredilerini ödeyemeyen ailelerin ve bireylerin finansman sorununu çözmek amacıyla “Temmuz 2008’de Konutlaşma ve Ekonomik İyileştirme Yasası’nı hazırlamış, Eylül 2008’de güncellenmiş, tüketicilerin konut alımını kolaylaştırmak aynı zamanda konut alımını teşvik etmek amacıyla 9 Nisan 2008 ile 1 Temmuz 2009 arasında, 15 yıldan daha uzun süre muhafaza etmek ve (Başlık I, Bölüm C kapsamında) 7.500 doları aşmamak üzere yeni konut kredisi alanlara konutun satın alma bedelinin %10’u kadar vergi teşviki öngörülmüş, düşük gelirli ailelere uygulanan asgari konut kredisi vergi teşviki %2’den %10’a çıkarılmıştır” (Weiss ve diğ., 2008:19). “Yasanın Başlık IV, Bölüm A kapsamında düzenlenen Ev Sahipleri İçin Umut Yasası (HOPE for Homeowners Act of 2008) icra yoluyla konutlarını kaybetme riski taşıyan sorunlu konut kredilerinin refinansmanı amacıyla çıkarılmış, 300 milyar dolarlık fon ayrılmıştır fakat yasadan faydalanmak isteyenlere ağır şartlar getirilmiştir” (Weiss ve diğ., 2008:2-12). “Kongre Bütçe Bürosu (The Congressional Budget Office-CBO) bu yasadan 400.000 ev sahibinin yararlanmasını öngörmüş olmasına rağmen 451 kişi başvurmuş ve sadece 25’i kabul edilmiştir” (Weiss ve diğ., 2008:3, Naylor, 2009). Yasa tüketicilere ve mortgage sistemine dönük çeşitli düzenlemeleri içerse de yararlanıcıların sayısının düşüklüğü beklenen sonucun elde edilemediğini göstermektedir.

2007 ve 2008 yıllarında alınan önlemlerin yeterli olmaması ve krizin etkilerinin daha da derinleşmesi üzerine çıkarılan ARRA ile tüketicilere yönelik vergi iadeleri ve özellikle düşük gelirli ve işsizlikle karşı karşıya kalan kesimler için kapsamlı yardımlar getirilmiştir. ARRA’nın 840 milyar dolarlık tutarının tüketicilere;

“Vergi avantajları fonları kapsamında 290,7 milyar dolar ayrılmış; yaklaşık 237 milyar doları aile ve yoksulları gözetmek üzere kişilere vergi indirimi, 237 milyar dolar; işsizlik maaşından daha az vergi kesilmesi, çok çocuklu ailelere vergi

iadesi, konut enerji tasarruflarına vergi kolaylığı, araç alımlarında daha az vergi ödenmesi yöntemleriyle uygulanmıştır” (Marcus ve Milichap, Akt., Kuşgözoğlu, 2010:125, ARRA, 2012). “Vergi indirim paketine göre yıllık geliri 200.000 doların altında olan bekâr işçilere 400 dolar, ailelere 800 dolar vergi indirimi ile çalışanlara ve ailelere vergi iadesi desteği sağlanması planlanmıştır. Geliri yeterli olmayanların sağlık sigorta masraflarının karşılanması öngörülmüştür. En az üç çocuk sahibi ailelere ve eğitim harcamalarına vergisel teşvikler getirilmiştir” (Özperhiz, 2009:145, MÜSİAD, 2009:43, ARRA, 2012). “İpotek vergileri revize edilmiş, sağlık, emniyet, itfaiye ve yeni tesislerin hizmete girmesi planlanmış, buna dönük vergilerin halktan alınmamasına kararlaştırılmıştır” (MÜSİAD, 2009:43).

“İşsizlik ödeneği benzeri hak ve hibeler için ayrılan 264,4 milyar doların tamamı; işsizlerin sağlık giderlerinin bir kısmının karşılanması, sosyal güvenlik sistemine hibe, çiftçilere yardım, muhtaç ailelere yardım, yerel sağlık kuruluşları ile belli kesimlere hizmet veren (emekli, asker vb) sağlık kuruluşlarına verilmek üzere ayrılmıştır” (Marcus ve Milichap, Akt., Kuşgözoğlu, 2010:126, ARRA, 2012). “İşsizlik maaşından kesilen verginin ilk 2.400 dolarlık kısmı geçici süreyle kaldırılmıştır” (Özperhiz, 2009:145). “Mal varlıklarına el konulan ve faturalarını ödemekte zorluk çeken emekliler için 10.000 doları geçmeyecek şekilde kredi kullandırılması planlanmıştır” (MÜSİAD, 2009:43).

“Kredi ve yardım fonları için ayrılan 261,2 milyar doların yaklaşık 42 milyar dolar milyar doları; düşük gelirli çalışanların, işsizlerin ve emeklilerin beslenme ihtiyaçlarının karşılanması, kadın programları, kamu güvenliği, mesleki eğitim almaları, iş bulmalarının sağlanması ve engellilerin mesleki eğitimlerinde harcanması planlanmıştır” (Marcus ve Milichap, Akt., Kuşgözoğlu, 2010:126) .

“Kanunla sağlanan parasal desteklerin yanı sıra ev sahiplerine yardım etmek için; mortgage ile ilgili tüm sorunlar İmar ve Şehircilik Geliştirme Dairesi’ne (The Department of Housing and Urban Development-HUD) yönlendirilerek gerekli planlamalar organize edilmiştir” (MÜSİAD, 2009:43).

ABD’de tüm kesimler üzerinde bir refah kaybı yaratsa da krizden en fazla işsiz kalan bireyler ve düşük gelirli gruplar etkilenmiştir. Kriz sürecinde hazırlanan en yüksek bütçeli program olan ARRA bütçesinin en yüksek tutarının da (yaklaşık 543 milyar dolar) krizden en çok etkilenen tüketicilerin gelirlerini dolayısıyla

harcamalarını artırmak amacıyla tahsis edilmiştir. Her ne kadar doğrudan tüketicilere dönük bir önlem olarak görülmesi de faiz oranlarının sıfır alt limitine indirilmesini de tüketici talebini ve harcamalarını artırıcı etki yaratması beklentisi nedeniyle tüketicilere yönelik önlemler arasında görmek gerekmektedir.

### **3.5.3. Yatırım harcamaları**

ABD hükümetinin krizin gerek ekonomi üzerindeki etkileri gerek sosyal etkileri ile mücadelede daha çabuk sonuç almak amacıyla öncelikle tüketicilere ve reel sektöre yönelik tedbirler aldığı görülmektedir. Ancak işsizlik sorununun çözümü için reel sektörü yatırımlara ve yeni istihdam olanakları yaratmaya teşvik edici çabaların beklenen sonucu vermediği, işsizliğin 2011 yılına kadar (2007’de %4,6 2008’de %5,8’, 2009’da %9,3’e, 2010’da %9,6) artmaya devam ettiği görülmüştür. 2009 yılına kadar alınan genişletici maliye politikası önlemleri arasında yer almamış, Şubat 2009’da imzalanan ARRA kapsamında sağlık, eğitim, enerji ve altyapı alanlarında kamu yatırımları yapılması planlanmıştır. Yatırımların, yeni istihdam alanları açarak işsizlik oranını düşürücü, tüketicilerin gelirlerini artırıcı ve reel sektörü canlandırıcı etki yaratarak refah artışını sağlayabileceği düşünülmüştür.

Bu doğrultuda “vergi avantajları fonlaması kapsamında, sanayi gelişimini sağlamak için yüksek işsizlik alanlarına altyapı yatırımları, eğitim ve mesleki eğitim gerçekleştirmek amacıyla vergi teşvikleri hazırlanmıştır. ARRA kredi ve yardım fonları kapsamında ayrılan 261,2 milyar dolar tutardan kamu yatırımlarında;

“94 milyar doların okulların tamirata, modernizasyonu, eğitimim modernizasyonu, özel eğitim ve rehabilitasyon hizmetleri ve ve istihdam hizmetleri için, ulaşım harcamaları; 39,2 milyar doların karayolu, hızlı tren demiryolu ve havayolu yatırımları için, altyapı harcamaları; 33,8 milyar doların otoyol inşaatı, kırsal kesim atıklarının bertaraf edilmesi ve su altyapı yatırımları için, enerji/çevre yatırımları; 30,2 milyar doların enerji verimliliği ve yenilenebilir enerji, elektrik dağıtımı, enerji güvenliği yatırımları için, bilim/araştırma ve geliştirme harcamaları; 15,9 milyar doların ulusal bilim ve sağlık araştırma-geliştirme harcamaları; 12,2 milyar doların sağlık enstitüleri, koruma merkezleri ve sağlık hizmetleri kapsamında kullanılması öngörülmüştür”(ARRA, 2012). Kamu yatırımları için yaklaşık 233

milyar dolar olarak ARRA bütçesinde tüketicilerden sonra en yüksek tutarın kamu yatırımları için ayrıldığı görülmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde genişleyici maliye politikaları ile büyüme ve işsizlik sorunun çözümü dolayısıyla deflasyon riskinin bertaraf edilmesi amaçlanmış ancak alınan önlemler beklenen etkiyi yaratamamıştır. “ABD’de 2006 yılı büyüme oranı %2,7, 2007’de %1,8 iken, alınan önlemlere rağmen gerileme göstererek 2008’de -0,03; 2009 yılında ise -0,028 oranında gerçekleşmiş, pozitif büyüme 2010 yılında 0,025 ile sağlanmış ancak 2011 yılında yeniden düşüş trendine girerek 0,018; 2012’de 0,023; 2013 ve 2014’de 0,022 oranında büyüme sağlanmıştır” (Hamzaçebi, t.y.). Önlemlerin büyüme performansına pozitif etkisi 2010 sonrası gerçekleşmiş fakat 2006 büyüme oranına ulaşamamıştır. İstihdam sorununun çözümü yönünde ise çok daha yetersiz kaldıkları görülmektedir. “ABD’de işsizlik oranı 2007’de %4,6 iken alınan önlemlere rağmen 2008’de %5,8’e, 2009’da %9,3’e, 2010’da zirve yaparak %9,6’ya çıkmıştır. İstihdam verilerinde başarı ancak 2011 yılında sağlanmış, işsizlik oranı 2011’de %9’a, 2012’de %8,2’e düşmüş sonraki yıllarda iyileşme devam etmiştir” (Korkmaz ve diğ., 2013:115). “2015 yılı Ocak ayı itibariyle %5,7 oranı ile kriz sonrası dönemde en iyi düzeyde olmakla beraber kriz öncesi seviyeler yakalanamamıştır” (TRADING ECONOMICS, t.y.).

### **3.6. Finansal Sisteme Yönelik Düzenlemeler**

Çalışmanın ilk bölümünde detaylandırıldığı gibi krizi ortaya çıkaran etmenler ABD ve uluslararası düzeyde finansal düzenleme yetersizliklerine dayanmaktadır. Dolayısıyla krizin yıkıcı etkileriyle mücadele politikaları arasında finansal alanda yapısal dönüşümler gerçekleştirmek üzere ulusal ve uluslararası finansal sistemin güçlendirilmesine yönelik yasal düzenlemeler önem kazanmış, krizlere karşı korunmak için finansal zaafı ve sistemik riskleri teşhis edebilen ve kontrol altına alabilen gözetim ve denetim sisteminin gerekliliği krizden çıkarılan en önemli ders olarak karşımıza çıkmıştır. ABD’de, kriz sonrasında finansal sektöre yeniden işlerlik kazandırmaya yönelik politikalardan sonra ağırlık, finansal sistemde gözlenen zaafın ortadan kaldırılması için yasal çerçevenin oluşturulmasına verilmiş, en

kapsamlı ve somut düzenlemeler 2010 yılında çıkarılan Dodd-Frank Yasası ile gerçekleştirilmiştir.

### **3.6.1. 2007-2010 döneminde yapılan düzenlemeler**

Dalgalanmanın başlamasıyla beraber finansal sistemde yaşanan sorunları gidermeye dönük birçok tasarı, yasal değişiklik ve düzenleme yapılmıştır. İlk düzenlemelerin; temerrütlerin ve icraların artması ve sorunların zincirleme olarak finansal sisteme yayılması sebebiyle mortgage sorunlarının kriz olarak adlandırılmaya başlandığı 2007 yılı sonbaharında yapıldığı ve mortgage sistemi düzenlemelerine dönük olduğu görülmektedir.

“ABD otoriteleri mortgage piyasasını disipline etmek, suistimallerin önüne geçmek, mortgage kredisi veren kuruluşların işleyişlerini minimum standartlara bağlamak ve tüketiciyi korumak amacıyla Mortgage Reform ve Suistimalleri Önleme Yasa Taslağı hazırlamıştır. 15.11.2007’de kabul edilen taslakda, kredi veren kuruluşların kredi talebinde bulunan tüketicilerin gelir beyanı, kredi geçmişi gibi ödeyebilme kapasitesini gösteren hususlara azami dikkat ve bu gücü aşan kredilerin verilmemesi gibi tüketiciyi koruyucu ve piyasa işleyişine dair minimum standartlar belirlenmiştir” (Yarbağ, 2011:100, Demir ve diğ., 2008:80). Aynı amaca dönük olarak “Ev Sahipliği ve Mülkün Korunması Kanunu değişiklik taslağı Aralık 2007’de yayınlanmış ve kreditorlerin tüketicilerin ödeme kabiliyetlerini dikkate almadan kredi vermemesi, yanlış ve yanıltıcı reklam yapmaması, tüketicilere gerekli bildirimlerde bulunulması gibi hususlar ön plana çıkarılmıştır” (Demir ve diğ., 2008:81). 2008 yılı düzenlemeleri arasında mortgage piyasası yanında gözetim ve denetim düzenlemelerinin de yer aldığı görülmektedir.

“ABD Hazine Bakanlığı finansal hizmetler sektörünün mevcut denetim yapısını iyileştirmek amacıyla Mart 2008’de Finansal Hizmetler Gözetim ve Denetim Taslağı açıklanmış, çalışmada temel olarak FED’in düzenleme ve denetimle ilgili yetki ve fonksiyonlarının artırılması öngörülmüştür” (TCMB, 2008b:6). Denetim sürecinin sıkılaştırılmasına yönelik bazı çalışmalar da ABD bankacılık sisteminin denetleyici ve düzenleyici otoritesi olan OCC, piyasa yapımcılarının ve dört büyük yatırım bankasının denetleyicisi konumundaki SEC ve finansal istikrardan sorumlu

FED tarafından yapılmıştır. “OCC, mortgage piyasasında kredi verme koşullarının bozulmasını önlemek üzere Geleneksel Olmayan Mortgage Ürünlerinin Riskliliği ve Subprime Kredi Verme Koşulları adı altında iki rehber yayınlamış, yerinde ve uzaktan denetimleri sıkılaştırmış, mortgage ürünlerine dair daha çok verinin toplanmasını sağlamıştır. Denetim anlamında diğer bir çalışma da SEC ve FED arasında işbirliği içinde çalışma ve bilgi paylaşımını öngören Mutabakat Zaptı’nın imzalanması olmuştur” (OCC, Akt.,Yarbağ, 2011:101). “Mayıs 2008’de Adil ve Doğru Kredi İşlemleri Yasası 311. Bölümü, kredi verilirken tüketicinin ödememe risklerini yansıtan kredi raporları kullanılarak kredi verilmesini öngören riske dayalı fiyatlama yapılması yönünde değiştirilmiştir” (Demir ve diğ., 2008:82). Temmuz 2008’de, Umut Kanunu ve İcraları Önlenmesi Kanununda düzenlemeler getiren Konutlaşma ve Ekonomik İyileştirme Kanunu kabul edilmiştir. Kanun tüketicilere yönelik düzenlemeler içerdiğinden tüketicilere yönelik önlemler başlığı altında açıklanmıştır.

Mortgage piyasasında disiplinin tesis edilmesi, tüketicilerin korunması ve bankaların denetim ve gözetiminin artırılması amacı taşıyan düzenlemelerin ardından ABD düzenleyici ve denetleyici otorite yapısının karmaşıklığını gidermeyi ve finansal piyasalarının işleyişini dikkate alan yeni finansal mimariye yönelik reform çalışmaları yapılmış ve öneriler getirilmiştir. İdari yapının güçlendirilmesi kapsamında; “FED, Hazine, SEC ve CFTC’den oluşan ve kurumlar arası koordinasyon ve işbirliğinden sorumlu Finansal Piyasalar Çalışma Grubunun (President’s Working Group on Financial Markets-PWG) finansal piyasaları düzenleyici politikaların oluşturulmasında daha etkin hale getirilmesi istenmiştir” (Demir ve diğ., 2008:85). “PWG, Ekim 2008’de OTC türev piyasasının altyapısının ve gözetiminin güçlendirilmesine için bir dizi eylem paketi açıklamıştır. Tüm türev ürünlerin merkezi takasının CCP’ler aracılığıyla yapılması zorunlu kılmak (IOSCO, BIS ve G20 önerileri arasında da yer almıştır) üzere CCP’lerin oluşturulması ve gerekli düzenlemeleri yapılmasına açıklanan hedefler arasında yer verilmiştir” (Kaygısız, 2008:42). İdari yapının güçlendirilmesine yönelik olarak da FED’in likidite verme yetkisinin mevduat kuruluşu olmayan finansal şirketleri de kapsayacak şekilde genişletilmesi önerisi yapılmıştır. Bu öneri doğrultusunda FED Büyük Depresyondan sonra ilk kez Mart 2008’de mevduat kuruluşu olmayan bir şirkete (Bearn Stearns)

reeskont penceresinden kredi vermiştir. Finansal piyasaların güçlendirilmesi amacıyla PWG 2008 yılında, kredi derecelendirme kuruluşları uygulamalarının geliştirilmesi, risk yönetimindeki zayıflıkların giderilmesi ve stres testlerinin kullanılması yönünde öneriler getirmiştir” (Demir ve diğ., 2008:86-97).

2008 yılında girişilen reform çalışmalarına rağmen somut bir düzenleme yapılamamıştır. Nitekim 2009 yılında “Başkan Obama, finansal düzenlemelerin ciddi bir şekilde yeniden gözden geçirilmesi teklifi getirmiş” (Roubini ve Mihm, 2012:229) teklife cevaben “Hazine tarafından Yeni Bir Temel: Finansal Denetleme ve Düzenlemenin Yeniden Yapılandırılması başlıklı (kısa adı Finansal Düzenleme Reformu), ülkenin finansal sisteminin modernizasyonu ve bütünlüğünün sağlanmasını içeren bir finansal düzenleme reform planı hazırlanmış ve rapor şeklinde açıklanmıştır (Fıkrkoca ve diğ., 2009:16). “Raporda; finansal alanda sağlam gözetim ve düzenleme çerçevesinin kurulması, finansal piyasalarda kapsamlı düzenleme çerçevesinin oluşturulması, tüketicilerin ve yatırımcıların finansal istismarının önlenmesi, finansal krizlerin yönetiminde hükümetin ihtiyaç duyduğu araçların sağlanması ve uluslararası düzenleme standartlarının yükseltilmesi, uluslararası işbirliğinin geliştirilmesi olmak üzere beş ana öneri ve hedef çerçevesi sunulmuştur” (Coşkun, 2010b:90-92). Planın genel olarak; yatırımcı ve tüketicileri korumayı, finansal kuruluşlar arası işbirliğini, basit ve etkin uygulamaları içeren bir finansal düzenleme ve denetleme sistemi hedeflediği görülmektedir

Rapor sonrasında çalışmalara devam edilmiş, “Amerikan Finansal İstikrarının Sağlanması Yasası (Restoring American Financial Stability Act of 2010) adıyla yeni bir yasa tasarısı hazırlanmış ve 5 Mayıs 2010’da Senato’da kabul edilmiştir. Yasada, finansal piyasaları düzenleme ve denetlemekle görevli kurumların yetkilerinin artırılması, türev araçların kayıt altına alınması ve türev piyasaların tezgâh üstü piyasalardan düzenli piyasalara çekilmesi gibi hükümler yer almıştır” (Kuşgözoğlu, 2010:129). “Ancak tasarı yürürlüğe girmemiş, içeriği genişletilerek adı 25 Haziran 2010’da Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) olarak değiştirilmiş, 15 Temmuz 2010’da Senato’da kabul edilmiş, 21 Temmuz 2010’da Başkan tarafında imzalanarak yürürlüğe girmiştir” (Council on Foreign Relations, 2010). Devam eden başlıkta açıklanacak bu kanun öncesinde kapsamlı ve somut bir çalışma

gerçekleştirilemese de hazırlanan plan ve tasarılar da yer alan görüş ve önerilerin kanunda yer alan hükümler için bir nevi altyapı oluşturduğu görülmektedir.

### 3.6.2. Dodd-Frank Wall Street reformu ve tüketicinin korunması kanunu

ABD sermaye piyasaları dünyanın en büyük finansal piyasalarından ve ABD ekonomisinin temel taşlarından biri olarak ABD'nin ekonomik başarısında kritik bir önem taşımaktadır. Öneme bağlı olarak ABD hükümeti, finansal sistemi güçlendirerek böyle bir krizin tekrarını engellemek amacıyla 1929 Ekonomik Buhranı döneminde hazırlanan finans sektörüne yönelik kanunlardan sonra en kapsamlı reformunu bu kanunla gerçekleştirmiştir.

Tüm hükümlerin 2015 sonuna kadar uygulamaya geçirilmesi kanunla öngörölmüş ancak bazı tarihlerde değişikliğe gidilerek ertelemeler yapılmıştır. “Temel amacı, şeffaflık ve hesap verilebilirliğin geliştirilmesi, batmayacak kadar büyük yaklaşımının sonlandırılması, kurtarmalara son verilerek Amerikan vergi mükelleflerinin korunması, tüketicilerin finansal sistem istismarlarından korunması ve diğer amaçları gerçekleştirerek finansal istikrarı desteklemek olarak belirtilen kanun, 16 bölümden oluşmaktadır” (Congress, 2010:2 ). Çalışmanın bu kısmında kanunun tüm bölümleri özetle ele alınacaktır.

Tablo 11. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası Ana ve Alt Bölümleri

Ana/Alt Bölüm/Madde No	Bölüm Başlığı
<b>Bölüm I (Sec 101-Sek 102)</b>	<b>Finansal İstikrar</b>
Alt Bölüm A (Sec 111-Sek 123)	Finansal İstikrar Gözetim Konseyi
Alt Bölüm B (Sec 151-Sek 156)	Finansal Araştırma Ofisi
Alt Bölüm C (Sec 161-Sek 176)	Belirli Banka Dışı Finansal Şirketler ve Banka Holding Şirketleri İçin İlave Fed Yönetim Kurulu Yetkisi
<b>Bölüm II (Sec 201-Sec 217)</b>	<b>Düzenli Tasfiye Yetkisi</b>
<b>Bölüm III (Sec 300-Sec 302)</b>	<b>Yetkinin OCC, Federal Mevduat Garantisi Şirketive FED Yönetim Kuruluna Devri</b>
Alt Bölüm A (Sec 311-Sec 319)	Yetki ve Sorumlulukların Devri
Alt Bölüm B (Sec 321-Sec 327)	Geçici Hükümler
Alt Bölüm C (Sec 331-Sec 336)	Federal Mevduat Garantisi Şirketi
Alt Bölüm D (Sec 341-Sec 343)	Diğer Konular
Alt Bölüm E (Sec 351-Sec 378)	Teknik ve Mutabakat Sağlayan Düzenlemeler
<b>Bölüm IV (Sec 401-Sec 416)</b>	<b>Serbest Fonlar ve Diğer Faaliyetlere Yönelik Yatırım Danışmanlığının Düzenlenmesi</b>
<b>Bölüm V</b>	<b>Sigorta Faaliyetleri</b>
Alt Bölüm A (Sec 501-Sec 502)	Ulusal Sigorta Kurulu <sup>14</sup>
Alt Bölüm B (Sec 511-542)	Kamusal Sigorta Reformu



<b>Bölüm VI (Sec 601-Sec 628)</b>	<b>Banka ve Tasarruf Kurumları Holding Şirketleri ve Mevduat Kurumları Düzenlemelerinin İyileştirilmesi</b>
<b>Bölüm VII (Sec 701)</b>	<b>Wall Street Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik [Düzenlemeleri]</b>
Alt Bölüm A (Sec 711-Sec 754)	Tezgaah Üstü Swap Piyasalarının Düzenlenmesi
Alt Bölüm B (Sec 761-Sec 774)	Menkul Kıymete Dayalı Swap Piyasasının Düzenlenmesi
<b>Bölüm VIII (Sec 801-Sec 814)</b>	<b>Ödeme, Mutabakat ve Takas [Sistemi] Gözetimi</b>
<b>Bölüm IX (Sec 901)</b>	<b>Yatırımcıların Korunması ve Menkul Kıymetler Düzenlemelerinin İyileştirilmesi</b>
Alt Bölüm A (Sec 911-Sec 919)	Yatırımcı Korunmasının Geliştirilmesi
Alt Bölüm B (Sec 921-Sec 929)	Düzenleyici Yaptırım ve Hukuk Uygulamasının (Remedy) Geliştirilmesi
Alt Bölüm C (Sec 931-Sec 939)	Kredi Derecelendirme Kurumları Düzenlemelerinin Geliştirilmesi
Alt Bölüm D (Sec 941-Sec 946)	Varlığa Dayalı Menkulleştirme Sürecinin Geliştirilmesi
Alt Bölüm E (Sec 951-Sec 957)	Hesap Verebilirlik ve Yönetici Ücretleri
Alt Bölüm F (Sec 961-Sec 968)	SEC Yönetiminin Geliştirilmesi
Alt Bölüm G (Sec 971-Sec 972)	Kurumsal Yönetimin Geliştirilmesi
Alt Bölüm H (Sec 975-Sec 979)	Yerel Yönetim Menkul Kıymetleri
Alt Bölüm I (Sec 981-Sec 989)	Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurumu <sup>17</sup> , Kredili Portföy İşlemleri ve Diğer Konular
Alt Bölüm J (Sec 991)	SEC'nin Finansmanı
<b>Bölüm X (Sec 1001-Sec 1002)</b>	<b>Tüketici Finansal Koruma Bürosu</b>
Alt Bölüm A (Sec 1011-Sec 1018)	Tüketici Finansal Koruma Bürosu
Alt Bölüm B (Sec 1021-Sec 1029)	Büronun Genel Yetkileri
Alt Bölüm C (Sec 1031-Sec 1037)	Büronun Özgül Yetkileri
Alt Bölüm D (Sec 1041-Sec 1048)	Eyalet Hukukunun Korunması
Alt Bölüm E (Sec 1051-Sec 1058)	Yaptırım Yetkisi
Alt Bölüm F (Sec 1061-Sec 1067)	İşlev ve Personel Transferi; Geçici Düzenlemeler
Alt Bölüm G (Sec 1071-Sec 1079)	Düzenleyici Gelişmeler
Alt Bölüm H (Sec 1081-Sec 1100)	Mutabakat Sağlayan Düzenlemeler
<b>Bölüm XI (Sec 1101-Sec 1109)</b>	<b>FED Sistemi Düzenlemeleri</b>
<b>Bölüm XII (Sec 1201-Sec 1210)</b>	<b>Temel Finansal Kurumlara Erişimin Geliştirilmesi</b>
<b>Bölüm XIII (Sec 1301-Sec 1306)</b>	<b>Geri Ödeme Yasası</b>
<b>Bölüm XIV (Sec 1400)</b>	<b>İpotekli Konut Finansmanı Reformu ve Yıkıcı Ödünç Karşısı Yasa</b>
Alt Bölüm A (Sec 1401-Sec 1406)	İkamet Amaçlı İpotekli Kredisi Verilmesi Standartları
Alt Bölüm B (Sec 1411-Sec 1422)	İpotekli Konut Kredileri İçin Asgari Standartlar
Alt Bölüm C (Sec 1431-Sec 1433)	Yüksek Maliyetli İpotek Kredileri
Alt Bölüm D (Sec 1441-Sec 1452)	Konut Danışmanlığı Ofisi
Alt Bölüm E (Sec 1461-Sec 1465)	İpotek Kredileri Ödeme Hizmetleri
Alt Bölüm F (Sec 1471-Sec 1476)	Değerleme Faaliyetleri
Alt Bölüm G (Sec 1481-Sec 1484)	İpotek Kredilerinin Çözülmesi ve İyileştirilmesi
Alt Bölüm H (Sec 1491-Sec 1498)	Diğer Düzenlemeler
<b>Bölüm XV (Sec 1501-Sec 1506)</b>	<b>Diğer Düzenlemeler</b>
<b>Bölüm XVI (Sec 1601)</b>	<b>Sözleşmeler</b>

Kaynak: Coşkun, 2010b:94-95

### 3.6.2.1. Finansal istikrar (Title I-Financial Stability/Financial Stability Act of 2010)

Kriz; finansal istikrarın korunması amacıyla finans sektörünün tümünü etkileyen riskleri tespit edebilecek, kontrol altına alabilecek ve finansal istikrarı

koruyabilecek düzenleme ve denetim mekanizmalarının oluşturulması ihtiyacını gözler önüne sermiştir. Kanunun Finansal İstikrar başlıklı bu bölümü; ABD’de finansal dengesizliklere yol açan etkenlerin elimine edilmesi, finansal sistemin doğasında yer alan riskleri dikkate alabilecek ve sistemin kırılma risklerini değerlendirebilecek kuruluşların oluşturulması suretiyle finansal istikrarın gözetilmesi ve korunmasına dönüktür.

ABD finansal istikrarını desteklemek amacıyla yeni bir çerçeve oluşturulmuş ve finansal istikrarı korumak üzere resmi olarak ilk kez Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (FSOC) ve Finansal Araştırma Ofisi kurulmuştur. “Maliye Bakanı’nın başkanlık ettiği, ülkenin FED, SEC, CFTC gibi düzenleyici otoritelerini temsil eden on asil ve beş gözlemci üyeden oluşan ve üçer aylık dilimlerden az sıklıkta olmamak üzere toplanması hükmüne bağlanan FSOC’un amaçları 112. maddede; i)büyük, birbirine bağlı banka ve banka dışı finansal şirketler ve finansal olmayan kuruluşların önemli sıkıntı ya da başarısızlıklarından kaynaklanan ABD’nin finansal istikrarına yönelik riskleri belirlemek, ii)sayılan nitelikteki kuruluşların başarısızlıkları durumunda hissedarlarının, alacaklılarının ve karşı tarafların devletin yardım edeceği beklentisini (son kredi mercii olarak) ortadan kaldırarak piyasa disiplini artırmak, iii)finansal sistemin istikrarına yönelik tehditleri bertaraf etmek, olarak belirlenmiştir. Yine 112. maddede bu amaçları gerçekleştirmek üzere konseye 14 görev verilmiştir; i)üye ve ilgili diğer kuruluşlardan bilgi toplayarak yönlendirmek ve ABD finansal sistemi için riskleri belirlemek, ii)Finansal Araştırma Bürosu’ndan gelen verilere ve analizlere yön vermek, iii)finansal istikrara yönelik tehditleri belirlemek amacıyla finansal piyasaları gözlemlemek-piyasa gelişmelerini analiz etmek, iv)sigorta ve muhasebe konuları dahil olmak üzere yurtiçi ve uluslararası finansal düzenleyici teklifleri ve gelişmeleri izlemek ve ABD mali piyasalarının bütünlüğünü, verimliliğini, rekabet ve istikrarını artıracak bu tür alanlarda Kongreye tavsiye ve önerilerde bulunmak, v)yurtiçi finansal hizmetler politikası geliştirmek için kurumlar arası bilgi paylaşımı ve koordinasyonu sağlamak, vi)finansal istikrar için risk teşkil edebilir boşlukları tanımlamak, vii)sıkıntı ve başarısızlıkları durumunda risk teşkil edebilecek banka dışı finansal şirketlerin denetimini zorunlu tutmak, viii)sistemik önemdeki kuruluşların sermaye kaldırıcı, likidite, koşullu sermaye ve genel risk yönetimi için standartların oluşturulmasında tavsiyelerde

bulunmak, ix) sistemik olarak önemli finansal piyasa araçları, ödeme, takas ve saklama faaliyetlerini belirlemek görevleri arasındadır ” (Congress, 2010:18-28).

Altbaşlık B, FSOC ile işbirliği içinde çalışmak üzere ilk kez bu kanunla kurulan Finansal Araştırma Ofisi (OFR) ile ilgilidir. “OFR; veri toplamak ve standartlaştırmak, uzun vadeli ve uygulamalı araştırmalar yapmak, risk ölçümü ve izleme araçları geliştirmek, ekonomik analizler yapmak yoluyla FSOC’un amaç ve görevlerini yerine getirmesini desteklemek üzere Hazine’nin bir bölümü olarak kurulmuştur” (Congress, 2010:39-45).

Yasada öne çıkan diğer önemli hususlar şunlardır; “madde 116’da 1 Ocak 2010 tarihi itibarıyla 50 milyar dolar veya daha fazla toplam konsolide varlıklara sahip olan banka ve banka dışı finansal şirketleri ve EESA kapsamındaki TARP programı ile mali yardım alan kuruluşlar sistemik olarak önemli kuruluş olarak kabul edilmiştir. Madde 121 ile bu tür bir kuruluşun veya bağlı bir kuruluşunun ABD finansal istikrarını tehdit etmesi durumunda varlıklarını azaltıcı önlemlerin, gerekirse bölünmesi kararı almasını isteme yetkisi FSOC’a verilmiştir. Altbaşlık C madde 165 ile belirli banka dışı finansal şirketler ve banka holding şirketleri için sermaye, likidite, stres testleri, risk yönetimi, çözümlene (resolution) planları konularında ölçüler getirmiştir. Toplam konsolide varlıkları 50 milyar dolar ve daha fazla olan banka holding şirketleri ve banka dışı finans şirketlerine; 15/1 oranından fazla olmayan borç/sermaye oranı ve şartlı sermayenin minimum miktarını koruma şartı getirmiştir. Olası riskler karşısında sistemik olarak önemli kuruluşların durumlarını analiz etmek amacıyla yıllık olarak stres testi uygulamasını, sistemik olarak önemli banka dışı kurumların ve banka holding şirketlerinin hızlı ve düzenli tasfiyesini sağlamak amacıyla çözümlene planlarını hazırlamalarını ve düzenli olarak yenileyerek yetkili mercilere rapor etmelerini zorunlu kılmış, sistemik olarak önemli banka dışı kurumların ve banka holding şirketlerinin yol açabileceği riskler değerlendirilerek gerekirse kredi miktarının sınırlandırılması yetkisi FSOC’a verilmiştir. Ayrıca sistemik finansal kuruluşların risk profili, sermaye yeterliliği ve risk yönetimi yeteneklerinin periyodik olarak kamuoyuna açıklanması istenmiştir” (Congress, 2010:32-58).

Yasanın en önemli bölümlerinden biri olan Finansal İstikrar başlığı genel olarak makro risklerin azaltılmasının önemi üzerinde durmuş, sistemik risklerin

değerlendirilmesi, saptanması ve çözüme kavuşturulması ile gözetim ve denetim otoriteleri arasında koordinasyon ve işbirliği faaliyetlerinin yürütülmesi FSOC'a, uygulamaya ilişkin detaylar düzenleme otoritelerine bırakılmış, böylece düzenleyici-denetleyici otoriteler arası yetki karmaşıklığı çözümlenmeye çalışılmıştır. FSOC'un temel hedeflerinin piyasa disiplinin artırılması ve yatırımcı güveninin sürdürülmesi olduğu görülmektedir. Finansal sıkıntıları ve iflasları sistemik riske yol açan TBTF'lara yönelik algının sonlandırılmasının bu hedefleri gerçekleştirmede önem verilen hususlar arasında yer aldığı anlaşılmaktadır. Kanunun ilk maddelerinde sistemik olarak önem taşıyan kuruluşlarla ilgili gözlem, düzenleme ve denetim hükümlerinin yer alması, krizin temel etkenlerinden görülen düzenleme ve denetim boşluklarının giderilmesindeki kararlılığı ön plana çıkarmaktadır.

#### **3.6.2.2. Düzenli tasfiye kurumu (Title II-Orderly Liquidation Authority)**

Kriz sürecinde iflas eden finansal kurumların kamu fonları kullanılarak kurtarılması ve vergi mükelleflerine yüklenen maliyetler önemli eleştirilere konu olmuştur. Bu bölüm, FSB'nin SIFI'ların iflası halinde sürecin finansal sistemde istikrarsızlık yaratmayacak şekilde yönetilmesi ve çözümlenmesi yönünde yayınladığı görüş ve önerilerini karşılayacak nitelikte SIFI'ların muhtemel iflas süreçlerinin vergi mükelleflerine maliyetlerini azaltıcı düzenlemeler yapılmıştır.

“Yasayla SIFI'ların düzenli tasfiyesini sağlamak üzere Düzenli Tasfiye Kurumu (OLA) adıyla yeni bir kurum oluşturulmuş, finansal istikrar için tehdit oluşturan finansal kuruluşların ABD Hazinesi'nin onayı ile OLA'ya devri öngörülmüştür. Madde 202'de tasfiye kararının yetkili mahkemelerin yapacağı incelemenin ardından alınacağı ve düzenli tasfiyelerin FDIC tarafından yürütüleceği, çözümün hükümet müdahalesi olmadan gerçekleşmesi için gerektiğinde FDIC'in operasyonel likidite sağlayacağı belirlenmiştir. Madde 204'te OLA'nın amaçları; finansal şirketin kayıplarının hissedarlar ve sigorta kapsamında olmayan alacaklıların üstlenmesini, şirketin mali durumunun bozulmasından yönetimin sorumlu olduğunu ve korunmamalarını, yönetim, yöneticiler ve şirket kayıplarında sorumluluğu olan diğer kişilerin kayıplardaki sorumluluğu ölçüsünde tazminat ve iadelerle zararların

karşılanmasını sağlayarak yetkilerini icra etmek olarak belirtilmiş, tasfiye sürecinde yönetim ve kusurluların görevden alınması hükme bağlanmıştır. Bir kuruluşun sistemik risk oluşturup oluşturmadığı madde 203'teki; finansal şirket temerrüde düşmüş veya temerrüde düşme tehlikesi taşıdığı, finansal şirketin tasfiye hatasının finansal sistem üzerinde ciddi olumsuz etkilere sahip olduğu, finansal şirketin varsayılan tehlikeyi önlemek için hiçbir alternatifinin olmadığı, bu başlık altında yapılacak tasfiyenin alacaklılar, şirket ortakları ve diğer piyasa katılımcıları ve finansal istikrar bakımından uygun olduğu, tasfiyenin ortaklar, karşı taraflar ve alacaklıların potansiyel zararlarını azaltıcı etkileri husularına bakılarak tayin edilmesi ve finansal istikrar için sistemik risk oluşturan bir finansal kuruluşun faaliyetlerinde durgunluk olması durumunda kamuoyuna ve Kongre'ye bildirilmesi öngörülmüştür. Madde 210'da, tasfiyesine karar verilen bir kurumu FDIC çözümlerken finansal sistemin bozulmaması için sınırlı bir süre köprü finansal şirket (bridge financial company) kullanılması şartı getirilmiştir. Aynı maddede, FDIC'in kanundaki yetkilerini kullanırken destek sağlamak ve resmi faaliyetlerin maliyetini karşılamak üzere Düzenli Tasfiye Fonu kurulmuştur" (Congress, 2010:70-81).

"Görüldüğü gibi kanunla FDIC'in, sistem açısından önemli ama sorunlu finansal kurumların çözümlenmesi, bu kurumlara likidite sağlanması ve bir anlamda yedieminlik yapılması yönünde çözümlenme otoritesi olarak sahip olduğu yetkiler ve görev alanı genişletilmiştir" (Kartal, 2012:116-117). FSOC ve OLA'ya ise finansal istikrarın temininde aksamalar yaşanmamasını sağlama yönünde geniş yetkiler verilmiştir. "Ancak her iki kuruma ait düzenlemeler, büyük firmalar ile regülatörler arasında samimi ve dayanışmacı bir ilişkinin temellerini güçlendirdiği ve bu durumun FBTF problemini daha da azdıracığı, FSOC'un tasfiye kararında sahip olduğu takdir payının, bazı firmaların keyfi olarak ortadan kaldırılması, banka sigortası mevduat fonunun riske atılması ve vergi ödeyenleri sıkıştırması sonucunu doğuracağı gerekçeleriyle eleştirilmiştir" (Bocutoğlu, t.y.:23).

### **3.6.2.3. Yetkinin OCC, FDIC ve FED yönetim kuruluna devri (Title III- Transfer Of Powers To The Comptroller Of The Currency, The Corporation, And The Board Of Governors)**

Çalışmanın birinci bölümünde genişçe açıklandığı gibi bu kanun öncesinde ABD bankacılık sisteminde yer alan kurumların hemen hepsi ayrı bir düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından izlenmekteydi (bakınız Tablo 2) ve bu çok başlılık krize ortam hazırlayan etkenlerden biri olarak değerlendirilmişti.

Kanunun bu bölümü ABD bankacılık sisteminin denetim yapısındaki çok başlılığı ortadan kaldırmak amacıyla hazırlanmıştır. “Altbaşlık A-Madde 312 ile Tasarruf Kuruluşları Denetim Kurumu’nun (OTS) tek başına yetkili olduğu tasarruf ve kredi birliklerine sahip şirketler üzerindeki her türlü düzenleme, denetim ve diğer tüm yetkileri FED’e devredilmiştir. OTS’nin kanundan önce tek başına yetkili olduğu mevduat kabul eden ve genellikle mortgage kredileri veren tasarruf ve kredi birlikleri üzerindeki her türlü düzenleme, denetim ve diğer tüm yetkileri OCC’ye devredilmiştir. OTS’nin bunların dışında kalan ve FDIC ve FED ile birlikte kullandığı yetkileri olan tasarruf bankalarına ait tüm yetkileri ise FDIC’a devredilmiştir (bakınız Tablo 2). Yetkilerinin tümünün devriyle beraber OTS lağvedilmiştir. Altbaşlık B’de OTS’nin işlevleri, çalışanlar ve fonların OCC ve FDIC’e transferi, geçiş şartları ve esasları ile ilgili geçici hükümler düzenlenmiştir. Altbaşlık C’de FDIC yetkileriyle ilgili düzenlemelere yer verilmiştir. Madde 335’de EESA ile mevduat güvencesinin 100.000 dolardan 250.000 dolara yükseltilmesiyle ilgili uygulama süresinin uzatılmasına, 336’da OTS’nin Tasarruf Denetim Bürosu Müdürü’nü (Director of the Office of Thrift Supervision), Finansal Tüketici Koruma Bürosu (Director of the Consumer Financial Protection Bureau) olarak değiştirilmesine dair hükme yer verilmiştir. Altbaşlık D, diğer hükümler altında madde 342 ile her kurumun Azınlık ve Kadın Bürosu (Office Of Minority And Women Inclusion) kurması, federal düzeyde kadın ve azınlıklara eşit istihdam olanakları ve kadın ve azınlıklara ait işletmelerin desteklenmesine yönelik prosedürler geliştirilmesini öngörmüştür. Madde 343 ile vadesiz mevduat hesaplarına tam güvence verilmiştir. Altbaşlık E’de ise bankacılık, konut ve menkul kıymetler hakkında teknik ve uyum değişikliklerine yer verilmiştir” (Congress, 2010:147-195).

Yapılan değişikliklerle ABD bankacılık sistemi içerisinde OTS yetkilerinin daraltıldığı ve kriz öncesinde OCC, FDIC ve FED ile birlikte yürüttüğü yetkilerinin karmaşıklığı gidermek ve denetim etkinliğini artırmak hedefiyle OCC, FDIC ve FED'e devredilmek suretiyle tek bir otoriteye bağlandığı ve bu yolla krize ortam hazırlayan otorite karmaşasının bertaraf edilmeye çalışıldığı görülmektedir.

#### **3.6.2.4. Serbest fonlar ve diğer faaliyetlere yönelik yatırım danışmanlığının düzenlenmesi (Title IV-Regulation Of Advisers To Hedge Funds And Others)**

Çalışmanın birinci bölümünün finansal kuruluş hataları kısmında bahsedildiğı gibi uluslar arası piyasalarda büyük yatırımcıların paralarını getirisi yüksek yatırımlara odaklanmaları, finansal kuruluşların yüksek kaldıraçla ve performanslarına göre ücret alan yöneticilerle çalışmaları, daha az denetime tabi olmaları gibi birçok hata finansal faaliyetleri aşırı riskli hale getirmiştir. Kanunun bu bölümünde sözkonusu hataları giderici yönde hedge fonlar, özel emeklilik fonları, özel varlık şirketleri, para piyasası fonları, banka dışı konut finansman şirketleri gibi finansal kuruluşlara yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

“403. madde ile 1940 yılında çıkarılan Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisers Act of 1940) değiştirilerek Özel Fon Yatırım Danışmanları Kayıt Yasası (Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010) yasası çıkarılmış, yabancı olmayan özel fonlara SEC'e kayıt zorunluluğı getirmiş, 1958 Küçük İşletme Yatırım Yasası'nda belirtilen lisanslı küçük işletme yatırım şirketleriyle ilgili yatırım danışmanlarını ve CFTC'ye kayıtlı yatırım danışmanı ve özel fonları kayıttan muaf tutmuştur. Madde 404, SEC'e kayıt zorunluluğı olan fonların ve yatırım danışmanlarının, kaydın yanı sıra SEC tarafından dönemlik incelemelere tabi olmalarını ve SEC'in özellikle sistemik riskle ilgili kayıtları takip edeceğini hükme bağlamıştır. Madde 408, 150 milyar dolardan fazla varlığı olan özel fonların kayıt ve takibini SEC'e vermiş, varlıkları bu tutardan az olanları kayıt ve SEC takibinden muaf tutmuştur, madde 409 ise aile şirketi niteliğindeki özel fonları kayıt zorunluluğunun dışında bırakmıştır” (Congress, 2010:197-201).

Yapılan düzenlemelerle ABD'nin SEC'e özel fonların portföylerindeki yatırımları yakından izleme fırsatı tanınmıştır. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde

detaylı olarak açıklanacak olan Volker Kuralı da bankaların hedge fonlar gibi riskli araçlara yapabilecekleri yatırımlara sınırlama getirmiştir. Yasanın, aile ve küçük işletme yatırım danışmanlarına kayıt zorunluluğu getirmeyip, portföy tutarları yüksek özel fon ve danışmanlara kayıt zorunluluğu getirmesi, özel fon faaliyetlerinin takibinde sistemik risklerin gözlenmesine öncelik verildiğini göstermektedir.

### **3.6.2.5. Sigorta faaliyetleri (Title V-Insurance)**

Kriz sürecinde ABD tarihinde ilk kez bir sigorta şirketi kamu müdahalesiyle kurtarılmıştır. ABD bankalarına ve yatırımcılara finans sigortası sağlayan dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG'in batmasının ülkede ve dünyada yol açacağı sistemik riskler göz önüne alınarak yapılan bu kurtarma operasyonu kamu kaynaklarıyla ve büyük bir maliyetle gerçekleştirilmesi sebebiyle eleştiriler almıştır. Haklı eleştiriler karşısında ve vergi mükelleflerine maliyet yüklememek adına sigorta sektöründeki yasal boşlukların giderilerek, bu sektör kaynaklı sistemik riskleri önleyebilmek için gerekli bilgi toplama, sektörü izleme ve modernleştirmeye yönelik kanuni düzenlemeler bu başlık altında gerçekleştirilmiştir.

“Başlık içerisinde yer alan maddeler 2010 Federal Sigorta Dairesi Yasası (Federal Insurance Office Act of 2010) ile yapılan düzenlemeleri göstermektedir. Altbaşlık A, madde 502 ile Federal Sigorta Kurulu'na (Federal Insurance Office-FIO); i)sigorta sektörünü izleme, ii)sigorta sektöründe veya ABD'nin finansal sisteminde sistemik bir krize yol açabilecek sigortacılık düzenlemesindeki sorunlar ve boşlukları tespit etme, iii)sağlık sigortası hariç geleneksel olarak sigorta hizmetlerinden yararlanamayan topluluklar ve tüketiciler, azınlıklar ve düşük ve orta gelirli kişilerin bütçelerinin sigorta ürünlerine hangi ölçüde yetebildiğini gözleme, iv)sigorta konusunda FSOC'a tavsiyelerde bulunma, v)Terörizm Sigortası Programını yönetmeye yardımcı olma, vi)sigortacılık sektöründe federal çabaları koordine etmek ve uluslararası sigortacılık hususları üzerine federal politika geliştirme yetkileri verilmiş, sağlık sigortası, mahsul sigortası ve uzun süreli bakım sigortası bu yetkilerin dışında tutulmuştur. Altbaşlık B'de, Kamusal Sigorta Reformuna yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Reformun 521. maddesi, eyaletler arası farklılıkları ortadan kaldırarak ülke çapında geçerli raporlama, ödeme, tahsilat



prosedürleri ve formlar geliştirilmesini öngörmüş, örneğin bu kapsamda sigortalı bir evin bulunduğu eyalet dışındaki herhangi bir eyalette sigortanın kabul görmemesini ve bu sigorta için prim vergisi ödenmesini yasaklamıştır. Bu altbaşlığın ikinci bölümünde sigortanın yenilenmesi (reasürans) düzenlemeleri yapılmış, madde 531 ile reasürans sözleşmelerini satın alan sigortacının ikametgahının bulunduğu eyaletin krediyi onaylaması durumunda sigortacının devretme riski düşünülerek reasürans kredisinin reddedilmesi yasaklanmıştır” (Congress, 2010:206-221). Bu bölümde temel olarak sigorta şirketlerinin üstlerindeki riskleri tekrar sigortalatarak kendilerini güvence altına aldığı reasürans sözleşmelerinin uygulanabilirlik alanının genişletilmeye çalışıldığı ve böylece büyük risklerin etkilerinin bölünmesi ve dağılarak karşılanabilir hale getirilmesinin sağlanması, başka bir ifadeyle sistemik risk oluşturulmasının önüne geçilmesine çalışıldığı anlaşılmaktadır. Altbaşlığın genelinde ise sigorta sektöründe sistemik risklerin FSOC ile koordineli olarak izlenmesi ve eyaletler arası farklılıkların giderilmesi suretiyle gözetiminin etkinleştirilmesinin hedeflendiği görülmektedir.

#### **3.6.2.6. Banka ve tasarruf kurumları holding şirketleri ve mevduat kurumları düzenlemelerinin iyileştirilmesi (Title VI-Improvements To Regulation Of Bank And Savings Association Holding Companies And Depository Institutions)**

Bankaların ve diğer finansal kuruluşların yetersiz sermaye düzeyi ve ahlâki zafiyet göstererek yüksek riskli ve aşırı ödünçler vermeleri krizin ortamının oluşmasında son derece etkili olmuş, sistemi krize sürükleyen kararları ise yasal boşluklardan beslenmiştir. Kanunun bu bölümü finansal faaliyet gösteren kurumların kredi riski, sistemik risk, ahlaki tehlike vb sorunları yaşamalarının önüne geçerek finansal istikrarı desteklemek amacıyla düzenlenmiştir.

“Madde 603 ve 604’e göre; yıllık brüt gelirlerini finansal sektör faaliyetlerinden elde eden, tüm iştiraklerinin yıllık brüt gelirleri finansal sektör faaliyetlerinden kaynaklanan şirketler ile bir veya daha fazla sigortalı mevduat kurumunun mülkiyet veya kontrolüne sahip ve yıllık konsolide gelirlerinin en az %15’i finansal faaliyetlerden elde eden şirketleri ticari firma kabul etmiş ve bu kurumlara yönelik düzenlemeler getirmiştir. Bankacılık veya finansal sistem

istikrarında büyük ve karmaşık risklere neden olabileceği ihtimallerinin göz önüne alınmasını ve herhangi bir banka veya tasarruf holding şirketinin, toplam konsolide varlıkları 10 milyar dolar ve daha fazla olan bir şirketi satın almasını izne bağlamıştır. 606. madde ise, devletlerarası satınalmalar ve birleşmeler de dahil olmak üzere finansal holding şirketleri ile tasarruf ve kredi holding şirketlerinden iyi sermayelendirilmiş ve iyi yönetilen olarak kalmalarını sağlamak için BHCA ve HOLA'ya yetki vermiştir. Kredi riskini düşük seviyede tutabilmek amacıyla madde 608 ile bir bankanın veya bağlı ortaklığının menkul kıymet borçlanması veya borç vermesiyle bağlantılı olarak bir kuruluşa kredi riski için teminat olarak düşük kaliteli varlığın kullanımını yasaklamıştır. 614'de, bir türev işleminden doğan kredi riski olan bankanın kredi genişlemesine sınır getirilmiştir. Dolayısıyla ödenmeme kaynaklı sorunların bir kurumdan diğer bir kuruma zincirleme aktarımı engellenmeye çalışılmıştır. Madde 615 ile, piyasa şartlarında olmadığı sürece sigortalı mevduat kurumunun öz sermayesinin %10'undan fazlasını temsil eden bir varlığın şirketin yöneticileri ve hissedarları tarafından satın alınmasını yasaklanmış, 616 ile de; 1983 Uluslararası Borç Verme Denetleme Yasası değiştirilerek banka holding şirketleri ve tasarruf ve kredi holding şirketlerinin herbiri için ayrı ayrı sermaye gereksinimlerine ilişkin düzenlemelerin yayınlanması ve bu gibi kuruluşların ekonomik gelişme dönemlerinde artan ve ekonomik daralma dönemlerinde azalan, onları konjoktüre karşı istikrarlı sağlayacak, şirketin güvenliği ve sağlamlığı ile tutarlı olarak gerekli sermaye miktarını tutmalarına yönelik düzenlemeler yapılmıştır” (Congress, 2010:222-242).

Bu bölümün en dikkat çeken maddesi ise Volker kuralı olarak tanınan 619. maddesidir. “Bu madde bankaların ve banka dışı finansal şirketlerin hedge fonlarla ve girişim sermayesi fonlarıyla ilişkileri ve işlemlerine yasak ve sınırlamalar getirmiştir. Bu kural banka ve banka sahibi holding şirketler ile ABD'de faaliyet gösteren yabancı banka ve banka sahibi yabancı holding şirketlerinin iştirak ve şubelerinin kendi nam ve hesaplarına yaptıkları 60 günden kısa vadeli, kendi portföylerine gelir amaçlı alım satım işlemlerini, hedge fonlar ve özel yatırım fonlarıyla ortaklık ilişkilerini ve diğer yatırım bankacılığı faaliyetlerini yasaklamış, dolayısıyla ticari bankacılık ile yatırım bankacılığını birbirinden ayırmıştır. Ancak bankaların, bir yıl içinde yapacakları, toplam fon sermayesinin ve banka ana

sermayesinin %3'ünü geçmeyecek ufak yatırımlara (de minimis investment) izin verilmiştir. ABD'li bankaların ülke dışında yaptıkları işlemlere ve ABD'li olmayan bankaların ABD'de yaptıkları işlemlere de aynı kısıtlama getirilmiştir. Banka dışı finansal kuruluşların kurum portföyü işlemlerine sınırlama getirilmemiştir, ancak kurum portföyü işlemlerine CFTC ve SEC tarafından ek sermaye şartı ve işlemlerine limit getirilmesi istenmiştir. Ayrıca bankaların veya iştiraklerinin hedge fonlar ve özel yatırım fonlarına belirli koşullar dışında borç verme ve varlık satın alma gibi işlemler yapması da yasaklanmıştır.” (Congress, 2010:246-257). “Uygulamadaki güçlük ve kurala gelen itirazlarla yürürlük tarihi 2017 Temmuz'una ertelenmiştir” (Şababoğlu, 2013:98). 619. Madde ile bankaların müşterilerinin paralarını kullanarak kendi nam ve hesaplarına kısa vadeli kâr amacıyla menkul kıymet ve diğer finansal araçları alım-satım işlemleri yasaklanmış, riskli spekülasyon faaliyetlerinden doğabilecek zararları ve bu zararların vergi mükellefleri üzerinde yarattığı maliyet, müşterileriyle olabilecek çıkar çatışmaları ve sistemik risk engellenmeye çalışılmıştır.

### **3.6.2.7. Tezgâh üstü piyasalar (Title VII) ve Takas Sistemine Yönelik (Title VIII) Düzenlemeler**

Kriz sonrasında finansal ürün, işlem ve kurumların şeffaflığının ve hesap verilebilirliğinin sağlanması gerek ve şart olarak küresel kabul görmüştür. Kanunun VII. başlığı Wall Street Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik Düzenlemeleri (Title VII-Wall Street Transparency And Accountability), VIII. başlığı Ödeme, Mutabakat ve Takas Sistemi Gözetimi düzenlemelerini (Title VIII-Payment, Clearing, and Settlement Supervision) içermekte olup başta tezgah üstü türev piyasalar olmak üzere finansal piyasalar ve finansal ürünler hakkındaki bilginin toplanması, yayınlanması, taraflara açık, anlaşılır, öngörülebilir olarak sunulabilmesi ve gözetilebilmesi için oluşturulmuştur.

“VII nolu başlık, swap\* kelimesini tezgahüstü piyasaların büyük bir bölümünü kapsayacak geniş bir kavram olarak ele almış, kavram tanımı altında swap

---

\*Dodd-Frank swapı, faiz, hisse senedi, döviz ve sabit getirili türev enstrümanları içine alan geniş bir türev ürün yelpazesini kapsayacak şekilde tanımlamıştır (Demirkan ve Adanalı, 2011:51)

ve menkul kıymet bazlı swap<sup>\*\*</sup> olmak üzere kategori oluşturmuş ve bu iki kategori ile ilgili olarak işlem öncesi ve sonrası şeffaflığı artırmayı amaçlamıştır” (Demirkan ve Adanalı, 2011:51). “Madde 712; swap, aracılar, katılımcılar ve tezgah üstü piyasalarla ilgili her türlü kural koyma, değiştirme ve yürütme yetkisini koordinasyon içinde yürütmek üzere CFTC ve SEC’e vermiştir. Ancak yetki çatışması yaratmamak amacıyla swap ve swap bazlı piyasa katılımcılarını düzenleme yetkisi CFTC’ye, menkul kıymet bazlı swap ve menkul bazlı swap katılımcılarını düzenleme yetkisi SEC’e verilmiştir” (Congress, 2010:267). “Yasa büyük swap katılımcıları ve swap aracılara<sup>\*\*\*</sup>, swapin konusuna göre CFTC veya SEC’e kayıt yaptırmayı zorunlu kılmış, yabancı bankalara ve yasa kapsamına diğer kurumlara kayıt konusunda bir ayrıcalık tanımamıştır” (Demirkan ve Adanalı, 2011:52).

Kriz öncesinde piyasa katılımcılarına finansal araçlar ve ilgili olduğu kurumlar hakkında açık, anlaşılır ve öngörülebilir bilgiler sunmada yetersiz kalan, riski algılama, değerlendirme ve yorumlamada yanlışlıklara yol açan finansal düzenleme eksikliklerini gidermek için hazırlanan yasanın VII. bölümü genel hatlarıyla “i)belirli koşulları taşıyan türev ürünlerin swap işlemlerinin bir merkezi karşı taraf üzerinden gerçekleştirilmesini, ii)işlemlerini merkezi karşı taraflar üzerinden gerçekleştirilmeyen yatırımcılar için daha yüksek sermaye gereksinimini, iii)swap işlem hacimleri ve fiyatlama bilgilerinin kamuya paylaşılmasını, iv)ticari bankaların swap faaliyetlerinin yasaklanmasını, v)belirli koşulları taşıyan türev ürünlerin organize borsalarda veya swap işlem merkezlerinde işlem görmesini şart koşmuştur” (Şababoğlu, 2013:98, Demirkan ve Adanalı, 2011:51). Şeffaflığa yönelik olarak “yasa, takasa tabi ürünlerin ve takas kurumlarının CFTC ve SEC tarafından belirlenmesini, takasa tabi ürünlerin düzenli olarak gözden geçirilerek güncelleme yapılmasını ve güncellemelerin belirli bir süre öncesinden kamuoyu ile paylaşılarak görüş, eleştiri ve yorumların değerlendirilmesini hükme bağlamıştır. Takası yapılsın veya yapılsın piyasa katılımcılarının tüm swap işlemlerini kamuya açıklaması ve SEC ve CFTC’ye rapor etmesi, swap aracı ve katılımcılarının swap işlemleri ve mali

---

\*\*Menkul kıymet bazlı swap, dar kapsamlı menkul kıymet endeksine, tek menkul kıymet veya krediye, bir menkul kıymetin ihraççısını veya dar kapsamlı menkul kıymet endeksine dahil olan menkul kıymetin ihracına ilişkin, finansal durumu ve yükümlülüklerini etkileyen bir olaya dayalı swaplerdir (Demirkan ve Adanalı, 2011:52).

\*\*\*Swap aracı, swap işlemlerine aracılık eden veya piyasa yapıcılığı yapan veya bu işin gereği olarak karşı tarafla devamlı olarak kendi nam ve hesabına swap anlaşmaları yapanlardır; swap katılımcısı, swap dealeri olmayan ve yüklü swap pozisyonu tutan kişilerdir (Demirkan ve Adanalı, 2011:52).

durumları ile ilgili SEC ve CFTC'ye rapor vermesi ile swap işlemleriyle ilgili defter, belge ve kayıtlarını SEC ve CFTC denetimine açık tutması şartları getirilmiştir” (Demirkan ve Adanalı, 2011:53).

VIII. bölüm, sistemik önemdeki ödeme, takas, mutabakat sistemlerinin sürekliliğinin sağlanarak finansal istikrara tehdit oluşturmasını engelleme amacına dönük olarak hazırlanmıştır. “Madde 803 ile sistemik önem; ödeme, takas veya mutabakat faaliyetlerinin yürütülmesiyle ilgili bir finansal piyasa fonksiyonunda başarısızlık ya da finansal kurumlar veya finansal piyasalar arasında önemli likidite veya kredi sorunlarının artması olarak, bu duruma yol açabilecek ödeme, takas ve mutabakat kurumları da sistemik olarak önemli ödeme, takas ve mutabakat kurumları olarak tanımlanmıştır. Madde 805, ödeme, mutabakat ve takas sistemi faaliyetleriyle ilgili gözetim işlemlerin yürütülmesi yetkisini SEC ve CFTC'ye, belirlenen finansal kuruluşların risk yönetimi standartlarının yönetilmesi yetkisini ise FED'e vermiştir. Ancak madde 813 ile takas kurumlarının risk yönetim-denetim programlarının geliştirilmesi konusunda FED ile CFTC ve SEC'in koordineli çalışması istenmiştir” (Congress, 2010:429-447).

Yasada swap, takas, tezgahüstü türev işlemlerin düzenleme ve gözetimi ile ödeme, takas ve mutabakat kuruluşlarının düzenleme ve gözetimi yetkisinin aynı kurumlara verilmesi yasal ihlallerin takibinde sağlıklı ve güvenli bir yapılanma amacı taşımaktadır. Bunun yanı sıra bahsi geçen işlemleri merkezi karşı taraf ve organize piyasalarda gerçekleştirme zorunluluğu getiren hükümler aşırı risk alan ve sorumsuz ticari davranışlarda bulunan katılımcıların gözlenmesi ve denetimlerden kaçmalarının önlenmesi bakımından önemlidir. VII ve VIII. bölümlerde yer alan hükümlerin FSB, IOSCO ve BIS tarafından tezgâh üstü türev piyasalardaki sistemik riskin kontrol altına alınması ve piyasanın şeffaflaştırılması yönündeki önerilerine uygun olarak hazırlandığı görülmektedir.

### **3.6.2.8. Yatırımcının korunması ve menkul kıymet düzenlemeleri (Title IX- Investor Protections And Improvement To The Regulation Of Securities)**

Finansal piyasalarda risk değerlendirmesi yaparak yatırım kararı alan taraf olan yatırımcıların mortgage kredi koşulları, finansal ürünler ve finansal kurumlar

hakkında eksik bilgiye (bilgi asimetrisi) sahip olması konut ve varlığa dayalı menkul kıymet türlerinde balonlar oluşmasına sebep olmuştur. Finansal bilginin ihraççılar ile yatırımcılar arasında eşit sunumunu gerçekleştirerek asimetrik bilgiyi azaltmak üzere risk değerlendirilmesinin gerçekçi kararlarla sonuçlandırmak için sistemde var olup verileri referans olarak kullanılan ve yatırım tavsiyesinde bulunan aracı kurumlar, yatırım danışmanları, kredi derecelendirme kurumları, yönetici ücretleri gibi yatırımcı kararlarını etkileme potansiyeline sahip kurumlar veya yetkililere dönük düzenlemeler IX. Bölümde yapılmıştır. Genel olarak yatırımcıların korunmasındaki boşlukların tespit edilerek doldurulması, kamuyu aydınlatma açıklamalarında bilginin kalitesinin artırılması, anılan kurumların hileli işlemlerinin engellenmesi amaçları taşıdığı görülmüştür.

“Altbaşlık A’da SEC, bireysel yatırımcılara yatırım ürünleri ve hizmetleri satın almaya yönelik açıklamalar ve broker, dealer ve yatırım danışmanlarının çıkarlarına bakılmaksızın küçük yatırımcıların korunması ile ilgili düzenlemeler yapmak üzere yetkilendirilmiştir. Kanunun bu bölümünde yapılan düzenlemeleri hedefine ulaştırmak, yatırımcılara etkisini artırmak, yatırımcı çıkarlarını korumak ve yatırımcı güvenini kazanmak için SEC içinde yatırımcılara hizmet vermek amacıyla Yatırımcı Temsilciliği Ofisi (Office of the Investor Advocate) ve Yatırımcı Danışma Kurulu (The Investor Advisory Committee) kurulmuştur. Bu kurulda yatırımcı şikayetlerini ele alıp değerlendirmek ve çözüm bulmak üzere Yatırımcı Temsilciliği Ofisi tarafından atanan bir ombudsmana yer verilmiştir” (Congress, 2010:448-456).

“Altbaşlık B ile SEC’e hukuki uygulamalarda çözümlerin artırılmasını sağlayıcı yeni yetkiler verilmiştir. Madde 922’de İhbarcı Ödül Programı (Whistleblower Bounty Program) düzenlenmiş, sahtekârlıkları ihbar eden şirket çalışanlarının işten atılmaları ve kötü muameleye tabi tutulmaları yasaklanmıştır. Ayrıca, 1 milyon dolardan fazla yaptırımla sonuçlanan bir ihbarda, tahsil edilen ceza tutarının %10 ile %30 arasında değişen bir tutarda ihbar edene ödül verilmesi hükmüne bağlanmış, bu ödülleri ve ihbarlarda görevli SEC denetçilerinin faaliyetlerini finanse etmek için Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu Yatırımcı Koruma Fonu (Securities and Exchange Commission Investor Protection Fund) kurulmuştur” (Congress, 2010:467-476).

Altbaşlık C, KDK'larının kriz öncesi dönemde yaptıkları değerlendirmeler konusunda yaşanan sorunların giderilmesi amacıyla hazırlanmıştır. "Madde 932 ile kamu yararı ve yatırımcının korunması için nitel ve nicel veri ve modeller de dahil olmak üzere ABD'de Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO) tarafından kullanılan usul ve yöntemlere ilişkin düzenlemeleri yürütme sorumluluğu SEC'e verilmiştir. Madde 932 ve 935'de menkul kıymet ihraçlarını değerlendirme konusunda KDK'larına olan bağımlılığın ve kredi notlarının kullanımında bazı yasal zorunlulukların hafifletilerek azaltılmasına yönelik düzenlemeler yapılmış, KDK için bir denetim mekanizması oluşturulmuştur. KDK tarafından kamuya sunulan bilginin daha açık ve anlaşılır olması, diğer bir ifadeyle şeffaflığının sağlanması için derecelendirme terminolojisinin standart hale getirilmesi öngörülmüştür. KDK'nın yaptıkları derecelendirmeleri (rating'leri) benzer terimlerle açıklamaları, derecelendirmede göz önüne alınan olası piyasa risklerinin standart olarak ifade edilmesi hükme bağlanmıştır" (Congress, 2010:498-510).

Alt başlık D, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme sürecinin iyileştirilmesi amacıyla hazırlanmıştır. "941-946. maddeleri içeren kısımda, menkul kıymetleştirmede ihraç, satış ya da transfer konularıyla ilgili ortaklaşa düzenlemeler yapmak üzere FED, HUD, FHFA ve SEC, tüm ortak düzenleyicileri koordine etmek üzere de FSOC yetkilendirilmiştir. 941. maddede, varlığa dayalı menkul kıymet araçlarına yönelik yaptırımlar ve önlemlere yer verilmiş, varlığa dayalı menkul kıymet araçlarına sponsor olan bankaların maruz kalabileceği kredi riskine karşılık miktarın en az %5'ini bilançolarında tutmaları şartı getirilmiştir. Aynı zamanda bankanın sponsor olduğu araçlar için de sermaye yükümlülüğü arttırılmıştır. FASB'ca belirlenen 166 ve 167. madde gereği yüksek risk tabanlı yasal sermaye gereksinimlerinin etkilerini ve bu muhasebe standartlarının etkilediği varlığa dayalı menkul kıymetler dolayısıyla ilave sermaye gereksinimi gerekip gerekmediğini değerlendirme sorumluluğu FED'e verilmiştir. Varlığa dayalı menkul kıymetin her bir dilim ya da sınıfı ve ihraççısıyla ilgili kuralları düzenleme ve bilgileri ifşa etme sorumluluğu FED'e, emlak piyasasının istikrarı ve risk tutma koşullarınının makro ekonomik etkilerini inceleme sorumluluğunu ise FSOC'a verilmiştir" (Congress, 2010:516-524).

Alt Başlık E’de hesap verebilirlik ve yönetici ücretleri ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. “951-957. maddeleri kapsayan kısımda, yöneticilere ödenen ücretler ile şirketin finansal durumu arasında orantı olup olmadığını ortaya koyma, yöneticilere haksız olarak verilen ikramiyenin geri alınması ile bu konularda kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini düzenleme görevi SEC’e verilmiştir. 1 milyar dolardan daha fazla varlıkları olan finansal kurumlarda bir yöneticiye, çalışana ya da hissedara aşırı ikramiye, ücret veya kazanç sağlayarak kurumda finansal kayıplara yol açabilecek riskleri özendirilen teşvike dayalı ücret ve menfaatleri belirleme ve ortaklaşa yasaklayıcı düzenlemeler yapma görevi ise federal düzenleyicilere verilmiştir. ABD’deki halka açık şirketlere, yöneticilerine ödeyecekleri ikramiyeleri bağımsız bir komiteye onaylatma zorunluluğu getirilmiş ayrıca bu bağımsız komiteye, ücretleri şirket tarafından ödenmek üzere bağımsız danışman ve bağımsız hukuk müşaviri atama ve ücretlerini belirleme yetkisi verilmiştir” (Congress, 2010:525-532).

Yatırımcının korunması, finansal piyasalarda ahlâki riskin azaltılmasına katkıda bulunması ve dolaylı olarak sistemik riskin yönetiminde etkili olması bakımından önem taşıyor olmasından ötürü yasanın en kapsamlı bölümünü oluşturmuştur. Yukarıda değinilenlerin dışındaki altbaşlıklar olan, F; SEC yönetiminin geliştirilmesi, G; kurumsal yönetimin geliştirilmesi, H; yerel yönetim menkul kıymetleri, H; kredi portföy işlemleri ve J; SEC’in finansmanı ile ilgili düzenlemeleri içermektedir. Yasanın bu başlığı altında yapılan düzenlemeler bir bütün olarak değerlendirildiğinde yatırımcıların korunması için şirketlere daha fazla sorumluluk yükleyen sıkı kurallar getirildiği ve çıkar çatışmaları, sistemin manipülasyonu ve finansal hilelerin engellenmesi amacıyla düzenleyici otoritelerin, verilen yetkilerle güçlendirildiği görülmektedir.

### **3.6.2.9. Finansal tüketici koruma bürosu (Title X-Bureau Of Consumer Financial Protection)**

Kredi, tasarruf, ödeme ve diğer finansal hizmetlerden yararlanan bireysel finansal piyasa tüketicileri, aynı hizmetlerden yararlanan kurumsal tüketicilerle kıyaslandığında daha savunmasız kesimleri oluşturmakta ve bahsi geçen hizmetlerin basit, şeffaf, eşit ve erişilebilir olması husunda ihtiyaçlarını karşılayabilecek



koruyucu düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Bu başlık banka ve diğer finansal kuruluşlarca piyasaya sunulan ürün ve hizmetler konusunda uygulamada görülen boşlukları azaltıcı, tüketicileri bilgilendirici ve tüketicileri koruyucu düzenlemeler geliştirmek amacıyla hazırlanmıştır.

“Altbaşlık 1011-1018. Maddeler ile tüketici finansal hizmet ve ürünlerini düzenlemek üzere FED bünyesinde fakat bağımsız olarak, Finansal Tüketici Koruma Bürosu (Bureau Of Consumer Financial Protection) kurulmuştur. Bürodan; büronun düzenleme alanıyla ilgili herhangi bir sorun yaşayan kişi arasında bir irtibat noktası olarak hareket etmesi için ombudsman ataması, araştırma birimleri, geleneksel olarak hizmet alamayan tüketiciler ve topluluklara finansal ürünler ve hizmetler konusunda teknik yardım ve bilgi sağlaması, tüketicilerin finansal ürün veya hizmetlerle ilgili şikâyetlerini toplamak ve izlemek için bir birim, Adil Kredilendirme ve Fırsat Eşitliği Ofisi (Office of Fair Lending and Equal Opportunity), tüketicilerin finansal okur-yazarlığını geliştirmek için Finansal Eğitim Bürosu (Office of Financial Education), Üye İşleri Hizmet Ofisi (Office of Service Member Affairs), Yaşlı Amerikalılar Finansal Koruma Bürosu (Office of Financial Protection for Older Americans) ve Tüketici Danışma Kurulu (Consumer Advisory Board) gibi birimler kurması istenmiştir” (Congress, 2010:590-600).

Altbaşlık B’de, Finansal Tüketici Koruma Bürosu’nun genel yetkileri açıklanmıştır. “Madde 1021’de, büronun tüm tüketicilerin finansal ürün ve hizmetlere adil ve şeffaf erişimini sağlamakla yetkilendirildiği, madde 1027’de büronun avukatlar, muhasebeciler, otomobil satıcıları gibi finansal olmayan ürün veya hizmet sağlayıcılarıyla ilgili yetkisi olmadığı belirtilmiştir. Altbaşlık C ise büronun daha spesifik yetkilerini; finansal ürün veya hizmet tüketicisine finansal ürün veya hizmetin sunulması, tüketiciye yönelik herhangi bir işlemle bağlantılı haksız, aldatıcı veya kötü niyetli eylem veya uygulamaların yasaklanması, bu tür uygulamaları önlemek için düzenlemelerin yapılması, tüketicilerin ilgili maliyetleri, faydaları ve riskleri anlamasına olanak verecek şekilde herhangi bir tüketici finansal ürünün veya hizmetinin özelliklerinin tam, doğru ve etkili bir şekilde açıklanmasını sağlayıcı kuralların ve yasak fiillerin belirlenmesi olarak belirtmiş, Altbaşlık E ile büronun soruşturma ve yargılama yetkileri artırılmıştır” (Congress, 2010:605-636). Diğer altbaşlıklar, D; eyalet hukukunun korunması, E; yaptırım yetkisi, F; işlev ve

personel transferi, G; düzenleyici gelişmeler; H; mutabakat olup bu altbaşlıklarda genel olarak bu bölümün uygulamasına yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

Finansal Tüketici Koruma Bürosunun, finansal ürün ve hizmetleri kullanan tüketicilerin haklarını daha fazla korumak üzere kriz öncesinde farklı organlara dağıtılmış düzenleme ve uygulama işlevlerini birleştirecek şekilde tasarlandığı görülmektedir. Böylece kriz öncesinde hangi kurumun yetki alanına girdiğinin bilinmemesi nedeniyle boşlukta kalan hususlar tek bir büro sorumlu kılınarak giderilmeye çalışılmıştır. Büro yetkileri çerçevesinde tüketicilerin mortgage, kredi kartı ve diğer finansal ürünlerin alım satımında ihtiyaç duydukları bilginin sağlanması, tüketicilerin bilgisi dışında komisyon ve ücret alınması, kötüye kullanılabilir anlaşma koşulları ve diğer aldatıcı ve yanıltıcı eylemlerden korunmalarına yönelik hükümler getirilmiştir.

#### **3.6.2.10. Mortgage reformu ve yağmaları önleyici ödünç yasası (Title XIV-Mortgage Reform And Anti-Predatory Lending Act)**

Kanunun bu bölümü, tüketici ve ağırlıklı olarak finansal kuruluşlarca mortgage işlemlerinde suistimalleri önlemek amacıyla hazırlanmış, A, B, C, D, E, F, G, H alt başlıklarından oluşmakta olup Tüketici Kanunu olarak düzenlenmiştir. “A, B, C ve E altbaşlıklarının Finansal Tüketici Koruma Bürosu tarafından yürütülmesi öngörülmüştür. Altbaşlık A madde 1402 ile bu kanuna uygun prosedürleri belirleme yetkisi FED’e, 1406 ile yerel konut piyasalarını güçlendirme, ev sahipliği için fırsatlar ve konut kredilerini yenileme ve haciz riski taşıyan konut sahiplerinin gereksinimlerini karşılamaya yönelik düzenlemeler yapma yetkisi HUD’a verilmiştir. 1403. maddede, ipotekli konut kredisiyle bağlantılı tüketiciyi geri ödemek için makul bir güçten yoksun bırakan veya yağmacı özellikler veya etkiler (özsermayeyi aşındırma, aşırı ücretler veya suistimale açık şartlar gibi) taşıyan yönlendirilmeleri ve belirlenmiş şartlar hariç finansal kökenli bir ücretin yeniden yapılandırılmasını yasaklamıştır. Madde 1404’de de tüketiciye mortgage verilmesiyle ilgili belirlenen şartları ihlal edenlere mahkeme masrafları ve avukatlık ücretine ek olarak; gerçek zararın, doğrudan ve dolaylı olarak tazminatın toplam miktarının ya da ilgili kredi

ile bağlantılı olarak ilk çıkartana tahakkuk eden kazancın 3 kat fazlasından daha büyük olmak üzere yükümlülükler belirlemiştir” (Congress, 2010:764-767).

Altbaşlık B’de ulusal düzeyde geçerli olmak üzere konut kredileri için standartlar belirlenmiş, kriz öncesinde bankaların tüketicilerin ödeme yeteneklerini yeterince analiz etmeden verdikleri kredilerin tekrarını önleme amacı güderek hazırlanmıştır. “Madde 1411’e göre belirlenmiş federal kurumlar veya alt birimlerince yapılan kolaylaştırılmış refinansman ve diğer krediler muaf olmak şartıyla; ipotekli konut kredisi alacaklısının, belirlenen doğrulanmış ve belgelenmiş bilgiye dayalı olarak tüketicinin kredi, vergiler, sigorta (mortgage garanti sigortası dahil) ve diğer ödemeler konusunda makul bir yeteneğe sahip olup olmadığını iyi niyetli olarak belirlemesi, tüketicinin geri ödeme yeteneğini belirlemek amacıyla değişken faizli kredi anapara veya faiz ödenmesini erteleyen ve kendini tam amorti eden bir ödeme planı kullanması, tüketicinin vergi, bordro, makbuzlar, finans kurumu kayıtları veya tüketicinin gelir veya varlıklarına kanıt olan diğer üçüncü taraf belgelerini gözden geçirerek geri ödeme yeteneğini belirlemesi için asgari şartların belirlenmesini şart koşturmuştur. Madde 1416, düzenleyiciler tarafından belirlenen kriterleri ihlâl edenlere para cezası verilmesini ve belirli ihlallerde iki katına çıkarılmasını hükme bağlamış, 1417 ise hile ve aldatıcı beyanla konut kredisi alınması durumunda kredi alacaklısının borçluya karşı sorumluluklarını yerine getirme yükümlülüğünü kaldırmıştır. Altbaşlık C’de değişken faizli, yüksek maliyetli ipotek kredileriyle (prime krediler) ilgili standartlar belirlenmiş; ön ödeme cezaları ve balon ödeme engelleri kaldırılmış, refinansman yaparken var olan kredi teşvik uygulamaları yasaklanmıştır. Altbaşlık E’de ise ağırlıklı olarak kırsal ya da yetersiz hizmet alan bölgelerde faaliyet gösteren alacaklılara portföylerindeki mortgageleri korumaları için bazı kredi gerekliliklerinden muafiyetler tanınmıştır” (Congress, 2010:768-811).

“Altbaşlık D madde madde 1442’de hem konut sahipliği hem de konut kiralama konularında danışmanlık yapmak üzere Konut Danışmanlık Ofisi (Office of Housing Counseling) kurulmuş, Konut Danışmanlık Ofisi, konut danışmanlık direktörü ve ev sahipliği ve kira danışmanlığı sağlayan kuruluşlara yardım sağlamak için FY2009-FY2012’den ödenek, 1443’de emeklilik ve düşük gelirli azınlıkların haciz kurtarma programlarını yürütmek için ise FY2009-2011 yılı için ödenek

ayrılmıştır. Madde 1452 ile de kredilerini ödememiş olan belirli borçluları hacizle ilgili dolandırıcılık faaliyetlerinin tehlikelerinin farkında olmalarını sağlamak için Semt Yeniden Yatırım Kurumuna (Neighborhood Reinvestment Corporation) belirlenen faaliyetler için fon tahsis edilmiştir” (Congress, 2010:789-804).

Altbaşlık F’de, ipotekli mülke değerlendirme uzmanları tarafından yapılan değerlendirme faaliyetleriyle ilgili hükümlere yer verilmiştir. “Madde 1471 ve 1472’de kanunsuz olarak değerlendirilen asıl meskene dayalı olarak menkul kıymetleştirilen tüketici kredileriyle bağlantılı eylem ve uygulamalar da yasadışı olarak kabul edilmiş ve menkul kıymet olarak sunulan bir varlığın hileli veya aldatıcı değerlendirme uygulamaları arasına işlemle ilgili bir kişiye, baskılar, tehditler, gizli anlaşma içerisine girmeleri, kandırmalar, rüşvetler, yönlendirmeler veya değerlendirmeye katılan ya da değerlendirmeyi yürüten bir kişiyi korkutmalar da dahil edilmiştir. Altbaşlık G, ipotek kredilerinin iyileştirilmesi amacıyla hazırlanmıştır ve madde 1481 ile mevcut ve potansiyel kiracıların ve risk altındaki ailelerin varlıklarının korunması sağlamak amacıyla program geliştirmesi sorumluluğu HUD’a verilmiştir. Ancak mortgage veya gayrimenkul işlemi için yetkili Konut Edinme Programı (Making Home Affordable Program) veya EESA tarafından finanse edilen mortgage yardımı ile ilgili suçlara son 10 yıl içinde mahkum edilen kişileri geliştirilen programlar kapsamındaki olanaklardan yoksun bırakılmıştır” (Congress, 2010:811-829). Altbaşlık H ise bu bölümün uygulanmasına yönelik çeşitli tamamlayıcı düzenlemeler yapmak üzere hazırlanmıştır.

### **3.6.2.11. Diğer düzenlemeler**

FED Sistemi Düzenlemeleri (Title XI- (Federal Recerve System Provisions) altbaşlığı ile FED’in acil kredi yetkilerinde değişiklikler yapılmıştır. “Madde 1101 ile FED’den herhangi bir acil kredi programı veya kolaylığının finans sistemine likidite sağlamak amaçlı olduğundan emin olmak için ve başarısız bir finansal şirkete yardım ve acil kredilerin menkul kıymet zararlarından mükellefleri korumak için yeterli olduğunu ve herhangi böyle bir programı zamanında ve düzenli bir şekilde sonlandırmak için prosedürler, yönetmelikler, politikalar belirlemesi istenmiştir. Ayrıca borcunu ödeyemeyen borçlulara, borçlanma programı ve borçlanma

kolaylıklarını yasaklamak için düzenlemeler yapması istenmiş, Hazinesinin onayı olmadan FED'in herhangi bir program veya kolaylık oluşturması yasaklanmıştır. Getirilen önemli düzenlemelerden biri de madde 1109 ile yapılmıştır. 1 Aralık 2007 ve bu Kanunun yürürlüğe girdiği tarihler arasında uygulanan Varlığa Dayalı Ticari Kağıt Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı, Birincil Dealer Kredi Kolaylığı, Ticari Kağıt Fonlama Kolaylığı, Vadeli Menkul Kıymetler Ödünç Tesisi, TAF (Term Auction Facility), Maiden Lane, Maiden Lane II, Maiden Lane III, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Programı, yabancı para likidite swap hatları ve diğer bazı programlar kapsamında tüm mali yardım raporunun Government Accountability Office-GAO tarafından denetlenmesi ve kongreye rapor sunması istenmiştir. Bu tür yardımlar ve onları alanlar hakkında FED'in web sitesinde belirtilen bilgilerin yayımlanması zorunluluğu getirilmiştir” (Congress, 2010:739-753).

“Temel Finansal Kurumlara Erişimin Geliştirilmesi (Title XII-Improving Access To Mainstream Financial Institutions) alt başlığı madde 1201-1210, federal sigortalı mevduat kuruluşu hesabı oluşturmak ve makul şartlarda hesapların karşılığına erişimini iyileştirmek ve yüksek maliyetli dolar kredilerine alternatif olarak tüketicilere düşük maliyetli, küçük krediler sağlamak için hibe, işbirliği anlaşmaları ve benzeri anlaşmalar sunacak çok yıllık bir program kurmak amacıyla hazırlanmıştır. Finansal okur yazarlık ve danışmanlık hizmetleri, eğitim kursları ya da zenginlik oluşturma programları da dahil olmak üzere kredi almak isteyen bireyler için eğitim olanaklarına daha geniş erişim için tasarlanmış tedbirler veya programları uygulamak amaçlanmıştır. Madde 1206 ile küçük bir dolar kredi programı oluşturma maliyetlerini karşılamak ve etkinleştirmek, dolar kredi programı oluşturmaya yardımcı olmak için finansal kurumlara hibe yapmak amacıyla Toplum Geliştirme Finansal Kurumlar Fonunu (Community Development Financial Institutions Fund) oluşturulmuştur” (Congress, 2010:755-757).

Geri Ödeme Yasası (Title XIII-Pay It Back Act) alt başlığı altında madde 1302 ile TARP ve EESA'da değişiklikler yapılmış, TARP'ın tutarı 700 milyar dolardan 475 milyar dolara indirilmiş, 25 Haziran 2010 öncesinde başlatılmayan program veya girişimlere yönelik herhangi bir yükümlülüğe maruz kalmayı gerektirecek EESA yetkisinin kullanımı yasaklanmıştır. Madde 1306 ile ARRA'da

değişiklikler yapılarak ARRA kapsamındaki herhangi bir fon için 31 Aralık 2012 itibariyle yapılan başvurularda ihtiyati ödenek kaldırılmış, 31 Aralık 2012'den sonra belirli zorunlu olmayan ödenekleri yürürlükten kaldırmanın millet yararına olmadığı belirlenirse, zorunlu olmayan fonların geri ödemelerinden feragat etmeye Başkan yetkilendirilmiştir” (Congress, 2010:759-761).

“Çeşitli Hükümler (Title XV-Miscellaneous Provisions) alt başlığında Kongo Demokratik Cumhuriyeti menşeli, Doğu Demokratik Kongo Cumhuriyeti'nde aşırı şiddet seviyeleri ile karakterize edilen finans uyuşmazlığına sebep olan sömürü, çatışma ve anlaşmazlıkların çözümüne yönelik düzenlemeler, 1256 Sözleşmeleri (Title XVI-Section 1256 Contracts) altbaşlığında ise 1256 nolu sözleşmesinin bir bölümün değişiklikler yapmak amacıyla düzenlenmiştir” (Congress, 2010).

Yasanın her bölümünde sistemik riskleri ortadan kaldırmayı hedefleyen düzenlemeler göze çarpmaktadır. Sistemik riskleri ortadan kaldırmanın aracı olarak ise kurulan iletişim ve koordinasyon mekanizmaları ile potansiyel kırılmalıkların ve şokların yeterli gözetim ve denetime tabi tutulması olarak tasarlandığı anlaşılmaktadır. Düzenlemelerin sistemik risk ve sistemik önemi olan finansal kurumlar üzerinde yoğunlaştığı ve TBTF uygulamasına son verilmesi, finansal ürün ve kurumların şeffaflaşması, yatırım ve ticari bankacılık faaliyetlerinin ayrılması, hileli finansal uygulamaların engellenmesi, düzenleyici ve denetleyici kuruluşların yetkilerinin artırılması suretiyle finansal istikrar tehdidi olabilecek etkenlerin disiplin altına alınmaya çalışıldığı görülmektedir. Yasada yapılan düzenlemelerin finansal istikrarı güçlendireceği açıktır ancak sistemik önemdeki kuruluşların olası iflaslarında kurtarılmaması durumunda yaşanabilecek banka hücumları ve likidite problemlerine çözüm olabilecek bir düzenlemeye ve sistemde yol açabilecekleri kayıplara yönelik sorumluluklarının ne olacağına yasada yer verilmemiş olması finansal istikrarın temininde boşluklar yaratabilecek alanlardır. Kanunda yer alan hükümlerin yeni bir kriz ihtimalini düşürebileceği yönünde değerlendirmeler yapılmış olsa da düzenlemelerin uygulanması ile zaman içerisinde netleşeceği açıktır.

#### D. Avrupa Birliği'nde Alınan Önlemler

Krizin başlangıcından itibaren küresel oluşu sebebiyle bütün ülkeler aşamalı olarak ve değişen derecelerde etkilenmiş olsa da en çok AB ülkeleri etkilenmiştir. “AB ülkeleri krizden, finans, iç talep ve küresel ticaret olmak üzere başlıca üç kanaldan etkilenmiş, Avrupa finans piyasalarının, özellikle İngiltere'nin\* ABD finans piyasalarıyla kurmuş olduğu bağlantılar ABD finans isteminde yaşanan sorunları çok hızlı bir şekilde AB finans sistemine yaymıştır. Kayıpları artan AB bankaları kredi sınırlamasına gidince, finansman imkânları daralmış ve bu da krizin AB'de derinleşmesine neden olmuştur. Bankaların kredi şartları ağırlaşp varlık fiyatlarının düşmesi sonucunda, hane halklarının varlıkları azalmış, tasarrufa yönelmiş, buna bağlı olarak dayanıklı tüketim mallarına olan talep ve konut yatırımları azalmış, bu da toplam iç talepte daralmaya sebep olmuştur. Küresel talebin de azalması nedeniyle bilhassa AB ülkelerinin ihracatında ilk sıralarda yer alan ABD'de yaşanan resesyon, AB ülkelerinin ihracatının daralmasıyla sonuçlanmıştır” (Tokathoğlu ve diğ., 2010:221-222).

Krizin AB'ne farklı kanallarla yayılmasının iki belirgin sonucu olmuştur. İlki, yayılma kanalına göre ülkeler itibariyle krizin etkilerinin farklılaşmasıdır. Örneğin “İngiltere konut sektörü ve finansal sistem, İrlanda ve Avusturya finansal sistem, İspanya ve Portekiz konut sektörü ve dış açık, İtalya ve Yunanistan bütçe açığı ve cari açık sorunlarıyla karşılaşmıştır” (Demirel ve Arslan, 2012:108). İkincisi, her ülkeyi farklı kanallarla etkileyen krizin farklı sonuçlar ortaya çıkarması alınan önlemleri heterojen kılmıştır. Bunun yanı sıra AB ülkeleri arasındaki dış açık ve fazla dengesizlikleri, ülkelerin para politikaları konusunda ECB politikalarına tabi olup, maliye politikalarında birliğe tabi olmayışları sonucunda başlayan mali disiplin sorunları nedeniyle kriz yönetiminde bütünlük sağlanmamış, para ve maliye politikalarındaki çift başlılık önlemlerin alınmasında gecikmelere yol açmıştır. Krizin başlangıcından itibaren görülen ve önüne geçilemeyen bu sıkıntılar küresel krizden çıkamayan bazı AB ülkelerinin borç krizine sürüklenmesinde de etken olmuştur. “Birlik organları ve kurumlarının kriz önlemleri konusunda ortak payda yaratma

---

\*Krizin başladığı 2008 yılında, İngiltere'nin küresel finans piyasalarındaki payı; bankacılık alanında %50, varlık yönetiminde %67, tezgah üstü türev piyasa hacmi %40 olarak gerçekleşmiştir ve İngiltere krizin tetikleyicilerinden biri olarak kabul edilmektedir (Demir ve diğ., 2009:2-26).

çabaları ve AB üye ülke Maliye Bakanları'nın kriz karşısında birleşik ve koordineli bir şekilde hareket etme mesajı olmuşsa da Avrupa Komisyonu Başkanı, Birliğin tümünü kapsayacak ortak bir çözüm bulunamadığına söylemlerinde yer vermiş ve krize karşı Avrupa ölçeğinde tek bir cevabın bulunamayacağını ifade etmiştir” (Tokatlıoğlu ve diğ., 2010:224). Bu bölümde; özetlenen kriz yönetim sorunları dahilinde AB’de alınan önlemler üzerinde durulacaktır ancak ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesi nedeniyle her bir ülkede alınan önlemler çalışmanın konusunu aşacağından AB geneline yönelik önlemler ve düzenlemeler detaylandırılacak, ülkeler bazında alınan önlemler özetlenecektir.

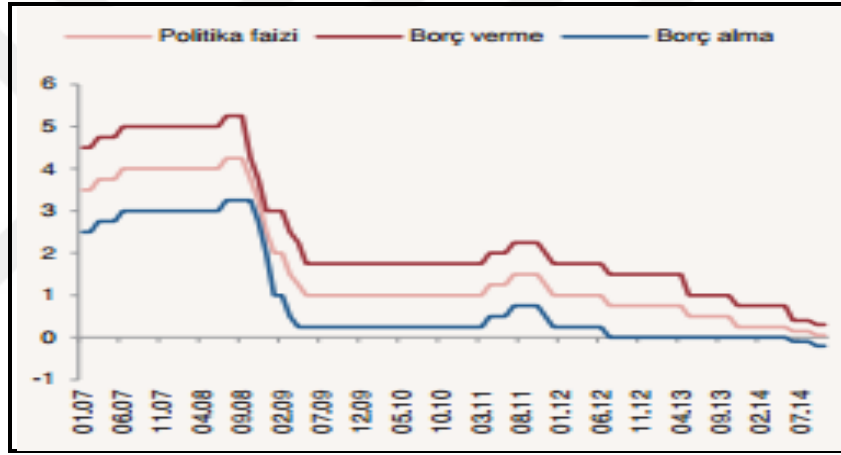
### **3.7. Para Politikası Önlemleri**

Kriz sürecinde AB’de uygulanan para politikası önlemlerini değerlendirmeden önce AB merkez bankacılığı sisteminin genel yapısını çizmek faydalı olacaktır. “Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (The European System of Central Banks-ESCB), Avrupa Merkez Bankası-AMB (European Central Bank-ECB) ve Avrupa Birliği’ne üye ülkelerin Ulusal Merkez Bankalarından-UMB (National Central Banks-NCBs) oluşmaktadır. 1 Ocak 1999’dan beri Euro bölgesi para politikalarını yürütmekle sorumlu olan ECB, bu sorumluluğu ile Euro bölgesi için para politikasını tanımlamak ve uygulamak, döviz işlemlerini yürütmek, Euro bölgesi ülkelerin resmi döviz rezervlerini tutmak ve yönetmek (portföy yönetimi), ödeme sistemlerinin düzgün çalışmasını sağlamak olarak tanımlanan görevlerini ülkelerin Merkez Bankaları ile işbirliği yaparak gerçekleştirmektedir. Euro’yu benimseyen ülkeler para politikasına ilişkin denetim yetkilerini ESCB’ye devretmiş, her ne kadar kendi para politikalarını uygulamakla yükümlü olsalar bile ECB’nin para politikalarına uymak ve koyduğu ilkeler doğrultusunda faaliyet göstermek zorundadırlar. Euro’yu benimsemeyen ülke merkez bankalarının ise böyle bir zorunluluğu bulunmamaktadır” (Turna, 2014:44-46).



### 3.7.1. ECB faiz kararları

Finansal piyasalarda yaşanan sıkıntıların artması, bankaların borçlanma koşullarını ağırlaştırması üzerine FED faiz kararlarına paralel olarak ECB ve Avrupa ülkelerinin ulusal merkez bankaları da faiz oranlarını indirmiştir. “Ancak ECB, ön plana enflasyonu önlemeyi aldığı için krizin etkilerinin hissedildiği 2008 yılının ilk yarısında faiz oranlarında indirim gitmemiş, tersine 3 Temmuz 2008’de 25 baz puan artırmış, faiz indirimlerine Kasım 2008’de başlamıştır. 12 Kasım itibariyle geçerli olacağı duyurulan borç alma (mevduat) faiz oranı %2,75’ten, borç verme faiz oranı %3,75’ten, politika faiz oranı %3.25’ten 50’şer baz puan düşürülmüştür” (Hiç, 2009:20, ECB, t.y.a).



Grafik 12.ECB Faizlerinin Gelişimi, Kaynak:TCMB, 2014:9

FED’in faiz indirimlerine 2007 yılının ikinci yarısı itibariyle başladığı düşünüldüğünde, ECB’nin indirim kararlarını FED’e göre bir yıl gecikmeli olarak aldığı görülmektedir. Sürecin devamında krizin AB ülkelerine etkisinin daha yoğun olarak hissedilmesi ve resesyon ihtimali nedeniyle “ECB faiz indirimlerine devam etmiş, 4 Aralık 2008’de 75 baz puan, 15 Ocak ve 5 Mart 2009’da 50’şer baz puan, 2 Nisan ve 7 Mayıs 2009’da 25’er baz puan indirmiştir. Yapılan indirimler neticesinde borç alma faiz oranı %0,25’e, borç verme faiz oranı %1,75’e, politika faiz oranı %1’e gerilemiştir. 2011 yılına kadar bu seviyelerde tutulan oranlar 7 Nisan 2011 ve 7 Temmuz 2011’de 25’er baz puan artırmış, 3 Kasım ve 8 Aralık 2011’de 25’er baz puan düşürmüştür. Politika faiz oranını 2012 yılı Temmuz ayında 25 baz puan düşürerek %0,75’e, Mayıs 2013’de 25 baz puan düşürerek %0,50’ye, Kasım 2013’de

25 baz puan düşürerek %0,25'e, Haziran 2014 ve Eylül 2014'de 10'ar baz puan indirerek Mart 2015'te %0,05'e, borç alma faiz oranlarını negatif seviyelere indirmiştir, günümüz itibariyle de %0 seviyelerindedir” (ECB, t.y.a, Investing.com, t.y.).

Küresel finans piyasalarında önemli bir yeri bulunan ve finansal krizin tetikleyicilerinden biri olarak görülen İngiltere merkez bankası BoE faiz indirimlerinde daha atak davranmıştır. “BOE faiz oranlarını, 2008 yılının dördüncü çeyreğinde %3'e, 2009 yılının ilk aylarında %1,5'e, 2009 yılı Mart ayında kendi alt sınırı olan %0,5'e düşürmüştür” (Kara, 2010:30). Son değişim tarihi 5 Mart 2009 olup kriz sürecinde oran değiştirilmemiştir. “Kriz sürecinde öngörülü faiz kararlarının Kanada Merkez Bankası BoC tarafından alındığı söylenebilir. BoC, faiz indirimlerine 4 Aralık 2007'de başlamış ve %4,5 olan faiz oranını Nisan 2008'e kadar dört ayrı faiz indirim kararıyla %3'e, Nisan 2009'da %0,25'e düşürmüştür. Mart 2015 itibariyle %0,75 seviyesindedir. İsviçre Merkez Bankası SNB, Ekim 2008'de %2,75 olan faiz oranını aşamalı olarak 2009 yılı Mart ayında %0,025'e düşürmüştür ve Ağustos 2011'e kadar değiştirmemiştir. Ağustos 2011'de sıfır düzeyine indirmiş, daha sonra yaptığı indirimlerle % -0,75 düzeyine düşmüştür” (FXSTREET, t.y.). Ele alınan ulusal merkez bankaları dışında, diğer AB ulusal merkez bankaları da faiz indirim politikasından faydalanmıştır. Eksi seviyelere inen faiz oranlarına rağmen kötü kredi performansı ve talep daralması önlenememiş, enflasyon sorun olmaktan çıkmış, resesyon riski süreklilik göstermiş, yaşanan ekonomik gelişmeler faiz indirimlerinin yanında finansal destek uygulamalarını ve genişletici maliye politikalarını kaçınılmaz kılmıştır.

### **3.7.2. Piyasaların likidite koşullarını iyileştirmeye yönelik önlemler**

ABD'de başlayan finansal sıkıntıların AB ülkeleri üzerindeki ilk etkilerinin bankalararası piyasalara likidite sorunu olarak yansması karşısında ECB, FED'e benzer şekilde mevcut uygulamaları geliştirmek veya yeni likidite kolaylıkları oluşturmak suretiyle finansal kurumların ve finansal piyasaların koşullarının iyileşmesini teşvik edici likidite desteği programları tasarlamış ve uygulamıştır.

AB’de finansal piyasa koşullarını iyileştirmeyi hedefleyen para politikası önlemleri üç gruba ayrılarak incelenebilir.

İlki, açık piyasa işlemleri, iskonto penceresi, zorunlu karşılıklar ve yabancı merkez bankaları ile swap anlaşmaları gibi geleneksel merkez bankacılığı politika uygulamalarıdır. İkincisi, birlik genelinde ödeme gücünü yaşayan ülkelerin likidite problemlerini gidermeye yönelik olarak ödemeler dengesi fonu, kredi havuzu gibi yeni mekanizmalar oluşturularak ECB ve ulusal merkez bankaları tarafından geleneksel olmayan yöntemlerle gerçekleştirilen likidite destekleridir. Üçüncü olarak da başarısızlık yaşayan finansal kurumların kurtarılarak olumsuz piyasa etkilerini gidermeyi amaçlayan kamusal müdahalelerdir.

### **3.7.2.1. Geleneksel para politikası araçlarıyla likidite enjeksiyonu**

ECB; APİ ve iskonto penceresi yoluyla, piyasalara likidite sağlayarak finansal istikrarı teşvik edici kararlar almıştır. APİ menkul kıymetlerin doğrudan alım satımı ve repo işlemleri yoluyla; iskonto penceresi bankanın portföyünde bulunan teminat karşılığında verilen kredilerle yürütülmüştür.

“ECB, kriz sürecinin ilk döneminde para politikası uygulamalarında pek fazla yapısal değişikliğe bulunmamıştır” (Özdemir, 2010:116). “Ağustos 2007’den Eylül 2008’e kadar olan süreçte temel olarak iki uygulama üzerinde durmuştur. Her ay düzenlenen ve üç ay vadeli UFO’lara (Uzun-Dönem Finansman Operasyon- Longer-term Re-financing Operations) ek olarak rutin dışında üç ay vadeli repo ihaleleri, para politikasının genel çerçevesinde olmayan altı ay vadeli UFO’lar düzenlemiştir. Ekim 2008’e kadar üç aylık ve altı aylık destekleyici UFO’larının her birinden ikişer kez olmak üzere toplam dört kez APİ düzenlemiştir.” (Kara, 2012:18-21). “2008 yılında APİ yoluyla sağlanan likidite imkânları ortalama 450 milyar olan seviyesinden 800 milyar Euro seviyelerine yükselmiştir” (Özdemir, 2010:118).

Eylül 2008’de finansal piyasalar üzerindeki baskının artması, kredi kuruluşlarının para piyasalarından fon temin etmesinin güçleşmesi ve özellikle 15 Eylül 2008’de Lehman Brothers’ın iflasının ardından küresel finansal piyasalarda oluşan bozulma ile birlikte politika değişikliğine gitmiştir. “ECB, finansal sistemdeki problemlerin ekonomik krizi tetiklemesini önlemek amacıyla 15 Ekim 2008’de

önemli bir adım atmış, kabul edilebilir teminatları genişleterek 2010 yılı sonuna kadar geçerli olacağını duyurmuştur. Duyuru ile Euro dışında ABD doları, İngiliz Sterlini ve Japon yeni cinsinden Euro bölgesinde ihraç edilen borçlanma senetleri, İngiltere kanunlarına göre yönetilen sendika kredi alacağı ile ECB tarafından kabul edilirligi ilan edilen organize olmayan piyasalarda işlem gören borç enstrümanlarını teminat kapsamına almıştır. ABD doları, İngiliz Sterlini ve Japon yeni cinsinden Euro bölgesinde ihraç edilen borçlanma enstrümanlarının değeri hesaplanırken %8, Euro sistemi para politikası ikinci sınıf borç enstrümanlarının %10, ECB tarafından kabul edilirligi ilan edilen organize olmayan piyasalarda işlem gören borç enstrümanlarına ise %5 ilave nominal değer üzerinden iskonto oranı uygulanacağı; ayrıca bahsi geçen organize olmayan piyasalarda işlem gören borç enstrümanlarının mevduat sertifikalarının da bu kapsama alınacağı ve bahsi geçen ikinci sınıf borç enstrümanların teorik değeri üzerinden %5 indirim tabi olacağı açıklanmıştır. Aynı tarihli kararlar Euro sistemi piyasası olan ve olmayan borçlanma senetlerinin kredi derecesi A-’den BBB-’ye düşürülmüş ancak varlığa dayalı menkul kıymetlerin A- olan kredi derecesi değiştirilmemiştir” (Özdemir, 2010:116-117, Kara, 2012:27). Varlığa dayalı menkul kıymetlerin kredi derecesinin düşürülmeyip sabit tutulması, banka kredileri ve diğer varlığa dayalı menkul kıymetler piyasasına işlerlik ve bu varlıkları elinde bulunduran bankalara likidite kazandırma amacı taşımaktadır. “Nitekim karar sonrasında devlet tahvillerinin teminat olarak kullanımında düşüş bu varlıkların teminat kullanımında artış gözlenmiştir” (Özdemir, 2010:117).

“8 Ekim 2008 tarihine kadar iskonto penceresinden gecelik borç verme ve borçlanma faiz oranı haftalık ana finansman operasyonlarında gerçekleşen minimum faiz oranının 100 baz puan üstünde ve altında uygulanmışken; 15 Ekim 2008 tarihinde gecelik borç verme faiz oranı 50 baz puan azaltılarak ve borçlanma faiz oranını 50 baz puan artırarak uygulamıştır. Ayrıca Ekim 2008’de faiz koridoru 200 baz puandan 100 baz puana düşürülmüştür” (ECB, t.y.b).

“ECB, zorunlu karşılık uygulamasını krizin derinleştiği 15 Eylül 2008’den önce likidite sağlayıcı ve bir gün vadeli operasyonlarla yürütürken, 15 Eylül-31 Ekim 2008 arasında zorunlu karşılık tesis döneminin son gününe kadar piyasaların daha fazla fonlamış, zorunlu karşılık oranlarını %2’den %1’e düşürmüş, 1 Kasım 2009-30

Eylül 2010 döneminde ise 7 günlük likidite veren operasyonların sayısı arttırmıştır” (Kara, 2012:24-25, TCMB, 2012:4).

Kriz sürecinde AB üyesi ülkeleri merkez bankalarının ABD doları ve diğer ülke para birimlerine ihtiyacı olmuştur. Krizin derinleştiği Eylül 2008’den itibaren kısa vadeli fon piyasalarında yaşanan likidite sıkıntısına cevap olarak yabancı para ihaleleri düzenlemiştir. “Ekim 2008’de BoC, BoE, SNB, ECB ve FED arasındaswap hattı oluşturulması konusunda mutabakata varılmış, ECB ve diğer merkez bankalarına ABD doları sağlanması kararlaştırılmıştır” (Demirbaş, 2013:64-65).

Ulusal merkez bankaları da çeşitli geleneksel politikalar izlemiştir. Örneğin “İsveç Merkez Bankası SNB; swap hatları kurmuş, faiz koridorunu daraltma politikası izleyerek faiz koridorunun tabanını sıfırın altına indirmiş, merkez bankası işlemlerine katılımcı banka sayısını artırmış, bankalara teminat karşılığı kredi vermenin yanı sıra 12 aylık sabit faizli kredi uygulaması başlatmış, temel politika faiz oranı olan repo faiz oranı uzun bir süre düşük düzeyde kalacağını beklediğini belirterek faiz taahhüdünde bulunmuştur. İngiltere Merkez Bankası BoE, iskonto penceresi ve hazır imkânları Ekim 2008’de uygulamaya başlamış, Ocak 2009’da iskonto penceresinin vadesini 25 baz puanlık ek bir maliyetle 364 güne çıkarmış, iskonto penceresi işlemleri ve uzun vadeli repo operasyonları için teminat çeşitlendirmesi uygulamış, zorunlu karşılık hesaplarını azaltarak zorunlu karşılık bakiyelerine faiz vermeye başlamıştır. Kanada, 2009 yılında uygulamaya başladığı faiz taahhüdü politikasını 2010 yılının ikinci çeyreğine kadar belli bir düzeyde tutacağını açık bir şekilde ifade etmiştir. Norveç kredi genişlemesi sağlamış, asimetrik faiz koridoru sistemi uygulamıştır. Polonya, Macaristan, Sırbistan faiz koridoru, zorunlu karşılık, API işlemlerinde teminat çeşitlendirmesi kullanmıştır. Macaristan değiştirilebilir zorunlu karşılık uygulamasını tercih etmiş ve finansal kuruluşlara merkez bankasına yatıracakları oranı özgürce belirleme imkânı tanımış, Sırbistan merkez bankası ise hem dinar hem de farklı döviz kurları için vadelere göre farklılaştırılmış zorunlu karşılık uygulamasını kullanmıştır. Polonya Merkez Bankası, faiz koridorunu gösterge faiz oranı çerçevesinde  $\pm 1,5$ ’lik bir bant olarak belirlemiştir, İzlanda Merkez Bankası, kısa dönemli piyasa faiz oranı volatilitelerini önlemek için faiz koridorunu daraltmıştır” (Vural, 2013:41-47, Kara, 2012:33-34).

### 3.7.2.2. Geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla likidite enjeksiyonu

ECB uygulanmakta olan düzenli ve ilave açık piyasa işlemlerine ek olarak 12 ay vadeli Uzun Dönem Yeniden Finansman Operasyonlarını içeren miktarsal genişleme işlemlerini de uygulamaya koymuştur. ECB tarafından hayata geçirilen miktarsal genişleme programları toplu olarak Tablo 10'dan (Fed ve ECB Tarafından Açıklanan Miktarsal Genişleme Paketleri) görülebilir. ECB'nin miktarsal genişleme paketleri FED'in 1. ve 2. QE parasal genişleme operasyonları ile Operational Twist olarak adlandırılan programlarına benzer şekilde hazırlanmış olmakla beraber karar ve uygulama zamanı açısından FED'e göre geç kalmıştır.

ECB likidite enjeksiyonuna Euro cinsinden tahvilleri birincil ve ikincil piyasalardan satın alarak başlamıştır. "Teminatlı Menkul Kıymet Alımı Programı kapsamında yürütülen ilk uygulama LTRO 1 (Long Term Refinancing Operations), Temmuz 2009-Haziran 2010 döneminde uygulanmış, 60 milyar Euro nominal değerli teminatlı tahvil alımı; para piyasası oranlarını düşürmüş, kredi kuruluşlarının fon sağlama koşullarını iyileştirmiş ve piyasa likiditesini geliştirmiştir" (ECB, 2012 ve Vong ve diğ., 2011, Akt., Kara, 2012:27). Piyasalarda meydana gelen sorunların yol açtığı olumsuzlukları gidermek amacıyla 2010 yılında ECB yeni tedbirler almak zorunda kalmıştır. "12 Mayıs 2010 tarihindeki 6-aylık LTRO-1 için ana yeniden finansman operasyonlarına (Main Refinancing Operations-MRO) verilen teklif fiyatlarının minimumlarının ortalaması kullanılarak oranların sabitlenmesine, 26 Mayıs ve 30 Haziran 2010 tarihlerindeki 3-aylık LTRO-1 operasyonunun tamamı için sabit bir oran uygulanmasına karar verilmiştir. Aynı zamanda menkul kıymet piyasalarındaki olumsuzlukların giderilmesi ve sağlıklı bir parasal aktarım mekanizmasının yeniden tesis edilmesi amacıyla Euro bölgesindeki kamu ve özel borçlanma senetlerinin alımını içeren Menkul Kıymet Piyasaları Programı (Securities Market Programme-SMP) başlatılmıştır" (TCMB, 2010b:7). "Mayıs 2010'dan Şubat 2012 'ye kadar SMP kapsamında menkul kıymet piyasalarına müdahaleler yapılmış, Eylül 2012'de sonlandırılmıştır" (ECB, t.y.c).

Açıklanan önlemler AB bankalarının kredi kalitesinde bozulma, finansman kaynaklarına ilişkin sıkıntılar ve ek sermaye ihtiyacına çözüm olamamıştır. “AB bankalarının kredi verme konusunda isteksiz davrandıkları ve kredi koşullarını sıkılaştırdıklarının tespiti üzerine ECB, bankalara sağladığı likidite imkânlarını genişletmiş ve hızlandırmıştır. Bu doğrultuda Aralık 2011 ve Şubat 2012’de LTRO-2 adı verilen 2. Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonları düzenleyerek 1019 milyar Euro tutarında bir ve üç yıl vadeli fon imkânı sunmudur. Ayrıca teminata kabul ettiği aktif havuzunu genişletmiştir” (TCMB, 2012:3-4, Kaya ve Barlas, 2013:3). “Eylül 2012’de dördüncü miktarsal genişlemeye giden ECB. Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions-OMT) isimli devlet tahvil alım programını başlatmıştır. Program için bir üst limit belirlenmemiştir” (Kaya ve Barlas, 2013:3). “Diğer miktarsal genişleme programları bankaların kredi sıkışıklığını aşmaya yönelikken OMT, ekonomik daralma yaşayan ülkelerin borçluluk seviyelerinde ortaya çıkan artışa çözüm amaçlı düşünülmüş ve uygulamaya konmuştur. Tahvil alım programının uygulanmaya konmasıyla AB ülkelerinin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeler kısmen giderilmiştir” (TCMB, 2013b:4).

2011 yılı itibariyle faiz oranlarının sıfır düzeyinde olması ve alınan diğer önlemlere rağmen ekonomik daralma, çok düşük enflasyon süreci ve AB bankalarının kullandığı kredilerde yaşanan sıkışıklığı aşmak ve kredi mekanizmalarını yeniden çalıştırmak amacıyla ECB yeni bir program geliştirmek zorunda kalmıştır. “Haziran 2014’de Hedefli Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu (TLTRO) adı verilen operasyonlarla bankalara uzun vadeli ve son derece düşük faiz oranlarından fon erişimi sağlanması ve bankaların ellerindeki fonları kredi olarak şirketlere aktarması hedeflenmiş, ilk olarak bu programdan finansman sağlamaya başlayacak bankalara 30 Nisan 2014 tarihi itibariyle konut kredileri haricinde finansal olmayan sektörlere sağladıkları kredilerin toplamının %7’si kadar bir borçlanma olanağı sağlanmıştır. Finansman olanakları 2014 yılı için Eylül ve Aralık aylarında, Mart 2015 ila Haziran 2016 arasında ise bankalar üç ayda bir olmak üzere dört ayrı finansman ile toplam altı operasyon olarak planlanmış, kredilerin geri ödemesi ise her kullanılan finansmandan en az 24 ay sonra başlatılmıştır” (ECB, 2014).

“Son olarak ECB, Eylül 2014’de Euro bölgesi para politikasının aktarımını sağlamak, kredi mekanizmasının desteklemek ve para politikası uyumunu geliştirmek amacıyla iki yeni program duyurmuştur. Genişletilmiş varlık alımlarını gerçekleştirmek üzere Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı (ABSPP) ve ECB’nin fiyat istikrarı görevini yerine getirmek amacıyla 3. Tahvil Alım Programı (CBPP3) hazırlamıştır. Alımlara en az Eylül 2016’ya kadar ve %2 enflasyon oranına ulaşıncaya kadar devam edilmesi amaçlanmıştır” (ECB, t.y.c).

Ülke uygulamaları; 2007-2008 döneminde alınan önlemler Tablo 6 ve 2009-2012 döneminde alınan önlemler olarak Tablo 7’de verilmişti. AB ülkelerinin ekonomik ve mali açıdan birbirinden farklı kurumlara ve özelliklere sahip olması sebebiyle tablolardan da görüleceği üzere krizle mücadelede her ülke kendi yapısına uygun acil likidite politikaları üretmek zorunda kalmıştır. Bazı uygulama örnekleri;

“Avrupa’nın en büyük ekonomisine sahip olan Almanya; finansal sektöre destek sağlamak üzere 500 milyar Euro tutarında banka kurtarma paketi hazırlamış ve bu tutarı kurulan Mali Piyasa İstikrar Fonu’na transfer ederek kullandırmıştır. Banka kurtarma paketinin 400 milyar Euro’luk kısmı bankalar için getirilen garantiler, 80 milyar Euro’luk kısmı bazı bankalara sermaye enjeksiyonu, 20 milyar Euro’luk kısmı da garantilerin desteklenmesine ayrılmıştır. Hazırlanan paket Almanya’nın 2009 yılı GSYİH’sının %19,8’i düzeyinde olup 2010 yılının sonuna dek işlev görecektir şekilde yürürlüğe girmiştir” (Işık ve Tünen, 2011:36, Oğuz ve Pehlivan, 2012:7, Erdönmez, 2009:90).

Önemli küresel finans merkezlerinden biri ve Avrupa’nın en büyük ikinci ekonomisi olan İngiltere\*; ABD’den sonra ilk kurtarma paketi açıklayan ülke olmuştur. BoE Eylül 2007’de başladığı APİ, iskonto penceresi operasyonları, faiz oranını kendi alt sınırına düşürme ve diğer geleneksel para politikaları yanında bankacılık sektörüne karşı azalan güveni sağlayabilmek amacıyla birtakım ilave önlemler almıştır. “Bu kapsamda BoE, Ekim 2008’de kapsamlı bir paket hazırlamış,

---

\*ABD gibi İngiltere’de de tüketici ve konut kredilerini kapsayan hanehalkı kredileri 1970’lerden itibaren, finans sektörü dışı kredilerden çok daha hızlı artış göstermiştir. Son dönemlerde artan varlık fiyatları ve düşük reel faiz oranları tüketimi ve dolayısıyla kredi talebini artırmıştır. Artan kredi talebini karşılayan bankalar bilançolarında oluşan riskleri minimize edebilmek amacıyla menkul kıymetleştirilmiş ürünlere yönelmiştir. Kriz sonrası ön plana çıkan mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler konut piyasalarındaki gelişmelere bağlı olarak en sorunlu ürünler haline gelmiştir (Demir ve diğ., 2009:43-44).



bankalara üç ayrı şekilde likidite desteği öngörülmüştür. 400 milyar Sterlin (691 milyar dolar) tutarında olan kurtarma paketinin 50 milyar Sterlini (87,8 milyar dolar) bankaların tier 1 sermayelerini artırmaları için sermaye enjeksiyonu amacıyla hazırlanmıştır. 250 milyar Sterlini (439 milyar dolar) bankaların kısa ve orta vadeli (36 ay vadeli) borçlarına garanti verilmesi amacıyla kullanılmak üzere, 200 milyar Sterlini (351 milyar dolar) ise bankaların portföylerinde bulunan ve bozulan piyasa dinamikleri nedeniyle likit olmayan ABS'lerin, yüksek kredi dereceli (AAA) Hazine kağıtlarıyla değiştirilmesini içeren ve FED'in uyguladığı TSLF'ye benzer bir program olan Özel Likidite Planını (Special Liquidity Scheme-SLS) uygulanmasına ayrılmıştır”( Özdemir, 2010:123, Demir ve diğ., 2009:50-53, Demirbaş, 2013:66). “Ayrıca BoE, özel sektör varlık piyasalarını desteklemek amacıyla Ocak 2009'da Varlık Alım Programı (Asset Purchase Facility-APF) için yetkilendirilmiş, yüksek kaliteli özel sektör varlıkları (finansman bonusu, şirket tahvilleri, kredi garanti kapsamında ihraç edilen kağıtlar, sendikasyon kredileri ve VDMK) alım kapsamında kabul edilmiş, program Kasım 2011'de kapatılmıştır” (BoE, t.y., Özdemir, 2010:125, Demir ve diğ., 2009:50).

“Fransa, bankaların verdiği borçlara 5 yıl süreyle garanti vererek para piyasası işlemlerini aşmak için 474 milyar dolar fon ayırmış ve bu amaçla bir devlet şirketi kurmuştur. Ülkede bankaların sermayelerini yeniden yapılandırmaları için kurulan şirkete 40 milyar dolar verilmiştir. Ayrıca bankaların sorunlu aktiflerinin alınması ve garanti edilmesi için ayrılan fonla Fransa'nın banka kurtarma paketi 520 milyar dolar olmuştur” (Apak ve Aytaç, 2009:235, Yıldırım, 2011:271).

Açıklanan ülkelerin dışında “İspanya, İrlanda, Hollanda, Belçika ve İsveç ve diğer AB ülkeleri de finansal kuruluşlara likidite desteği amacıyla büyük miktarlarda harcamalar yapmış, gelişmiş ülkelerin bankalara likidite desteği konusuna daha çok önem verdiği görülmüştür” (Erdönmez, 2009:90 ve Yıldırım, 2011:271)

Gerek ECB'nin gerekse ulusal merkez bankalarının öncelikle bankaların finansman kaynaklarını zenginleştirip kâr marjlarını yükseltmeyi ve borç finansmanı olanakları sağlamayı hedefleyen politikalar geliştirmeyi tercih ettikleri görülmektedir. Bankalara sunulan milyarlarca euro 2012 yılının başından itibaren piyasalar üzerindeki baskıyı hafifletmiş bulunmaktadır. Ancak AB'de faiz oranlarının eksi seviyelerde ve enflasyonun çok düşük düzeyde olması nedeniyle

emtia fiyatlarında düşüş ve resesyona tehlikesini önleyebilmek açısından genişletici para ve maliye politikalarına devam edilmesini zorunlu kılmıştır.

### 3.7.2.3. Kamusal müdahaleler

Krizin ABD ekonomisi üzerindeki etkilerine benzer bir süreç AB ülkelerinde de yaşanmış, yatırımcıların güven kaybına bağlı olarak banka hisselerinin piyasa değeri hızla düşmüş, GSIFI'lar iflasla karşı karşıya gelmiştir. Kamu politikalarını yürüten otoriteler bu kuruluşların iflasının yaratacağı yayılma etkisini önlemenin gerekliliği ile aşağıda açıklanan müdahale kararlarını almak zorunda kalmıştır.

“AB’de Benelüks ülkelerinin (Belçika, Lüksemburg, Hollanda) müdahaleleri dikkat çekmiştir. Hisselerinin piyasa değeri %35 oranında eriyen Fortisbank mali sıkıntı içine düşmüş, Eylül 2008’de Belçika, Lüksemburg, Hollanda hükümetleri bankaya ortaklaşa sermaye desteğinde bulunmuş banka %49 oranında devletleştirilmiştir” (Taşar, 2009b:83, Coşkun, 2009:34, Aktif Haber, 2008).

“2007 itibarıyla aktif büyüklüğü 605 milyar Euro olarak ölçülen Dexia; %30’luk bir değer kaybının ardından Fransa, Belçika ve Lüksemburg hükümetleri tarafından 29 Eylül 2008’de sermaye aktarılarak kurtarılmaya çalışılmış, bankanın tüm borçlarına 1 yıl süreyle garanti verilmiştir” (TCMB, 2008a:3).

“İsviçre Bankası UBS, kriz nedeniyle uğradığı 44,2 milyar dolarlık zararlar Avrupa’nın krizden en çok etkilenen bankası olmuştur. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde hızlı fon çekişlerine maruz kalan UBS’ye İsviçre hükümeti sermaye aktarımı gerçekleştirmiş ve bankanın bilançosundaki sorunlu aktiflerin azami 60 milyar CHF’lik kısmını İsviçre Merkez Bankası tarafından desteklenen özel bir fona aktarmaya karar verilmiş, işlem sonrası İsviçre hükümeti bankanın %9,3’üne sahip hale gelmiştir” (TCMB, 2008a:4, Coşkun, 2009:35).

“Almanya’da, 2. Dünya Savaşı’ndan bu yana ilk kez bir banka; gayrimenkul ve yatırım bankacılığında uzman olan Hypo Real Estate Bank 102+40 milyar Euro devlet desteği verilerek Alman Hükümeti tarafından kamulaştırılmıştır” (Coşkun, 2009:35-44, Hürriyet Ekonomi, 2010).

“İngiltere’de ise kredi piyasasından fon temin etmekte zorlanan Northern Rock vadesi gelen borçlarını ödemek için BoE’den son kredi mercii olarak likidite desteği talebinde bulunmuş, yapılan desteklere rağmen finansal sıkıntılarını aşamaması üzerine Şubat 2008’de kamulaştırılmıştır” (Demir ve diğ., 2009:63). “Aktiflerine göre ülkenin en büyük 9. bankası olan Bradford&Bingley’in perakende işlemleri Abbey National’a 29 Eylül 2008 tarihinde devrolmuş, mevduat dışındaki aktif ve pasifleri sağlanan sermaye desteği ile Hazine’ye aktararak kamulaştırılmıştır. 8 Ekim 2008’de Heritable ve Kauping Singer&Friedlander bankaların rasyolarını tutturamadığı ve mudilere karşı yükümlülüklerini yerine getiremediği için bu bankaların mevduatlarının toplayan KaupingEdge, ING Direct’e devredilmiştir. 13 Ekim 2008’de ayrıntıları kamuoyuna duyurulan finansal sektöre destek paketi çerçevesinde, 37 milyar Sterlin, The Royal Bank of Scotland-RBS, Bank of Scotland bankacılık zincirinin bir bölümü olan mortgage sağlayıcısı ve tasarruf kuruluşu Halifax Building Society-HBOS ve Lyods TSB’nin kurtarılması için ayrılmıştır. Mortgage kredileri portföyünden kaynaklanan zararlar ve küresel mali krizin getirdiği likidite sıkıntıları nedeniyle 18 Eylül’de Lloyds Bank Plc. ile birleşeceğini açıklayan HBOS’a hükümetin kurtarma paketinden sermaye desteği sağlanacağı belirtilmiştir. Krizin derinleşmesiyle varlıklarında ciddi değer düşüşü yaşayan Royal Bank of Scotland’a İngiltere Hükümeti, Ekim 2008’de hazırlanan paket çerçevesinde sermaye desteği sağlayacağını açıklamıştır. Pakette yer alan kararla The Royal Bank of Scotland’ın (RBS) imtiyazlı hisseleri adi hisseye çevrilmiş, devletin bankadaki yüzde 58’lik hissesi de yaklaşık yüzde 70’e yükselmiştir” (gazetevatan.com, TCMB, 2008a:4, Demir ve diğ.,2009:63-64). “Ayrıca, Abbey, Barclays, HSBC Holding Company’nin İngiltere iştiraki olan HSBC Bank plc, Standart Chartered ve ülkenin en büyük yapı birliği olan Nationwide Building Society’in her biri aktarılan sermaye oranında kamulaştırılmıştır” (Coşkun, 2009:35).

En geniş çaplı müdahalelerin İngiltere’de gerçekleştirildiği görülmekle beraber ülkelerin değişen derecelerde gerçekleştirdiği bankalara yönelik kamulaştırma ve diğer müdahalelerin ortak noktası, yatırımcı güveninin yeniden kazanılması ve finansal piyasaların işlerliğine kavuşturulması yoluyla reel sektörün desteklenmesidir. Ancak AB ülkeleri, birlik antlaşmalarında ekonomik ve mali

politikaların koordinasyonuna ilişkin kesin yaptırımların bulunmamasının da etkisiyle finansal sorunlarla ortak mücadele konusunda çok başarılı bir performans sergileyememiş, finansal piyasalara yönelik önlemler ekonomik durgunluğun aşılması için yeterli olmamış, özellikle faiz oranlarının eksi düzeylerde seyretmesine rağmen resesyon sorununun çözülememiş olması diğer sektörlere, tüketicilere ve kamu harcamalarına yönelik genişletici maliye politikalarına başvurulmasını gerektirmiştir.

### **3.8. Maliye Politikası Önlemleri**

Finansman koşullarında meydana gelen bozulma; toplam talebin gerilemesi, ticaretin yavaşlaşması, işsizlik, azalan ve gerileyen sosyal haklar, düşen yaşam standartları, geleceğe yönelik belirsizlik, ümitsizlik ve güvensizliğin artması ve yaygınlaşmasına sebep olmuştur. Gelinen noktada çözüm üretmeye çalışan AB ülkeleri genişletici maliye politikalarına başvurmak zorunda kalmıştır. Maliye politikaları AB organları ve kurumları tarafından birlik geneline yönelik ortak önlemler ve ülkelerin kendi koşullarına uygun ayrı önlemler olarak ortaya çıkmıştır.

#### **3.8.1. Firmalara dönük mali önlemler**

Birlik geneline yönelik en kapsamlı mali önlemler Avrupa Ekonomik Kurtarma Planı (European Economic Recovery Plan-EERP) ile alınmıştır. “Avrupa Komisyonun’da ekonomik ve mali istikrarın sağlanmasını esas alan ve Birlik ülkelerinde satın alma gücünü arttırmayı ve böylece talebi genişletmeyi hedefleyen EERP Lizbon Stratejisine uygun olarak hazırlanmış ve Kasım 2008’de kabul edilmiştir” (Tokatlıoğlu ve diğ., 2010:225). “30 milyar AB, 170 milyar üye ülkelerce karşılanacak olan 200 milyar Euro tutarlı ve AB GSYİH’sının %1,5’i oranındaki kurtarma planının stratejik amaçları talebi hızla canlandırmak ve tüketici güvenini artırmak, krizin işini kaybeden işçi ve aileleri gibi en savunmasız kesimler üzerindeki etkisini azaltmak ve işgücü piyasasına yeniden dönmelerini sağlamak, AB ekonomisinin rekabet ve geleceğin ihtiyaçlarıyla uyumlu şekilde büyümesi ve gelişmesine yardım etmek, iklim değişikliğini sınırlayıcı, enerji maliyetlerini düşürücü işletme ve uygulamaları destekleyerek yeni istihdam alanları ve dünya

pazarlarında fırsatlar açmak olarak belirlenmiştir. EERP metninde işçiler, hane halkı ve girişimciler krizden ilk etkilenen gruplar olarak belirtilmiş ve krizden etkilenen girişimcilerin yatırım, büyüme ve istihdam yaratması için bazı önlemlere yer verilmiştir” (Avrupa Komisyonu, 2008:5-6). Söz konusu önlemler aşağıda sıralanmıştır:

“1-İşletmelerin yeterli ve uygun finansal koşullara erişmeleri sağlamak üzere i)Akıllı Bina ve Enerji Yönetim Sistemleri (European Installation Bus-EIB) alanında faaliyet gösteren KOBİ’lere (SME’s) sağlanan krediler 10 milyar €’dan 30 milyar €’ya çıkarılması, ayrıca orta ölçekli EIB’lerin borç verilerek güçlendirilmesi, ii)araştırma, geliştirme, yenilik, eğitim, çevre koruma, teknoloji, ulaşım ve enerji verimliliğini teşvik etmek için bu alanda tasarlanmış yatırımlara %25’i hibe olmak üzere %50 oranında yardım sağlanması hedeflenmiştir. 2-Girişimciliği teşvik etmek ve prosedürleri azaltmak amacıyla i)Avrupa’nın herhangi bir yerinde sıfır maliyetle, tek bir noktadan, üç gün içinde iş kurma garantisi verilmiş, ii)mikro işletme kurma şartları hafifletilmiş, iii)sınır ötesi faaliyetleri kolaylaştırmak üzere özel şirket tüzüğü önerisi getirilmiş, iv)18 bin €’ya kadar tutarlı E-faturalar kâğıt faturalamaya eşdeğer tutulmuş, v)patent başvurularında %75’e kadar markalarda yarı yarıya maliyetlerin azaltılması önerisi getirilmiştir. 3-Düşük karbon ekonomisine doğru yapısal değişim sağlamak için destek verilmesi kararlaştırılmıştır” (Avrupa Komisyonu, 2008:12-13).

“Komisyon EERP çerçevesinde 7.4.2009’da krizin etkilerini hafifletebilmek amacıyla bir bildirim yayınlayarak 1 Temmuz 2008 ve öncesinde ekonomik sıkıntı içinde olmaması şartıyla topluluk bazında geçici devlet yardımları mekanizmaları oluşturmuştur. Komisyonca 31 Aralık 2010’a kadar; i)devletlerin firmalara, Devlet Yardımları Rejimi kapsamında firma başına üç mali yıl için en fazla 200.000 €olan nakit devlet yardımı sınırı 500.000 €’ya çıkarılmış, ii)işletmelerin borçları ve diğer finansal yükümlülüklerine devlet tarafından garantiler getirilmiş, fakat hem bankaların riskten kaçınmalarını hem de KOBİ’lerin fonlara kolay ulaşmalarını sağlamak amacıyla devletlere KOBİ’lerin yeni alacakları kredi garantilerinin yıllık priminde %25, büyük işletmelerinde %15 indirim yapabilme serbestisi verilmiş, iii)yatırımını en son 31 Aralık 2010’da başlayan çevreye dost ürünlerin yetiştirilmesine yönelik projelerin finansmanı için kredi desteği ile KOBİ’lere %50’lik, büyük işletmelere %25’lik faiz indirimi yapılmış, iv)riskli sermaye yatırımlarında özel

yatırımcı katılım payı %30'a indirilmiş, bu tip yatırımlarda yıllık yardım miktarı 1,5 milyon Euro'dan 2,5 milyon Euro'ya çıkarılmıştır, v)üye devletlerin ihracat kredi sigortası prosedürlerini basitleştirmeleri istenmiş, vi)kamu ve özel sektör tarafından 31.12.2010'a kadar yapılan sözleşmelerle şirketlere verilecek olan kredilere indirimli faiz oranları uygulanması kabul edilmiştir" (İTKİB, t.y.:2-9). Firmalara düşük faizle kredi verilmesine yönelik bir diğer program da 2014'de tasarlanan TLTRO operasyonudur ve önceki bölümlerde açıklanmıştır.

Görüldüğü gibi EERP'de yer alan firmalara yönelik önlemlerle kısa vadede mali sıkıntı içindeki firmaların faaliyetlerinin devamlılığını sağlama ile yatırımların desteklenmesi sayesinde uzun vadede yüksek ve sürdürülebilir büyüme amaçlanmıştır. Bu temel amaçlar doğrultusunda Komisyon tarafından alınan önlemler yanında birçok ülke kendi ekonomik koşullarına uygun olarak ulusal kurtarma paketleri hazırlamış ve kilit önemdeki sektör ve işletmeler çeşitli şekillerde desteklenmiştir. Bazı ülke uygulamaları aşağıda özetlendiği gibidir:

"Almanya'da ekonomiyi canlandırmak için 5 Kasım 2008'de çıkarılan 31 milyar €luk (40 milyar dolar) ilk paket sanayideki desteklere ve vergi teşviklerine odaklanmış, 17 Ocak 2009'da 50 milyar €luk (67 milyar dolar) ikinci kurtarma paketi açıklanmıştır. Daha çok tüketicilere ve bireylere yönelik tedbirler içeren ikinci pakette KOBİ'lere kredi sağlanması, istihdam ve otomotiv sektörünün desteklenmesi gibi firmalara yönelik önlemler de yer almıştır" (Karagöz, 2009:14, Tokatlıoğlu ve diğ., 2010:228). "Ülke ekonomisinde önemli konumda olan otomotiv sektöründe satışları canlandırmak üzere vergi indirimi yapılması ve indirimin 2010'dan itibaren 6,05 milyar €'ya çıkarılması öngörülmüştür. En az 9 yaşında olan eski aracını hurdaya çıkarıp emisyon şartlarına uygun yeni araç alanlara en az bir yıl süreyle elde tutma şartıyla vergi indirimi getirilmiştir" (Özperhiz, 2009:145, Hiç, 2009:25, MÜSİAD, 2009:45). İşletmelere, koşulları daha uygun amortisman takvimi hazırlanarak yatırım teşviki sağlanmıştır. "2009 ve 2010 yıllarında üretilen ya da satın alınan sabit kıymetler için daha önce kadırlan azalan bakiyeler yöntemiyle amortisman ayrılmasına izin verilmiş, ayrıca KOBİ kapsamına giren işletmelerin ürettiği veya satın aldığı bazı taşınabilir kıymetere özel amortisman uygulaması getirilmiştir" (Ernst&Young, 2009).

Kriz öncesi konut politikaları ABD ile benzerlik gösteren İngiltere hükümeti kriz sonrası ilk kurtarma paketini gayrimenkul sektörüne yardımlara yönelik olarak hazırlamıştır. “Konut piyasasının yeniden istikrar ve güven ortamına kavuşması amacıyla hazırlanan paket Eylül 2008’de açıklanmıştır. Ağırlıklı olarak ödeme zorlukları yaşayan hanehalkını destekleyen içerikteki pakette gelecek 18 ay içinde teslim edilmesi gereken 5.500 sosyal konutun bitirilmesi için gerekli olan 400 milyon £’in temin edilmesi de öngörülmüştür” (Demir ve diğ., 2009:56-57). “Kasım 2008’de açıklanan 20 milyar £ tutarındaki ve KDV indirimlerine odaklı ikinci kurtarma paketi Ocak 2009’da KOBİ’lerin yatırım ve kredi ihtiyaçlarına yönelik yeni tedbirlerle geliştirilmiştir. Ciro su 500 milyon £’e kadar olan KOBİ’lerin kısa vadeli banka borçlarını garanti altına almak üzere ek banka kredisi olanağı sermaye fonu oluşturulmuştur” (Demir ve diğ., 2009:54). “Ayrıca sabit kıymet alımında kullanılabilir %25 oranındaki maksimum kredi sınırlaması kaldırılmış, zararların geçmiş yıl kârlarından mahsup süresi bir yıldan üç yıla çıkarılmış, Kurumlar Vergisi artışı ertelenmiş, aracı kurumların aracılık hizmetlerinin finansmanında, proje maliyetinin %50’si olan sınırlandırma %100 fonlama olarak değiştirilmiştir. İngiltere’nin Ocak 2009’da açıkladığı üçüncü kurtarma paketi ise önceki bölümde açıklanan bankaların riskli varlıkları için garanti programını kapsamaktadır” (Ernst&Young, 2009, Demir ve diğ., 2009:55-62, Tokatlıoğlu ve diğ.,2010:229).

“Fransa; Kasım 2008’de 26 milyar €’luk (33 milyar dolar) bir kurtarma planı açıklamıştır. Özellikle altyapı yatırımları ve projelerine odaklanan planda iş dünyasının nakit akışına destek olmak için amaçlanmıştır. Şirketlerin nakit akış hızlarını arttırmak için, zararların geçmiş yıl kârlarından düşülmesinden doğan vergi alacaklarını doğrudan mükellefe iade etme uygulaması, şirketlerin KDV alacaklarının üçer aylık dönemler yerine aylık olarak iadesi, şirketlerin 2005-2007 dönemine ilişkin kullanılmayan AR-GE tutarlarının belirli şartların sağlanması halinde şirketlere iadesi uygulamaları başlatılmıştır. Fransız iş gücünün %10’unu istihdam eden otomotiv sanayisini desteklemek amacıyla Renault ve Peugeot firmalarının kredilerine garanti vermek ve otomotiv sanayisini desteklemek üzere fon tahsis edilmiştir. 26 milyar €’luk planın dışında 2009 yılında şirketlerin yatırımlarında vergi indirimleri ve krediler sağlamak için 15 milyar dolar fon daha ayrılmıştır” (Karagöz, 2009:15, Jackson, 2009:22-26, Ernst&Young, 2009).

“İtalya’da “16 Kasım 2008’de açıklanan 52 milyar dolarlık kurtarma paketinin üç yıla yayılarak kullanılması planlanmıştır. Pakette şirketlere kredi olanakları sağlanmasını öngörülmüştür” (Jackson, 2009:22). “Firmaların makine ve teçhizat yatırımları için vergi kredisi sağlanmış, kurumlar vergisi ve kurumlar vergisi geçici vergi ödemeleri azaltılmış, büyük sanayi şirketlerinin gaz tüketimindeki vergilere ve karayolu taşımacılığı hizmetlerinde vergi ve sosyal güvenlik primlerine yönelik kesintiler getirilmiştir” (Tokatlıoğlu ve Bakar, 2012:488). “6 Şubat’ta açıklanan kurtarma paketinde otomotiv sektörüne yönelik destekler yer almıştır. Eski otomobilini satarak yenileyenlere, doğayı daha az kirleten cihazları alanlara 1.950 dolara kadar %20’lik vergi indirimi getirilmiştir” (Jackson, 2009:22). “Ayrıca 2007 yılında çıkarılan AR-GE indirim ve teşvik sistemi belirli şartlar altında diğer ülke mukimi şirketleri de kapsayacak şekilde genişletilmiştir” (Ernst&Young, 2009).

“İspanya Nisan 2008, Ağustos 2008 ve Kasım 2008’de olmak üzere üç ayrı kurtarma paketi açıklamıştır. Kurtarma paketlerinde KOBİ’lere yardım, kredi sağlanması, sosyal konut inşaatı destekleri, Ar-Ge yatırımı, otomobil endüstrisi teşvikleri kapsamında 10.000 € faizsiz kredi verilmesi yer almış, istihdamın devamı için serbest amortisman uygulaması, vergi tecilinde faiz indirimi, hidrokarbon ve tütün üzerine ÖTV artırımını yapılmıştır” (Hiç, 2009:35, Tokatlıoğlu ve diğ., 2010:230, Tokatlıoğlu ve Bakar, 2012:488).

“Hollanda’da 22 Kasım 2008’de açıklanan kurtarma paketinde sanayi altyapısının güçlendirilmesi ve işletmelere daha fazla nakit kaynak aktarılması hedeflenmiş; vergilerin her ay yerine üç aylık dönemlerde ödenmesi mümkün kılınmış, enerji tasarruflu araba alımları ve eski taşıtların değiştirilmesine yönelik destekler sağlanmıştır” (İçli, 2009:133, Jackson, 2009:22). “Belçika’nın 11 Aralık 2008’de açıkladığı kurtarma paketinde şirketler için vergi indirimi, KOBİ’lere kredi ve KDV ödemelerini geciktirme; Portekiz’in 14 Ocak 2009’da dolarlık kurtarma paketinde KOBİ’lerin finansman koşullarının iyileştirilmesi, sanayi için yeniden yapılanma fonu, ihracat kredisi sigortası mekanizmalarının desteklenmesi, yatırımlarda vergi indirimi önlemleri yer almıştır” (İçli, 2009:134, Jackson, 2009:22).

### **3.8.2. Tüketicilere dönük mali önlemler**



Kriz sürecinde resesyona karşı karşıya kalan ve eksi seviyelere indirilmiş olmasına rağmen faiz politikaları ile sonuç alamayan AB’de talebi artırıcı politikalar kapsamında tüketicilere yönelik önlemler önem kazanmıştır. Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan EERP’de, krizin işini kaybeden işçi ve aileleri gibi en savunmasız kesimler üzerindeki etkilerini en aza indirmek, işgücü piyasasına yeniden dönmelerini sağlamak, gelir ve harcamaları artırmak amaçlı önlemlere yer verilmiştir. Belirtmek gerekir ki firmalara dönük önlemler ile yatırım harcamalarına dönük önlemlerin bir kısmı da istihdam yaratmak suretiyle tüketicilerin gelir ve harcamalarını artırıcı bir amaca hizmet etmek üzere tasarlanmıştır.

“EERP, işini kaybetmiş bireylerin eğitim ve becerilerinin geliştirilmesi suretiyle iş hayatına yeniden entegrasyonunu sağlayarak uzun vadeli işsizliği önleyici esnek politikalara odaklanmış, talebi artırmaya yönelik olarak satınalma gücünün artırılmasının yanında sosyal korumanın teşvik edilmesinin önemi vurgulanmıştır. Planda; 1-İstihdam desteği sağlamak üzere; i)yapısal işsizlikle mücadele, çalışma koşullarını iyileştirme, işçilerin mesleki eğitimlerinin sağlama, yaşam standartlarını yükseltme ve işsizlere gelir sağlama amacıyla amacıyla 1958 yılında oluşturulan Avrupa Sosyal Fonu’ndan (ESF) üye ülkelere fon sağlanması, fonun kriterlerinin basitleştirilmesi ve üye devletlerin 2009’dan önce fona erişimlerini hızlandırıcı adımlar atılması, ii)1987 yılında kurulan Avrupa Uyum Fonu (European Globalisation Adjustment Fund) kurallarının revize edilmesi kararlaştırılmıştır. 2- İşgücü talebi yaratmak için ise üye devletlere, işverenlerin sosyal yüklerini azaltarak düşük vasıflı işçilerin istihdamının teşvik edilmesi, KDV oranlarının azaltılması, hanehalkı ve çocuk bakımı hizmetleri ve savunmasız gruplar için sübvansiyonlar sağlanması gibi yenilikçi çözümler getirilmesi önerisinde bulunulmuştur” (Avrupa Komisyonu, 2008:11, Onur, 2009:48, Yaman, 2009:81). “AB, 7 Mayıs 2009’da AB İstihdam Zirvesi gerçekleştirmiş, zirvede; krizden kaynaklanan işsizliğin bireyler ve aileler üzerindeki etkilerinin azaltılması ve yapısal bir sorun haline dönüşmeden işsizliğin önüne geçilmesi başa çıkılması gereken iki temel sorun olarak gösterilmiştir” (İçli, 2009:133).

AB ülkeleri ulusal kurtarma paketlerinde; EERP ve İstihdam Zirvesi’nin ortak önerileri olarak; istihdamın artırılması ve savunmasız kesimlere krizin etkilerinin azaltılmasını sağlayıcı gelir desteği sağlanmasına yönelik önlemlere yer vermiştir.

“Almanya, 17 Ocak 2009’da açıkladığı 50 milyar €’luk (67 milyar dolar) ikinci kurtarma paketinde; çocuk yardımı alan ailelere bir defaya mahsus olmak üzere 100 euro ek ödeme, 6 ila 13 yaş arasındaki çocuklara uygulanan çocuk yardımı oranının % 60’dan %70’e çıkarılması gibi aileler için özel önlemlere yer vermiştir. Vergi ve diğer kesintiler için 18 milyar dolar ayrılmış, Gelir Vergisi tarifesinde en düşük oranın % 15’ten % 14’e, sağlık sigorta primlerinin % 15,5’ten % 14,9’a indirilmesi, asgari geçim indiriminin 664 Euro’dan 8.004 Euro’ya yükseltilmesi kararlaştırılmıştır. Yatırım harcamalarına fonun yaklaşık üçte ikisi iş gücü eğitimi ve mesleki yetiştirme faaliyetlerine tahsis edilmiştir” (Tokathoğlu ve diğ., 2010:228, Özperhiz, 2009:145). “İstihdam politikaları kapsamında Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu ve Avrupa Sosyal Fonundan faydalanmış, 2007-2013 döneminde bu fonlardan kullandığı fonları yenilik, AR-GE, eğitim, işgücü piyasasındaki dezavantajlı grupların entegrasyonu, insan sermayesinin geliştirilmesi, işletme ve işçilerin uyum ve rekabet gücünün artırılması amacıyla kullanmıştır” (Korkmaz ve diğ., 2013:117-118). “Bankaların likidite sıkıntılarını aşmalarına dolaylı destek sağlamak amacıyla kriz öncesinde minimum 20.000 €olan mevduat sigortası limiti kaldırılmış tüm özel kişi hesaplarına tam güvence verilmiştir” (TCMB, 2008a:6).

“İngiltere Eylül 2008’de krizin bireyler üzerinde yaratacağı tesirleri önlemek amacıyla Mortgage Kurtarma Paketi açıklamıştır. Pakette, yıllık geliri 60.000 £’in altındaki yaşlı, özürlü ve çocuk sahibi konut kredisi kullanıcıları hedef alınmış; ilk defa konut satın almak isteyen 18.000 kişiye yeni bir plan sunmak, konutlarını kaybetme riskiyle karşı karşıya olan 6.000 konut sahibini desteklemek, konut sahibi olan ancak kriz nedeniyle işini kaybedenlere yapılan desteği genişletilmek önlemlerine yer verilmiştir” (Demir ve diğ., 2009:56-57). “İngiltere’nin, Kasım 2008’de açıkladığı ikinci kurtarma paketinde KDV oranları 1 Aralık 2008-31 Aralık 2009 dönemi boyunca 13 ay süreyle %17,5’ten %15’e düşürülmüş, Asgari Geçim indirimi 2009 yılı için 6.035 pound’dan 10.000 pound’a çıkarılmıştır” (Özperhiz, 2009:145, Jackson, 2009:22, Tokathoğlu ve diğ., 2010:229). “Hazırlanan paketleri fonlamak üzere yıllık geliri 150.000 £’in üzerinde olanlardan alınan verginin %40’dan %54’e çıkarılması kararlaştırılmış, çok yüksek kazanç sahibi olan kişileri denetlemek üzere Maliye Bakanlığı bünyesinde özel bir birim kurulmuştur” (Özperhiz, 2009:145, MÜSİAD, 2009:44). “Bunların yanında kriz nedeniyle işten

çıkartılanları istihdam eden işletmelere mali destek verilmesi kararlaştırılmış, kriz öncesinde 35.000 £'a kadar tam güvence verilen mevduat sigortası limiti kriz sonrasında 50.000 £'a yükseltilmiştir” (TCMB, 2008a:6, İçli, 2009:137).

“Fransa, Kasım 2008’de açıkladığı kurtarma planı kapsamında düşük gelirli hanehalkına 200 €’luk ödeme sağlamıştır” (Jackson, 2009:26) . “Krizin gençler ve düşük nitelikli işçiler üzerindeki etkilerini sınırlamak ve mesleki eğitimi güçlendirerek uzun süreli istihdam edilebilirliği artırmak amacıyla Sosyal Yatırım Fonu tesis edilerek sosyal gereksinimlere cevap vermeye çalışılmıştır. Ayrıca işsizliğin azaltılması için Avrupa Sosyal Fonu’ndan 2007-2013 yılları için toplam 8,991 milyar €’luk fon tahsis edilmiş, bu fonun bir kısmı istihdamda ayrımcılıkla mücadele amacıyla kullanılmak üzere ayrılmıştır” (Gençler, 2011:14-15). “Ayrıca EERP’de önerilen işletmelerin sosyal yükünü hafifletmek amacıyla 10 ve daha az işçi çalıştırılan işyerlerinde 2009’da istihdam edilen çalışanlar için işletmelerin sosyal güvenlik yükümlülükleri azaltılmıştır” (İçli, 2009:137).

“İtalya tarafından hazırlanan kurtarma paketinde tüketicilere kredi desteği, konut yenilemelerine yönelik vergi kredisi ve vergi kesintileri, KDV indirimi, kişisel gelir vergisi indirimi, sosyal güvenlik primlerine yönelik kesintilere yer verilmiştir” (Jackson, 2009:22, Tokathoğlu ve Bakar, 2012:488). “İşsizlik yardımından yararlanma başvuru koşullarında kısıtlamalar azaltılmış, savunmasız kesimlerin istihdamına yönelik olarak niteliklerin yükseltilmesi ve istihdama girişi hızlandırmak amacıyla 2009-2010 yılları için kaynak tahsis edilmiştir” (Gençler, 2011:16-17).

“İspanya’nın Nisan 2008’de açıkladığı ilk paket ağırlıklı olarak tüketicilere dönük politikalardan oluşmuştur. Paketle asgari ücretin 570 €dan 800 €ya çıkarılması, hanehalkına 400 € mali yardımda bulunulması, servet vergisinin kaldırılması, gelir vergisinin indirilmesi ve konut sektörü için vergi iadeleri öngörülmüştür. Üçüncü pakette ise işsizliği önleme amaçlı teşvik ve katkılar yer almıştır” (Tokathoğlu ve diğ., 2010:230, Jackson, 2009:22). “2009 yılı sonuna kadar işsizlik yardımına erişim için bekleme süresi ortadan kaldırılmış, işini kaybedenler için konut ipoteği ödemeleri ertelenmiş, 2009 ve 2010’da tam zamanlı ve sürekli sözleşmeler için çocuklu işsizleri işe alan işverenin ilk 2 yıllık sosyal sigorta prim ödemelerinde ve kendi işini kuran genç ve yaşlıların sosyal sigorta primlerinde

indirim yapılmış, kısmî süreli işçi istihdam eden firmalara sunulan teşvikler artırılmıştır” (TİSK, 2009:29-61).

“Hollanda’da, işgücü piyasasına aktarılmak üzere 2009 ve 2010 yılları için bütçeden ayırdığı kaynakla gençlerin istihdamı için eğitim, sanayi altyapısının güçlendirilmesi hedeflenmiştir. Yeni kısa süreli işsizlik yardımları geçici olarak devreye sokulmuştur. İşveren ve işçi sendikaları 2009-2010 yılları için nitelikli çalışanların korunması, işsiz gençlere yönelik eğitim, stajyerlik olanaklarının artırılması ve ücret zamlarında enflasyonun göz önünde bulundurulması konularında anlaşma yapmış, işçilere yönelik yeniden eğitim hibeleri verilmesi kararlaştırılmıştır” (İçli, 2009:133-135, TİSK, 2009:35-46). “Belçika’da işçiler için gıda ve enerji kuponları verilmiş, Portekiz hanehalkını desteklemek için bütçenin önemli bir bölümünü yatırım ve istihdam teşviklerine ayırmıştır. Yunanistan’da kamu görevlileri için kazancın belirli bir kısmı vergiden istisna tutulmuş, emekliler ve çiftçiler için bir yardımlaşma ödeneği kutulmuştur. İsveç’te, işçi ve işverenler uzlaşarak ücretlerde kesintiye gitmiş, insan sermayesine yatırım projesinde mesleki eğitim, mesleki atölyeler ve iş alanlarının yeniden yapılandırılmasına odaklanılmıştır” (Karagöz, 2009:16, İçli, 2009:133-135, Tokatlıoğlu ve Bakar, 2012:488).

Tüketicilere yönelik önlemlerde ilk etapta gelir sağlayıcı politikaların uygulandığı daha sonra istihdam yaratıcı uygulamaların benimsendiği, vergi alanında yapılan değişikliklerin toplam talebi destekleyici nitelikte olduğu, işgücü piyasasını iyileştirmek için ücret ve istihdam konularında daha fazla esneklik ve kolaylık sağlandığı görülmektedir.

### **3.8.3. Yatırım harcamaları**

Kısa vadede çözüm amaçlı tüketicilere ve firmalara yönelik tedbirler yanında Birlik genelinde daha uzun vadede çözüm getirici kamu yatırım harcamaları da gündeme gelmiştir.

“EERP’de hane halkı ve işletmeler üzerinde olumlu etkiler yaratmak aynı zamanda uzun vadeli sürdürülebilir büyüme sağlamak üzere inşaat, AE-GE, alt yapı projeleri, trans Avrupa ağı enerji bağlantıları kapsamındaki yatırımların hızlandırılması gerektiği belirtilmiştir. 1-Avrupa’nın altyapısını modernize etmek

için üye devletlere trans Avrupa ağı enerji bağlantıları ve altyapı projeleri için 2009 ve 2010 yıllarında kullanılmak üzere destek sağlanması görülmüştür. 2-Enerji verimliliğini artırmak için üye devletlere acil önlemler alınması, 3-Çevre dostu ürünlerin (green products) kullanımının teşviki için düşük KDV oranları ve tüketicilerin bu ürünlere talebini artırıcı teşvikler sağlanması, 4-AE-GE, yenilik ve eğitimi artırıcı yatırımlara yönelik olarak üye devletlerin özel sektöre hibeler, teşvikler ve/veya sübvansiyonlar sağlayarak yatırımları artırması, 5-Yeşil ekonomiye geçişte otomobil sektörünün desteklenmesi, 6-Yenilikçi ürün ve hizmetler için teşvikler verilmesi önerisinde bulunulmuştur” (Avrupa Komisyonu, 2008:13-16).

Birlik üyesi ülkelerin Avrupa Komisyonu’nun kararları doğrultusunda kamu yatırımlarına yöneldiği görülmektedir. Örneğin “Almanya’nın 17 Ocak 2009’da açıkladığı ikinci kurtarma paketinde altyapı ve eğitim alanında devlet yatırımı öngörülmüştür” (MÜSİAD, 2009:45). İngiltere, ikinci kurtarma paketinde konut, enerji, okul altyapı yatırımlarına harcama yapılmasını planlamıştır (Jackson, 2009:26, Tokathoğlu ve diğ., 2010:229). “Fransa’nın Kasım 2008’de açıkladığı kurtarma planında karayolu ve demiryolu yapımı, akarsu ve limanların bakımı, üniversiteler, araştırma merkezleri, hapishaneler, mahkeme binaları, anıt ve eserlerin yapımı ve tadilatı gibi kamu yatırımlarına fon ayrılmıştır” (Jackson, 2009:22-26). “İspanya, çevre projeleri, kamu altyapı yatırımları ve AR-GE yatırımları alanına yönelmiş, Hollanda ve İsveç altyapı yatırım projelerini hızlandırma kararı almıştır” (Tokathoğlu ve diğ., 2010:230).

Diğer AB ülkeleri de tüketicilere, firmalara ve kamu yatırımlarına yönelik önlemlerin yer aldığı ulusal kurtarma paketlerini hazırlamıştır. Ancak AB genelinde krizin ekonomik ve sosyal etkileri ile mücadelede tüketicilere, firmalara ve kamu yatırımlarına yönelik olarak alınan tedbirler reel sektör ve istihdam olanakları yaratma konusunda beklendiği gibi sonuçlanmamıştır. “Euro bölgesinde 2007 yılında %7,6 olan işsizlik 2008’de %7,7, 2009’da %9,6’e, 2010’da %10,1, 2012’de %10,9 oranına çıkarak artmaya devam etmiştir” (Korkmaz ve diğ., 2013:115). Beklenen sonuçların alınmamasının yanı sıra kriz sürecinde bankalara yapılan sermaye aktarımları, sağlanan garantiler, müdahaleler ve kurtarma paketleri üye ülkelerin bütçe açığında ve kamu borçlarında yüksek artışlara neden olmuş ve AB borç krizine girmiştir.

### **3.9. Ekonomik Yönetişim ve Finansal İstikrara Yönelik Düzenlemeler**

Küresel ekonomik krizin olumsuz etkileri ve maliye politikaları uygulamaları sonrasında yaşanan borçlanma sorunları AB genelinde hızla artmıştır. “AB 27 kamu borcu 2007’de 7,26 trilyon € iken 2009’da 8,69 trilyon €’ya, 2010’da 9,98 trilyon €’ya, 2012’de 11,218 trilyon €’ya çıkmıştır. AB 27 bütçe dengesi ise 2007’de -103.584 milyar € iken 2009’da -801.866 milyar € 2010’da -817.807,8 milyar € (2012’de -569.139,4 milyar €) olarak gerçekleşmiştir” (Eurostat, 2015). Ülkelerin borçluluk düzeylerinin artması; özellikle kamu finansmanı zayıf olan Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya gibi AB ülkelerinde borç krizlerinin ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır. AB otoriteleri olumsuz gelişmelerin yayılma etkisini dikkate alarak bütçe politikaları ve makro ekonomik politikalar üzerinde gözetim ve denetimi güçlendirmeye yönelik kapsamlı yönetim reformları yapmak ve yeni mekanizmalar geliştirmek zorunda kalmıştır.

#### **3.9.1. Krize karşı geliştirilen mekanizmalar**

Ekonomik krizin ve borçlanma krizinin daha da derinleşmesini ve birbirine entegre olmuş üye ülkeler arasında yayılmasını engellemek ve finansal istikrarı güçlendirmek aynı zamanda mali sıkıntı yaşayan birlik üyesi ülkelere kredi yardımı yapılmasını sağlamak üzere aşağıda açıklanan yapısal tedbirlere başvurulmuştur.

##### **3.9.1.1. Ödemeler dengesi fonu (Balance Of Payments Facility)**

Fon; üye ülkelerin ödemeler dengesinde yaşanan ve yaşanabilecek potansiyel sorunların çözümü ve böylelikle AB’nin finansal istikrarının korunması amaçlanmıştır. “Finansmanın, AB Komisyonunun, AB bütçesi ve 27 üye devlet tarafından garanti altına alınan tahviller ihraç ederek borçlanması ve ödemeler dengesinde sorun yaşayan devletlere kredi sağlaması şeklinde gerçekleştirilmesi öngörülmüştür. Toplam bütçesi 50 milyar Euro olan Fondan 2008 küresel krizi etkileriyle mücadele kapsamında Macaristan, Letonya, Romanya faydalanmıştır” (Heinen, 2014:1-3).

### **3.9.1.2. Kredi havuzu (Pooled Loans - Greek Loan Facility)**

Küresel kriz ve borç krizi nedeniyle en fazla bütçe açığı ve kamu borcu problemleri yaşayan ülke Yunanistan olmuştur. “Kredi havuzu iflasın eşiğine gelen ve yardım talebinde bulunan Yunanistan’a kredi sağlamak üzere tasarlanmıştır” (ABGS, 2011a:11). “AB ve IMF’nin 11 Nisan 2010’da aldığı ortak kararla 2013 yılına kadar Yunanistan’ı kurtarmak üzere 80 milyar €’sunu Euro Bölgesi ülkelerinin Avrupa Komisyonu aracılığıyla sağlaması ve 30 milyar €’sunu IMF’nin temin etmesi kararlaştırılan 110 milyar €’luk bir borç havuzu oluşturulmuştur. 9 Mayıs 2010 tarihinde alınan diğer bir kararla yapılacak yardımlar tüm Euro bölgesi üyelerini kapsayacak şekilde genişletilmiş, toplam 750 milyar € tutarındaki yardım kredisinin ihtiyaç duyulması durumunda tüm üye ülkelere verilmesi öngörülmüştür” (TUİÇ, 2012, Şanlıoğlu, 2014:180, ABGS, 2011a:11).

### **3.9.1.3. Avrupa finansal istikrar mekanizması (European Financial Stability Mechanism-EFSM)**

Küresel finansal krizin etkisiyle Yunanistan dışında pek çok üye devletin bütçe açığı ve borç sorunları ile karşılaşması sonrasında Birliğin mali istikrarı risk altına girmiş ve sorunların çözümüne yönelik daha kapsamlı mali yardımlar ihtiyacı doğmuştur. “11 Mayıs 2010 tarihli Konsey Tüzüğü ile bu mekanizma kurulmuş, mali sorunlarla karşılaşan tüm AB üye devletlerine finansal destek sağlamak amaçlanmıştır. EFSM, 2013 yılı Haziran ayından itibaren yerini Avrupa İstikrar Mekanizması’na (European Stability Mechanism-ESM) bırakacak şekilde geçici bir mekanizma olarak oluşturulmuştur” (ABGS, 2011a:12). “İşleyişi Ödemeler Dengesi Fonu’na benzerlik taşıyan EFSM kapsamında, AB’ye üye devletlere, tüm üye devletlerin desteğiyle AB Komisyonu tarafından mali piyasalardan 60 milyar Euroya kadar fon imkânı sağlanması öngörülmüş ve bu fon, AB bütçesi tarafından teminat altına alınmıştır” (Köse ve Karabacak, 2011:303, ABGS, 2011a:12). “Toplam büyüklüğü 60 milyar € olan mekanizmadan İrlanda ve Portekiz’e kaynak sağlanmış, her iki ülkeye son ödemeler 2014 yılında yapılmıştır” (European Commission, t.y.a).

#### **3.9.1.4. Avrupa finansal istikrar fonu (European Financial Stability Facility-EFSF)**

EFSF, mali destek amacıyla kurulan diğer fonlardan farklı olarak Euro Bölgesi (Avusturya, Belçika, Kıbrıs, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya) ülkelerinin borç sorunlarını desteklemek üzere oluşturulmuştur.

“7 Haziran 2010’da kurulmuş ancak Haziran 2013’de yerini ESM’ye bırakması planlanmıştır” (ABGS, 2011a:13-14, EFSF, t.y.a ). “EFSF çerçevesinde, Euro Alanı’na dahil olan üye devletler tarafından garanti altına alınmış ve piyasaya sürülmüş tahviller veya diğer borçlanma senetleri (garantilerin toplamı 780 milyar €’yu, fonun büyüklüğü 440 milyar €’yu aşmayacak şekilde) aracılığı ile, mali açıdan zorluk yaşayan Euro Alanı ülkelerine kredi temin edilmesi öngörülmüştür” (European Commission, t.y.b). “Fondan; İrlanda, Portekiz ve Yunanistan’a kaynak sağlanmıştır” (EFSF, t.y.b).

#### **3.9.1.5. Avrupa istikrar mekanizması (European Stability Mechanism-ESM)**

EFSM ve EFSF’nin yerini alarak finansal istikrarın korunmasına yönelik geçici çözümler yerine sürekli bir kriz mekanizması olarak kurulmuştur. “16-17 Aralık 2010 tarihinde gerçekleştirilen Avrupa Konseyi toplantısında ESM’nin oluşturulması için Lizbon Antlaşması’da değişiklik yapılarak EFSM ve EFSF’nin yerini almasına karar verilmiş, Ekim 2012’de resmen faaliyete geçmiştir. ESM, 704,8 milyar € toplam taahhüt edilen sermaye, 80,5 milyar Euro nakit ödenmiş sermaye ve 624 milyar Euro çekilebilir ve kefaletlerden oluşan sermaye ile 500 milyar Avro borç verme kapasitesinde kalıcı bir mekanizma olarak kurulmuştur” (Yiğit, 2012:158-160, ABGS, 2011a:15, ESM, t.y.).

“Mekanizmanın yetkileri; makroekonomik uyum programı çerçevesinde üyelerine kredi sağlamak, birincil ve ikincil piyasalardan üyelerinin borçlarını (tahvillerini) satın almak, üyelerine mali yardım sağlamak, hükümetlere krediler yoluyla üyelerinin finansal kurumlarının yeniden sermayelendirilmesini sağlamak,



son başvuru aracı olarak çözümlene fonundan finansal kurumların doğrudan sermayelendirilmesini sağlamak olarak sıralanmıştır” (ESM, t.y.).

“Mekanizmadan faydalanabilme koşullarının Komisyon, IMF ve talepte bulunan üye devlet tarafından üzerinde mutabakata varılmış ekonomik uyum programlarının uygulanması gibi sıkı koşullara tabi olması öngörülmüştür” (ABGS, 2011a:16). “Avrupa Komisyonu’ndan; Euro alanının tümünde finansal istikrar için risk mevcudiyetini değerlendirmesi, talepte bulunan mekanizma üyesinin borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin titiz bir analiz gerçekleştirilmesi, mekanizma üyesinin gerçek finansman ihtiyacı ve özel sektör katılımının özelliklerini değerlendirilmesi sonrasında karar alınması ESM Anlaşması’nda yer almış” (Yiğit, 2012:159) olması ESM ile daha sıkı programlar ve daha temkinli ilkeler doğrultusunda mali destekler sağlanmasının amaçlandığını göstermektedir.

### **3.9.2. Ekonomik yönetim reformları**

Birlik üyesi ülkeler arasında mevcut ekonomik farklılıklar ve para ve maliye politikası arasındaki uyumsuzluklar doğal olarak ülkelerin 2008 küresel ekonomik krizi döneminde çözüm önceliklerini değiştirmiş ve birlik halinde hareket etmelerini zorlaştırmıştır. AB’ye üye ülkelerde muhtemel bir ekonomik krizin ortaya çıkmasını veya yayılmasını önleyici veya önlenememesi halinde kriz sonrasında etkili bir mücadelenin temininde bütüncül bir çözüm için ulusal ekonomik politikalar arasında uyumun güçlendirilmesi ve mali disiplinin sağlanmasına yönelik yeni düzenlemeler yapılması kaçınılmaz olmuştur. “Birlik düzeyinde ekonomi yönetiminin güçlendirilmesi, üyelerin ekonomi ve maliye politikaları arasında etkin koordinasyonun sağlanması amacıyla Avrupa ekonomi yönetimi için yeni bir çerçeve hazırlanmıştır” (Yiğit, 2012:137). Yeni ekonomi yönetimi çerçevesinde Avrupa 2020 Stratejisi, Avrupa Dönemi, Altılı Paket ve Euro Rekabet Paketi tasarlanmıştır.

#### **3.9.2.1. Avrupa 2020 stratejisi**

Yaşanan krizin neden olduğu yüksek işsizlik ve Avrupa ekonomisinde var olan sorunları gün yüzüne çıkarması bir dönüm noktası olmuş, orta ve uzun vadede

yüksek oranda istihdamı, verimliliği ve sosyal uyumu gerçekleştirilebilecek sürdürülebilir ve kapsayıcı büyümeye hedeflerine odaklanılmıştır.

Bu kapsamda “2000 yılında onaylanan AB’nin dünyanın en rekabetçi ekonomisi haline getirilmesini amaçlayan Lizbon Stratejisi için öngörülen on yıllık sürenin 2010 yılı sonunda tamamlanması sebebiyle Avrupa Komisyonu, Lizbon sonrası için, AB 2020 Stratejisi adıyla yeni bir strateji raporu hazırlamıştır. 2020 Stratejisi ile Komisyon, Lizbon Antlaşması’nın temel ilkelerine uygun olarak mevcut krizi aşmak, sosyal ve ülkesel bütünlüğü temin ederek yeni büyüme kaynaklarını harekete geçirmeyi amaçlamıştır” (Yılmaz, 2010:31). “3 Mart 2010’da kabul edilen Avrupa 2020: Akıllı, Sürdürülebilir ve Kapsayıcı Büyüme İçin Bir Stratejisi (EUROPE 2020: A Strategy For Smart, Sustainable and Inclusive Growth) kapsamında: bilgi ve yeniliğe dayalı bir ekonomi ve akıllı büyüme, düşük karbon ve az kaynak kullanarak ve rekabeti teşvik ederek ekonomik sürdürülebilirlik ile istihdamı artıran, sosyal ve bölgesel uyumu ön plana çıkaran, sosyal dışlanmayı önleyici büyümenin sağlanması temel öncelikleri belirlenmiştir” (ABGS, 2011a:28).

“Akıllı, kapsayıcı ve sürdürülebilir olarak belirlenen öncelikler çerçevesinde; 20-64 yaş arası nüfusun istihdam oranının %75’e çıkarılması, AB GSYİH’nin %3’ünün Ar-Ge’ye ayrılması, sera gazı salımının azaltılması, okulu bırakma oranının % 10’un altına düşürülmesi ve gençlerin en az % 40’ına yüksek öğrenim diploması sağlanması, yoksulluk tehlikesi yaşayanların sayısının 20 milyon azaltılması, 2020 hedefleri olarak belirlenmiştir” (ABGS, 2011a:28, ABGS, 2010b:3-4).

“Avrupa 2020 Stratejisi’nin izlenmesi, sonraki başlık altında açıklanan Avrupa Dönemi’ne entegre edilmiş ve Avrupa 2020 Stratejisi hedeflerinin, üye devletlerin kendi ulusal koşullarına uyarlayarak ulusal hedefler halinde uygulanması öngörülmüştür. Üye devletlerin strateji hedeflerine ulaşmaya yönelik çabalarının AB bütçesi kaynaklarından desteklenmesi planlanmış, uzun dönemli ekonomik büyüme önceliğinin gerçekleştirilmesine yönelik olarak Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu, Avrupa Sosyal Fonu ve Uyum Fonu’na kaynak ayrılmıştır” (Yiğit, 2012:153-154).

Belirlenen hedefler doğrultusunda yürütülen çalışmaların neticesi bazı göstergeler üzerinden değerlendirilecek olursa; “AB-27 genelinde; 2010 yılında %46,3 olan yaşlı istihdam oranı 2012’de %48,9’a yükselmiş, 2010 yılında toplam nüfusun %23,5’ini oluşturan yoksulluk riski altındaki kişilerin sayısı 2012’de %25’e

çıkılmış, sera gazı salınımı 2010’da 85,72 iken 2011’de 83,03’e düşürülmüş, AB GSYİH’sından AR-GE’ye ayrılan pay 2010 yılındaki %2,1 oranından 2012’de %2,6’ya çıkarılmıştır” (İKV, 2014a:45-132). Hedefler doğrultusunda çok sınırlı ilerlemeler kaydedildiği görülmektedir. Kaydedilen ilerlemeler 2020 stratejilerine katkı sağlayacaktır ancak daha etkili önlemlerin alınması gerektiği de açıktır. Bu zorlukları aşmak ve 2020 stratejik hedeflerine ulaşılabilirliği kolaylaştırmak için “Avrupa Birliği’nin 2014-2020 yıllarını kapsayan yedi yıllık süre içerisinde hangi politika alanlarına ne kadar fon tahsis edileceği ve gelirlerin nasıl yönetileceğine ilişkin Mali Çerçeve 30 ay süren müzakerelerin ardından Kasım 2013’de açıklanmış, Ocak 2014’de yürürlüğe girmiştir” (Güvenç, 2013:261-270).

2014-2020 dönemine ait Çok Yıllı Mali Çerçeve’nin temel yapısı içinde yer alan Başlık 1’de; büyüme ve istihdam için rekabet edilebilirliğe yönelik olarak araştırma, inovasyon ve teknolojik gelişmelerin desteklenmesi, işletmelerin ve KOBİ’lerin rekabet gücünün artırılması, eğitim ve beşeri becerilere yatırım yapılması, ekonomik, sosyal ve bölgesel uyum için farklılıkların giderilmesi amacıyla Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu, Avrupa Sosyal Fonu ve Uyum Fonu aracılığıyla büyüme ve istihdamın güçlendirilmesi ile bölgesel işbirliği odaklı önceliklerine katkı sağlanması hedeflenmiştir. Başlık 2 kapsamında; doğal kaynaklar, ortak tarım politikası, kırsal kalkınma, balıkçılık kaynaklı harcamalar öngörülmüştür. Başlık 3; iltica, göç, sınırlar, iç güvenlik, vatandaş katılımını geliştirme, halk sağlığı ve tüketicinin korunmasını güçlendirme bileşenlerinden oluşmuştur. Başlık 4’de AB’nin uluslararası sistemde etkin bir rol üstlenmesi, AB genişleme sürecininin desteklenmesi, AB değerlerinin Birlik dışında tanıtılması, dış politika partnerleriyle işbirliğinin geliştirilmesi, iklim değişikliği ile mücadele edilmesi hedeflenmiştir. Başlık 5 ve Başlık 6’da ise Mali Çerçeve’de AB kurumlarının giderleri için tahsis edilen kaynaklar ve ilk yılda oluşabilecek bütçe dengesizliklerinin giderilmesi amacıyla ayrılan fon bulunmaktadır” (Güvenç, 2014:7-8, AB Bakanlığı, 2013:5).

“Çerçevede, üye devletlerin bütçe konsolidasyonu çabalarını bütünleyici bir yaklaşım benimsenmeye çalışılmış, Finansal işlemler vergisi basitleştirilmiş yeni bir KDV kaynağı hesaplamasını içeren yeni öz kaynaklar yaratılmıştır” (Güvenç, 2013:268). “Sürdürülebilir büyüme başlığı için ayrılan kaynak miktarı 2007-2013 Mali Çerçevesi’ne kıyasla %11,3 oranında azaltılmıştır” (Güvenç, 2014:7). “Öte

yandan Avrupa 2020 Stratejisi hedeflerini yerine getirebilmek amacıyla Çok Yıllı Mali Çerçeve’de AR-GE, inovasyon, eğitim ve sosyal politika gibi alanlara tahsis edilen kaynak miktarı bir önceki mali çerçeveye göre arttırılmış, sürdürülebilir kalkınmayı hedefleyen ESF ve Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu (ERDF) için oldukça büyük bir kaynak ayrılmıştır” (Güvenç, 2014:267-270). Kısaca Avrupa 2020 Stratejisi hedeflerine ulaşmak amacıyla, AB’nin tüm araçlarını seferber ettiği görülmektedir.

### 3.9.2.2. Avrupa dönemi

Kriz sürecinde üyelerinin birbirine entegre olduğu koşullar altında krize karşı ulusal önlemlerin çözüm üretmemesi ekonomi yönetiminin zaaflarından arındırılarak güçlendirilebilmesini ve ulusal politikalar yerine AB düzeyinde etkili bir koordinasyonla çözüm üretilmesini gündeme getirmiştir.

“12 Mayıs 2010’da Avrupa Komisyonu üyesi Rehn, ulusal politikaların birbirlerinin istikrarını riske sokmaması için Avrupa düzeyinde tutarlı olmalarını sağlamak amacıyla maliye politikaları arasında koordinasyon gerektirdiğini, bu koordinasyonun da daha derin ve geniş Avrupa ekonomik dönemi çerçevesinde gerçekleştirilebileceğini belirtmiş ve önerilerini açıklamıştır. Söz konusu önerilerden biri\*; üye devletlerin kendi ulusal bütçelerini ve reform planlarını hazırlamadan önce yararlanılacak Avrupa düzeyinde koordinasyonu içeren Avrupa Dönemi önerisidir” (European Commission, 2010a). Önerilere göre yürütülen çalışmalar sonrasında “Avrupa Komisyonu 30 Haziran 2010’da üye devletlerin ekonomi politikalarının koordinasyonu için; maliye politikaları, makroekonomik politikalar ve yapısal reformların gözetim uygulamalarının Avrupa Dönemine dayanarak yürütülmesi, üye devletlerdeki yapısal reformların Avrupa 2020 Stratejisi hedeflerine yönelik olarak gerçekleştirilmesi ve AB ve Euro bölgesinde makro ekonomik dengesizliklerin erken teşhisinden oluşan üç araç seti benimsenmiş” (European Commission, 2010b), bu

---

\*Diğer üç öneri i)Euro bölgesi üye ülkelerinin kriz yönetimi için sağlam bir çerçeve ii)İstikrar ve Büyüme Paketi ile güçlendirilmiş uyum ve daha derin maliye politikası koordinasyonu, iii) Makroekonomik dengesizlikler ve rekabet gücündeki gelişmelerin gözetimidir (European Commission, 2010a).

doğrultuda “Avrupa Dönemi-European Semester isimli koordinasyon kurularak 1 Ocak 2011’de faaliyete geçmiştir” (Yiğit, 2011:2, ABGS, 2011a:27).

“Mekanizma, üye devletlerin ekonomi politikalarını, ülkeler bir sonraki yılın ulusal bütçe hazırlama çalışmalarına başlamadan önce değerlendirmeyi ve mümkün olduğunca uyumlaştırabilmeyi hedeflemektedir” (ABGS, 2011a:27). Avrupa Dönemi’nin Bahar (Mart-Nisan) ve Yaz (Haziran-Temmuz) zirveleri ile yürütülmesi öngörülmüştür. “Bahar zirvesinin, her yıl Mart ayında Komisyon’un daha önceden hazırladığı Yıllık Büyüme Değerlendirmesi’ni sunmasıyla başlaması, Yıllık Büyüme Değerlendirmesi temel alınarak ekonomi politikası önceliklerinin belirlenmesi, bu önceliklere göre AB’nin karşı karşıya kaldığı temel zorluklar tespit edilerek üye devletlere bütçe, ekonomi ve stratejik politikalar konusunda tavsiyelerde bulunulması, üye devletlerin Zirve’deki önerileri dikkate alarak İstikrar ve Uyum Programları aracılığıyla orta dönemli bütçe stratejileri ile Avrupa 2020 Stratejisi hedefleri kapsamında ulusal hedeflerini, bu hedeflere nasıl ulaşılacağına ve büyüme önündeki engellerin nasıl aşılacağına ilişkin bilgileri içeren Ulusal Reform Programlarını Nisan ayı içinde değerlendirilmek üzere Avrupa Komisyonu’na göndermesi ile sonuçlanması planlanmıştır. Haziran ve Temmuz zirvesi ise üye devletlerin bir sonraki yılın ulusal bütçesini nihai hale getirmeden önce Avrupa Konseyi ve AB Bakanlar Konseyi tarafından ülke bazında hazırlanan bütçe ve ekonomi politikası tavsiyelerinin iletilmesini kapsamıştır. Ertesi sene, bu tavsiyeler çerçevesinde sağlanan ilerlemeler bir Komisyon raporu ile değerlendirilecektir” (Yiğit, 2012:156, ABGS, 2011a:28).

Görüldüğü gibi Avrupa Dönemi uygulanmasına geçilmeden önce farklı tarihlerde ve farklı prosedürler ile gerçekleştirilen üye devletlerin ekonomi politikaları arasındaki koordinasyon; farklılıkların ve farklı prosedürlerin giderilerek uyumlaştırılmasını içermektedir.

### **3.9.2.3. Euro rekabet paktı**

Kriz sürecinde; AB’nin Almanya, Fransa gibi güçlü ekonomileri ile Portekiz, Yunanistan gibi zayıf ekonomileri arasındaki ekonomik güç farklılıkları kriz önlemlerini değiştirdiği gibi zayıf ekonomilerin yaşanan daralmadan daha fazla

etkilenmiş olması AB'nin dünyadaki rekabet gücünü zayıflatmıştır. Her ne kadar Avrupa 2020 Stratejisi ile AB'nin rekabet gücünün artırılmasına yönelik bazı hedefler ortaya konmuş olsa da rekabet gücünün artırılması için daha kalıcı kurallara bağlanmış bir yapı oluşturulması gündeme gelmiştir

“Bu doğrultuda Almanya ve Fransa Şubat 2011’de Avrupa Konseyine, üye devletlerin rekabet gücünü kalıcı bir şekilde arttırmayı hedefleyen bir Pakt’ın kurulmasını önermiş ve bir program belirlenmiştir. Ancak üye devletlerin şartları endişeyle karşılaması\*\* üzerine içeriği yumuşatılarak 2011’de oluşturulan yeni belgeye Euro Rekabet Paktı (Euro Plus Pact) adı verilmiştir” (TUİÇ, 2012).

“Euro Rekabet Paktı’nın temel amacı; AB ülkelerinin birlik dışındaki ülkelere karşı rekabet gücünü arttırıcı önlemlerin alınması, birlik içindeki bütünleşmeye zarar veren dengesizliklerin ortadan kaldırılması, orta ve uzun vadede AB’nin hızlı ve sürdürülebilir büyümesinin sağlanması ve vatandaşlarının daha yüksek bir gelir seviyesine ulaşması olarak belirlenmiştir” (Turgan, 2013:249, ABGS, 2011a:25). “Pakt çerçevesinde Euro Bölgesi’nde yer alan üye devletler; rekabet gücünü arttırmak, istihdamı arttırmak, kamu maliyelerinin sürdürülebilirliğini arttırmak, ve mali istikrarı güçlendirmek olarak belirlenen dört temel hedefi gerçekleştirmek için gerekli tüm adımları atmayı taahhüt etmişlerdir. i) Rekabet gücünün artırılması hedefi kapsamında ücretler ve verimlilikte yaşanan gelişmelerin rekabetçiliğin tesisine katkısı hedeflenmiş, değerlendirilmek üzere birim iş gücü maliyetlerinin belli periyotlarda izlenerek diğer Euro Bölgesi ülkeleri ile karşılaştırılması öngörülmüştür. ii) İstihdamın artırılmasının; güvenceli esnekliğin teşvik edilmesi, kayıtdışı istihdamın azaltılması ve işgücüne katılımın artırılmasına yönelik reformlar, hayat boyu öğrenmenin teşvik edilmesi, vergi reformlarının yapılması yoluyla gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. iii) kamu maliyelerinin sürdürülebilirliğini arttırmaya yönelik olarak emekli maaşları, sağlık yardımları ve sosyal yardımların sürdürülebilirliği konusundaki göstergelerle borç seviyelerinin sürdürülebilir olup olmadığının ölçülmesi ve İstikrar ve Büyüme Paktı mali kurallarına uygunluğunun sağlanması amaçlanmıştır. iv) Mali istikrarın güçlendirilmesi hedefi kapsamında,

---

\*\*Örneğin, Yunanistan, Portekiz ve İrlanda; bütün ülkelerin anayasalarına “borçlanmanın sonlandırılması” öngören maddeye, aşırı harcamaların ve kamu borcu/GSYH oranındaki aşırı artışın uzun dönemde sürdürülebilir olmamasına rağmen, üye ülkelerde bütçe dengesine ilişkin anayasal hükümlerin getirilmesinin uzun vadede ciddi problemlere yol açabileceği endişesiyle karşı çıkmıştır (TUİÇ, 2012).

Euro Bölgesi'nin genel istikrarı için AB genelinde kapsamlı bir reform süreci başlatılmıştır. Bu çerçevede, üye devletlerde bankaların çözümlenmesiyle ilgili birlik müktesebatıyla tam uyumlu ulusal mevzuat oluşturulması, bankalar için katı stres testlerinin düzenli aralıklarla uygulanması, makro ekonomik gelişmeler konusunda düzenli olarak bilgilendirme, her üye devlet tarafından bankalar, hanehalkı ve finansal olmayan şirketlerin özel borç seviyesinin yakından takip edilmesi, üye ülkeler arasında vergi politikalarının koordinasyonu gündeme gelmiştir” (Turgan, 2013:250, ABGS, 2011a:29-32, TUIÇ, 2012).

Pakt, rekabet gücünün geliştirilmesi hedefine odaklanmakla beraber birlik genelinde ücretlendirme, vergilendirme ve istihdam politikaları alanında ortak kararları içermesi bakımından AB düzeyinde maliye politikalarının koordinasyonu ve gözetiminin güçlendirilmesi bakımından atılmış önemli bir adım niteliğindedir.

#### **3.9.2.4. Altılı paket**

AB'nin ekonomi ve maliye politikalarının gözetiminin güçlendirilmesi ve koordinasyonunun iyileştirilmesine yönelik olarak hazırlanan diğer bir çalışma da Altılı Pakettir (Six-Pack). “Altılı Paket 13 Aralık 2011’de yürürlüğe girmiştir. Beş tüzük ve bir direktif olmak üzere altı farklı düzenlemeden oluşan Paket ile ekonomi politikası koordinasyonuna ilişkin Avrupa Dönemi uygulaması daha sağlam bir yasal çerçeveye dayandırılmıştır” (Yiğit, 2012:162, ABGS, 2011b:2). “Paket’le AB üyelerinin bütçe disiplini güçlendirmek ve ekonomik politika ve yönetim eş güdümünü geliştirmek, diğer bir ifadeyle, parasal birliğin yanında mali birliğinde sağlanması amaçlanmıştır” (Gök ve diğ., 2012:168). “Düzenlemelerin dördü mali konularla, diğer ikisi AB ve Euro Bölgesinde ortaya çıkan makro ekonomik dengesizliklerin tespiti ve giderilmesine yönelik düzenlemelerle ilgilidir” (ABGS, 2011b:2, Gök ve diğ., 2012:165).

Söz konusu düzenlemelere kısaca bakarsak; i) “İstikrar ve Büyüme Paketi’nin Önleyici Kısmını Oluşturan Mevzuatta Değişiklik Öngören Tüzük kısmında; harcama kuralı getirilmiştir. Harcama kuralı uyarınca harcamalardaki artışın potansiyel büyüme oranını geçmemesi şartı konulmuştur. Üye devletin bütçe açığının GSYİH’ya oranı referans değer olan %3’ün altında olsa dahi, kamu borcunun

GSYİH'ya oranı referans değer olan % 60'ı aşarsa, aşırı bütçe açığı prosedürünün uygulanması öngörülmüştür” (Yiğit, 2012:162). “ii) İstikrar ve Büyüme Pakti'nin Düzeltici Kısmını Oluşturan Mevzuatta Değişiklik Yapan Tüzük kısmında; aşırı Açık Prosedürü düzenlenmiş ve borçlarının GSYİH'ye oranı % 60'ı aşan üye ülkelerin bu oranın düşürülmesine yönelik gerekli tedbirleri alması, bu doğrultuda, üye ülkenin borç miktarını üç yıl boyunca ve her yıl GSYİH'nin % 60'ını aşan kısmının 1/20'si oranında azaltması şartı getirilmiştir. iii)Euro Bölgesinde Bütçe Gözetiminin Etkin Bir Şekilde Uygulanmasına İlişkin Düzenleme kısmında; aşırı açık veren ülkeler için, GSYİH'sinin %0,2'si oranında faizsiz teminat uygulaması ve AB tavsiyelerini dikkate almayan ülkelerin teminatlarının cezaya çevrilebileceği yönünde düzenleme yapılmıştır. iv)Üye Devletlerin Bütçe Çerçevesi Kapsamındaki Gereksinimlere İlişkin Direktif bölümünde; muhasebe ve istatistikî raporlarda uyulması gereken asgari koşullar tanımlanmıştır” (ABGS, 2011b:6-7). v)Makroekonomik Dengesizliklerin Önlenmesi ve Düzeltilmesine İlişkin Düzenleme kısmında; aşırı bütçe açığı prosedürüne benzer şekilde, aşırı dengesizlik prosedürü düzenlenmiş, aşırı dengesizlik prosedürü ile üye devletlerin makro ekonomik koşullarının Komisyon tarafından izlenmesi suretiyle, riskli ekonomik gelişmelerin tespit edilmesi ve geçikmeksizin düzeltilmesi amaçlanmıştır” (Yiğit, 2012:163). “Paktın altıncı ve son düzenlemesi olan Euro Bölgesindeki Aşırı Makroekonomik Dengesizliklerin Düzeltilmesine İlişkin Uygulama Tedbirleri Hakkında Düzenleme bölümünde; mali alanda olduğu gibi, Euro Bölgesine dahil olan bir üye ülkenin, Konsey'in Aşırı Dengesizlik Prosedürü tavsiyelerini uygulamakta tekrarlayarak başarısız olması durumunda, söz konusu ülke GSYİH'sinin % 0,1'ine tekabül eden miktarda yıllık para cezası ödemesi hükmü getirilmiştir” (ABGS, 2011b:7).

Krizin etkisiyle şekillenen yeni Avrupa ekonomi yönetiminde ekonomi ve maliye politikalarının koordinasyonunun iyileştirilmesi, borçlanma ve bütçe açığı sorunlarının aşılması ve makro ekonomik dengesizliklerin hafifletilmesi yönünde atılmış önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir.



### **3.9.2.5. Mali antlaşma-ekonomik ve parasal birlik'te istikrar, koordinasyon ve yönetim hakkında antlaşma**

AB'de ortaya çıkan borç krizi; üye ülkelerde mali disiplinin etkili bir şekilde sağlanması için mevcut kurallar ve yaptırımların yetersiz kaldığını, daha fazla yaptırım ve gözetim uygulamak suretiyle mali disiplinin artırılması gerektiğini gözler önüne sermiştir. Altılı Pakette yer alan harcama kuralı, aşırı açık prosedürü ve aşırı dengesizlik prosedürü düzenlemeleri ile bu yönde bazı adımlar atılmıştır ancak bu düzenlemelere uymayan ülkelere uygulanması planlanan uyarı ve para cezalarından daha bağlayıcı nitelikte yaptırımlara ihtiyaç duyulmuştur.

“Bu doğrultuda, üye devletlerde mali disiplinin güçlendirilmesi ve etkin bir yaptırım mekanizması oluşturulması amacıyla, uluslararası bir antlaşma niteliğindeki Ekonomik ve Parasal Birlik İçin İstikrar, Koordinasyon ve Yönetişim Antlaşması (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union - TSCG) hazırlanmış, Birleşik Krallık ve Çek Cumhuriyeti hariç 25 üye devlet tarafından imzalanmış, 2013 yılı başında yürürlüğe girmiştir” (Yiğit, 2012:161, AB Bakanlığı, 2012b:5, TCMB, 2013b:4). Tablo 12’de de görüldüğü gibi TSCG, mali sıkılaştırma, ekonomi politika koordinasyonu-yakınsama ve Avro bölgesinde yönetim bölümlerinden oluşmuştur. “En önemli kısmı, mali sıkılaştırma başlığı altında düzenlenen mali gözetimi, mali disiplini güçlendirecek ve bu kapsamda otomatik yaptırımların devreye girmesini sağlayacak, denk bütçe kuralıdır. Kural, TSCG’ye taraf ülkelerin yıllık yapısal bütçe açığının nominal GSYİH’lerinin %0,5’ini aşmaması kriterini getirmiştir. Kuralın üye devletlerin anayasalarına veya eşdeğer kanunlarına bir sene içinde aktarılması, kuraldan sapma durumunda otomatik düzeltme mekanizmasının devreye girmesi öngörülmüştür” (AB Bakanlığı, 2012b:5).

Tablo 12. TSCG'nin Önemli Bölümleri

TSCG	Önemli Hükümler
Başlık III: <b>Mali Sıkılaştırma</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Denk bütçe kuralı ve otomatik düzeltme mekanizmasının ulusal mevzuatlara aktarılması</li> <li>• Aşırı açık prosedürünün güçlendirilmesi</li> <li>• Kamu Borcu / GSYİH oranının % 60'ı aşan ülkelerde borcun azaltılmasına ilişkin kurallar belirlenmesi</li> <li>• <u>Kamu borçlanmasına ilişkin önceden raporlama</u></li> </ul>
Başlık IV: <b>Ekonomi Politika Koordinasyonu ve Yakınsama</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EPB'nin düzgün işlemesi ve artırılmış rekabet ve yakınsama aracılığıyla ekonomik büyümenin desteklenmesini sağlayacak politika tedbirlerinin alınması</li> <li>• Önemli ekonomi politika reformlarının önceden tartışılması ve en iyi uygulamaların bir ölçü oluşturması amacıyla koordinasyonu</li> </ul>
Başlık V: <b>Avro Bölgesinin Yönetimi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Avro Zirvesinin yılda en az iki kere toplanması</li> <li>• TSCG'nin kavradığı konularda ulusal parlamento ve Avrupa Parlamentosu temsilcileriyle konferanslar düzenlenmesi</li> </ul>

Kaynak: Ergin, 2013:71

“Mali sıkılaştırma bölümünde, taraf devletlerin kamu borçlanma planlarını; ekonomi politika koordinasyonu ve yakınsama bölümünde, önemli ekonomik reformlarını gerçekleştirmeden önce Avrupa Komisyonu ve Konsey'e sunması ve Antlaşma'ya taraf diğer devletler ve AB kurumları ile görüş alışverişinde bulunması öngörülmüş, böylelikle TSCG ile taraf devletler ve AB kurumları arasında koordinasyon mekanizması oluşturulması amaçlanmıştır” (Yiğit, 2012:162).

Genel olarak bakıldığında, uluslararası bir antlaşma özelliği taşıması dışında TSCG ile mali disiplinin sağlanmasına yönelik yeni düzenlemeler yapılmamış, bunun yerine bu amaçla hazırlanan ve çalışmanın önceki kısımlarında açıklanan düzenleme ve mekanizmalarda yer alan kuralların desteklenmesi ve güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Ancak, TSCG kurallarının ulusal mevzuatlara geçirilecek olması üye ülkelerin mevzuatları bakımından bağlayıcılık içermesi yönüyle önem taşımaktadır.

### 3.9.3. Finansal mimariye yönelik düzenlemeler

Krizle birlikte, AB düzeyinde finansal sistemin gözetimi, denetimi ve istikrarı sağlamayı amaçlayan mevcut düzenlemelerin yetersizliği gün yüzüne çıkmıştır. “AB finansal sistemi; gerektiği gibi düzenlenememiş, denetleyici kurumlarda kısmen çıkar gruplarının baskın çıkması, kısmen hâkim paradigmanın rolü, kısmen de üye ülkelerin iş birliği isteksizliği nedeniyle parçalı bir yapıda işleyegelmiştir. Ayrıca tüm bu süreç içerisinde AB üyesi ülkelerin finansal sistemleri hızla bütünleşmiş, ülkeler arası bankacılık faaliyetleri derinleşmiş, yaratılan finansal varlıklar tüm üye

ülkelere dağılmış, bankacılık varlıkları çarpıcı büyüklüklere ulaşmış dolayısıyla hızla artan karşılıklı bağımlılık sistemde aşırı risk birikmesine sebep olmuştur. Sonuç olarak yeterince denetlenmeyen ancak kontrolsüz domino etkisine açık bir finansal sistem oluşmuştur” (USAK, 2011:36). Küresel düzeyde finansal sistemin gözetimi, denetimi ve istikrarına yönelik düzenlemelerde var olan benzer eksikliklere ilave olarak Birlik üyesi devletlerce ulusal düzeyde gerçekleştirilmiş olan kural ve uygulamalar arasındaki farklılıklar AB'nin finansal istikrarı için ilave bir risk unsuru oluşturmuştur. Ulusal düzenleme ihtiyaçlarının yanı sıra AB'de mali istikrarın güçlendirilmesi amacıyla finansal sisteme yönelik farklı ulusal düzenlemelerin uyumunu sağlayacak yeni düzenlemeler ihtiyacı da gündeme gelmiştir.

Kriz sonrasında “Avrupa’da finansal mimariye yönelik çalışmalar, Şubat 2009’da yayınlanan ve AB finansal düzenleme sistemini irdeleyen Larosi re High Level Group Raporu ile başlamış, yeni finansal mimariye ilişkin raporda yer alan öneriler 15 Aralık 2010’da AB Resmi Gazetesinde yayımlanmıştır. Raporda Basel II sermaye yükümlülüklerinin yükseltilmesi, bankaların iç denetim ve ve risk yönetimi kurallarının g c lendirilmesi, kredi derecelendirme ve danışmanlık hizmetlerinin birbirinden ayrılması, tezg h st  türev ürünlerin basitleştirilmesi, ulusal düzenleme farklılıklarının uyumlaştırılması, Avrupa çapında bir denetleyici otoritenin kurulması gibi birçok öneriye yer verilmiş,  alışmalar Rapor doğrultusunda y r t lm ştir” (TCMB, 2011b:75, Fıkrkoca ve diğ., 2009:7-10).

Finansal istikrarın sağlanması amacıyla  ncelik AB düzeyinde makro risklerin azaltılması ve  nlenmesine verilmiştir. “22 Eylül 2010 tarihinde Avrupa Parlamentosu’nda kabul edilen kanunla Sistemik Risk Kurulu (ESRB) ve Avrupa Finansal Denetleyiciler Sistemi (ESFS) kurulmuştur. 1 Ocak 2011 yürürlüğe giren kanunla, ESRB; finansal sistemi tehdit eden riskleri bir bütün olarak değerlendirmek, oluşabilecek sistemik riske karşı erken uyarı sağlamak ve gerektiğinde yaptırım uygulanmasını önermekle yasal olarak sorumlu tutulmuştur. ESRB, ECB bünyesinde fakat ECB’den tamamen bağımsız olarak oluşturulmuştur. Mikro politikalardan sorumlu denetim otoriteleri başkanları da ESRB bünyesinde yer aldığından mikro ve makro politikaların daha uyumlu hale getirilmesi planlanmıştır. Yeni yapı ile finansal sistemin karmaşık ve karşılıklı bağımlı yapısı yerine Avrupa genelinde faaliyet

gösteren finansal kuruluşların denetiminin kapsamlı ve ortak bir yapıda gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır” (TCMB, 2011b:76, TCMB, 2010a:44).

Aynı kanunla mikro risklerden sorumlu denetim otoriteleri de yeniden yapılandırılmıştır. “Kriz öncesinde AB düzeyindeki denetim yapısı Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumları Komitesi (CEBS), Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleme Kurumları Komitesi (CESR), Avrupa Sigorta ve Emeklilik Denetleme Kurumları Komitesi (CEIOPS) olmak üzere 3 komiteden oluşmaktaydı. AB üyesi ülkelerin kendi denetleyicilerinden oluşan bu üç komite sadece tavsiye niteliğinde önerilerde bulunabilmekteydi” (AB Bakanlığı, 2011:4). “22 Eylül 2010 kabul edilen kanunla bahsi geçen denetim otoriteleri dönüştürülerek Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA), Avrupa Sermaye Piyasası Otoritesi (ESMA) ve Avrupa Sigorta ve Emeklilik Fonları Otoritesi (EIOPA) kurulmuş, Avrupa Denetim Otoriteleri (ESAs) olarak yeniden yapılandırılmıştır. Yerlerini aldıkları kurumlar sadece tavsiye niteliğinde ve bağlayıcılığı olmayan kararlar verirken, yeni oluşturulan otoriteler daha etkin rol üstlenmişlerdir” (TCMB, 2010a:45). “Yeni denetim otoritelerine denetim, kural koyma, AB mevzuatının uygulanmasını sağlama, finansal sistemdeki sıkıntıyla mücadele etme ve denetimde işbirliğinin ve yakınsamanın sağlanması ve tüketicinin korunması konusunda ortak görev ve yetkiler verilmiştir” (Ergin, 2013:91-94). “Bu kurumların yanı sıra, üç denetim otoritesinin ortak bir platformu olarak Denetim Otoriteleri Ortak Komitesi (The Joint Committee of the European Supervisory Authorities) oluşturulmuş ve anılan üç kurumun daha yakın işbirliği içerisinde çalışmasının yolu açılmıştır” (TCMB, 2011b:76).

Finansal krizin başından beri bankaların denetimindeki eksiklikleri ortaya koyması nedeniyle sektörüne olan güvenin yeniden tesisi AB’nin de gündemine gelmiştir. “Avrupa Komisyonu Mayıs 2012’de ekonomik ve finansal entegrasyonun bir parçası olarak Euro bölgesi bankalarına olan güvenin oluşturulması adına bankacılık birliğinin oluşturulması için göreve çağırılmıştır. Haziran 2012 tarihli Zirve’de ise Euro Bölgesi’ndeki finansal entegrasyonu güçlendirmeyi amaçlayan, ancak Euro Bölgesi dışındaki ülkelerin de dahil olabileceği bir bankacılık birliği kurulmasına karar verilmiştir. Söz konusu birliğin üç temel ayağı vardır” (Ergin, 2013:97, TCMB, 2013a:10).

“İlki, AB’de bankacılık düzenlemelerinin standartlaştırılması yolunda atılan ilk ve en önemli adım olan Eylül 2010’da EBA’nın kurulmasıdır. Takip eden dönemde EBA Basel III standartlarını esas alarak AB genelinde mikro ihtiyati düzenlemelerin bel kemiğini oluşturan CRD IV (Sermaye Yeterliliği Direktifi) paketini hazırlanmıştır. Likidite standartları, sermaye tabanının kalitesinin, tutarlılığının ve şeffaflığının artırılması, Basel II kurallarına ilave olarak bir kaldıraç oranı uygulamasının getirilmesi ve bunun denetlenmesi, bankacılık mevzuatının tüm Avrupa’da yeknesak bir hal alması gibi bazı kurallar öngören bu paket 1 Ocak 2014 tarihinden itibaren uygulanmak üzere yürürlüğe girmiştir” (TCMB, 2013a:10, BDDK, 2010b:1). Söz konusu çalışmalar finansal sektör düzenlemelerinin AB genelinde standartlaştırılması çerçevesinde geliştirilmiştir.

“Bankacılık birliğinin diğer bir unsuru olan gözetim ve denetim faaliyetlerinin merkezileştirilerek ECB’ye yeni yetki ve sorumluluklar veren yasal düzenleme 3 Kasım 2013 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yeni yetki ve sorumluluklarla denetim faaliyetleri fiilen Kasım 2014 başlayan ECB sistemik olarak önemli bankaların gözetim ve denetiminden doğrudan sorumlu tutulmuştur. Ülkelerin ulusal denetim otoriteleri ile işbirliği içinde yapılacak olan değerlendirmelerde; bankaların taşıdığı belli başlı risklerin (kaldıraç, likidite vs.) belirlenmesi, banka bilançolarında bulunan varlıkların gerçek değerlerinin tespit edilmesi, bankaların stres testlerinin yapılması ayrıca yapılacak tüm analizlerde, CRD IV’e uygunluğun aranması, sonuçların ve otoritelerce alınması gereken tedbirlerin kamuoyuna bir raporla açıklanması öngörülmüştür” (TCMB, 2013a:11-12).

“Bankacılık birliğinin kurulmasının üçüncü ayağını; banka denetiminin son aşaması olan ve süreç sonunda bankanın tasfiyesi, yeniden yapılandırılması veya ortaklık yapısının değişmesiyle son bulan banka çözümlene rejimlerine yönelik olarak ortak çözümlene mekanizmasının (Single Resolution Mechanism-SRM) kurulması oluşturmuştur. AB Komisyonu, gelecekte bankaların sıkıntı yaşaması ihtimalinden hareketle Temmuz 2013’de ortak bir çözümlene mekanizması kurulması önerisi getirmiştir. AB genelinde geçerli olacak Banka Çözümlene ve Kurtarma Direktifi ilkelerini esas alacak olan SRM, denetim sorumluluğu ECB’de olan herhangi bir bankanın zor duruma düşmesi durumunda gerekli müdahale ve

finansmanın tek bir merkezden, hızlı ve etkin bir şekilde yürütülmesini sağlamak üzere planlanmıştır” (TCMB, 2013a:11-12, Ergin, 2013:98). “SRM tüzüğü 14 Temmuz 2014’te kabul edilmiş, çözümlemenin planlanması, bilgi toplanması ulusal çözümleme kurumları arasında işbirliği hükümlerinin 1 Ocak 2015’ten, planlama, erken müdahale, çözümleme eylemleri ve çözümleme araçlarına ilişkin hükümlerinin ise 1 Ocak 2016 tarihinden itibaren uygulanması öngörülmüştür” (İKV, 2014b).

Bankacılık birliği ve banka denetimlerine dönük diğer bir yenilik de Tek Denetim Mekanizması’nın (Single Supervisory Mechanism-SSM) kurulmasıdır. “Haziran 2012 tarihli Zirve’de Euro bölgesi hükümet ve devlet başkanları, bankalar ve devletler arasındaki kısır döngünün kırılması için SSM oluşturulmasını istemiştir. Avrupa Komisyonu 12 Eylül 2012’de SSM’ye yönelik olarak; Euro bölgesindeki bütün bankalar ile istemeleri halinde Euro bölgesi dışındaki üye ülkelerin bankalarının denetimi için ECB’ye güçlü yetkiler veren bir tüzük, oluşturulan yeni çatıya uyum sağlamak üzere EBA’ya ilişkin bir tüzük ve tek kural kitabı, tek denetim mekanizması ve tek banka çözümleme mekanizmasını içeren bankacılık birliğine ilişkin vizyondan oluşan üç belge yayınlamıştır” (Ergin, 2013:97-98).

Bankalara yönelik düzenlemelerin yanı sıra krizin ortaya çıkmasında ve yayılmasında çok önemli bir role sahip olan tezgahüstü türev ürünler ve tezgahüstü türev piyasalara yönelik düzenlemeler yapılması gereği ABD’de olduğu gibi AB’de kabul görmüştür. “AB Komisyonu Türev Piyasaları Çalışma Grubu (EU Commission Working Group on Derivatives) Aralık 2008’de tezgahüstü (OTC) türev piyasalarının CCP’ler vasıtasıyla merkezi takasının gerçekleştirilmesi hususunda çalışmaların hızlandırılması ve kredi risk yönetiminin güçlendirilmesinin sağlanması hususunda karar almış, Larosiére High Level Group Raporu’nda da tezgahüstü türev ürünlerin basitleştirilmesi ve belirli standartlara sahip olması gerektiği yönünde bir öneri yer almıştır” (Fıkırkoca ve diğ., 2009:9, Kaygısız, 2008:43).

“Tezgâh üstü türev araçlardan kaynaklanan risklere karşı AB finansal sisteminin devamlılığını korumak üzere Tezgâh üstü Türev Araçlar, Merkezi Karşı Taraflar ve Ticaret Havuzlarına Dair Tüzük (Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories: European Market Infrastructure Regulation-EMIR) önerisi hazırlanmıştır. EMIR, öneri metni 4 Temmuz 2012’de kabul edilerek 16 Ağustos

2012’de yürürlüğe girmiştir” (Ergincan ve Yayla, 2013:58-59). “EMIR düzenlemesi ile Merkezi Takas Kuruluşları ve Risk Azaltımı Teknikleriyle risklerin sınırlandırılması, Türev Kayıt Kuruluşları aracılığıyla şeffaflığın artırılması ve Merkezi Karşı Taraflar’ın finansal sağlamlığının temin edilmesi amaçlanmıştır. Tezgâhüstü türev piyasa işlemlerindeki sistematik riski minimize ederek büyük oyuncuların domino etkisinden korunması hedeflenmiş ve ABD’de yasalaşan Dodd Frank Kanunu’nun VII. başlığı ile eşdeğer nitelikte hazırlanmıştır” (Avcı, 2013:52-53).

EMIR ile gerçekleştirilen önemli düzenlemeler şunlardır; “CCP’leri denetlemek ve OTC’leri şekillendirmekle Avrupa Sermaye Piyasası Otoritesi (ESMA) görevli ve sorumlu otorite olarak belirlenmiştir, tezgah üstü türev işlemlerinin takasının CCP’lerce yapılması zorunlu turulmuştur, türev işlemlerin OTC’lerde ya da değişim yoluyla takas edilmesine bakılmaksızın kayıtlı AB üyesi ülkelerde faaliyet gösteren, AB üyesi olmayan diğer ülkelerde kurulan ya da ESMA tarafından tanınmış işlem veritabanlarına raporlama yükümlülüğü getirilmiştir, CCP’ler üzerinden gerçekleştirilmeyen tezgah üstü türev işlemler için yedek sermaye buldurması ve bu tür işlemlerin teyitleşme işlemi ve risk takibinin zamanında yapılma zorunluluğu getirilmiştir” (Avcı, 2013:55, Şababoğlu, 2013:99).

Tezgâh üstü türev araçlara yönelik bir diğer düzenleme de bu ürünleri daha anlaşılır kılmak amacıyla yapılmıştır. “Şeffaflık düzenlemeleri getirerek tezgâh üstü türev araçları yatırımcılar ve piyasa açısından şeffaf kılmak amacıyla Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi’nde (MiFID) değişiklikler yapılmış ve MiFID II adıyla Şubat 2013’de Avrupa Komisyonu tarafından onaylanmış ve 14 Ocak 2014’de yürürlüğe girmiştir” (Ergincan ve Yayla, 2013:61-62, European Commission, 2014).

AB üyesi ülkelerin finansal sisteme yönelik düzenlemelerini uyumlaştırmak ve finansal mimaride birlik oluşturmak amacıyla çeşitli reform çalışmalarının yapıldığı görülmektedir. Literatürde finansal sisteme yönelik reform çalışmalarında ABD’ye kıyasla geç ve yetersiz kaldığı yönünde görüşler yer alan AB’de yapılan reformların hangi düzeyde uygulanacağı ve başarıya ulaşip ulaşmayacağı yeni krizlerle karşı karşıya gelindiğinde cevap bulacaktır.

## 4. G20 ÜLKELERİNİN KRİZDEN ÇIKIŞ PERFORMANSLARI

### A. G20 ÜLKELERİNİN KRİZDEN ÇIKIŞ PERFORMANSLARINA YÖNELİK ARAŞTIRMA

Bu çalışma; 2008 krizi sürecinde G20 ülkeleri reel sektör ve finansal sektörüne yönelik çeşitli parametrelerde ortaya çıkan değişimler analiz edilmek suretiyle krizden çıkış performanslarını değerlendirmek amacıyla yönelik olarak hazırlanmıştır. “G20 ülkeleri dünya üretiminin yaklaşık %90’ını, dünya ticaretinin %80’ini gerçekleştirmekte ve dünya nüfusunun %65’ini bünyesinde bulundurmakta, 2014 yılı itibari ile dünya GSYİH'nın yaklaşık %78’ini temsil etmektedir” (Erkekoğlu ve Arıç, 2014:59, İzmen, 2009:3, IMF, 2014). G20 ülkelerinin dünya ekonomisinde taşıdığı büyüklük ve kriz boyunca küresel ekonomik ve finansal sistemin yönetilmesinde ortak platform olarak oynadığı rol düşünüldüğünde yapılan analizlerin krizden çıkış performansını değerlendirme konusunda küresel düzeyde aydınlatıcı olacağı düşünülmüştür.

#### 4.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

G-20 ülkelerinde, 2002-2014 yılları arasında işsizlik oranı, GSYİH, enflasyon oranı, ithalat tutarları, ihracat tutarları, ihracat-ithalat dengesi, M2/GSYİH oranı, büyüme oranı, kredi dönüş oranı ve emlak fiyatları değişimi gibi kriz performansı göstergeleri incelenmiştir. İşsizlik oranı, GSYİH, enflasyon oranı, ihracat-ithalat dengesi ve büyüme oranı reel sektör performansını analiz etmek; M2/GSYİH oranı, kredi dönüş oranı ve emlak fiyatları değişimi finansal sektör performansını analiz etmek amacıyla ele alınmıştır.

Yapılan ilk analizde, belirlenen değişkenlere ait verilerin kriz yılı olarak kabul edilen 2008 yılına göre değişimlerinin incelenmesi amaçlanmış, ilgili verilerde 2002 yılından 2014 yılına kadar yaşanan farklılıkların yıllar itibarıyla araştırılması ve



farklılığın oluştuğu yılların tespit edilmesi planlanmıştır. Analizler sonucunda; seçilen parametrelerdeki olumlu ve olumsuz değişimler belirlenerek G-20 ülkelerinin kriz öncesi ve sonrasını kapsayan on iki yıllık döneme ait genel ekonomik eğilimlerinin ve krizden kurtulma periyotlarının tespit edilmesi planlanmıştır.

İkinci analizde, 2002-2014 yılları kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemlere ayrılarak verilerdeki değişimler incelenmiş ve farklılıklar araştırılmıştır. Bu bölümde seçilen değişkenlerdeki verilerin, kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem olarak nasıl değiştiğinin, değişimlerin kriz döneminde hangi düzeylerde olduğunun, G-20 ülkelerinin kriz döneminde izlediği politikaların ilgili göstergelere etkilerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Son analizde ise kümeleme analizi yapılmış, seçilmiş değişkenlerde kriz yılı ve sonrasında küme oluşup oluşmadığı araştırılmıştır. Bu analizde, ülkelerin krizden çıkış başarılarının iyi-orta veya kötü performans olarak belirlenmesi amaçlanmıştır.

#### **4.2. Veri Seti ve Kısıtlar**

Çalışma IMF'nin 2002-2014 yılları arasında elde ettiği veriler üzerinden yapılmış, kullanılan veriler İMF veri tabanından (<http://data.imf.org>) alınmış ve her bir ülkeye ait tüm veriler aynı kaynaktan sağlanmıştır. Veriler 2002-2014 yılları aralığındaki aylık veriler olup herhangi bir ülke için eksik-boş veri bulunmamaktadır.

Ülkelerin işsizlik oranı, GSYİH, enflasyon oranı, ithalat-ihracat dengesi, M2/GSYİH oranı, büyüme oranı, kredi dönüş oranı ve emlak fiyatları değişimi parametrelerinin kendi içindeki değişimler her bir ülkeye ait verilere göre ayrı ayrı yapılmıştır. İşsizlik ve ihracat/ithalat dengesi oranı dışındaki parametreler nominal değerler yerine her bir ülke için 2008 yılı verilerine göre yeniden düzenlenmiş, 2008 yılı değerine göre gösterdiği değişimler ve aldığı değerler hesaplanarak elde edilen değerler kullanılmıştır. Bu sayede gerçekleşecek yüksek varyansın önüne geçilmesi planlanmıştır.

### 4.3. Araştırmanın Yöntemi

Tanımlayıcı istatistikler frekans, yüzde, ortalama, standart sapma (S.Sapma) değerleri ile sunulmuştur. G-20 ülkelerinin ekonomik parametrelerinin yıllar arasındaki karşılaştırmalarında, kriz öncesi-kriz zamanı ve kriz sonrası karşılaştırmasında ve ülkelere göre karşılaştırılmasında Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) uygulanmıştır. Varyans analizinin takibinde farklı olan grupların tespit edilmesinde ikili karşılaştırmalar için post-hoc Sidak Testi kullanılmıştır. 0,05'den küçük p değerleri istatistiksel olarak anlamlı kabul edilmiştir. Analizler SPSS 22.0 paket programı ile yapılmıştır.

“Sidak testi (Dunn-Sidak olarak da anılır), aile olarak (test kümesine uygulanan) yanlış pozitif oranın belirtilen değeri geçmediğinden emin olmak için sıkı bir önem düzeyinde gerçekleştirilir. Sidak testi I. tip hatayı yok etmek üzere geliştirilmiştir. Hata miktarlarına karşı daha sıkı sınırlamalar getirebilmektedir. Bazı posthoc (ikili karşılaştırma testi) istatistiklerinde gruplar arasındaki örneklem büyüklüğünün de dikkate alınması gerekmektedir. Bu durum Sidak için önem taşımamaktadır. Diğer bir ifadeyle grupların farklı örneklem sayısına sahip olmaları bunların uygulanmasına engel olmamaktadır” (Sincich ve McClave, 2003:850). Sidak testi ikili karşılaştırma testlerinin en duyarlısı ve varyans analizinde üç gruptan daha fazla grup belirlendiğinde farklılığın hangi gruptan kaynaklandığını test edebilen bir analiz tekniği olmasından ötürü tercih edilmiştir. Sidak testinde bütün gruplar ikili olarak karşılaştırılmış, herhangi bir değişken oranında fark tespit edildiğinde bundan sonra hangi ülkenin bu farka neden olduğunu bulmak için post Hoc kullanılmıştır.

### B.Bulgular

Gerçekleştirilen analizler sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki başlıklar altında özetlenmiştir.

#### 4.4. G-20 Ülkelerinin Yıllara Göre Ekonomik Parametrelerinin Değerlendirilmesi

Çalışmada; G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları arasında ele alınan değişkenlerin yıllara göre farklılığı araştırılmış, ilgili değişkenin 2008 yılı sonrası yıllarda gerçekleşme düzeyi, 2008 yılı öncesi verilerle karşılaştırılarak krizden çıkış performansı değerlendirilmiştir. 2008 yılı krizinin belirlenen değişkenler üzerindeki etkisinin tespiti için 13 yıllık dönemi kapsayan veriler varyans analizi tekniği ile incelenmiştir. Varyans analizinin takibinde farklı olan yılların saptanabilmesi için de “Sidak” Post Hoc.

##### 4.4.1. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları işsizlik oranı değişimlerinin değerlendirilmesi

Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki işsizlik oranının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

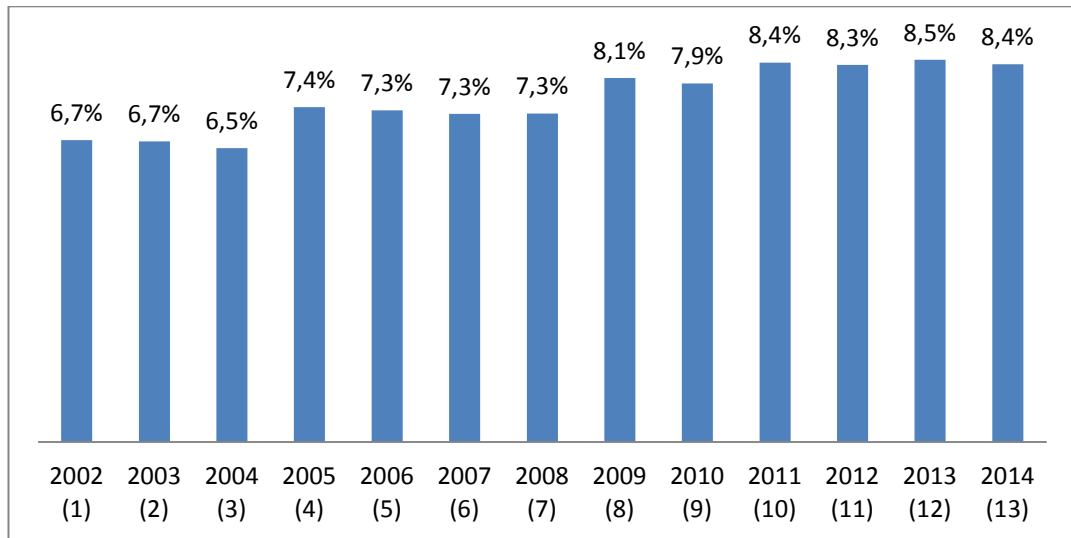
Tablo 13.G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İşsizlik Oranları Değişimi

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
İşsizlik Oranı	2002 (1)	230	6,68%	0,02	5,65	0,001	1,2,3< 8,9,10,11,12,13
	2003 (2)	230	6,66%	0,03			
	2004 (3)	230	6,51%	0,03			
	2005 (4)	212	7,42%	0,03			
	2006 (5)	216	7,34%	0,03			
	2007 (6)	216	7,27%	0,04			
	2008 (7)	228	7,27%	0,04			
	2009 (8)	228	8,06%	0,04			
	2010 (9)	230	7,94%	0,04			
	2011 (10)	230	8,41%	0,06			
	2012 (11)	230	8,35%	0,06			
	2013 (12)	230	8,46%	0,06			
	2014 (13)	223	8,37%	0,06			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki işsizlik oranları birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir ( $F=5,65$ ,  $p<0,05$ ). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2002-2003-2004 yıllarındaki işsizlik oranı 2009-2014 dönemi arasındaki işsizlik oranına göre oldukça düşüktür ( $p<0,05$ ).

G-20 ülkelerinde 2008 sonrasında işsizlik oranının 2002-2003-2004 yıllarına göre artış eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. Artış eğilimi 2008 küresel krizinin bir etkisi olarak ortaya çıkmıştır. 2005-2008 yılındaki işsizlik oranları ise 2002-2003-2004 dönemi ve 2009-2014 dönemine göre farksız olarak gözlemlenmiştir. 2002-2003-2004 döneminde %6'lı seviyelerde seyreden işsizlik oranı 2005 yılı ile beraber artış eğilimine girerek %7'li seviyelere yükselmiş, kriz sonrasında 2009-2014 yılları arasında ise işsizlik oranı ortalaması %8 seviyelerini aşmış ve bu oranın altına düşürülemediği görülmüştür.

2005 yılından itibaren yükselmeye başlayarak kriz sonrası seviyelerine benzer oranlara dönüşmeye başlayan işsizlik oranında gözlenen gelişmeler krize yönelik ilk sinyallerden biri olarak görülebilir. İşsizlik oranının 2008 kriz yılının ardından artış eğilimini sürdürmesi ve kriz öncesi seviyelere çekilememesi ise kriz sonrasında işsizlik sorununun çözümüne yönelik olarak alınan önlemlerde başarı sağlanamadığını göstermektedir. “G-20 ülkelerinde yaklaşık 1,9 milyar insanın yaşadığı ve bunların yaklaşık 1 milyarlık kısmının muhtemel işgücü içinde yer aldığını düşünüldüğünde 80 milyon insanın 6 aydan fazla işsiz olduğu veya iş bulma umudunu yitirdiğini söylemek mümkündür” (IMF, 2014).



Grafik 13.G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İşsizlik Oranları Değişimi

İşsizlik oranlarındaki başarısızlık ekonomilerin istihdam yaratma sıkıntısını yansıtması bakımından önem taşımakta ve krizin bireyler ve firmalara olumsuz etkilerinin devam ettiğini göstermektedir. Bu yönüyle çalışmada ele alınan diğer parametreleri etkileme potansiyeli de göz önüne alındığında işsizlik oranlarında gözlenen başarısızlığı G20'nin krizden çıkamadığının bir göstergesi olarak değerlendirmek, dolayısıyla alınan önlemlerle başarı sağlanamadığını söylemek mümkündür.

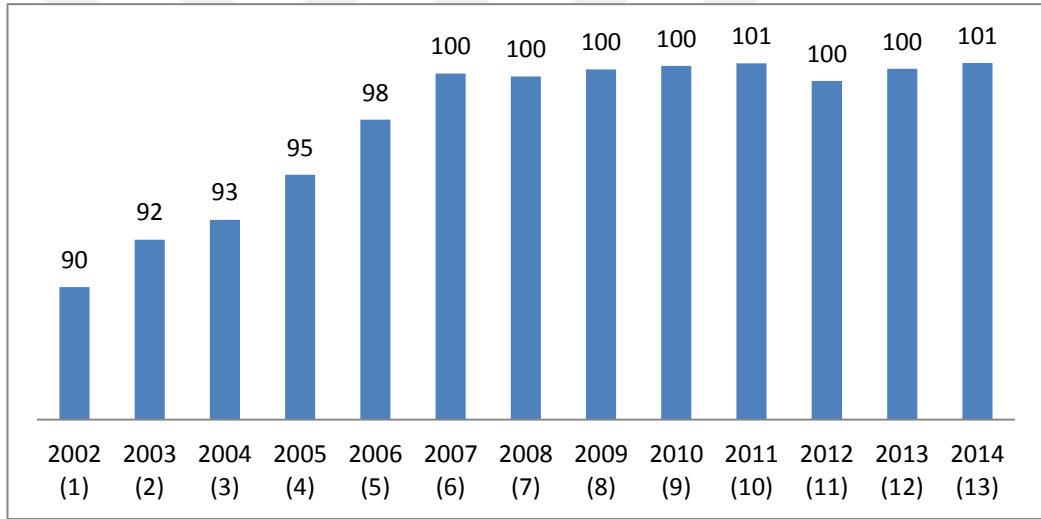
#### 4.4.2. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları GSYİH tutarları değişimlerinin değerlendirilmesi

Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki GSYİH tutarlarının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

Tablo 14.2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri GSYİH Tutarları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
GSYİH 2008'e Göre	2002 (1)	224	90,17	20,05	14,35	0,001	1,2,3,4,5,6< 7,9,10,11,12 ,13
	2003 (2)	228	92,39	18,75			
	2004 (3)	228	93,32	15,06			
	2005 (4)	212	95,41	15,89			
	2006 (5)	216	97,98	14,58			
	2007 (6)	216	100,14	13,93			
	2008 (7)	228	100,00				
	2009 (8)	228	100,33	13,16			
	2010 (9)	230	100,49	12,92			
	2011 (10)	230	100,61	12,60			
	2012 (11)	230	99,79	12,35			
	2013 (12)	230	100,35	11,85			
	2014 (13)	223	100,63	12,41			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki GSYİH tutarları birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir ( $F=14,35$ ,  $p<0,05$ ). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2002-2007 yıllarındaki GSYİH tutarları 2008-2014 dönemi arasındaki GSYİH tutarlarına göre düşüktür ( $p<0,05$ ). 2002-2007 dönemindeki GSYİH tutarları 2008-2014 dönemi tutarlarına kıyasla düşük olsa da 2002-2007 döneminde güçlü bir artış eğilimi göstermiş ancak krizle beraber durağanlaştığı görülmüştür. G-20 ülkelerinin kriz döneminde firmalara ve tüketicilere yönelik desteklerine rağmen GSYİH kriz sonrası yıllarda 2008 yılına yakın seviyelerde devam etmiştir. GSYİH’da kriz yılı seviyelerinin aşılammaması ekonomik canlanma sağlamak amacıyla alınan önlemlerin yetersiz kaldığını göstermektedir.



Grafik 14.2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri GSYİH Tutarları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

GSYİH başarısızlığını G20 ile sınırlandırmak yanlış olacaktır. 2014 yılı itibari ile bakıldığında “G-20 ülkeleri tarafından yaratılan GSYİH'nın dünya üzerindeki ekonomik büyüklüğün yaklaşık yüzde 78'ini teşkil ettiği görülmektedir. Yaratılan ekonomik büyüklüğün en yüksek payı yüzde 26 ile AB'ye, yüzde 23 ile ABD'ye ve yüzde 9 ile Çin ve Japonya'ya aittir” (IMF, 2014). G20 ülkelerinin dünya GSYİH'sındaki yüksek payı göz önüne alındığında; krizle birlikte girilen ve G20 ülkelerinde devam eden durgunluğun küresel ekonomik durgunluğu da yansıttığını söylemek mümkündür.

#### 4.4.3. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları ihracat/ithalat dengesi oranları değişimlerin değerlendirilmesi

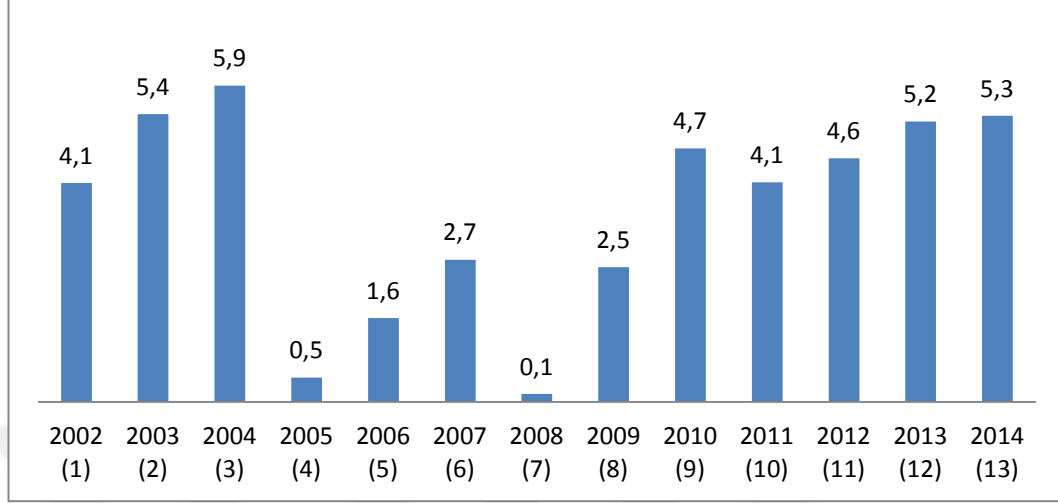
Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki İhracat/İthalat dengesi oranının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

Tablo 15.G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İhracat/İthalat Dengesi Oranları

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
İhracat/İthalat Dengesi	2002 (1)	224	4,10	12,89	5,95	0,001	4,5,6,7,8< 1,2,3,9,10,11,12,13
	2003 (2)	228	5,38	15,51			
	2004 (3)	228	5,92	17,07			
	2005 (4)	212	0,46	3,49			
	2006 (5)	216	1,57	3,15			
	2007 (6)	216	2,66	3,82			
	2008 (7)	228	0,15	0,62			
	2009 (8)	228	2,52	4,26			
	2010 (9)	230	4,74	8,72			
	2011 (10)	230	4,10	12,43			
	2012 (11)	230	4,56	13,73			
	2013 (12)	230	5,24	15,16			
	2014 (13)	223	5,35	15,90			

Sonuçlara göre 2002-2014 dönemindeki bazı yıllarda G-20 ülkelerinin İhracat/İthalat dengeleri birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir (F=5,95, p<0,05). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2005-2009 yıllarındaki İhracat/İthalat dengeleri 2002-2004 dönemi ve 2010-2014 dönemi arasındaki İhracat/İthalat dengesi oranlarına göre daha düşüktür (p<0,05). Krize yakın yıllarda İhracat/İthalat dengesi birbirine yakın oranlarda düşük seyretmiş, 2008 yılında 0,15 oranı ile en düşük seviyede gerçekleşmiş, 2010 yılından itibaren 2002-

2004 dönemdeki düzeyine yaklaşmış, 2014 yılında 5,35 düzeyine kadar çıkmış ancak 5,9 ile en yüksek düzeyin gerçekleştiği 2004 seviyeleri yakalanamamıştır.



Grafik 15.G20 Ülkeleri 2002-2014 Yılları İhracat/İthalat Dengesi Oranları

G-20 ülkelerinin İhracat/İthalat dengesi oranlarının 2004 yılındaki 5,9 seviyesinden 2005 yılında 0,5 seviyesine ani düşüşü ile 2005-2008 yılları arasında 13 yıllık dönemin en düşük seviyelerinde oluşu kriz sinyallerinden biri olarak değerlendirilebilir. Bununla beraber kriz yılı olan 2008’de G-20 ülkelerinde 0,1 oranı ile dip seviyesine inen İhracat/İthalat dengesi oranının 2002-2014 yılları arasında belirli dönemlerde azalma eğilimi gösterdiği ancak hiçbir dönemde negatif olmadığı görülmektedir.

#### 4.4.4. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları emlak fiyatları değişimi oranlarının değerlendirilmesi

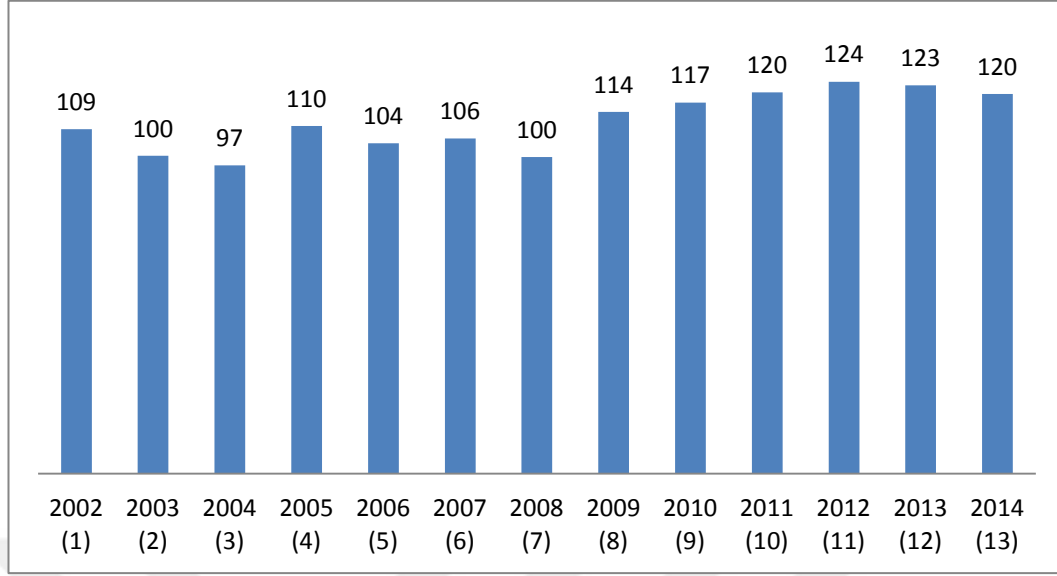
Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki emlak fiyatları değişim oranlarının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.



Tablo 16. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
2008 Yılına Göre Emlak Fiyatları Değişimi	2002 (1)	224	108,80	20,14	79,87	0,001	1,2,3,4,5,6,7< 9, 10 11,12,13
	2003 (2)	228	100,34	17,13			
	2004 (3)	228	97,35	12,77			
	2005 (4)	212	109,80	19,90			
	2006 (5)	216	104,26	16,78			
	2007 (6)	216	105,78	15,05			
	2008 (7)	228	100,00				
	2009 (8)	228	114,17	14,09			
	2010 (9)	230	117,13	11,70			
	2011 (10)	230	120,40	8,24			
	2012 (11)	230	123,70	9,89			
	2013 (12)	230	122,62	14,05			
	2014 (13)	223	119,82	18,58			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki emlak fiyatları değişimi birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir ( $F=79,87$ ,  $p<0,05$ ). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2002-2008 yıllarındaki emlak fiyatları değişimi 2010-2014 dönemi arasındaki emlak fiyatları değişimine göre daha düşüktür ( $p<0,05$ ). G-20 ülkelerindeki emlak fiyatları 2002-2004 yılları arasında düşüş eğiliminde, fakat 2002-2003 yılları fiyatları kriz yılı olan 2008 seviyesinden daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Kriz öncesinde bir önceki yıla göre en yüksek değişim %12 oranında artış ile 2005 yılında görülmüş, ancak 2006 yılında düşüş trendine girmiştir. 2009 yılı ile beraber emlak fiyatları yeniden artış eğilimine girmiş fakat 2009 sonrasında bir önceki yıla göre değişim %3-4 bandında ortaya çıkmış, ani bir değişim gözlenmemiştir.



Grafik 16. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

2002-2007 kriz öncesi yıllarda emlak fiyatlarındaki değişimin önceki bölümlerde açıklandığı gibi ABD ve diğer ülkeler tarafından uygulanan konut ve faiz politikaları doğrultusunda şekillendiği görülmektedir. Kriz öncesinde bir önceki yıla göre en ciddi yükseliş 2005 yılında ortaya çıkmış, sonrasında düşüş eğilimi göstermiştir, bu düşüslere rağmen 2006-2007 yılları fiyat seviyeleri 2004 yılı seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir.

2009-2014 döneminde G-20 ülkeleri emlak fiyatlarında yeniden artış yönünde değişim yaşandığı görülmüştür. 2009-2012 yıllarındaki kayda değer artıştan sonra 2014 yılına kadar olan dönemde emlak fiyatlarındaki değişimin düşüş yönünde olmakla beraber birbirine yakın seviyelerde olduğu görülmüştür. Gözlenen emlak fiyatları artışının emlak talebi dışında faktörlere bağlı olabileceğini söylemek mümkündür. Sonraki başlıklar içinde açıklanacağı üzere kriz sonrasında, G-20 genelinde, 2009-2012 yılları arasında enflasyon oranlarında artış, 2012-2014 döneminde kısmi düşüş gözlenmiştir. Emlak fiyatları ve enflasyon değişkenlerinde birbirine paralel yükseliş ve düşüşler yaşanmış olması, emlak fiyatlarındaki artışta talepten ziyade enflasyon oranlarındaki artışın düzeltme etkisi olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

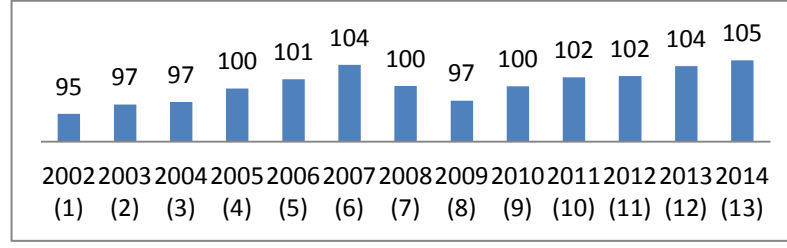
#### 4.4.5. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları büyüme oranları değişiminin değerlendirilmesi

Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki büyüme oranlarının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

Tablo 17. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
2008 Yılına Göre Büyüme Oranları Değişimi	2002 (1)	224	94,97	14,38	9,78	0,001	1,2,3,4,8,9< 6,12,13
	2003 (2)	228	96,62	12,56			
	2004 (3)	228	97,12	7,58			
	2005 (4)	212	99,54	9,84			
	2006 (5)	216	101,19	8,05			
	2007 (6)	216	103,74	6,92			
	2008 (7)	228	100,00				
	2009 (8)	228	97,33	14,09			
	2010 (9)	230	99,91	15,53			
	2011 (10)	230	101,56	16,62			
	2012 (11)	230	101,78	16,93			
	2013 (12)	230	103,55	18,40			
	2014 (13)	223	104,58	20,82			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki büyüme oranları birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir (F=9,78, p<0,05). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2002-2005 ve 2009-2010 yıllarını kapsayan büyüme oranları 2007 yılı ve 2013-2014 dönemi arasındaki büyüme oranlarına göre düşüktür (p<0,05). Büyüme oranları krizden önceki yıl olan 2007 yılında maksimum seviyede iken krizle birlikte 2008-2010 yıllarında büyüme oranlarında düşüş yaşanmış, en düşük düzey 2009'da meydana gelmiş, 2011 ve 2014 yıllarında ise büyüme oranları tekrar yükselme eğilimi kazanmıştır. 2011 yılı ile beraber krizin büyüme üzerindeki etkisinin azaldığı, ancak kriz öncesi seviyelerin 2013'de yakalanabildiği ve 2014 yılında toparlanmanın devam ettiği gözlenmiştir.



Grafik 17. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

2008-2010 yılları arasında G20 ülkeleri büyüme oranlarının krizden olumsuz etkilendiği, 2011-2012 yıllarının toparlanma dönemi olduğu, 2013-2014 yıllarındaki artışlarla ancak kriz öncesi seviyelere ulaşıldığı görülmekte ise de hızlı bir büyüme trendi yakalanamamıştır.

#### 4.4.6. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları enflasyon oranları değişiminin değerlendirilmesi

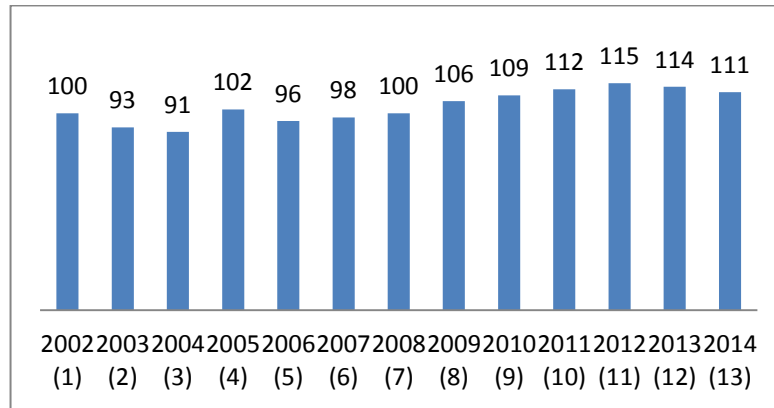
Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki enflasyon oranlarının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

Tablo 18. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
2008 Yılına Göre Enflasyon Oranları Değişimi	2002 (1)	224	100,10	17,53	79,90	0,001	2,3,5,6< 8-9-10-11-12-13
	2003 (2)	228	92,85	15,17			
	2004 (3)	228	90,67	11,67			
	2005 (4)	212	102,02	17,06			
	2006 (5)	216	96,13	15,18			
	2007 (6)	216	97,90	12,63			
	2008 (7)	228	100,00				
	2009 (8)	228	106,25	14,09			
	2010 (9)	230	109,23	13,26			
	2011 (10)	230	112,31	9,93			
	2012 (11)	230	115,34	10,20			
	2013 (12)	230	113,53	10,85			
	2014 (13)	223	110,75	14,96			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki enflasyon oranları değişimleri birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir (F=79,90, p<0,05). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2003-2004 ve 2006-2007 yıllarındaki enflasyon oranları, 2002, 2005 yılları ve 2009-2014 dönemi enflasyon oranlarına göre düşük bulunmuştur (p<0,05). Enflasyon oranları krizden önceki yıl kriz yılı olan 2008 seviyesinden düşük seviyedeysen krizle birlikte ani bir yükseliş meydana gelmiş, 2012 yılında en üst seviyeye ulaşmış, 2013 ve 2014 yıllarında düşüş gerçekleşmiştir.

Enflasyon oranlarının kriz sonrası dönemde artış gösterdiği ve artışların 2008 yılına göre %6 ile %10 oranı aralığında değiştiği, en yüksek seviyeye 2012'de ulaştığı görülmekte ve 2013-2014 yıllarında düşüş trendinin başladığı anlaşılmaktadır. Ancak gözlenen düşümlere rağmen enflasyon oranlarının kriz öncesi seviyelerinin üzerinde olduğu görülmektedir. ABD ve AB ülkelerinde 2016 itibariyle deflasyon eğiliminin devam ettiği göz önüne alındığında G20 ülkelerinde enflasyon oranlarının yükselme eğiliminde görünmesi çelişki olarak değerlendirilmiştir. Ancak her iki durumda da G-20 ülkelerinin enflasyon oranlarını kontrol etmede başarılı olamadığını söylemek mümkündür.



Grafik 18. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Söz konusu çelişki ABD ve AB ülkelerinde düşük tüketim-düşük enflasyon oranlarının yarattığı ekonomik durgunluğu aşmaya yönelik talebi, dolayısıyla enflasyonu artırıcı önlemlerle birlikte değerlendirilmelidir. İncelenen dönemde AB ve ABD'de faiz oranlarının sıfır düzeylerinde olduğu düşünüldüğünde G20 genelinde enflasyon oranlarının yükselme eğiliminde görülmesinde reel ekonomideki

yavaşlamayı aşmak üzere tüketimi teşvik edici ekonomik politikaların etkileri göz önüne alınmalıdır.

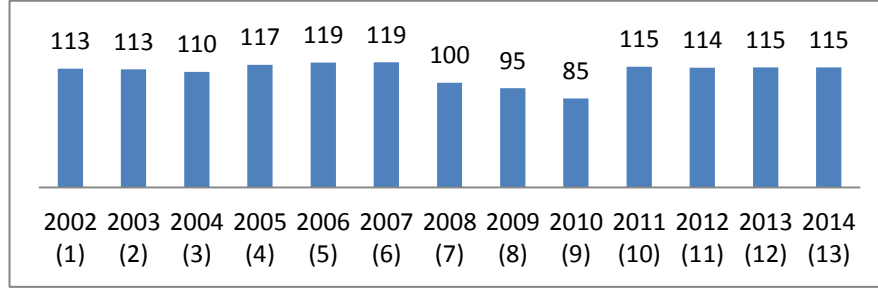
#### 4.4.7. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları kredi dönüş oranları değişimlerinin değerlendirilmesi

Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki kredi dönüş oranlarının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

Tablo 19. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Kredi Dönüş Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	Post Hoc
2008 Yılına Göre Kredi Dönüş Oranları Değişimi	2002 (1)	224	113,22	13,21	46,40	0,001	8,9< 1-7, 10-13
	2003 (2)	228	112,71	13,06			
	2004 (3)	228	110,37	8,93			
	2005 (4)	212	116,97	7,56			
	2006 (5)	216	119,17	8,23			
	2007 (6)	216	119,36	8,38			
	2008 (7)	228	100,00				
	2009 (8)	228	94,60	8,93			
	2010 (9)	230	85,02	10,31			
	2011 (10)	230	115,20	10,48			
	2012 (11)	230	114,26	11,70			
	2013 (12)	230	114,51	13,13			
	2014 (13)	223	114,63	13,96			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki kredi dönüş oranları birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir (F=46,40, p<0,05). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2008, 2009 ve 2010 yılları kredi dönüş oranları diğer yıllara göre daha düşük bulunmuştur (p<0,05). Diğer bir ifadeyle kredi dönüş oranları kriz yılı ve krizden sonraki ilk iki yılda ani bir düşüş göstermiş, 2011 yılından itibaren tekrar eski seviyelerine ulaşmıştır.



Grafik 19. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

2008-2010 yılları G-20 ülkelerinde krizin etkisinin en yoğun olarak hissedildiği dönem olarak görülmektedir. 2008'den itibaren üç yıl süresince devam eden düşüş trendiyle kredi dönüş oranları 2010 yılında incelenen onüç yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. 2011 yılı sonrasında ise toparlanma sürecine girildiği, krizin etkilerinin azaldığı görülmektedir.

#### 4.4.8. G-20 ülkelerinin 2002-2014 yılları M2/GSYİH oranları değişimlerinin değerlendirilmesi

Çalışmada G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasındaki M2/GSYİH oranlarının yıllara göre farklılığı ve farklı olan yıllara ilişkin elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak görülmektedir.

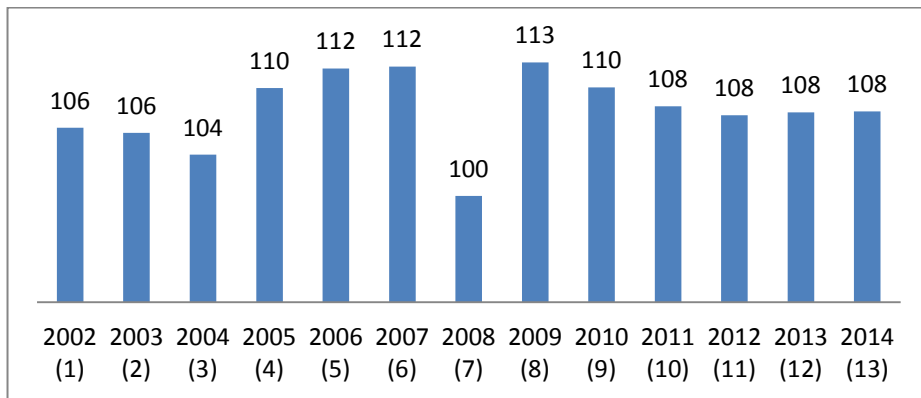
Tablo 20. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçümler	Yıl	n	Ortalama	S.sapma	F	p	PostHoc
2008'e Göre M2/ GSYİH Oranları Değişimi	2002 (1)	224	106,43	12,42	27,16	0,001	5,6,8,9> 1,2,3
	2003 (2)	228	105,95	12,28			
	2004 (3)	228	103,88	8,29			
	2005 (4)	212	110,15	6,73			
	2006 (5)	216	112,02	7,74			
	2007 (6)	216	112,19	7,87			
	2008 (7)	228	100,00				
	2009 (8)	228	112,57	8,39			
	2010 (9)	230	110,23	9,60			
	2011 (10)	230	108,46	9,60			
	2012 (11)	230	107,60	10,59			
	2013 (12)	230	107,86	11,75			
	2014 (13)	223	107,97	12,43			

Sonuçlara göre 2002-2014 yılları arasında G-20 ülkelerindeki M2/ GSYİH oranları birbirlerinden farklı olarak tespit edilmiştir (F=27,16, p<0,05). Farklılığın araştırılması amacı ile yapılan Sidak testi sonuçlarına göre 2006-2007 ve 2009-2010 yıllarındaki M2/GSYİH oranları, 2002-2004 dönemi arasındaki M2/ GSYİH oranlarına göre yüksek bulunmuştur (p<0,05). M2/ GSYİH oranları krizden önceki iki yıl ve sonraki iki yıl diğer yıllara göre yüksek seyir izlemiştir.

Bilindiği gibi M2; dolaşımdaki para, vadesiz mevduat gibi tam likit ödeme araçlarından oluşan M1'le, vadeli mevduat ve likit niteliği daha düşük ödeme araçlarının toplamından oluşur ve geniş tanımlı para miktarını gösterir. Finansal piyasaların büyüklüğü, geniş tanımlı para arzı da M2/ GSYİH değişkeni ile ölçülür. Finansal piyasalar gelişmişse M2/GSYİH oranı yüksektir, kamunun ihtiyacı iç borçlanma bu piyasalardan rahatlıkla karşılanabilir. M2'nin GSYİH içindeki oranının düşük olması ise piyasaların sığ olduğunu yansıtır. Bu bakımdan bu değişken finansal piyasaların derinliğinin, dolayısıyla finansal kriz ihtimalinin ve finansal krizden çıkış performansının önemli bir göstergesidir.

Sonuçlara bakıldığında, 2002-2004 döneminde diğer dönemlere göre daha düşük olan M2/ GSYİH oranının 2005 yılında hızla yükseldiği, 2006 yılında hızı azalmakla beraber artmaya devam ettiği ve 2007 yılında durağanlaştığı görülmektedir. 2005-2006 yıllarında yaşanan artış eğiliminin finansal piyasaların derinliğini artırmanın yanında bu piyasalarda bir balon etkisi yarattığı görülmektedir. Nihayet 2007 yılında durağanlaşan balonun 2008 yılında patladığı bilinmektedir.



Grafik 20. 2008 Yılına Göre 2002-2014 Yılları G20 Ülkeleri M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)



G-20 genelinde, krizin başlangıç yılı olan 2008 yılının M2/ GSYİH oranı incelenen 13 yıllık süreç içinde en düşük seviyededir. Para arzının GSYİH'ya oranı 2009, 2010 yıllarında tekrar yükselmiş ve kriz öncesi yıllar olan 2005-2007 düzeylerini görmüştür. Bu yükselişte krizin aşılması amacıyla ülkelerin finansal piyasalara yönelik olarak aldıkları önlemlerin ve desteklerin payının olduğu açıktır. 2010 sonrasında ise küçük düşüşler görülmüş ve 2011-2014 döneminde diğer yılların ortalaması olarak nitelendirilebilecek benzer seviyelerde devam etmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde; finansal piyasalarda nakit sıkışıklığının aşılması amacıyla krizle birlikte uygulanan acil önlemlerin etkili olduğu, merkez bankaları tarafından finansal piyasalara yapılan likidite ve diğer desteklerin 2009 yılında hızlı para arzı artışıyla sonuçlandığı, 2010 sonrasında ise denge oluşturduğu görülmektedir.

Tablo 21'de G20 ülkelerinin yukarıda analiz edilen ekonomik parametrelerinin 2002-2014 dönemini kapsayan değişimleri toplu halde görülmektedir.

Tablo 21. G-20 Ülkelerinin 2002-2014 Yılları Seçilmiş Ekonomik Parametrelerinin Değişimi

Yıl	İşsizlik Oranı %	GSYİH	İhracat/İthalat Dengesi	Emlak Fiyatları Değişimi	Büyüme Oranları	Enflasyon Oranları	Kredi Dönüş Oranı	M2/ GSYİH
2002	6,68	90,17	4,10	108,80	94,97	100,10	113,22	106,43
2003	6,66	92,39	5,38	100,34	96,62	92,85	112,71	105,95
2004	6,51	93,32	5,92	97,35	97,12	90,67	110,37	103,88
2005	7,42	95,41	0,46	109,80	99,54	102,02	116,97	110,15
2006	7,34	97,98	1,57	104,26	101,19	96,13	119,17	112,02
2007	7,27	100,14	2,66	105,78	103,74	97,90	119,36	112,19
<b>2008</b>	7,27	Baz Yıl	0,15	Baz Yıl 100	Baz Yıl 100	Baz Yıl 100	Baz Yıl 100	Baz Yıl
2009	8,06	100,33	2,52	114,17	97,33	106,25	94,60	112,57
2010	7,94	100,49	4,74	117,13	99,91	109,23	85,02	110,23
2011	8,41	100,61	4,10	120,40	101,56	112,31	115,20	108,46
2012	8,35	99,79	4,56	123,70	101,78	115,34	114,26	107,60
2013	8,46	100,35	5,24	122,62	103,55	113,53	114,51	107,86
2014	8,37	100,63	5,35	119,82	104,58	110,75	114,63	107,97

G20 ülkelerinde İhracat/İthalat Dengesi parametresinde 2008 öncesi yıllarda dalgalanma yaşandığı ve süreklilik arz ettiği, 2002-2004 yıllarında düşük seyreden işsizlik oranlarının 2005 yılından kriz yılı olan 2008 yılına kadar artış trendinde

olduğu, GSYİH'nın 2008 yılına kadar artış trendinde olup 2008'le beraber durağanlaştığı ve 2014 yılı itibarıyla durağanlığın aşılamadığı görölmektedir. Bu göstergelerdeki değişimler birlikte ele alındığında kriz öncesi yıllarda reel sektörün daralma sinyalleri verdiği anlaşılmaktadır. Reel sektördeki daralmaya karşılık M2/GSYİH oranının 2005-2007 yıllarında en yüksek düzeyleri göreceğ şekilde 2002-2007 yılları arasında hızla yükseldiği, fonların reel sektörden finansal sektöre yöneldiği, kriz yılına kadar devam ettiği, finansal piyasalardaki büyümenin ve emlak fiyatlarındaki artışın bir balon etkisi yaratarak 2008 krizi ile sonuçlandığı çok net olarak görölmektedir. Ayrıca reel sektördeki olumsuz değişimlere rağmen büyüme oranlarının 2002-2007 döneminde artış trendinde oluşu dikkat çekmektedir.

Emlak fiyatlarında en yüksek değişim %12 oranında artış ile 2005 yılında görölmüş, 2006 yılında düşüş trendine girmiş, 2009 yılı ile beraber yeniden artış eğilimi başlamış fakat 2009 sonrasında bir önceki yıla göre değişim %3-4 bandında ortaya çıkmış ve ani bir değişim gözlenmemiştir. 2009-2014 yılları enflasyon oranlarında artış eğilimi tespit edilmiş ABD ve AB ülkelerinde 2016 itibarıyla deflasyon eğiliminin devam ettiği göz önüne alındığında bir çelişki ortaya çıkmıştır. Ancak her iki durumda da G-20 ülkelerinin enflasyon oranlarını kontrol etmede başarılı olamadığını söylemek mümkündür.

Kredi dönüş oranları 2008-2010 yıllarında onüç yıllık dönemin en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Geri dönmeyen krediler ve krizin diğer etkileriyle finansal piyasalarda yaşanan daralmanın 2008 yılında M2/GSYİH oranını hızla düşürdüğü, M2/GSYİH oranının likidite destekleri ile 2009-2010 yılları süresince kriz öncesi seviyelerinde tutulduğu, 2011 yılından itibaren kısmen azaldığı ancak yüksek seyrini sürdürdüğünü görmek mümkündür.

Kriz sonrasında; işsizlik, emlak fiyatları, M2/GSYİH, enflasyon oranları ve GSYİH parametrelerinde başarı sağlanamadığı; ihracat/ithalat dengesi ve kredi dönüş oranlarında toparlanma yaşandığı ancak 2008 öncesi seviyelerin yakalanamadığı; büyüme oranlarında ise 2013-2014 yıllarında 2008 öncesi seviyelere ulaşıldığı anlaşılmaktadır. Toparlanma sağlanan parametrelerdeki olumlu değişimlerin; İhracat/İthalat dengesinde 2010 yılından; büyüme ve kredi dönüş oranlarında ise 2011 yılından itibaren başladığı görölmektedir.

Toparlanmanın başladığı yıllar ile çalışmanın ikinci bölümünde açıklanan tedbirler birlikte değerlendirildiğinde; 2009 yılından itibaren uygulanan maliye politikası ve geleneksel olmayan para politikası uygulamaları ile parametrelerde gözlenen olumlu gelişmeler arasında bağlantı kurmak mümkündür.

#### 4.5. G-20 Ülkelerinin Kriz Öncesi Dönem, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrası Dönem Ekonomik Parametrelerinin Değerlendirilmesi

Bu kısımda, G-20 Ülkelerinin 2002-2014 yılları arasında ele alınan parametrelerinin kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemler arasında farklı olup olmadığı incelenmiştir. 2002-2007 yılları kriz öncesi dönem; 2008-2010 yılları kriz dönemi ve 2011-2014 yılları kriz sonrası dönem olarak ele alınmış, dönemler arasındaki değerler Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) yapılarak karşılaştırıldığında M2/GSYİH haricindeki tüm parametrelerde en az bir dönem diğer bir dönemden farklı bulunmuştur. Bulguların detaylı yorumları grafiklerle beraber verilmiştir.

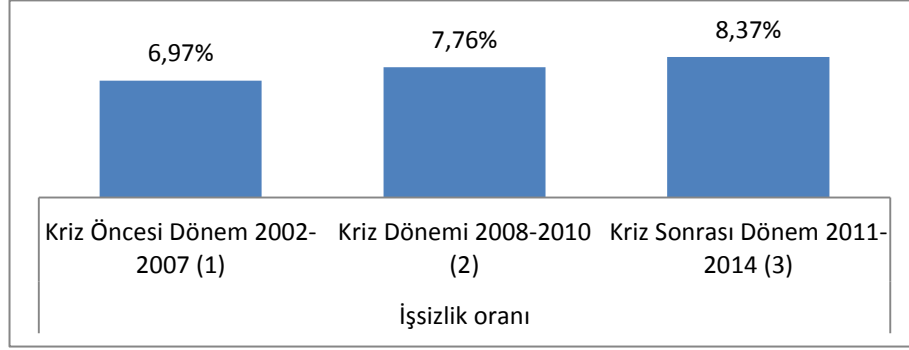
Tablo 22. Ekonomik Parametrelerde G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrası Dönem Ortalamaları

Ölçümler	Dönem	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
İşsizlik Oranı	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	6,97%	2,99%	29,163	0,001	2,3>1
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	7,76%	4,00%			
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	8,37%	5,91%			
GSYİH (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	94,83	16,87	53,455	0,001	2,3>1
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	100,32	10,64			
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	100,25	12,42			
İhracat/İthalat Dengesi	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	3,40	11,36	8,985	0,001	2<1,3
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	2,48	5,92			

	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	4,86	14,66			
Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	104,30	17,66			
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	110,77	12,90	332,774	0,001	1<2<3
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	121,23	13,70			
Büyüme Oranları Değişimi (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	98,80	10,69			
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	99,29	12,29	23,360	0,001	3>2,1
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	102,69	18,33			
Enflasyon Oranı (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	96,53	15,49			
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	105,30	11,79	392,897	0,001	1<2<3
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	112,65	11,99			
Kredi Dönüş Oranı (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	115,21	10,75			
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	112,56	11,67	11,985	0,001	2<1,3
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	114,52	12,52			
M2/GSYİH (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007 (1)	1324	108,36	10,04			
	Kriz Dönemi 2008- 2010 (2)	686	107,73	9,10	1,082	0,339	2<1,3
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014 (3)	950	107,86	11,24			

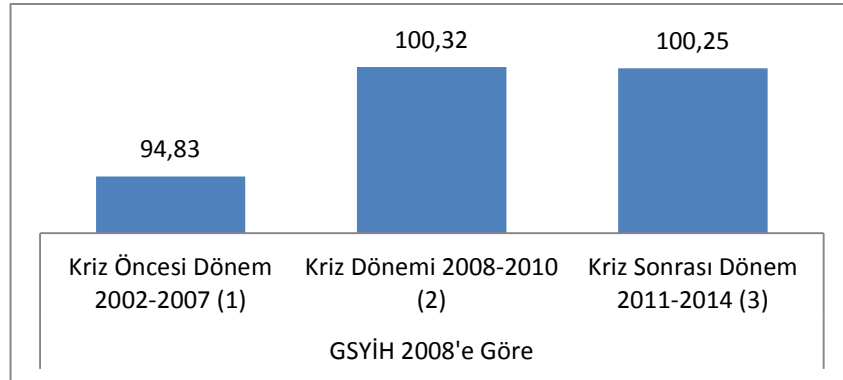
Sidak Testi ile yapılan ikili karşılaştırmalarda, işsizlik ve GSYİH oranları kriz dönemi ve kriz sonrası dönemlerde kriz öncesi döneme göre daha yüksek bulunmuştur ( $p<0,05$ ). İhracat/ithalat dengesi, kredi dönüş oranı ve M2/ GSYİH oranının kriz döneminde en düşük; enflasyon, büyüme ve emlak fiyatları değişkenlerinin ise kriz döneminde kriz öncesine göre, kriz sonrasında kriz dönemine göre daha yüksek düzeyde olduğu görülmüştür. Diğer bir ifadeyle işsizlik, enflasyon, GSYİH, büyüme ve emlak fiyatları değişkenlerinde kriz ve kriz sonrası dönemde değişen oranlarda artışlar yaşanmış; ihracat/ithalat dengesi, kredi dönüş oranı ve M2/ GSYİH oranları ise kriz döneminde en düşük düzeyine inmiştir. Söz konusu

değişkenlerde gözlenen artış ve azalışlar hazırlanan grafiklerle aşağıda daha detaylı olarak yorumlanmıştır.



Grafik 21. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem İşsizlik Oranları

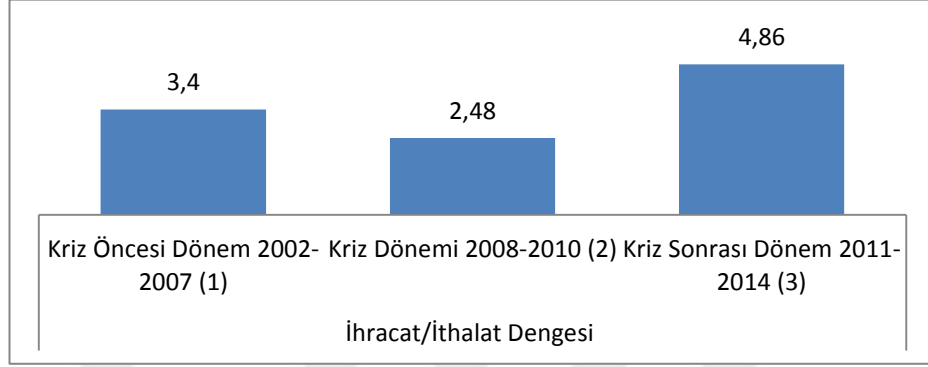
Kriz öncesi dönemde G-20 ülkelerinde ortalama işsizlik oranının yaklaşık %7 civarlarında olduğu, kriz döneminde %7,76 ve kriz sonrası dönemde ise %8,37 oranına çıktığı görülmektedir. Kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde işsizlik oranının artmaya devam etmesi G-20 ülkelerinin işsizlik sorununun çözümü konusunda başarılı bir performans sergileyemediklerini göstermektedir.



Grafik 22. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem GSYİH (2008=100'e göre düzeltilmiş)

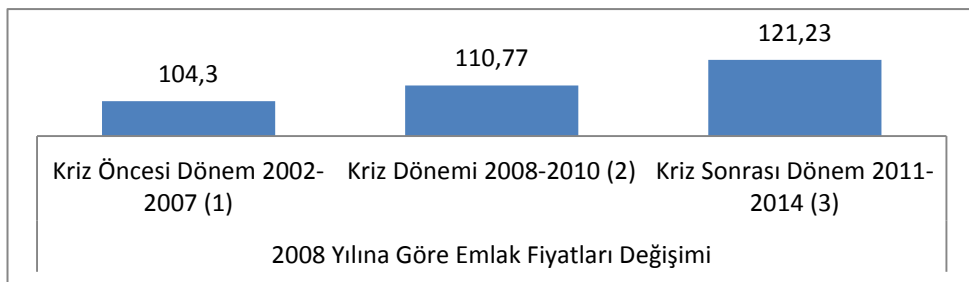
G20 ülkeleri GSYİH tutarlarının, kriz öncesi dönemde kriz ve sonrası döneme göre daha düşük olduğu, kriz ve sonrası dönemlerde birbirine yakın seviyelerde olduğu görülmektedir. Kriz öncesi döneme kıyasla kriz ve sonrası dönemde G20 ülkeleri GSYİH ortalaması artmıştır ancak kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde 2008 seviyesindedir, hatta kriz sonrası dönem ortalaması kriz dönemi ortalamasının

da altında gerçekleşmiştir. Bu durum 2002-2007 ortalamalarının üzerinde oluşu itibariyle kısmi bir başarı gibi görünmekle beraber kriz sonrası dönem verileri krizin GSYİH üzerindeki etkilerinin aşılamadığının, durağanlığın devam ettiğinin göstergesidir.



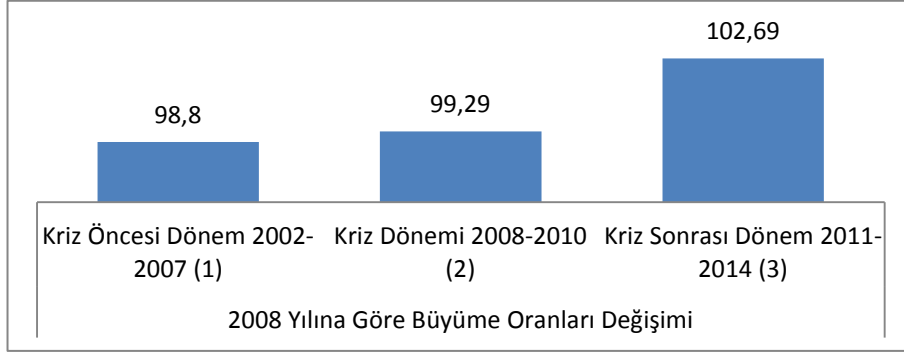
Grafik 23. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem İhracat/İthalat Dengesi

İhracat/İthalat dengesinin kriz döneminde en düşük düzeyde olduğu görülmüştür. Kriz öncesi dönem İhracat/İthalat dengesi oranı ise kriz döneminden yüksek olmakla beraber kriz sonrası döneme göre daha düşüktür. Kriz sonrası dönemde, İhracat/İthalat dengesinin 2002-2010 yıllarına kıyasla yüksek oluşu, bilhassa kriz dönemine göre artış göstermesi; G20 ülkelerinin dış ticaret dengesi başarısını yansıtmaktadır.



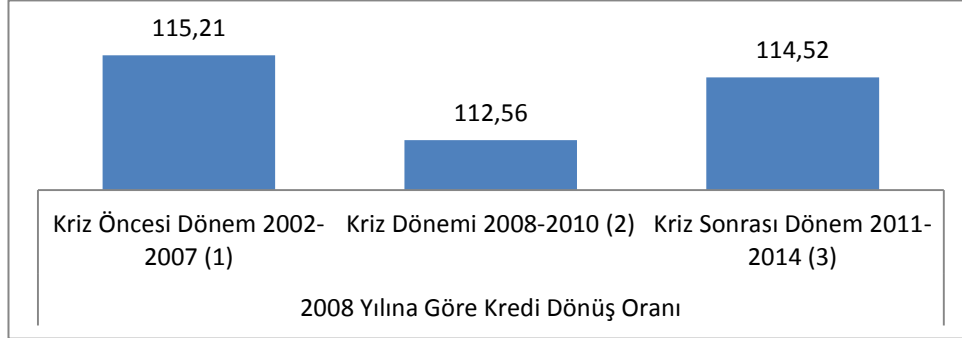
Grafik 24. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Emlak fiyatları; kriz öncesi dönemde en düşük, kriz sonrası dönemde en yüksek olup kriz dönemindeki emlak fiyatları ise kriz öncesinden yüksek, kriz sonrasında düşük bulunmuştur. Krize rağmen G20 ülkeleri emlak fiyatları artış trendinin devam ettiği görülmektedir.



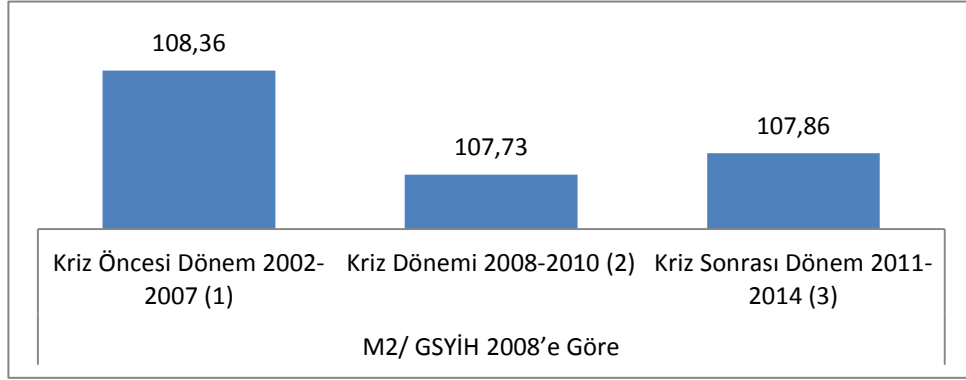
Grafik 25. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem Büyüme Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş)

G-20 ülkelerinin büyüme oranları, kriz sonrası dönemde diğer dönemlerden daha yüksek bulunmuştur. Kriz döneminde büyüme oranlarında kriz öncesi döneme göre % 0,49 gibi küçük bir artış oluşmuşsa da bu dönem ortalaması kriz dönemi ortalaması 2008 seviyesinin -% 0,71 altında bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle 2008 büyüme oranı 100 kabul edildiğinde 2009 ve 2010 yılları büyüme oranları daha düşük gerçekleşmiş ve 2008-2010 büyüme ortalamasını -% 0,71 düşürmüştür. Büyüme oranlarında kriz sonrası dönemde başarının 2011 yılı ile yakalandığı ve 2011-2014 ortalamasında 2008 seviyesine göre %2,69 artış yaşandığı görülmektedir.



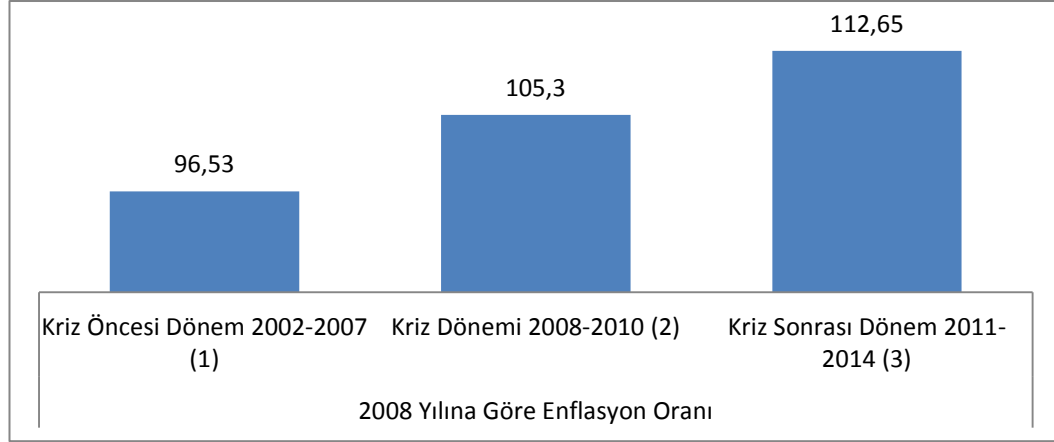
Grafik 26. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem Kredi Dönüş Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş)

G20 ülkeleri kredi dönüş oranı kriz döneminde diğer dönemlerden daha düşük bulunmuş, krizin tüm G20 ülkelerinde kredi ödemelerini önemli ölçüde aksattığı görülmüştür. Kriz dönemi kredi dönüş oranları, kriz öncesi döneme göre yaklaşık %3 oranında azalmıştır. Kriz sonrası dönemde ise kriz dönemine kıyasla %2 artmış, bir toparlanma yaşanmış ancak kriz öncesi dönem kredi dönüş oranı seviyesi yakalanamamış, %0,69 altında gerçekleşmiştir.



Grafik 27. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Dönem M2/GSYİH Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş)

M2/GSYİH oranları; kriz öncesi dönemle kıyaslandığında, kriz döneminde ve kriz sonrası dönemde düşüş göstermiştir. Fakat dönemlere göre büyük farklılıklar göstermediği gözlemlenmektedir. M2/GSYİH oranları kriz döneminde kriz öncesi döneme göre -%0,63 düşmüş, kriz sonrası dönemde kriz dönemine göre %0,13 oranında artmış, kriz öncesi seviyenin -%0,5 oranında altında kalmıştır.



Grafik 28. G-20 Ülkeleri Kriz Öncesi Dönem-Kriz Dönemi-Kriz Sonrası Enflasyon Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Enflasyon oranlarının kriz döneminde artış gösterdiği, kriz sonrası dönemde de artışın devam ettiği tespit edilmiştir. Kriz döneminde, kriz öncesi döneme göre %8,77, kriz sonrası dönemde ise kriz dönemine göre %7,35 artmıştır. Kriz öncesi dönemle kıyaslandığında kriz sonrası dönem enflasyon oranı toplam %16,12 artış göstermiştir.

Enflasyon oranlarının artmaya devam ediyor olmasında G20 ülkeleri tarafından reel sektörü destekleme amacına dönük olarak talebi artırmayı teşvik eden



ekonomik politikaların etkisinin de bulunduğu göz önüne alınmalıdır. Bununla beraber enflasyon oranlarındaki artış G-20 ülkelerinde hayat pahalılığının dönüşsüz olarak arttığını da göstermektedir.

Tablo 23’de G20 ülkelerinin yukarıda analiz edilen ekonomik parametrelerinin kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemini kapsayan değişimleri toplu olarak görülmektedir.

Tablo 23. G-20 Ülkelerinin Kriz Öncesi Dönem, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrası Dönem Ekonomik Parametrelerinin Değişimi

Ölçümler	Dönem	Performans	Ölçümler	Dönem	Performans
İşsizlik Oranı %	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	6,97	M2/GSYİH (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	108,36
	Kriz Dönemi 2008-2010	7,76		Kriz Dönemi 2008-2010	107,73
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	8,37		Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	107,86
Emlak Fiyatları Değişimi (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	104,30	Büyüme Oranları Değişimi (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	98,80
	Kriz Dönemi 2008-2010	110,77		Kriz Dönemi 2008-2010	99,29
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	121,23		Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	102,69
GSYİH (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	94,83	Enflasyon Oranı (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	96,53
	Kriz Dönemi 2008-2010	100,32		Kriz Dönemi 2008-2010	105,30
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	100,25		Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	112,65
İhracat/İthalat Dengesi	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	3,40	Kredi Dönüş Oranı (2008=100)	Kriz Öncesi Dönem 2002-2007	115,21
	Kriz Dönemi 2008-2010	2,48		Kriz Dönemi 2008-2010	112,56
	Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	4,86		Kriz Sonrası Dönem 2011-2014	114,52

Genel olarak değerlendirildiğinde G20 ülkelerinin; ihracat/ithalat dengesi ve büyüme oranlarında kriz öncesi döneme göre kriz sonrası dönemde toparlanma sağladığı görülmüştür. “2014-2015 yılları dahil küresel ekonomik faaliyetlerin zayıf seyretmesi”ne (TCMB, 2015:3, TCMB, 2014:5) rağmen dönemler itibariyle yapılan analizin bir başarıyı işaret etmesi mevcut durumu ölçmede modelin yetersizliği olarak değerlendirilmiştir. GSYİH; kriz sonrası dönemde kriz öncesi döneme göre yüksek görünse de kriz yılları ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Kredi dönüş oranları kriz döneminde en düşük seviyeyi görmüş, kriz sonrası dönemde bir toparlanma yaşanmıştır ancak kriz öncesi dönem seviyesi yakalanamamıştır.

M2/GSYİH oranları; kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde kriz öncesinin balon olarak nitelendirilen seviyelerinin cüzi düzeyde altında olmakla beraber her üç dönemde de birbirine yakın seviyelerde gerçekleşmiştir.

Kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde en fazla etkilenme işsizlik, emlak fiyatları ve enflasyon oranında gerçekleşmiştir. Her üç değişken kriz öncesi seviyelerinin üzerindedir ve artışların kontrol edilemediği görülmektedir. Her ne kadar cari denge ve büyüme oranlarında bir toparlanma görülse de kriz ve sonraki yıllarda işsizlik, enflasyon oranlarında artışın süreklilik kazanması ve GSYİH'nin düşüklüğü krizin bireyler ve firmalar üzerindeki olumsuz etkilerinin devam ettiğini düşündürmektedir. Emlak fiyatlarının kriz ve sonrası dönemde de yükselmeye devam ediyor olması; sektörde kriz öncesinde yaşanan sıkıntılara benzer bir potansiyelin varlığını işaret etmektedir. Kredi dönüş oranlarının kriz öncesi seviyelerinin altında gerçekleşmesi ise finansal sektöre yönelik risklerin devam ettiğini göstermektedir.

#### **4.6. G20 Ülkeleri Kriz Performanslarına Yönelik Kümelerin Belirlenmesi**

2008-2014 döneminde G-20 ülkelerinde seçilen değişkenlerin ülkelere göre seyrini, belirli ülkelerin kümeler oluşturup oluşturmadığını tespit etmek ve ülkelerin krizden çıkış başarılarını iyi-orta veya kötü performans olarak belirlemek amacıyla kümeleme analizi uygulanmıştır. G-20 ülkelerinin 2008-2014 yılları arasında seçilen parametrelere ait verilerin ülkelere göre seyrini değerlendirmek ve kümeleri tespit etmek amacıyla uygulanan analiz sonrasında elde edilen sonuçlar küme numarası ortalama değeri ve ortalama değere göre skalandırılan kriz performansı düzeyleri özet olarak tablo ve grafiklerde verilmiştir.

##### **4.6.1. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İşsizlik Oranlarına Göre Kümelenme**

G-20 ülkelerinde 2008-2014 yılları arasındaki işsizlik oranlarının ülkelere göre skalandırılan kriz performansı düzeyleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 24.G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İşsizlik Oranlarında Kümelendirme

Ölçüm	Ülke	Ortalama İşsizlik Oranı	Küme	Kriz Performansı
2008-2014				
İşsizlik Oranı	Güney Kore	0,02	1	İyi
	İngiltere	0,04		
	Avustralya	0,05		
	Endonezya	0,06	2	Orta
	İtalya	0,06		
	Brezilya	0,06		
	Fransa	0,06		
	Kanada	0,07		
	Arjantin	0,07		
	Hindistan	0,08		
	ABD	0,08		
	Japonya	0,08		
	Çin	0,08		
	Meksika	0,08		
	Sudi Arabistan	0,08		
	Almanya	0,09		
	Türkiye	0,09		
	Rusya	0,14	3	Kötü
	Güney Afrika	0,26		

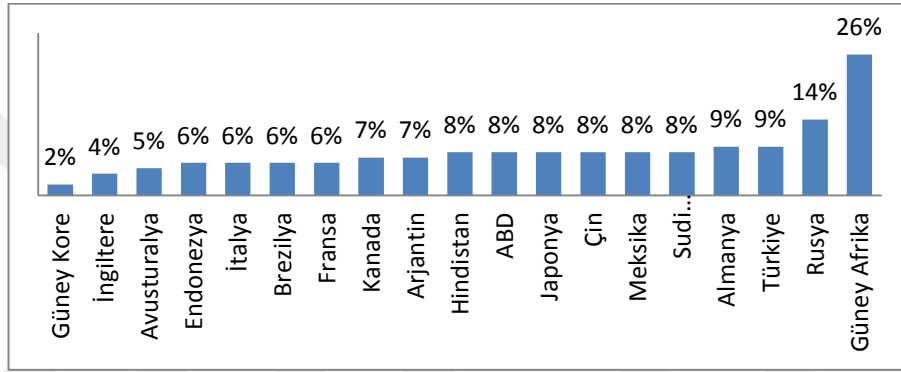
Elde edilen sonuçlara göre G20 ülkelerinin 2008-2014 döneminde işsizlik oranına göre 3 adet küme oluşturdukları tespit edilmiştir. Bu kümeler düşük, orta, iyi performans gösteren kümeler olarak adlandırılmıştır.

Güney Kore, İngiltere ve Avustralya'nın 2008-2014 yılları arasında İyi performans sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu ve tespit edilen işsizlik oranının Güney Kore'de %2, İngiltere'de %4 ve Avustralya'da %5 düzeyinde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Kriz döneminde ve sonrasında diğer ülkelere göre işsizlik oranı konusunda krizden daha az etkilenmişlerdir.

2008-2014 döneminde G-20 ülkelerinin büyük bir bölümünde işsizlik oranının %6 ile %9 bandında bir aralıkta değişmekte olduğu görülmüştür. 2008-2014 yılları arasında İtalya, Türkiye, Almanya, Çin, Meksika, Suudi Arabistan,

Endonezya, Japonya, ABD, Kanada, Arjantin, Hindistan, Fransa ve Brezilya'nın işsizlik oranına göre orta düzey performans sergileyen G-20 ülkelerinde olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde işsizlik oranının %6 ile %9 aralığında gerçekleştiği tespit edilmiştir.

2008-2014 yılları arasında Güney Afrika ve Rusya'nın işsizlik oranına göre kötü performans sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu görülmektedir. İşsizlik oranı Güney Afrika'da %26, Rusya'da %14 ile olarak gerçekleşmiş ve en başarısız ülkeler olarak tespit edilmiştir.



Grafik 29.G20 Ülkeleri, 2008-2014 Dönemi İşsizlik Oranı Ortalamaları

Ek A'da sunulan 2002-2014 dönemi G20 ülkeleri verilerine bakıldığında; Güney Afrika (0,21,66) ve Rusya'nın (0,10,06) işsizlik oranları diğer ülkelere göre yüksek, Güney Kore (0,0258), İngiltere (0,0439), Avustralya'nın (0,0495) işsizlik oranları diğer ülkelere göre düşüktür. Almanya, Brezilya, Türkiye, Kanada, Çin, Hindistan, Meksika, Suudi Arabistan diğer yüksek oranda işsizliğin olduğu ülkeler olarak görülmektedir.

G.Afrika ve Rusya işsizlik oranlarının gerek 13 yıllık dönemde gerekse kriz ve sonrası dönemde en yüksek oluşu krizden işsizlik anlamında en fazla; G.Kore, İngiltere ve Avustralya işsizlik oranlarının her iki dönemde en düşük G20 ülkeleri olması krizden en az etkilenen ülkeler olduklarını göstermektedir.

Krizin çıkış merkezi olan ABD'de ise işsizlik oranı ortalaması 2002-2014 döneminde 0,0628 seviyelerinde iken 2008-2014 döneminde 0,08 seviyelerine yükseldiği ve orta düzeyde performans gösteren ülkeler arasında yer aldığı tespit edilmiştir. Türkiye ise 2002-2014 döneminde %9,17; 2008-2014 döneminde %9 işsizlik oranı ile orta düzey başarı göstermiştir.

#### 4.6.2. G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi büyüme oranlarına göre kümelenme

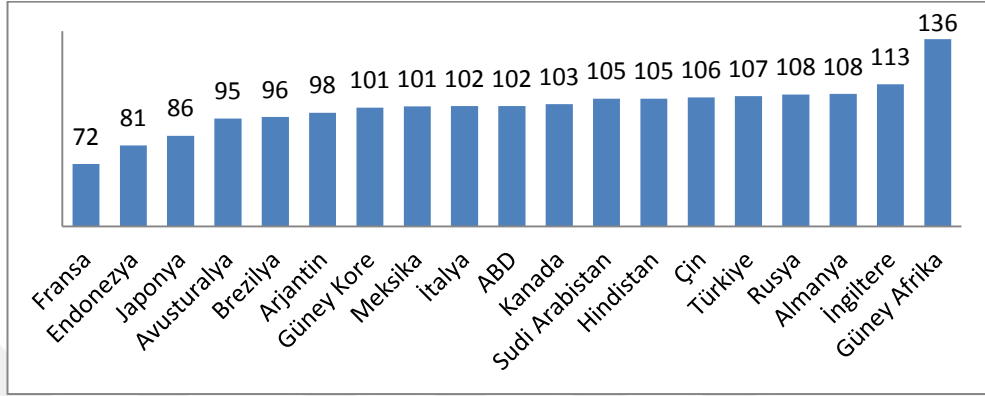
G-20 ülkelerinde 2008-2014 yılları arasındaki büyüme oranlarının ülkelere göre skalandırılan kriz performansı düzeyleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 25. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Büyüme Oranlarında Kümelenme (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim	Küme	Kriz Performansı
2008-2014		2008'e Göre		
2008 Yılına Göre Büyüme Oranları Değişimi	Fransa	71,85	1	Kötü
	Endonezya	81,44		
	Japonya	86,38		
	Avusturalya	95,20		
	Brezilya	96,05		
	Arjantin	98,19		
	Güney Kore	100,74	2	Orta
	Meksika	101,36		
	İtalya	101,53		
	ABD	101,59		
	Kanada	102,59		
	Sudi Arabistan	105,33		
	Hindistan	105,37		
	Çin	106,02		
	Türkiye	106,69		
	Rusya	107,53		
	Almanya	107,79		
	İngiltere	112,78	3	İyi
	Güney Afrika	135,92		

Elde edilen sonuçlara göre G20 ülkelerinin 2008-2014 döneminde büyüme oranlarına göre 3 adet küme oluşturdukları tespit edilmiştir. Bu kümeler düşük, orta, iyi performans gösteren kümeler olarak adlandırılmıştır. Avusturalya, Arjantin, Fransa, Japonya, Brezilya ve Endonezya'nın büyüme oranlarında 2008-2014 yılları arasında kötü performans sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu görülmektedir. Kötü performans sergileyen ülkelerde 2008 yılına göre büyüme -%2 ile -%28 aralığında değişen oranlarda gerilemiştir. Kriz sonrası dönemde 2008 yılına göre büyüme

oranında en yüksek düşüş -%28 ile Fransa’da gözlenmiş ve en başarısız ülke olduğu tesbit edilmiştir. Endonezya -%19 ve Japonya -%14 negatif büyümeyle Fransa’yı takiben en başarısız ülkeler olmuştur.



Grafik 30. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır)

Kanada, İtalya, ABD, Suudi Arabistan, Çin, Türkiye ve Güney Kore, Almanya, Rusya, Meksika ve Hindistan'ın ise 2008-2014 yılları arasında büyüme oranlarında orta düzey performans sergileyen G-20 ülkelerinde olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde tespit edilen büyümenin 2008 yılına göre değişimi %1 ile %8 aralığında artış yönündedir.

İngiltere ve Güney Afrika'nın büyüme oranlarında 2008-2014 yılları arasında yüksek düzey performans sergileyen G-20 ülkelerinde olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde 2008 yılına göre büyümenin değişimi Güney Afrika'da %36, İngiltere'de %13 oranında gerçekleşmiş ve en başarılı ülkeler olarak tespit edilmiştir. Avusturalya, Arjantin, Fransa, Japonya, Brezilya ve Endonezya'da büyüme oranları kriz sonrası dönemde krizin başladığı yıl olan 2008 yılındaki seviyenin altında kalmıştır. Avusturalya, Arjantin ve Brezilya büyüme ortalaması 2008 yılı seviyelerine yakın (%95-98) iken; Fransa, Japonya ve Endonezya'da büyüme oranları 2008 yılındaki seviyesine göre dramatik düşüş göstermiştir. Fransa, Japonya ve Endonezya'daki düşüşlerin sebebinin üretimin azalması Arjantin ve Brezilya'da ise yabancı yatırımcıların ülkedeki girişimlerine son vermesinden kaynaklı olabileceği düşünülebilir. Sonuç olarak Avusturalya, Arjantin, Fransa, Japonya, Brezilya ve Endonezya'nın büyüme oranları 2014 yılı itibari ile krizin etkilerini yaşadığını göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Güney Afrika'da büyüme oranlarının diğer G-20 ülkelere göre daha yüksek oluşu düşük maliyetler sebebiyle yabancı yatırımcıların girişimlerini bu ülkeye yönlendirmiş olması ile açıklanabilir. İngiltere'nin başarılı performansı ise küresel İngiliz sermayesi kaynaklı olabileceğini düşündürmüştür.

Ek H'de sunulan 2002-2014 dönemi analizlerine bakıldığında Güney Afrika, %20 büyüme oranı ile 13 yıllık dönemde en başarılı ülke, Fransa ise büyüme oranı -%16 gerileyen en başarısız ülke olmuştur. Büyüme oranlarında sırasıyla Türkiye %6 ve İngiltere %5 oranı ile, Güney Afrika'yı takiben başarı sağlamış ülkeler olarak görülmektedir. Japonya -%11, Endonezya -%5 ve Brezilya -%5 oranında negatif büyüme gösteren diğer ülkelerdir. Her iki dönemde de; Güney Afrika ve İngiltere daha başarılı; Fransa, Endonezya ve Japonya ise negatif büyüme gösterdikleri için daha başarısız oldukları değerlendirilmiştir.

ABD büyüme oranı gerek 2002-2014, gerek 2008-2014 döneminde 2008 seviyesinin %2 üzerinde; Türkiye'de ise 2002-2014 döneminde 2008 seviyesinin %6, 2008-2014 döneminde 2008 seviyesinin %7 üzerinde gerçekleşmiştir. ABD ve Türkiye büyüme oranları bakımından 2008-2014 döneminde orta düzey başarı gösteren ülkeler arasında her almıştır.

#### 4.6.3. G20 ülkeleri 2008 yılına göre 2008-2014 dönemi enflasyon oranlarına göre kümelenme

G-20 ülkelerinde 2008-2014 yılları arasındaki enflasyon oranlarının ülkelere göre skalandırılan kriz performansı düzeyleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 26. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Enflasyon Oranlarında Kümelenme (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim	Küme	Kriz Performansı
2008-2014		2008'e göre		
2008 Yılına Göre Enflasyon Oranları Değişimi	Fransa	102,08	1	İyi
	Avustralya	102,83		
	Rusya	103,33		
	Hindistan	103,91		
	Arjantin	105,79		

	Kanada	107,61		
	Türkiye	108,08		
	İngiltere	108,31		
	ABD	108,60		
	Endonezya	109,02	2	Orta
	Japonya	110,35		
	Güney Kore	110,85		
	Güney Afrika	111,55		
	İtalya	111,93		
	Çin	112,43		
	Meksika	113,06		
	Sudi Arabistan	113,44		
	Almanya	114,41		
	Brezilya	123,49		

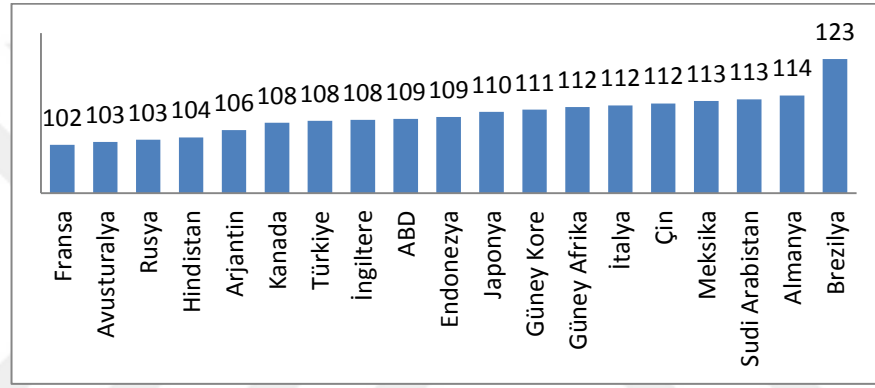
Elde edilen sonuçlara göre tüm G20 ülkelerinde 2008-2014 dönemi enflasyon oranının 2008 yılı oranına göre artmış olduğu, G20 ülkelerinin enflasyon oranları değişimine göre 2 adet küme oluşturdukları tespit edilmiştir. Bu kümeler orta ve iyi performans gösteren kümeler olarak adlandırılmıştır.

Japonya, Almanya, Suudi Arabistan, İtalya, Brezilya, Güney Kore, Endonezya, Çin, Meksika ve Güney Afrika'nın enflasyon oranları değişimine göre 2008-2014 yılları arasında orta düzey performans sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde enflasyon oranlarının 2008 yılı seviyesinden %9 ile %23 aralığında daha yüksek gerçekleştiği tespit edilmiştir. Orta düzey performansa sahip ülkeler arasında 2008 yılı enflasyon oranı değişiminde en düşük artış %9,02 oranında artıran Endonezya'da gerçekleşmiş, bu ülkeyi %10,35 ile Japonya ve %10,85 ile Güney Kore izlemiştir. Orta düzey performansa sahip ülkeler arasında en yüksek artış ise 2008 yılı enflasyon oranı %23,49 oranında artı yönde değişen Brezilya'da gerçekleşmiş, bu ülkeyi %14,41 ile Almanya ve %13,44 ile Suudi Arabistan izlemiştir. 2008-2014 döneminde enflasyon konusunda diğer G20 ülkelerine göre Brezilya ve Suudi Arabistan'ın daha başarısız olduğunu söylemek mümkündür. Almanya'yı ise kriz döneminde reel sektörü desteklemek amacıyla tüketimi artırıcı politikalar izlemiş olması nedeniyle enflasyona yönelik bir başarısızlık yaşadığını düşünmek yanlış olacaktır. Diğer analizlere de bakıldığında



2008-2014 döneminde Almanya'nın büyüme ve işsizlik orta; GSYİH iyi düzeyde performans sergileyen ülkeler kümesinde yer aldığı düşünüldüğünde Almanya'daki enflasyon artışının beklenen düzeyde olmasa da hedefler dahilinde gerçekleştiğini söylemek mümkündür.

ABD, İngiltere, Türkiye, Kanada, Arjantin, Hindistan, Rusya, Avustralya ve Fransa'nın enflasyon oranlarının ise 2008 yılı seviyesine göre 2008-2014 yılları arasında %2 ile %8,60 oranında daha yüksek gerçekleştiği görülmüş ve iyi performans sergileyen G-20 ülkelerinden olarak değerlendirilmiştir.



Grafik 31.G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır)

Ülkelerin enflasyon oranları başarıları tespit edilirken uygulanan modelin düşük enflasyonu ideal olarak değerlendirdiğini ancak kriz sürecinde özellikle ABD ve AB ülkelerinin talebi destekleyen politikalarla enflasyon yaratma çabalarını dikkate almadığını belirtmek gerekmektedir. Bu hususu da göz önüne almak koşuluyla modele göre iyi düzey performansa sahip ülkeler arasında 2008 yılı enflasyon oranı değişiminde en düşük artış %2,08 oranında artışla Fransa'da gerçekleşmiş, bu ülkeyi %2,83 ile Avustralya ve %3,33 ile Rusya izlemiştir. İyi performansa sahip ülkeler arasında en yüksek artış ise 2008 yılı enflasyon oranı %8,60 oranında artı yönde değişen ABD'de gerçekleşmiş, bu ülkeyi %8,31 ile İngiltere ve %8,08 ile Türkiye izlemiştir. 2008-2014 döneminde enflasyon konusunda diğer G20 ülkelerine göre Avustralya ve Rusya'nın daha başarılı olduğunu söylemek mümkündür. Fransa'nın ise kriz döneminde reel sektörü desteklemek amacıyla Almanya'ya benzer şekilde tüketimi artırıcı politikalar izlediği önceki bölümlerde açıklanmıştı. Diğer analizlere de bakıldığında 2008-2014

döneminde Fransa'nın büyüme, GSYİH gibi parametrelerde kötü performans sergileyen ülkeler kümesinde yer almış olması nedeniyle enflasyona oranı ile ilgili olarak aldığı sonuçları başarıdan ziyade başarısızlık olarak değerlendirmek mümkündür.

Ek C'de sunulan 2002-2014 dönemi ülke bazında analizlere bakıldığında 2008'e göre 13 yıllık dönem enflasyon oranı ortalaması en yüksek ülkeler Almanya (0,17), İtalya (0,11), Endonezya (0,10) iken en düşük ülkeler Hindistan (-0,05), Avustralya ve Arjantin (-0,04) ve Kanada (-0,02) olmuştur. Kriz sürecinde ülkelerin enflasyon yaratma çabaları dikkate alındığında Almanya'yı diğer AB ülkelerine göre daha başarılı görmek mümkündür.

2002-2014 dönemi enflasyon oranlarının 2008'e göre ABD'de %1, Türkiye'de %4 daha yüksek; 2008-2014 döneminde ise ABD'de %8,60, Türkiye'de %8,08 daha olduğu ve kümeleme sonuçlarına göre her iki ülkenin de Orta düzeyde başarı gösterdikleri görülmüştür.

#### 4.6.4. G20 ülkeleri 2008 yılına göre 2008-2014 dönemi GSYİH'ya göre kümeleme

G-20 ülkelerinde 2008-2014 yılları arasındaki GSYİH değişim oranlarının ülkelere göre skalandırılan kriz performansı düzeyleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 27. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi GSYİH'ya Göre Kümeleme (2008=100'e göre düzeltilmiş)

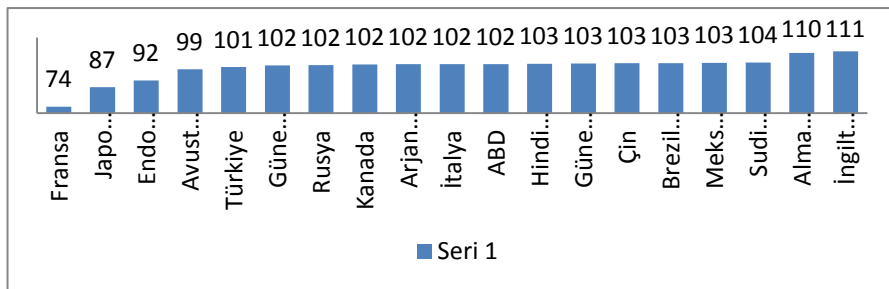
Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim 2008'e Göre	Küme	Kriz Performansı
2008-2014				
2008'e Göre GSYİH Değişim Oranları	Fransa	74,23	1	Kötü
	Japonya	87,11		
	Endonezya	91,51		
	Avustralya	99,04	2	Orta
	Türkiye	100,57		
	Güney Kore	101,62		
	Rusya	101,66		
	Kanada	102,10		
	Arjantin	102,39		

	İtalya	102,41		
	ABD	102,42		
	Hindistan	102,68		
	Güney Afrika	102,86		
	Çin	102,96		
	Brezilya	102,97		
	Meksika	103,25		
	Sudi Arabistan	103,54		
	Almanya	109,75	3	İyi
	İngiltere	110,94		

Elde edilen sonuçlara göre 2008-2014 döneminde GSYİH tutarlarının 2008 yılı düzeyine kıyasla Fransa, Japonya, Endonezya ve Avustralya hariç diğer G20 ülkelerinde artmış olduğu, GSYİH oranlarına göre 3 adet küme oluşturdukları tespit edilmiştir. Bu kümeler kötü, orta, iyi performans gösteren kümeler olarak adlandırılmıştır.

Fransa, Japonya ve Endonezya 2008-2014 yılları arasında kötü performans; sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde GSYİH oranının 2008 yılına göre değişimi -%26 ile -%9 aralığında düşüş yönünde ortaya çıkmış, en yüksek değişim -%26 ile Fransa'da gerçekleşmiş, Fransa'yı -%13 ile Japonya ve -%9 ile Endonezya takip etmiş ve en başarısız G20 ülkeleri arasında yer almışlardır.

Çin, Meksika, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Avusturalya, İtalya, ABD, Güney Kore, Kanada, Arjantin, Hindistan, Türkiye, Brezilya ve Rusya GSYİH değişimine göre 2008-2014 yılları arasında orta düzey performans sergileyen G-20 ülkeleri olmuştur. Bu ülkelerde tespit edilen GSYİH oranının 2008 yılına göre değişiminin %1 ile %3 aralığında artış yönünde gerçekleştiği tespit edilmiştir.



Grafik 32. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi GSYİH Değişim Oranları (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır)

İngiltere ve Almanya'nın GSYİH parametresine göre 2008-2014 yılları arasında yüksek düzey performans sergileyen G-20 ülkelerinde olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde tespit edilen GSYİH oranının 2008 yılına göre değişimi İngiltere'de %10,94; Almanya'da %9,75 artış yönünde gerçekleşmiş ve en başarılı G20 ülkeleri olduğu görülmüştür.

GSYİH değişimine bakıldığında; ekonomisi imalata dayalı Fransa, Japonya ve Endonezya'nın kriz ve sonrası yıllarda krize bağlı olarak imalat sektörlerinin daralması ve üretimin azalması sebebiyle GSYİH konusunda krizden en fazla etkilenen ve 2014 yılı itibarıyla de krizin etkilerini hisseden ülkeler oldukları görülmektedir. G-20 ülkelerinin büyük kısmının GSYİH değişiminin orta düzeyde kriz performansı yansıtması ise GSYİH konusunda istenilen noktaya ulaşamadıklarını düşündürmektedir. İngiltere ve Almanya'nın iyi performans sergileyen ülkeler olması ise kriz öncesinde sahip oldukları güçlü ekonomik yapılarının sağladığı göreceli üstünlük yönünde değerlendirilmiştir.

Ek B'de yer alan 2002-2014 dönemi ülke analizlerine göre Fransa, Japonya ve Rusya'nın 2008 yılına göre diğer tüm ülkelere göre daha düşük GSYİH ortalamasına sahip olduğu (-0,43, Japonya'nın -9,95, Rusya'nın -%3) görülmektedir. 2008 seviyesine göre 13 yıllık dönem GSYİH ortalaması Avustralya ve Güney Afrika'da 0,03; Almanya, İngiltere, Endonezya, Meksika ve Suudi Arabistan'da ise 0,02 oranında daha yüksektir. Her iki dönem verileri kıyaslandığında GSYİH parametresinde İngiltere, Almanya'nın başarılı; Fransa ve Japonya'nın en başarısız ülkeler oldukları anlaşılmaktadır.

Krizin çıkış merkezi olan ABD'de GSYİH'nın 2002-2014 döneminde 2008 yılındaki seviyede, 2008-2014 döneminde 2008 seviyesinin 0,0242 oranında daha yüksek düzeyde; Türkiye GSYİH'sının 2008 yılına oranla 2002-2014 döneminde 0,02 daha düşük, 2008-2014 döneminde 2008 seviyelerinde gerçekleştiği ve kümeleme sonuçlarına göre ABD ile Türkiye'nin Orta düzeyde performans gösteren ülkeler arasında yer aldığı tespit edilmiştir.

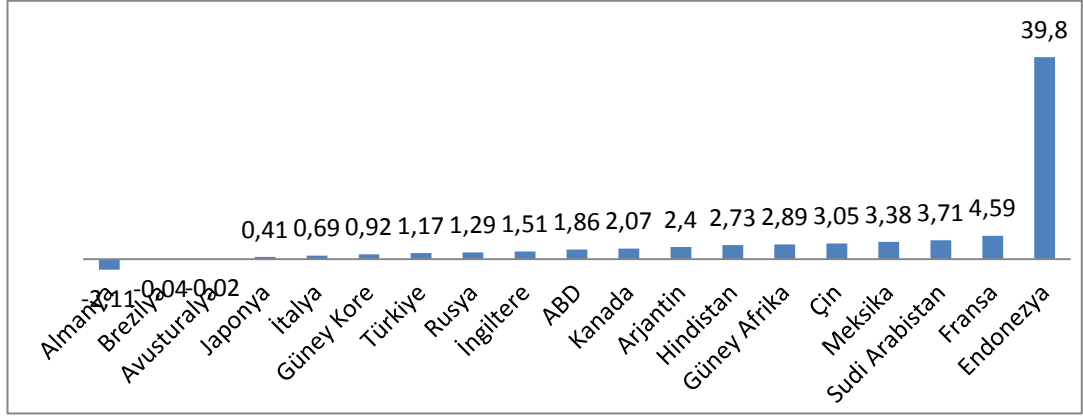
#### 4.6.5. G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi ihracat/ithalat dengesi oranına göre kümelenme

G-20 ülkelerinde 2008-2014 yılları arasındaki ihracat/ithalat dengesi oranlarının ülkelere göre skalandırılan kriz performansı düzeyleri tabloda verilmiştir.

Tablo 28. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İhracat/İthalat Dengesi Oranına Göre Kümelenme

Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim	Küme	Kriz Performansı
2008-2014				
İhracat/İthalat Dengesi Oranı	Almanya	-2,11	1	Kötü
	Brezilya	-0,04		
	Avustralya	-0,02		
	Japonya	0,41	2	Orta
	İtalya	0,69		
	Güney Kore	0,92		
	Türkiye	1,17		
	Rusya	1,29		
	İngiltere	1,51		
	ABD	1,86		
	Kanada	2,07	3	İyi
	Arjantin	2,40		
	Hindistan	2,73		
	Güney Afrika	2,89		
	Çin	3,05		
	Meksika	3,38		
	Sudi Arabistan	3,71		
	Fransa	4,59		
	Endonezya	39,80	4	Çok iyi

Elde edilen sonuçlara göre G20 ülkeleri 2008-2014 dönemlerinde İhracat/İthalat Dengesine göre 4 adet küme oluşturdukları tespit edilmiştir. Bu kümeler kötü, orta, iyi ve çok iyi performans gösteren kümeler olarak adlandırılmıştır.



Grafik 33.G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi İhracat/İthalat Dengesi Oranları

Almanya, Brezilya ve Avustralya'nın 2008-2014 yılları arasında Kötü performans sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde tespit İhracat/İthalat Dengesine oranı 2008-2014 döneminde Almanya'da -2,11, Brezilya'da -0,04 ve Avustralya'da -0,02 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2008 yılı ve sonrasında Almanya, Brezilya ve Avustralya'da ithalat büyüklüklerinin ihracat büyüklüklerinden daha yüksek oranda arttığı görülmektedir.

Japonya, İtalya, Güney Kore, Rusya, ABD, İngiltere ve Türkiye'nin İhracat/İthalat Dengesi oranına göre 2008-2014 yılları arasında orta düzey performans sergileyen G-20 ülkelerinde olduğu görülmektedir. Bu ülkelerde İhracat/İthalat Dengesinin 2008-2014 yılları arasında 0,41 ile 1,86 aralığında gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bu kümede en düşük İhracat/İthalat Dengesi oranı 0,41 ile Japonya'da; en yüksek oran 1,86 ile ABD'de gerçekleşmiştir. Türkiye'de 1,17 olduğu görülürken İtalya'da 0,69; Güney Kore'de 0,92, Rusya'da 1,29 ve İngiltere'de 1,51 düzeyindedir.

Kanada, Arjantin, Hindistan, Güney Afrika, Çin, Meksika, Suudi Arabistan ve Fransa İhracat/İthalat Dengesi oranına göre 2008-2014 yılları arasında yüksek düzey performans sergileyen G-20 ülkeleri arasında yer almıştır. Bu ülkelerde 2008-2014 dönemi İhracat/İthalat Dengesi oranının 2 ile 4,5 aralığında gerçekleştiği tespit edilmiştir. G20 ülkelerinin büyük bir kısmının yer aldığı bu kümede en düşük İhracat/İthalat Dengesi oranları 2,07 ile Kanada'da ve 2,40 ile Arjantin'de; en yüksek oranları ise 4,59 ile Fransa'da ve 3,71 ile Suudi Arabistan'da gerçekleşmiştir.

Endonezya'nın ise İhracat/İthalat Dengesine göre 2008-2014 yılları arasında Çok İyi performans sergileyen G-20 ülkelerinden olduğu görülmektedir. Bu ülkede

2008-2014 dönemi İhracat/İthalat Dengesi oranının 39,80 düzeyinde gerçekleştiği tespit edilmiştir.

İhracat/İthalat Dengesine göre 2008-2014 yılları arasında Endonezya en yüksek düzeyde performans sergileyen G-20 ülkesi; Fransa, Suudi Arabistan ve Meksika'nın Endonezya'yı takiben başarılı ülkelere oldukları görülmektedir.

2008-2014 dönemi ortalama İhracat/İthalat Dengesine oranı bakımından Almanya ve Avustralya'nın düşük seviyeleri dikkat çekicidir. Bu dönemde Almanya ve Avusturya daha çok dışarıdan mal veya hizmet temin eden bir ülke haline gelmiştir. Ek B ve Ek H'ye bakıldığında 2002-2014 yıllarını kapsayan analizlerde Avustralya'da GSYİH ve Büyüme oranlarının da düşük olduğu görülmekte; Almanya'nın ise aynı parametrelerde daha başarılı olduğu görülmektedir. Bu durum cari dengenin Avustralya'da uzun 2002 yılından itibaren, Almanya'da ise 2008 sonrasında yaşanan sorunlara işaret etmektedir. GSYİH büyümesine rağmen cari dengedeki düşüşün; Almanya'nın kriz sonrasında üretimin artırılması amacı ile yarı mamül ve hammadde alımında düşük maliyetli ülkelere yönelen ithalat artışına bağlı olabileceği, dolayısıyla durumun İhracat/İthalat dengesi oranına yansımaları olarak değerlendirilebilir.

2002-2014 yıllarını kapsayan Ek F'de sunulan analize bakıldığında 2008'e göre 13 yıllık dönemde Endonezya 29,97, Almanya 13,51 ve Suudi Arabistan'ın 3,81 oranı ile cari dengeyi diğer ülkelere göre daha başarılı bir şekilde sağladığı; Avustralya -1,25; Japonya -1,03 ve Brezilya -0,10 oranı ile ihracat/ithalat dengesi en düşük; ABD'nin 1,86 ve Türkiye'nin %1,14'lük orana sahip ülkeler olduğu görülmektedir. ABD ve Türkiye 2008-2014 kümeleme sonuçlarında Orta düzey performansa sahiptir. Almanya'nın 2002-2014 döneminde en başarılı ikinci ülke olmasına rağmen 2008-2014 döneminde diğer ifadeyle krizle beraber en başarısız ülke durumuna geldiği, Endonezya'nın her iki dönemde başarılı, Avustralya'nın ise her iki dönemde de başarısız ülkeler arasında yer aldığı dikkat çekmektedir. Sonuçlar krizin cari denge üzerindeki olumsuz etkilerine Almanya ve Avustralya'nın fazlasıyla maruz kaldığını göstermektedir.

#### 4.6.6. G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi kümelenme oluşmayan parametreler

2008-2014 döneminde G-20 ülkeleri arasında M2/GSYİH, Emlak Fiyatları ve Kredi Dönüş Oranı parametrelerinde kümelenmenin oluşmadığı, ülkelerin benzer düzeyde tek bir küme oluşturduğu görülmüştür. Ancak ülkelerin ilgili parametrelerdeki performanslarını ve ülkeler arasındaki farklılıkları değerlendirmek amacıyla 2008 verilerine göre 2008-2014 dönemi değişim ortalamaları belirlenmiş, tablo ve grafiklerle aşağıda verilmiş ve değerlendirilmiştir.

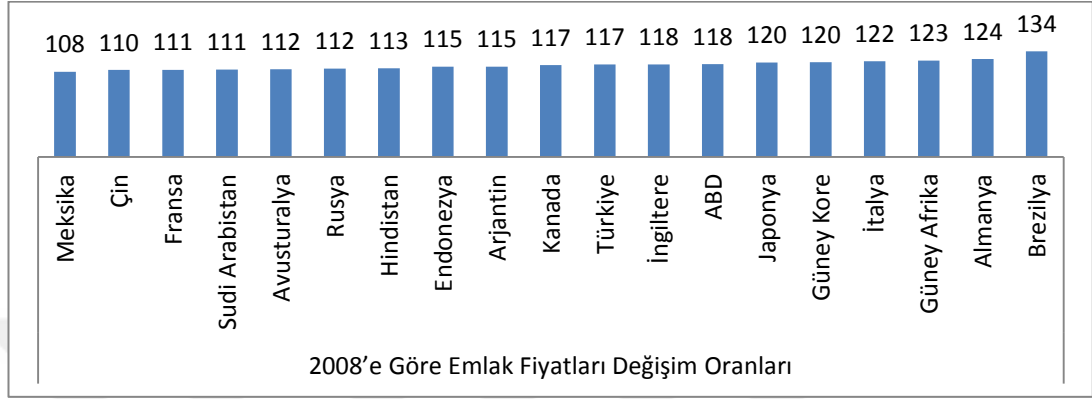
Tablo 29. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Emlak Fiyatları Değişim Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim 2008'e Göre
2008-2014		
2008'e Göre Emlak Fiyatları Değişim Oranları	Meksika	108,33
	Çin	110,50
	Fransa	110,71
	Sudi Arabistan	111,23
	Avusturalya	111,55
	Rusya	112,17
	Hindistan	112,83
	Endonezya	114,74
	Arjantin	114,89
	Kanada	116,89
	Türkiye	117,37
	İngiltere	117,61
	ABD	117,97
	Japonya	119,88
	Güney Kore	120,44
	İtalya	121,62
	Güney Afrika	122,59
Almanya	124,37	
Brezilya	134,32	

G20 ülkeleri 2008-2014 emlak fiyatları 2008'e göre %8,22 ile %34,32 aralığında artış yönünde bir değişim göstermiştir. 2008-2014 döneminde 2008'e göre emlak fiyatları değişim oranı en fazla yükselen ülke %34,32 ile Brezilya olmuş,



Brezilya'yı %24,37 ile Almanya ve %22,59 ile Güney Afrika takip etmiştir. Emlak fiyatları değişim oranını en düşük düzeyde artan ülkeler ise %8,33 ile Meksika, %10,50 ile Çin ve %10,71 ile Fransa olmuştur.



Grafik 34. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Emlak Fiyatları Değişim Oranları (2008=100'e göre düzeltilmiş)

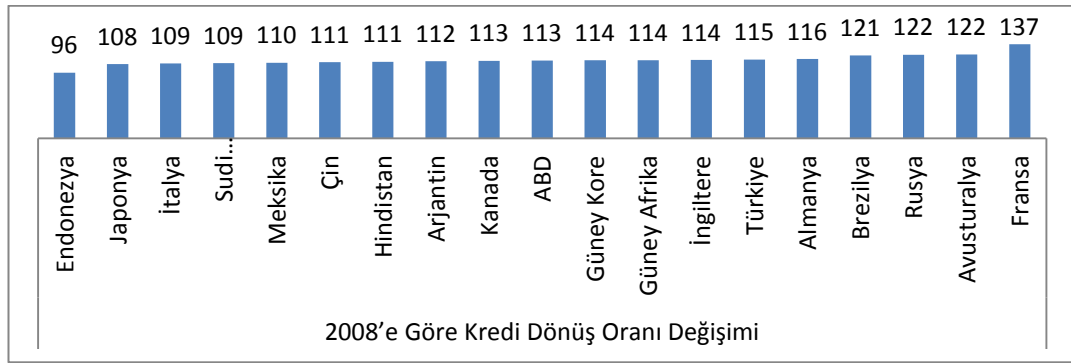
Emlak fiyatları değişim oranlarına bakıldığında 2008-2014 döneminde en yüksek artışın Brezilya'da, en düşük artışın ise Meksika'da gerçekleştiği görülmektedir. Ek G'de sunulan 2002-2014 ülke analizlerinde onüç yıllık dönemde emlak fiyatları 2008'e göre en fazla artan ülkeler Almanya %27,96, İtalya %20,92 ve Japonya %117,27 olurken; en az artış ise Meksika %1, Çin %2 ve Hindistan'da %4 oranında gerçekleşmiştir. 2008'e göre 2002-2014 dönemi emlak fiyatları Türkiye'de %13, ABD'de %10; 2008-2014 döneminde ise Türkiye'de %17,37; ABD %17,97 oranında artmıştır.

Her iki dönemde de Almanya'nın emlak fiyatlarının en fazla arttığı, Meksika ve Çin'in ise en az arttığı ülkeler oldukları görülmektedir. Daha önce açıklandığı gibi G20 ülkeleri genelinde 2008-2014 enflasyon oranları %2 ile %23 aralığında artış yönünde değişim göstermiş ve emlak fiyatları artışını etkilemiştir. Örneğin 2008-2014 dönemi enflasyon artışında en yüksek oranların Brezilya ve Almanya'da olduğu, emlak fiyatlarının da bu iki ülkede en yüksek oranda arttığı görülmektedir. ABD ve Almanya gibi birçok AB ülkesinin enflasyon yaratma politikaları da göz önüne alındığında bu konuda yapılacak başarılı/başarısız ülke değerlendirmesinin pek çok kritere bağlı olduğu belirtilmelidir. Ancak tespit edilen artışların emlak talebinden ziyade enflasyona bağlı olarak ortaya çıktığını değerlendirmek mümkündür.

Tablo 30. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Kredi Dönüş Oranı Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim 2008'e Göre
2008-2014		
2008'e Göre Kredi Dönüş Oranı Değişimi	Endonezya	95,58
	Japonya	107,83
	İtalya	109,12
	Sudi Arabistan	109,23
	Meksika	109,94
	Çin	110,65
	Hindistan	111,36
	Arjantin	112,07
	Kanada	112,78
	ABD	113,16
	Güney Kore	113,61
	Güney Afrika	113,77
	İngiltere	113,83
	Türkiye	114,61
	Almanya	115,62
	Brezilya	120,57
	Rusya	121,50
Avustralya	122,08	
Fransa	136,73	

G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi kredi dönüş oranları 2008'e göre -%4.42 ile %36,73 aralığında bir değişim göstermiştir. 2008-2014 döneminde 2008'e göre kredi dönüş oranı en fazla yükselen ülke %36,73 ile Fransa olmuş, Fransa'yı %22,08 ile Avustralya ve %22,59 ile Güney Afrika takip etmiştir. Kredi dönüş oranı Endonezya'da %4.42 oranında düşüş yönünde değişirken, 2008'e göre artış yönünde en düşük değişim %7,83 ile Japonya ve %9,12 ile İtalya'da gerçekleşmiştir. Türkiye 2008'de gerçekleşen kredi dönüş oranını %14,61; ABD ise %13,16 oranında artırmıştır.



Grafik 35. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Kredi Dönüş Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

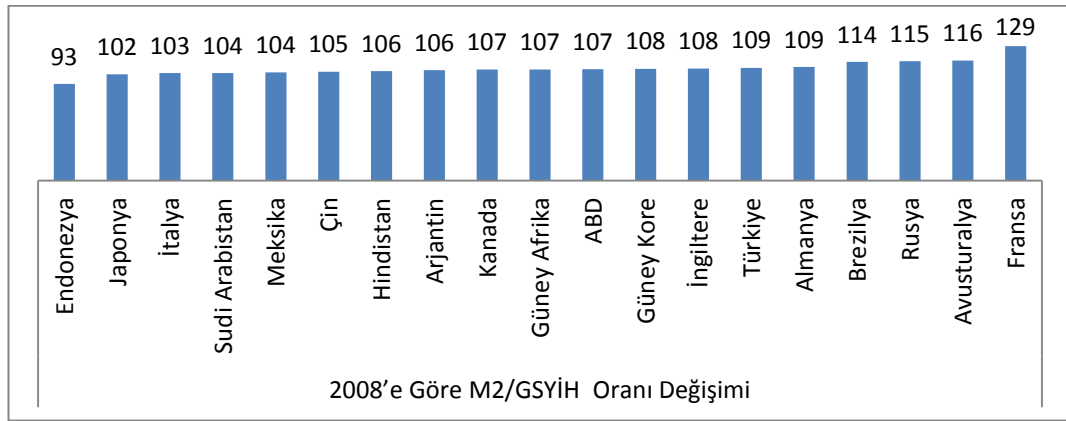
Ek D'de sunulan 2002-2014 dönemi ülke analizlerinde Fransa, Avustralya, Brezilya'nın 2008'e göre en yüksek; Sudi Arabistan, Endonezya, Çin, Meksika'nın ise en düşük kredi dönüş oranına sahip olduğu bulunmuştur. 2008'e göre ABD'de kredi dönüş oranı 2002-2014 ve 2008-2014 dönemi ortalamaları %13; Türkiye'de 2002-2014'de dönemi ortalaması %14 ve 2008-2014 dönemi ortalaması %15 daha yüksek bulunmuştur.

2008 küresel krizinin temel nedenlerinden biri olarak görülen kredi kalitesinin bozulması ve geri dönmeyen kredilerin krizi etkisi önceki bölümlerden hatırlanmaktadır. Finans sektörünün kriz sonrasında kredilendirme sürecinde daha dikkatli davranmış olduğu ve geri dönmeyen kredi oranının düştüğü görülmektedir. 2008-2014 döneminde Endonezya dışındaki tüm G20 ülkelerinde kredi dönüş oranlarının arttığı, Endonezya'nın 13 yıllık dönemde de düşük; Fransa'nın ise her iki dönemde de yüksek orana sahip olduğu gözlenmektedir. Ülkelerin kredi dönüş oranlarında yaşanan değişimleri değerlendirildiğinde en başarılı ülkenin Fransa, en başarısız ülkenin ise Endonezya olduğu görülmektedir.

Tablo 31.G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi M2/GSYİH Oranı Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

Ölçüm	Ülke	Ortalama Değişim 2008'e Göre
2008-2014		
2008'e Göre M2/GSYİH Oranı Değişimi	Endonezya	92,92
	Japonya	102,19
	İtalya	103,41
	Sudi Arabistan	103,50
	Meksika	104,17
	Çin	104,84
	Hindistan	105,50
	Arjantin	106,17
	Kanada	106,84
	Güney Afrika	106,95
	ABD	107,20
	Güney Kore	107,63
	İngiltere	107,86
	Türkiye	108,58
	Almanya	109,50
	Brezilya	114,17
	Rusya	115,05
Avusturalya	115,63	
Fransa	129,41	

2008'e göre G20 ülkeleri 2008-2014 dönemi M2/GSYİH oranları -%7,08 ile %3,43 aralığında bir değişim göstermiştir. 2008 seviyesine göre Fransa %29,41; Avustralya %15,63 ve Rusya %15,05 artışla M2/GSYİH oranını en yüksek oranda artıran ülkeler olmuştur. M2/GSYİH oranı Endonezya'da %7.08 oranında düşüş yönünde değişirken, 2008'e göre artış yönünde en düşük değişim %2,19 ile Japonya ve %3,41 ile İtalya'da gerçekleşmiştir.



Grafik 36. G-20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltilmiş)

2008-2014 döneminde Endonezya dışındaki tüm G20 ülkelerinde M2/GSYİH oranının 2008'e göre arttığı gözlenmektedir. M2/GSYİH oranı değişiminin 2008 seviyesine göre Fransa, Avustralya, Rusya Brezilya'da çok yüksek oluşu balon; Endonezya, Japonya, İtalya, Suudi Arabistan'da en düşük oluşu finansal piyasalardan iç borçlanmanın gerçekleştirilememesi göstergesi olabilmesi sebebiyle diğer ülkelerden daha başarısız; bu ülkeler dışında kalan Meksika, Çin, Hindistan, Arjantin, Güney Afrika, ABD, Güney Kore, İngiltere, Türkiye'de orta seviyelerde oluşu ise olağan derinliği yansıttığı düşünülerek başarılı ülkeler olarak değerlendirilmiştir.

Ek E'de sunulan 2002-2014 dönemi M2/GSYİH oranı ülke ortalamalarına bakıldığında 2008 seviyesine göre en yüksek oranlar Fransa %31, 0,12 ile Avustralya, 0,10 ile Brezilya'dır. 2008 seviyesine göre Suudi Arabistan'da 0,03; Meksika'da 0,04; Çin ve Hindistan'da 0,05 daha yüksek olmakla beraber bu dört ülkenin G20 ülkeleri arasında 2002-2014 dönemi M2/GSYİH oranı en düşük ülkeler olduğu görülmektedir. ABD M2/GSYİH oranının 2008'e göre 2002-2014 döneminde %6, 2008-2014 döneminde %7,20, Türkiye'de 2002-2014 dönemi %7, 2008-2014 döneminde %8,58 oranında daha yüksek olduğu görülmüştür.

2008 seviyesi ile karşılaştırıldığında tüm G20 ülkelerinde 2002-2014 ve 2008-2014 dönemi M2/GSYİH oranlarının daha yüksek olduğu diğer bir ifadeyle kriz yılında tüm ülkelerde M2/GSYİH oranının düştüğü görülmektedir. 2008-2014 döneminde G20 ülkelerinde gerçekleşen M2/GSYİH oranı değişimleri ile kredi dönüş oranı değişimleri arasında paralellik olduğu, ülkelerin her iki parametrede

benzer değişimler yaşıdığı gözlenmektedir. Kredi dönüş oranlarındaki artışın M2/GSYİH oranlarını olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Finansal piyasaların büyüklüğü ve geniş tanımlı para arzının M2/ GSYİH değişkeni ile ölçülmesi sebebiyle 2008-2014 döneminde bu oranların yükselmesi finansal piyasalara yönelik güven artırıcı bir izlenim yaratabileceği düşünülerek olumlu değerlendirilmiştir. G20 genelinde finansal piyasalara yönelik olarak alınan önlemlerin piyasaların toparlanmasına katkı sağladığı, artışların kamunun ihtiyacı olan iç borçlanmanın piyasalardan rahatlıkla karşılayabildiğini yansıttığı düşünülmüştür. Bu bakımdan kredi dönüş oranları ve M2/GSYİH oranında tespit edilen değişimler gelinen noktada finansal piyasalarda finansal kriz ihtimalinin azaldığı yönünde bir gösterge olarak yorumlamak mümkündür ancak M2/GSYİH oranındaki yüksekliğin kriz öncesinin finansal piyasalardaki balon niteliğini barındırdığını göz önünde bulundurmak da faydalı olacaktır.

G20 ülkeleri 2008-2014 dönemini kapsayan seçilmiş ekonomik parametrelerdeki kümeleme sonuçları Tablo 32’de birlikte yansıtılmıştır.

Tablo 32. G20 Ülkeleri 2008-2014 Dönemi Seçilmiş Ekonomik Parametrelerde Kümeleme Sonuçları

Ülke	İşsizlik Oranı	Büyüme Oranları	Enflasyon Oranları	GSYİH	İhracat/İthalat Dengesi
2008-2014					
ABD	Orta	Orta	İyi	Orta	Orta
Almanya	Orta	Orta	Orta	İyi	Kötü
Arjantin	Orta	Kötü	İyi	Orta	İyi
Avustralya	İyi	Kötü	İyi	Orta	Kötü
Brezilya	Orta	Kötü	Orta	Orta	Kötü
Çin	Orta	Orta	Orta	Orta	İyi
Endonezya	Orta	Kötü	Orta	Kötü	Çok İyi
Fransa	Orta	Kötü	İyi	Kötü	İyi
Güney Afrika	Kötü	İyi	Orta	Orta	İyi
Güney Kore	İyi	Orta	Orta	Orta	Orta
Hindistan	Orta	Orta	İyi	Orta	İyi
İngiltere	İyi	İyi	İyi	İyi	Orta
İtalya	Orta	Orta	Orta	Orta	Orta
Japonya	Orta	Kötü	Orta	Kötü	Orta
Kanada	Orta	Orta	İyi	Orta	İyi
Meksika	Orta	Orta	Orta	Orta	İyi
Rusya	Kötü	Orta	İyi	Orta	Orta
Sudi Arabistan	Orta	Orta	Orta	Orta	İyi
Türkiye	Orta	Orta	İyi	Orta	Orta

G20 ülkelerinin kriz yönetimlerinin genel yapısının orta düzeyde olduğu görülmektedir. Bununla beraber; İngiltere, Hindistan, Kanada, Çin, ABD, G.Kore, Meksika, Suudi Arabistan, Türkiye ve İtalya parametrelerin herhangi birinde kötü performans göstermemiş olmaları sebebiyle başarılı ülkeler olarak değerlendirilmiştir. Başarılı ülkelere dört; Hindistan ve Kanada iki, İtalya dışındaki diğer ülkeler birer kümede iyi performans, İtalya tüm parametrelerde orta performans göstermiştir. Kümelenen ekonomik parametrelerin; Brezilya, Endonezya, Avustralya, Fransa ve Japonya ikisinde, Almanya, Arjantin, Güney Afrika ve Rusya birinde kötü performans göstermiş ve bir ve daha fazla parametrede kötü performans gösteren ülkeler başarısız ülkeler arasında değerlendirilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde krizin etkileriyle mücadele amacıyla alınan önlemler detaylandırılmış ve 2007-2008 dönemi önlemlerinin ülkelere göre farklılaştığı buna karşılık 2009-2012 döneminde ülke politikaları arasında eşgüdüm sağlandığı belirtilmiştir. G20 ülkeleri kümeleme analizi sonuçları ile 2009-2012 yıllarında alınan önlemler karşılaştırıldığında; ülke başarıları ve 2009-2012 dönemi politikaları arasında doğrudan bir bağlantı görülmemiş, ülkelere benzer politikalar izlenmesine dayandırılmıştır. Ancak yıllar itibarıyla yapılan analiz kısmında belirtildiği gibi G20 genelinde 2010 yılı sonrasında yaşanan kısmi toparlanmada 2009 yılı ile uygulanmaya başlanan maliye politikası ve geleneksel olmayan para politikası tedbirlerinin katkısı açıktır. Tablo 33'de görülen 2007-2008 dönemi politikaları ile kümeleme analizi sonuçlarına incelendiğinde ise; birbirine benzer politikalar izleyen Başarılı gelişmiş ülkelerin Mevduat Garantisi ve Kamulaştırma/Fona Devir tedbirlerini birlikte uyguladıkları görülmektedir. Krizden en fazla etkilenen ABD, İngiltere, Almanya ve Fransa gibi gelişmiş ülke önlemleri ve sonuçlarına bakıldığında diğer politikaları aynı olmakla beraber başarılı ülkeler arasında yer alan ABD ve İngiltere krizin ilk evrelerinde bahsi geçen iki tedbiri birlikte uygulamış; Almanya ve Fransa yalnızca birine başvurmuştur. Aynı farklılık Avustralya için de geçerlidir.

Mevduat garantisi tedbirinin mevduat sahiplerinin korunması, kamulaştırma tedbirlerinin ise kamu kaynaklarının finansal piyasa mekanizmasına güven oluşturması yoluyla piyasa disiplinine katkısı görülmektedir. Finansal kurumların borçlarını ödeyememeleri ve müşteri kaçışlarının ortaya çıkaracağı risklerin

minimize edildiğini, bu suretle 2009 yılından itibaren uygulanan maliye politikası ve diğer politikaların piyasa katılımcı davranışlarını beklentiler yönünde güdülediğini, dolayısıyla krizin ilk evrelerinde otoritelerce piyasa katılımcılarına güven sağlayan politikaların krizden çıkış sürecinde belirleyici olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 33. G20 Ülkelerinde 2007-2008 Yıllarında Alınan Tedbirler ve Kümeleme Analizi Sonuçları\*

ALINAN TEDBİRLER			Politika Faiz Oranında Değişiklik	Yurtdışı Likidite Kolaylığı	Mevduat Garantileri	Suap Kanalı	Bankaların Yeniden Sermayelendirme	Döviz Kuru Müdahalesi	Regülasyon, Regülasyon Devlet Garantisi	Kredi Garantileri	IMF ile Anlaşma	Kamulaştırma/Pona Devir	Genişletici Maliye Politikası	İstihdam	Zorunlu Korumak Oranlarında Değişiklik	Diğer	Ülkenin Aldığı Tedbir Sayısı
BÖLGE ÜLKE SONUÇ**																	
AB15	İngiltere	I-4 O-1	x	x	x	x	x		x	x		x					6
	Almanya	K-1 O-3 I-1	x	x	x	x	x		x	x						x	6
	Fransa	K-2 O-1 I-2	x	x		x	x		x	x							6
	İtalya	O-3	x	x	x	x	x		x								6
Diğer Gelişmiş Ülkeler	ABD	I1 O-4	x	x	x	x	x		x	x		x					8
	Avustralya	K2 O-1 I-2	x	x	x	x			x								3
	Kanada	I-2 O-3	x	x		x											3
	Japonya	K-2 O-3	x	x		x											3
Gelişmekte Olan Ülkeler	Brezilya	K-2 O-3	x	x		x		x					x	x	x	x	8
	Arjantin	K-1 O-2 I-2	x	x				x					x	x	x	x	7
	Meksika	I-1 O-4	x	x		x		x					x	x		x	7
	Rusya	K-1 O-3 I-1		x	x		x		x			x				x	6
	Çin	I-1 O-3	x	x												x	3
	Türkiye	I-1 O-4	x	x											x		3
	Hindistan	I-2 O-3	x	x				x									3
	Güney Kore	I-1 O-3	x	x		x	x	x	x							x	7
	Güney Afrika	K-1 O-2 I-2	x														1
	Endonezya	K-2 O-2 Çİ-1															
Suudi Arabistan	I-1 O-4																

\* Tepav, 2008:9'da yer alan Seçilmiş Ülkelerde 2007-2008 Yıllarında Krize Karşı Alınan Tedbirler tablosundan faydalanılmıştır, Endonezya ve Suudi Arabistan'ca alınan önlemler yer almamaktadır.

\*\*Kümeleme Sonuçları= Çİ-Çok İyi, İ-İyi, O-Orta, K-Kötü



Öte yandan tablolar incelendiğinde kümelenen iki parametrede “kötü” görünen Japonya, Fransa gibi gelişmiş ülkelerin kriz yönetiminde başarısızlığı buna karşılık Hindistan, Meksika, Çin, Güney Kore, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin başarıları dikkat çekmektedir.

Kümeleme oluşmayan değişkenleri de kısaca değerlendirmek gerekirse emlak fiyatları parametresinde; Meksika, Çin, Fransa, Suudi Arabistan’ın diğer ülkelere göre daha iyi; Brezilya, Almanya, Güney Afrika, İtalya’nın diğer ülkelere göre daha kötü;

Kredi dönüş oranı parametresinde; Fransa, Avustralya, Rusya, Brezilya’nın diğer ülkelere göre daha iyi; Endonezya, Japonya, İtalya, Suudi Arabistan’ın diğer ülkelere göre daha kötü;

M2/GSYİH oranının; Fransa, Avustralya, Rusya Brezilya, Endonezya, Japonya, İtalya, Suudi Arabistan’da diğer ülkelere göre daha yüksek; Meksika, Çin, Hindistan, Arjantin, Güney Afrika, ABD, Güney Kore, İngiltere, Türkiye’de diğer ülkelere göre daha düşük bulunmuştur.

Kümeleme oluşmayan parametrelerde Çin ve Meksika’nın iki; İngiltere, Hindistan, ABD, G.Kore, Suudi Arabistan ve Türkiye birer parametrede diğer ülkelere göre daha iyi; İtalya kümeleme oluşmayan parametrelerin üçünde, Suudi Arabistan ikisinde, Türkiye birinde diğer ülkelere göre daha kötü düzeyde değerlendirilmiştir. Kümeleme oluşmayan parametrelerin; Endonezya ve Japonya ikisinde; Rusya, Güney Afrika, Fransa, Avustralya ve Almanya birinde diğer ülkelere göre daha kötü; Fransa iki, Rusya, Güney Afrika, Brezilya ve Avustralya birer parametrede diğer ülkelere göre daha iyi düzeyde görülmüştür.

## 5.SONUÇLAR

Uzun bir sürecin sonunda ortaya çıkmasına rağmen 2008 küresel finansal krizi, iktisatçılar, uluslararası finansal kuruluşlar, Merkez Bankaları, diğer uygulayıcılar ve araştırmacılar tarafından tahmin edilememiştir. Krizle yaşanan olumsuzluklarla mücadele etmek açısından 2008 küresel finansal krizinin neden ve nasıl ortaya çıktığını, ülkelerin krizden çıkış için doğru politikalar geliştirip geliştirmedini tespit etme konusunda pek çok çalışma yapılmıştır.

Krizin kökeninde yatan hatalar, krizin temel nedenleri ve hatalar ile nedenler arasındaki bağlantıların araştırılması neticesinde; şeffaflık sorunu, finansal raporlama sistemi sorunları, yüksek riskli mortgage kredilerinde artış ve kredi kalitesinin bozulması, konut balonu, menkul kıymetleştirme ve türevlerde küresel artış, menkul kıymet fonlama sıkıntılarının krizin temel nedenleri olarak kabul edilmiştir. Çalışmamızda krizin kökeninde yatan hataların; liberalleşme, deregülasyon, küresel işbirliği eksikliği, küresel dengesizlikler, politik hatalar, yasal idari yapı hataları, finansal kuruluş hataları, kredi derecelendirme kuruluşlarının hataları, yatırımcı hataları ve borçlu tarafların hatalarından oluştuğu görülmüştür. Hatalar; ilk halkayı oluşturan liberal politikaların krizin bütün nedenlerini beslemesi aynı zamanda diğer hataları beraberinde getirmesi ve bu hatalar zincirinin krizin nedenlerine zemin hazırlaması sonucunda 2008 finansal krizinin ortaya çıkması biçiminde özetlenmiştir.

Küresel finansal mimarinin bu tür krizlerin yönetilmesine dönük ortak ilkeleri arasında; krizden çıkışta sadece para veya sadece maliye politikalarının yeterli olmayacağı, finansal istikrar, büyüme ve istihdamın desteklenmesini kapsayıcı nitelikte para politikası tedbirlerinin yanı sıra genişletici maliye politikası uygulamalarının da zorunlu olduğu, daha güçlü, kırılganlıkları giderici, küresel anlamda tutarlı bir denetleme ve düzenleme sisteminin oluşturulması, gerektiği yer almış ve öneriler getirilmiştir.

Kriz sonrası alınan geleneksel para politikası önlemlerine rağmen krizin finansal sektöre etkilerinin derinleşmesi ve talep koşullarının daralarak reel sektöre de sıçraması nedeniyle 2009-2012 döneminde ekonomik canlanmayı sağlamaya

dönük genişletici maliye politikaları ile geleneksel olmayan para politikaları geliştirilmiş ve tüm ülkelerce uygulanmıştır.

Çalışmamızda, G20 ülkelerinde 2002-2014 döneminde GSYİH, ihracat/ithalat dengesi, işsizlik oranı, büyüme oranı, kredi dönüş oranı, M2/GSYİH oranı, emlak fiyatları değişimi ve enflasyon oranı parametrelerinde yaşanan değişimler ve alınan önlemlerin sonuçları analizle edilmiştir. Yıllar itibarıyla yapılan ilk analizde parametrelere ait 2002-2014 dönemi verilerinin 2008 yılına göre değişimleri incelenmiş ve G20 ülkelerinin krizden etkilenme, krizden kurtulma periyotlarının genel eğilimi tespit edilmiştir. İkinci analizde, 2002-2014 yılları; (2002-2007) kriz öncesi dönem, (2008-2010) kriz dönemi ve (2011-2014) kriz sonrası dönem olarak ayrılarak verilerdeki değişimlerin kriz döneminde hangi düzeylerde olduğu, G20 ülkelerinin izlediği politikaların dönemler itibarıyla parametrelere etkileri tespit edilmiştir. Son olarak kümeleme analizi yapılmış, seçilmiş değişkenlerde G20 ülkelerinin krizden çıkış başarıları belirlenmiştir. Analizler sonucunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

- Krizin GSYİH üzerindeki etkisini analiz ettiğimizde; 2002-2007 yıllarında 2008-2014 yıllarına göre düşük olmakla beraber artış eğilimi gösterdiği, krizle beraber durağanlaştığı ve 2014 itibarıyla durağanlığın devam ettiği; kriz öncesi dönemde en düşük, kriz sonrası dönemde kriz öncesi döneme göre yüksek, kriz dönemine benzer hatta cüzi düzeyde düşük olduğu tespit edilmiştir. Kriz sonrası dönemde kriz dönemine kıyasla artış sağlanamaması krizin olumsuz etkilerinin devam ettiğini göstermiştir. İngiltere ve Almanya'da olumlu gelişmeler görülmüş; özellikle Fransa, Japonya, Endonezya'da olmak üzere Avustralya, G. Kore, G. Afrika, Rusya, ABD, Arjantin, Çin, Hindistan, Meksika, Suudi Arabistan, Kanada, Türkiye, İtalya ve Brezilya'da krizin olumsuz etkilerinin devam ettiği tespit edilmiştir.

-İhracat/İthalat Dengesi analizinde; 2005-2009 yılları İhracat/İthalat dengesi oranının 2002-2004 ve 2010-2014 yılları İhracat/İthalat dengesi oranlarına göre daha düşük olduğu, 2004 yılında en yüksek, 2008 yılında en düşük oranı gördüğü, 2010 sonrasında toparlanma yaşandığı ancak 2004 seviyesinin yakalanamadığı; kriz döneminde en düşük, kriz sonrası dönemde ise kriz öncesi dönem ve kriz döneminden daha yüksek olduğu görülmüştür. Endonezya, Arjantin, Çin, Fransa,

Hindistan, G. Afrika, Meksika, Suudi Arabistan ve Kanada'da olumlu gelişmeler gözlenirken Almanya, Avustralya ve Brezilya'da daha yoğun olmak üzere Türkiye, Rusya, Japonya, İtalya, İngiltere, G. Kore, ABD'de krizin etkilerinin devam ettiği görülmüştür.

-İşsizlik Oranlarının analizinde; 2002-2003-2004 yıllarındaki işsizlik oranının 2009-2014 dönemi işsizlik oranına göre düşük olduğu; kriz döneminde yükseldiği, kriz sonrası dönemde de artışın devam ettiği tespit edilmiştir. İngiltere, Avustralya ve G. Kore'de krizin etkilerinin azaldığı, başta G. Afrika ve Rusya olmak üzere ABD, Endonezya, Arjantin, Çin, Fransa, Hindistan, Meksika, Suudi Arabistan, Kanada, Türkiye, Japonya, İtalya, Almanya ve Brezilya'da işsizlik sorununun devam ettiği tespit edilmiştir.

-Emlak Fiyatları analizinde; 2002-2008 yıllarındaki emlak fiyatlarının 2010-2014 yılları arasındaki emlak fiyatlarına göre daha düşük olduğu, 2004 yılında en düşük, 2012 yılında en yüksek seviyeye çıktığı, 2008 kriz yılında hızlı bir düşüş yaşandığı fakat 2009'dan itibaren yeniden yükseliş trendine girdiği; kriz döneminde en düşük, kriz sonrası dönemde en yüksek düzeyde gerçekleştiği görülmüştür. Emlak Fiyatlarına göre küme oluşmamıştır.

-Büyüme Oranları analizinde; 2002-2005 ve 2009-2010 yılları büyüme oranlarının 2007 yılı ve 2013-2014 yılları büyüme oranlarına göre düşük olduğu, 2002 ve 2009 yıllarında en düşük düzeyleri gördüğü, 2013-2014 yıllarında 2008 öncesi seviyelere ulaşıldığı; kriz öncesi döneme göre kriz döneminde yükseldiği ve kriz sonrası dönemde artışın devam ettiği görülmüştür. İngiltere ve G. Afrika'da olumlu gelişmeler tespit edilmiş, başta Japonya, Fransa, Endonezya olmak üzere Brezilya, Avustralya, Arjantin, G. Kore, Rusya, ABD, Çin, Hindistan, Meksika, Suudi Arabistan, Kanada, Türkiye, İtalya ve Almanya'nın krizin etkisinde olduğu görülmüştür.

-Enflasyon Oranları analizinde; 2003-2004 ve 2006-2007 yıllarındaki enflasyon oranları, 2002, 2005 yılları ve 2009-2014 dönemi enflasyon oranlarına göre düşük bulunmuştur. 2004'te en düşük, 2005'te en yüksek olmak üzere 2002-2007 döneminde değişkenlik gösterdiği; 2009-2014 döneminde ise 2002-2008 yılları oranlarının üzerinde olduğu; kriz öncesinde en düşük, kriz sonrasında en yüksek düzeye çıktığı görülmüştür. G.Afrika, Japonya, Endonezya, Brezilya, G. Kore, Çin,

Meksika, Suudi Arabistan, İtalya ve Almanya enflasyon artış oranının İngiltere, Fransa, Avustralya, Arjantin, Rusya, ABD, Hindistan, Kanada ve Türkiye enflasyon artış oranına göre daha yüksek olduğu görülmüştür.

-Kredi Dönüş Oranları analizinde; 2008, 2009 ve 2010 yılları kredi dönüş oranları diğer yıllara göre daha düşük bulunmuş, 2006-2007 yıllarında en yüksek, 2010 yılında en düşük seviyede gerçekleştiği; 2011-2014 döneminde toparlanma yaşandığı; kriz döneminde en düşük düzeye indiği, kriz sonrası dönemde toparlanma yaşandığı ancak kriz öncesi dönem oranlarının altında olduğu görülmüştür. Kriz sonrası dönemde toparlanma gözlense de kriz öncesi dönem oranlarının yakalanamaması başarısızlık olarak değerlendirilmiştir. Küme oluşmadığı tespit edilmiştir.

-M2/GSYİH Oranı analizinde; krizden önceki iki yıl ve sonraki iki yıl olan 2006-2007 ve 2009-2010 yılları oranlarının diğer yıllara göre yüksek olduğu, incelenen dönemin en düşük oranını 2008’de en yüksek oranını ise 2009’da gördüğü; 2009-2014 döneminde yeniden düşüş trendine girdiği ancak 2002-2004 dönemi oranlarının üzerinde gerçekleştiği; kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde kriz öncesi oranının altında olmakla beraber her üç dönemde de birbirine yakın seviyelerde gerçekleştiği görülmüştür. Kriz sonrasında oranın; kriz öncesinin balon olarak nitelendirilen seviyelerinde seyretmesi benzer risklerin devam ettiğini ve başarı sağlanamadığını göstermiş, küme oluşmadığı tespit edilmiştir.

Yapılan analizlerde; G20 ülkelerince alınan önlemlerle 2008-2010 yıllarında seçilen parametrelerin hiçbirinde başarı sağlanamadığı görülmüştür. 2011 yılından başlamak üzere İhracat/ithalat dengesi ve kredi dönüş oranlarında toparlanma yaşanmış ancak kriz öncesi başarı yakalanamamış, başarı sağlanan tek parametre büyüme olarak tespit edilmiştir. Yıllar ve dönemler itibarıyla ele alınan parametrelerde tespit edilen olumsuz sonuçlar da krizin etkilerinin devam ettiğini yansıtmaktadır. Başta GSYİH ve işsizlik olmak üzere diğer parametrelerdeki başarısızlığa rağmen büyüme oranlarında görülen başarı ise uygulanan modelin mevcut durumu ölçmede yetersizliği olarak değerlendirilmiştir. Tespitler; 2009 yılı öncesinde uygulanan ve ağırlıklı olarak geleneksel para politikası araçlarını kapsayan önlemlerin kısa vadede yetersiz kaldığını, 2011’de başlayan kısmi ekonomik canlanmada ise 2009’dan itibaren ağırlık kazanan maliye politikaları ile geleneksel

olmayan para politikalarının etkili olduğunu göstermiş, böylesi bir krizin yönetilmesinde maliye politikaları ve geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin kaçınılmaz olduğu sonucu çıkarılmıştır.

Kümeleme analizi sonuçları kriz yönetiminde en başarılı ülkenin İngiltere, Kanada ve ABD'nin diğer başarılı gelişmiş ülkeler olduğunu; Japonya, Fransa, Avustralya gibi gelişmiş ülkelerin başarısız; Hindistan, Meksika, Çin, Güney Kore, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin başarılı olduklarını göstermiştir. Krizin gelişmiş bir ülkede ortaya çıktığı, diğer gelişmiş ülkelere daha hızlı yayıldığı ve gelişmiş ülkeleri daha fazla etkilediği düşünüldüğünde; dünyanın en gelişmiş ülkeleri arasında yer alan Japonya ve Fransa'nın başarısızlığı krizin etkilerinin devam ettiğini ve krizin henüz bitmediğini göstermektedir.

Krizin etkileriyle mücadele amacıyla ABD ve AB'de alınan önlemler ile analiz sonuçları karşılaştırıldığında AB'nin ABD'ye göre daha başarısız olduğu görülmektedir. AB kriz önlemlerini ABD'ye göre gecikmeli olarak almıştır ve ABD'nin başarısında AB'ne göre daha atak davranmasının etkisi olmuştur. AB ülkelerinin başarısızlığında üye ülke ekonomik yapılarının farklılığı nedeniyle birliğin tümünü kapsayacak ortak çözüm üretme zorluğu ile maliye politikalarında birliğe tabi olmayışları da önemli bir rol oynamıştır. Maliye politikalarında bütünlük sağlanamaması alınan önlemleri ve sonuçlarını heterojen bir yapıya sokmuş, krizin başlangıcından itibaren yaşanan sıkıntılara yeni mali sıkıntılar eklenmiştir. Birlik antlaşmalarında ekonomik ve mali politikaların koordinasyonuna ilişkin kesin yaptırımların bulunmaması AB ülkelerinin krizle mücadele konusunda performansını sınırlamanın yanı sıra bazı AB ülkelerinin borç krizine sürüklenmesinde etken olmuştur.

Çalışmamızda vardığımız sonuçlar göstermektedir ki piyasaların etkin ve verimli olduğu kabulüyle düzenleme-gözetim-denetim-yaptırım mekanizmalarına ve bu tür mekanizmaların sisteme müdahalesine karşı çıkmak artık mümkün değildir. Ayrıca gerek krizlerin önlenmesi gerekse krizlerin etkileriyle mücadelede tek başına fiyat istikrarı ve para politikaları yeterli olmamakta, finansal istikrar ve maliye politikaları önemli rol oynamaktadır. Birbirine benzer politikalar izleyen ülkelerin Mevduat Garantisi ve Kamulaştırma/Fona Devir tedbirleri ile krizden çıkış performansları arasında bağlantı görülmüş, sözkonusu tedbirleri krizin ilk evresinde

birlikte uygulayan ülkelerin daha başarılı olduğu tespit edilmiştir. Finansal kurumların borçlarını ödeyememeleri ve müşteri kaçışlarının ortaya çıkaracağı risklerin minimize edildiği, bu suretle 2009 yılından itibaren uygulanan maliye politikası ve diğer politikaların piyasa katılımcı davranışlarını beklentiler yönünde güdülediği dolayısıyla krizden çıkış sürecinde belirleyici oldukları görülmüştür. Krizin ilk evrelerinde mevduat garantisi ve kamulaştırma önlemleriyle maliye politikaları ve geleneksel olmayan para politikalarının eş zamanlı olarak uygulanmasının daha başarılı sonuçlar vereceğini söylemek mümkündür.

ABD ekonomisindeki toparlanma FED'in parasal genişlemeden vazgeçerek faiz artırımı kararlarını gündeme getirmiştir. Öte yandan parasal genişleme programları kapsamında uygulanan varlık alımları 2014 yılı itibariyle durdurulmuş olsa da FED bilanço büyüklüğü bu süreçte hızla yükselmiştir. ABD ekonomisinin karşısındaki en kritik adım faizleri artırma kararları olarak görünmekle beraber gerçekleştirilen tahvil alımlarının gerektirdiği geri ödemelerin FED bilançosu üzerinde yaratacağı baskı, küresel fonların ABD'ye yönelme ve yükselen faizlerin ekonomik daralma yaratma potansiyeli faiz artırma kararlarını zorlaştırmaktadır.

AB'de gelecek süreçte parasal genişlemede sınırlamaya giden FED'in aksine ECB'nin varlık alımları ile düşük faiz uygulamalarını sürdüreceği ve iç talebi uyarak ekonominin canlanmasına katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Bu programların başarısı borç krizi yaşayan AB ülkelerinin kritik sorunlarını aşmasına ve kriz sürecinde başlatılan mali ve parasal politikaların koordinasyonuna yönelik yapısal reformların tamamlanmasına bağlıdır.

Türkiye; gerek kümeleme analizi sonuçlarına göre gerekse kümeleme analizi Türkiye verileri ile G20 kriz sonrası dönem analiz verileri kıyaslandığında orta düzeyde başarı sağlamıştır. %5 oranı ile 2017 yılı ilk çeyreğinde Hindistan'dan sonra en yüksek büyüme oranının yakalanmış olması da ekonomik toparlanmanın devam ettiğini yansıtmakta ve analiz sonuçlarını desteklemektedir. Analiz sonuçlarına göre kredi dönüş oranları ile M2/GSYİH oranları likidite riski yansıtmamakla beraber küresel ve bölgesel siyasi-ekonomik belirsizliklerin yol açabileceği riskler göz ardı edilmemelidir. 2016 yılının ikinci yarısından itibaren döviz kurlarında gözlenen dalgalanma makul düzeyde tutulmalı, yabancı para kredilerine dayalı riskler yakından izlenmelidir.

Dış fonlara bağımlı ekonomilerde ise gelişmiş ülkelerdeki finansal koşullar gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini etkileyebilecektir. Özellikle FED faiz artışları sonrasında; uluslararası sermaye hareketlerinin ABD tahvillerine ve diğer yatırım araçlara yönelebileceği dikkate alınmalı, fon çıkışlarının yol açabileceği sarsıntılara karşı ekonomik kırılganlıkları ve riskleri azaltıcı yapısal önlemlerin tamamlanmalıdır. Ayrıca dünyanın en büyük ikinci ekonomisi konumuna gelen Çin'in FED faiz artırma kararları sonrasında ABD'de gerçekleştireceği portföy yatırımlarının ABD ve küresel ekonomi açısından yaratacağı riskler göz ardı edilmemelidir ve Çin ekonomik politikalarına tedbir olarak Yuan'ın konvertibilite kazanması önem taşımaktadır.

Kriz ve sonraki yıllarda işsizlik artışının süreklilik kazanması ve enflasyon ile GSYİH'da tespit edilen başarısızlık krizin olumsuz etkilerinin devam ettiğini düşündürmektedir. Emlak fiyatlarının kriz ve sonrası dönemde de yükselmeye devam ediyor olması; sektörde kriz öncesinde yaşanan sıkıntılara benzer bir potansiyelin varlığını işaret etmektedir. Kredi dönüş oranlarının kriz öncesi seviyelerinin altında gerçekleşmesi ile M2/GSYİH oranlarının yüksek seyretmesi ise finansal sektöre yönelik risklerin devam ettiğini göstermektedir. 2014-2015 yıllarında küresel ekonomik faaliyetlerin zayıf seyretmesi ve başta işsizlik olmak üzere diğer parametrelerdeki başarısızlığa rağmen 2010 sonrasında büyümede gözlenen başarı; ABD ve AB ülkelerinde 2016 itibariyle deflasyon eğilimi devam etmesine rağmen G20 ülkelerinde enflasyon oranlarının yükselme eğiliminde görünmesi; subprime konut kredi geri ödemelerinde kriz öncesinde ve özellikle 2007 yılında yaşanan sıkıntıların sonuçlara yansımaması, mevcut durumu ölçmede modelin yetersizliği olarak değerlendirilmiştir.

Bundan sonraki çalışmalarda; çalışmamızda uyguladığımız model dışında farklı modeller uygulayarak farklı sonuçlar elde etmek, varılan sonuçları ve modelin yetersiz kaldığı hususları değerlendirmek veya G20 ülkeleri ile sınırlı tutulan analizleri diğer ülkeleri kapsayıcı nitelikte ele almak mümkündür.



## YARARLANILAN KAYNAKLAR

AB Bakanlığı, (2012a) Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması, [http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/finansal\\_islem\\_vergisi\\_empb\\_print\\_version.pdf](http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/finansal_islem_vergisi_empb_print_version.pdf)

(ErişimTarihi: 18.09.2015).

AB Bakanlığı, (2012b) 30 Ocak 2012 Tarihli AB Liderler Zirvesi Açıklaması, [http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/30\\_ocak\\_2012\\_konsey\\_toplantisi.pdf](http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/30_ocak_2012_konsey_toplantisi.pdf)

(ErişimTarihi:04.04.2015).

AB Bakanlığı, (2011) Avrupa Birliği'nde Yeni Denetleyici Otoriteler, [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/avrupa\\_birligi\\_nde\\_yeni\\_denetleyici\\_otoriterler.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/avrupa_birligi_nde_yeni_denetleyici_otoriterler.pdf)

(Erişim Tarih:06.04.2015).

AB Bakanlığı, (2013) 2014-2020 Avrupa Birliği Çok Yıllı Mali Çerçevesine İlişkin Bilgi Notu, [http://www.ab.gov.tr/files/ab\\_mff\\_2014\\_2020\\_notu.pdf](http://www.ab.gov.tr/files/ab_mff_2014_2020_notu.pdf)

(Erişim Tarihi:07.04.2015).

ABD Hazinesi, (2012a) Public-Private Investment Program, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/credit-market-programs/ppip/Pages/purpose-and-overview.aspx>

(Alındığı tarih:15.02.2015).

ABD Hazinesi, (2012b) Hardest Hit Fund, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/housing/hhf/Pages/Program-Purpose-and-Overview.aspx>

(Alındığı tarih:22.02.2015).

ABD Hazinesi, (2013a) Asset Guarantee Program, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/agp/Pages/default.aspx>

(Alındığı tarih:14.02.2015).

ABD Hazinesi, (2013b) Supervisory Capital Assessment Program & Capital Assistance Program, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/scap-and-cap/Pages/overview.aspx>

(Alındığı tarih:14.02.2015).

ABD Hazinesi, (2013c) SBA 7(a) Securities Purchase Program, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/credit-market-programs/sba7a/Pages/Program-Purpose-And-Overview.aspx> (Alındığı tarih:19.02.2015).

ABD Hazinesi, (2014a) Auto Industry, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/automotive-programs/Pages/overview.aspx> (Alındığı tarih:17.02.2015).

ABD Hazinesi, (2014b) Announcement includes extending Making Home Affordable; Expanding access to credit by boosting private label securities market; New partnership to create affordable rental housing, <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/jl2444.aspx> (Alındığı tarih:22.02.2015).

ABD Hazinesi, (2014c) HARDEST HIT FUND, Third Quarter 2014 Performance Summary, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/Q3%202014%20Hardest%20Hit%20Fund%20Program%20Performance%20Summary.pdf> (Alındığı tarih:22.02.2015).

ABD Hazinesi, (2015a) TARP Programs, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARPPPrograms/Pages/default.aspx#> (Alındığı tarih:14.02.2015).

ABD Hazinesi, (2015b) Capital Purchase Program, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx> (Alındığı tarih:14.02.2015).

ABD Hazinesi, (2015c) Bank Investment Program, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/Pages/default.aspx> (Alındığı tarih:14.02.2015).

ABD Hazinesi, (2015d) Auto Industry, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/automotive-programs/Pages/default.aspx> (Alındığı tarih:17.02.2015).

ABD Hazinesi, (2015e) Making Home Affordable, <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/housing/mha/Pages/default.aspx>

(Alındığı tarih:22.02.2015).

ABD Hazinesi, (t.y.) Fact Sheet, Public-Private Investment Program, [http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/ppip\\_fact\\_sheet.pdf](http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/ppip_fact_sheet.pdf)

(Alındığı tarih:15.02.2015).

ABGS, (2010a) Avrupa Mali Sektöründe Daha Fazla Sorumluluk ve Rekabetçiliğe Doğru, [http://eski.ab.gov.tr/files/EMPB/barnier\\_report.pdf](http://eski.ab.gov.tr/files/EMPB/barnier_report.pdf) (Erişim Tarihi:29.01.2015).

ABGS, (2010b) Avrupa 2020 Stratejisi: Akıllı, Sürdürülebilir ve Kapsayıcı Büyüme için Avrupa Stratejisi Özet Bilgi Notu, [http://www.abgs.gov.tr/files/SBYPB/Sosyal%20Politika%20ve%20C4%B0stihdam/avrupa\\_2020\\_stratejisi.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/SBYPB/Sosyal%20Politika%20ve%20C4%B0stihdam/avrupa_2020_stratejisi.pdf) (Erişim Tarihi:04.4.2015).

ABGS, (2011a) Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: "Euro Rekabet Paketi", [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro\\_plus\\_pact.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact.pdf)(Erişim Tarihi:31.03.2015).

ABGS, (2011b) AB Ekonomik Yönetişim Sisteminde Yeni Dönem, [http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/ab\\_ekonomik\\_yonetisim\\_sisteminde\\_yeni\\_donem\\_web.pdf](http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/ab_ekonomik_yonetisim_sisteminde_yeni_donem_web.pdf) (Erişim Tarihi:05.04.2015).

ACAR, Mustafa, (2008) "Kriz Kimin Krizi: Piyasanın mı, Devletçiliğin ve Kumandacılığın mı?", *Liberal Düşünce Dergisi*, Sayı 51-52. 5-24.

AKGÜÇ, Öztin, (2009) "Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 42. 6-11.

AKMAN, Cüneyt, (2010) 2008 Küresel Ekonomik Krize Tarihsel ve Teorik Açıdan Bir Yaklaşım, Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

AKTAN, Coşkun Can, ŞEN, Hüseyin, (2001)"Ekonomik Kriz: Nedenlerve Çözüm Önerileri", *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı42. 1225-1230.

Aktif Haber, (2008) Fortis Bank'a Üç Ülke El Koydu <http://www.aktifhaber.com/fortis-banka-uc-ulke-el-koydu-186183h.htm> (Alındığı tarih:17.03.2015).

ALPTEKİN, Erdem, (2009) “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü”, *İzmir Ticaret Odası AR-GE Bülteni*, Nisan.

ALTAŞ, Gökben, (2009a) “Sermaye Piyasasında Uluslararası Kurumlar”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 77. 20-30.

ALTAŞ, Gökben, (2009b) “Kredi Derecelendirme Kurumları”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 84. 20-37.

APAK, Sudi, AYTAC, Ayhan, (2009) *Küresel Krizler, Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, İstanbul, Avcıol Basım Yayım.

ARI, Ali, (2014) “Küresel Finansal İstikrarsızlık Çağında IMF’nin Değişen Rolü”, *Uluslararası Kurumların Değişen Rollerini: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler*, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, 63-83.

ARRA, (2009) The Recovery Act, [http://www.recovery.gov/arra/About/Pages/The\\_Act.aspx](http://www.recovery.gov/arra/About/Pages/The_Act.aspx) (Alındığı tarih:18.02.2015).

ARRA, (2012) <http://www.recovery.gov/arra/Transparency/fundingoverview/Pages/fundingbreakdown.aspx> (Alındığı tarih:18.02.2015).

ARRA, (t.y.a) Tax Benefit Programs, Individual Tax Credits, <http://www.recovery.gov/arra/Transparency/fundingoverview/Pages/taxbenefits-details.aspx#IndividualTaxCredits> (Alındığı tarih:18.02.2015).

ARRA, (t.y.b) Tax Benefit Programs, Manufacturing&Economic Recovery, Infrastructure Refinancing, Other, <http://www.recovery.gov/arra/Transparency/fundingoverview/Pages/taxbenefits-details.aspx#ManufacturingEconomicRecoveryInfrastructureRefinancingOther> (Alındığı tarih:18.02.2015).

ASLAN, Hadiye, (2008) İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu, 1-31.

[http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum\\_Bilgileri/Yil\\_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf) (Erişim Tarihi:06.12.2014).

ATAŞ, Berkan, (2013) Küresel Ekonomik Krizler ve ülkelerin Küresel Krizlerden Sonraki Toparlanma Performanslarına Yönelik Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

AVCI, Duygu, (2013) “EMIR (Avrupa Piyasası Türev rnler Altyapı Düzenlemesi) nedir?”, *KPMG Gündem*, Ocak-Mart. 52-55.

AVRUPA KOMİSYONU, (2008) AEuropean Economic Recovery Plan, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13504\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf)(Alındığı tarih: 21.3.2015).

AYDIN, Ayőe Berfu, (2005) Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş lke örnekleri ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

AYTEKİN, Barış, (2010) “ABD’de Neoliberal Politikaların Yol Açtığı Bölüőüm Dengesizliklerinin Krize Etkisi”, *Halil Seyidoğlu’na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, 1. Baskı, Derleyen İrfan Kalaycı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 409-420.

BATIREL, Ömer Faruk, (2009) “Global Ekonomik Kriz ve Türk Kamu Maliyesi”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı13. 1-9.

BDDK, (2009) Haziran 2009 Finansal Piyasalar Raporu, [https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/6943haz09FPRx.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/6943haz09FPRx.pdf)(Alındığı tarih: 25.01.2015).

BDDK, (2010a) Sorularla Basel III, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla\\_basel\\_iii\\_29\\_11\\_2010\\_.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf) (Alındığı tarih: 07.01.2015).

BDDK, (2010b) Risk Bülteni, [https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Risk\\_Bultenleri/7897RiskBulteni-Nisan10-s6.pdf](https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Risk_Bultenleri/7897RiskBulteni-Nisan10-s6.pdf) (Alındığı tarih: 04.04.2015).

BDDK, (2012) Aralık 2012 Finansal Piyasalar Raporu, [http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/1190\\_2fpr\\_aralik2012\\_29032013bb.pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1190_2fpr_aralik2012_29032013bb.pdf) (Alındığı tarih: 29.01.2015).

BERNANKE, Ben S. (2009) Speech At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090821a.htm>(Alındığı tarih: 10.02.2015).

BIANCO, M. Katalina, (2008) The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects Of The Mortgage Meltdown, [http://business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime\\_WP\\_rev.pdf](http://business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime_WP_rev.pdf) (Alındığı tarih:21.12.2014).

BIS, (1998) Summary Of Reports On The International Financial Architecture, <https://www.bis.org/publ/othp01a.pdf> (Alındığı tarih:9.12.2014).

Bloomberg, (2013) Analiz: Fed'in Büyük Resesyon Yolculuğu, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1481863-analiz-fedin-buyuk-resesyon-yolculugu> (Alındığı tarih: 24.01.2015).

BOCUTOĞLU, Ersan, (2010) “Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Heteredoks Bir Değerlendirme”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 75. 3-32.

BOCUTOĞLU, Ersan, (t.y) Hukuk ve İktisat İlişkileri İçin Bir Örnek Olay Olarak Glass-Steagall Yasası İle 2007 Küresel Finansal Krizi Bağlantısı, <http://ersanbocutoglu.net/Custom/OdesisMc/Makale/TEK%20ANTALYA.pdf> (Erişim Tarihi:02.03.2015).

BOCUTOĞLU, Ersan, EKİNCİ, Aykut, (2010) “Avusturyacı Konjonktür Teorisi ve Küresel Kriz”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 73. 20-34.

BoE, (t.y.) Asset Purchase Facility-Results <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/results.aspx> (Alındığı tarih:16.03.2015).

BOTZ, Dan La, SCHMIDT, Ingo, MAGDOFF, Fred vd, (2008) *Neoliberalizm ve Kriz*, çev. Barış Boysal, Çiğdem Çıdamlı, Deniz Şimşek, Levent Aydeniz, İstanbul, Kalkedon Yayıncılık.

CAN, Ahmet Vecdi, (2010) “Krizin Muhasebesi ve Muhasebenin Krizi”, *Çözüm*, Sayı 97. 21-47.

Congress, (2010) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> (Erişim Tarihi:3.3.2015).

COŞKUN, Alev, (2011) *Liberal Ekonominin Çöküşü, Küresel Kriz, Ulusalcı Ekonominin Yükselişi*, İstanbul, Cumhuriyet Kitapları.

COŞKUN, Yener, (2009) “Küresel Kriz Sürecinde Yatırım Bankaları İle Diğer Diğer Finansal Aracılarda Yaşanan Finansal Başarısızlıklar ve Kamusal Müdahaleler” *Bankacılar Dergisi*, Sayı 71. 23-47.

COŞKUN, Yener, (2010a) “Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerlendirme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme”, *MPRA*, MPRA Paper No 35301, 1-24.

COŞKUN, Yener, (2010b) “Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Yasası Kapsamında Sistemik Risk Yönetimi ve Düzenleme İlişkisi”, *Halil Seyidoğlu'na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, 1. Baskı, Derleyen İrfan Kalaycı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 73-114.

Council on Foreign Relations, (2010) Restoring American Financial Stability Act of 2010 (S. 3217), <http://www.cfr.org/united-states/restoring-american-financial-stability-act-2010-s-3217/p22715> (Erişim Tarihi: 3.01.2015).

ÇOLAK, Ömer Faruk, ÖZTÜRKLER, Harun, (2012) “Tasarrufun Belirleyicileri: Tasarruf Eğiliminde Değişim ve Türkiye’de Hanehalk Tasarruf Eğiliminin Analizi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 82. 3-44.

DALYANCI, H. Levent, (2010) *Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik Analizi*, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

DEĞERTEKİN, Efsun Ayça, (2010) “Finansal Krizle İlgili Uluslararası Kurumların Yürüttüğü Çalışmalar”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 89. 7-19.

DEĞERTEKİN, Efsun Ayça, (2011a) “Finansal Krizle İlgili Uluslararası Kurumların Yürüttüğü Çalışmalar”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 102. 7-17.

DEĞERTEKİN, Efsun Ayça, (2011b) “Merkezi Karşı Taraf”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 101. 23-31.

DEMİR, Faruk, KARABIYIK, Ayşegül, ERMIŞOĞLU, Emine, KÜÇÜK, Ayhan, (2008) *ABD Mortgage Krizi*, Ankara, BDDK Çalışma Tebliği Sayı 3.

DEMİR, Faruk, KARABIYIK, Ayşegül, KARAKOYUNLU, Murat, (2009) *Küresel Krizde İngiltere Tecrübesi*, Ankara, BDDK Çalışma Tebliği Sayı 4.

DEMİRBAŞ, Erkan, (2013) *Küresel Kriz ve Paranın Patronları*, Ankara, Nobel Yayıncılık, 1. Baskı.

DEMİREL, Baki, ARSLAN, Gülen Elmas, (2012) “Euro Bölgesinde Borç Krizi Sorunu Ve Çözüm Önerileri”, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt 23. Özel Sayı. 107- 132.

DENİZ, Gülhan, (2013) 2008 Küresel Krizinin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para-Maliye Politikası Önlemleri, Yüksek Lisans Tezi, Sivas, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

DOĞAN, Seyhun, TUNALI, Çiğdem Böke, (2014) “Uluslararası Para Fonu (IMF) ve 2008 Küresel Ekonomik Krizi Sonrası Reform Süreci”, *Uluslararası Kurumların Değişen Rollerini: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler*, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, 107-141.

DORUK, Ömer Tuğsal, (2014) *Gölge Bankacılık ve Türkiye*, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No 300.

DUMAN, Erhan, (2011) *Krizlerin Anatomisi: 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizinin Karşılaştırılması*, Yüksek Lisans Tezi, Karaman, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

DURMUŞ, Mustafa, (2010) *Kapitalizmin Krizi: 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi*, Ankara, Tan Kitabevi, 2. Baskı.

DURSUN, Eda Altuntaş, (2013) *G-20 Bilgi Açıkları Çerçevesinde Yerel ve Konsolide Bankacılık İstatistiklerinin Derlemesi ve Türkiye Uygulaması*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, T.C. Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü.



ECB, (2014) ECB announces further details of the targeted longer-term refinancing operations, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html)(Alındığı tarih:17.03.2015).

ECB, (t.y.a) Time Line of The Financial Crisis, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.en.html> (Alındığı tarih:24.01.2015).

ECB, (t.y.b) Changes in tender procedure and in the standing facilities corridor, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html) (Alındığı tarih:14.03.2015).

ECB, (t.y.c) Open Market Operations, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html> (Alındığı tarih:17.03.2015).

EDGE, Rochelle M., RUDD, Jeremy B., (2010) General-Equilibrium Effects of Investment Tax Incentives, Finance and Economics Discussion Series, <http://www.federalreserve.gov/Pubs/FEDS/2010/201017/201017pap.pdf>(Alındığı tarih:17.2.2015).

EFSS, (t.y.a) About EFSS, <http://www.efss.europa.eu/about/index.htm> (Alındığı tarih:01.04.2015).

EFSS, (t.y.b) Lending Operations, <http://www.efss.europa.eu/about/operations/index.htm> (Alındığı tarih:01.04.2015).

EĞİLMEZ, Mafhi, (2009a)*Küresel Finans Krizi*, İstanbul, Remzi Kitabevi, 5. Baskı.

EĞİLMEZ, Mafhi, (2009b) Krizde Oteki Ülkeler Ne Yapıyor, [http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi\\_egilmez/krizde\\_oteki\\_ulkeler\\_ne\\_yapiyor-925696](http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi_egilmez/krizde_oteki_ulkeler_ne_yapiyor-925696)(Alındığı tarih: 31.01.2015).

EĞİLMEZ, Mafhi, (2011) *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, İstanbul, Remzi Kitabevi.

EĞİLMEZ, Mahfi, (2012) Fed'in Tahvil Alım Programı, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/fedin-tahvil-alm-program.html> (Alındığı tarih:08.02.2015).

EKEN, Tayfur, (2013) Küresel Finansal Krizden Sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma, Yeterlilik Etüdü, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi.

ERCAN, Atilla, (2009) Mortgage Uygulaması ve Krizin Nedenleri-Etkilerinin Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

ERDÖNMEZ, Pelin Ataman, (2012) “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri: Seçilmiş Ülke Uygulamaları”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 81. 61-80.

ERDÖNMEZ, Pelin Ataman, (2014) “Dünya Bankası Finansal Tüketicinin Korunmasına İlişkin İyi Uygulama İlkelerinin İlgili Mevzuat Çerçevesinde Ana Hatlarıyla İncelenmesi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 89. 92-117.

ERGİN, Numan Emre, (2013) Avrupa Birliği’nde Borç Krizi: Krize Karşı Alınan Tedbirlerin Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ERGİNCAN, Yakup, YAYLA, Ümit, (2013) “2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu’na Etkileri”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı Ekim. 51-72.

ERGÜL, Özgür, (2012) Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü.

ERKEKOĞLU, Hatice, ARIÇ, Halil, (2014) “Uluslararası Finansal Mimarinin Genel Yapısı”, *Uluslararası Kurumların Değişen Rollerini Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler*, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, 41-61.

Ernst&Young, (2009) Worldwide Fiscal Stimulus - Tax Policy Plays a Major Role, [http://www.ey.com/GL/en/Services/Tax/Worldwide\\_fiscal\\_stimulus---tax\\_policy\\_plays\\_a\\_major\\_role](http://www.ey.com/GL/en/Services/Tax/Worldwide_fiscal_stimulus---tax_policy_plays_a_major_role)(Erişim Tarihi:31.01.2015).

EROĞLU, Erhan, (2010) “Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, Cilt 2. Sayı 4. 19-38.

EROĞLU, Mahmut Taha, (2010) Global Krizler Sürecinde Bankacılık Sektöründe İç Denetim Sisteminin Önemi ve Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ESM, (t.y.) About ESM-Scope Of Activity-Key ESM Facts and Figures, <http://www.esm.europa.eu/#> (Alındığı tarih:01.04.2015).

European Commission, (2010a) Mastering economic interdependence: Commission proposes reinforced economic governance in the EU, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-10-561\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-561_en.htm) (Alındığı tarih: 04.4.2015).

European Commission, (2010b) EU Economic Governance: The Commission Proposes a Reinforced Macro-economic, Budgetary and Structural Surveillance, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-10-859\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-859_en.htm), (Alındığı tarih: 04.4.2015).

European Commission, (2014) More transparent and safer financial markets: European Commission welcomes European Parliament vote on updated rules for Markets in Financial Instruments (MiFID II), [http://europa.eu/rapid/press-release\\_STATEMENT-14-129\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-129_en.htm) (Alındığı tarih:06.04.2015).

European Commission, (t.y.a) The EU As A Borrower, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/index_en.htm) (Alındığı tarih: 31.3.2015).

European Commission, (t.y.b) Intergovernmental support mechanisms, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/intergovernmental\\_support/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/intergovernmental_support/index_en.htm), (Alındığı tarih:01.04.2015).

Eurostat, (2015) Selected Principal European Economic Indicators, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/peeis> (Alındığı tarih:30.03.2015).

FDIC, (t.y.) Federal Deposit Insurance Corporation Failures and Assistance Transactions, Number of Institutions US and Other Areas 2007-2015, <https://www2.fdic.gov/hsob/HSOBSummaryRpt.asp?BegYear=2007&EndYear=2015&State=1&Header=0> (Alındığı tarih:11.02.2015).

FED, (2009) Joint Statement by the Treasury, FDIC, OCC, OTS, and the Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090223a.htm> (Alındığı tarih:10.02.2015).

FED, (2011) Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Single-Tranche Term Repurchase Agreements, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_tranche.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_tranche.htm) (Alındığı tarih: 10.02.2015).

FED, (2013), Frequently Asked Questions, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogramfaqs.htm#1> (Alındığı tarih:02.02.2015).

FED, (2014) Reserve Requirements, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm> (Alındığı tarih:10.02.2015).

FED, (2015a) The Federal Reserve's Response to Financial Crisis and Actions to Foster Maximum, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm) (Alındığı tarih:03.02.2015).

FED, (2015b) The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis And Actions to Foster Maximum Employment and Price Stability, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm) (Alındığı tarih:04.02.2015).

FED, (2015c) Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Lending to depository institutions, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_lendingdepository.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_lendingdepository.htm) (Alındığı tarih:09.02.2015).

FED, (2015d) Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Information on closed programs, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_lendingother.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_lendingother.htm) (Alındığı tarih:07.02.2015).

FIKIRKOCA, Ekin, DEĞERTEKİN, Efsun, ÇİKOT, Özcan, (2009) “Finansal Piyasalarda Reform Çalışmaları”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 85. 6-11.

FSB, (t.y.) Mandate, [http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate/?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate/?page_moved=1) (Alındığı tarih:04.01.2015).

FSF, (2008) Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_0804.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0804.pdf?page_moved=1) (Alındığı tarih:04.01.2015).

FSF, (2009a) FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management, [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_0904c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0904c.pdf) (Alındığı tarih:04.01.2015).

FSF, (2009b) FSF Principles for Sound Compensation Practices, [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf) (Alındığı tarih:04.01.2015).

FXSTREET, (t.y.) <http://www.fxstreet.com.tr/economic-calendar/interest-rates-table/> (Alındığı tarih:11.03.2015).

G20, Declaration, (2008) Declaration Summit On Financial Markets And The World Economy, [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington Declaration\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington_Declaration_0.pdf) (Alındığı tarih:18.11.2014).

G20, Declaration, (2009) London Summit – Leaders’ Statement, [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/London\\_Declaration\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/London_Declaration_0.pdf) (Alındığı tarih:01.01.2015).

G20, (2014) Communiqué Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Communique%20Meeting%20of%20G20%20Finance%20Ministers%20and%20Central%20Bank%20Governors%20Sydney%2022-23%20February%202014\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Communique%20Meeting%20of%20G20%20Finance%20Ministers%20and%20Central%20Bank%20Governors%20Sydney%2022-23%20February%202014_0.pdf) (Alındığı tarih:02.01.2015).

GAO-United States Government Accountability Office, (2008) Troubled Asset Relief Program: Additional Actions Needed to Better Ensure Integrity, Accountability, and Transparency, <http://www.gao.gov/new.items/d09161.pdf> (Alındığı tarih:14.02.2015).

Gazetevatan.com, İngiltere’de Bankalar İçin İkinci Önlem, <http://www.gazetevatan.com/ingiltere-den-bankalar-icin-ikinci-onlem-paketi-219127-ekonomi/>, (Alındığı tarih:17.03.2015).

GEDİKLİ, Ayfer, (2009) Finansal Kriz Riskini Azaltabilecek Küresel Mali Araçlara Yönelik Ortak Karar Alma Problemleri ve Olası Çözümler, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

GENÇLER, Ayhan, (2011) “Avrupa Birliği’nde Krizin İşsizliğe Etkisi ve İstihdam Teşvikleri”, *Çalışma İlişkileri Dergisi*, Cilt 2. Sayı 1. 1-25.

GÖK, Musa, BİYAN, Özgür, AKAR, Sevda, (2012) “Avrupa Birliği’nde Mali Kuralların Yeniden Düşünülmesi: Altılı Mevzuat Paketi ve Türkiye Değerlendirmesi”, *Business and Economics Research Journal*, Volume 3. Number 3. 159-174.

GÜLER, Esra, (2010) “2007/2008 Küresel Krizi: Uluslararası Finansal Kriz (Mi)”, *Halil Seyidoğlu’na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, 1. Baskı, Derleyen İrfan Kalaycı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 25-45.

GÜMÜŞ, Fatih Burak, (2009) Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye’de Finansal Açıdan Uygulanabilirliği, Doktora Tezi, Sakarya, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

GÜR, Burcu, (2011) “Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşların Çözümlemesi”, *TMSF Çatı*, Sayı 27. 23-27.

GÜVENÇ, Müge Hayriye, (2013) “Avrupa Birliği Bütçesi: 2014-2020 Yıllarına İlişkin Çok Yıllı Mali Çerçeve”, *Maliye Dergisi*, Sayı 165. 259-274.

GÜVENÇ, Müge Hayriye, (2014) Avrupa Birliği’nin 2014-2020 Mali Çerçevesi, <http://www.abmaliye.gov.tr/ABDID%20Raporlar/Ara%C5%9Ft%C4%B1rma%20ve%20%C4%B0nceleme%20Serisi/Avrupa%20Birli%C4%9Finin%202014-2020%20Mali%20%C3%87er%C3%A7evesi.pdf>(Alındığı tarih: 07.04.2015).

GÜZEL, Simla, (2009) “2008 Küresel Ekonomik Krizi ve IMF’nin Önerdiği Ekonomi Politikalarının Krizle Mücadeledeki Rolü”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt XXVIII. Sayı 2. 55-69.

HAMZAÇEBİ, Akif, (t.y.) <http://www.akifhamzacebi.org/teg/DunyaBuyumesi.pdf> (Alındığı tarih: 31.7.2015).

HAYALOĞLU, Pınar, ARTAN, Seyfettin, (2011) “Küresel Ekonomik Krizle Mücadelede IMF’nin Değişen Rolü”, *Uluslararası İktisadi ve İdari Araştırmalar Dergisi*, Sayı 6. 133-157.

HEINEN, Nicolaus, (2014), Balance-of-Payments Facility, Current Profile and Future Challenges of Non-euro Area Financial Assistance, [https://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000338715/Balance-](https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000338715/Balance-)

[ofPayments+Facility%3A+Current+profile+and+.PDF](https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000338715/Balance-ofPayments+Facility%3A+Current+profile+and+.PDF) (Alındığı tarih: 31.03.2015).

HEPŞEN, Ali, (2005) *İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No 13.

HİÇ, Mükerrerem, (2009) *Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye*, İstanbul, Beykent Üniversitesi Yayınevi, Yayın No 62, 1. Baskı.

Hürriyet Ekonomi, (2010) Almanya, Hypo Real Estate’e 40 Milyar Euro Daha Aktaracak, <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/15757563.asp> (Alındığı tarih:17.03.2015).

IMF, (2009a) IMF Yıllık Raporu 2009, [http://www.imf.org/external/lang/turkish/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09\\_tur.pdf](http://www.imf.org/external/lang/turkish/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09_tur.pdf) (Alındığı tarih: 28.12.2014)

IMF, (2009b) Statement of Surveillance Priorities: Revisions of Economic Priorities and Progress on Operational Priorities, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/092409.pdf> (Alındığı tarih: 28.12.2014).

IMF, (2014) Finansal Rapor, [https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2014/eng/pdf/ar14\\_eng.pdf](https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2014/eng/pdf/ar14_eng.pdf) (Alındığı tarih: 28.12.2015).

Investing.com, (t.y.) Merkez Bankaları Faiz Oranları, <http://tr.investing.com/central-banks/> (Alındığı tarih:10.03.2015).

İŞİK, Nihat, TÜNEN, Tuba, (2011) “Türev Ürünlerin 2008 Finansal Krizindeki Rolü”, *Avrasya Etütleri*, Cilt 39, Sayı 1, 7-48.

İÇLİ, Ezgi, (2009) AB’nin Krizden Çıkış Serüveni, [http://www.mess.org.tr/content/mercek\\_09\\_ekim.pdf](http://www.mess.org.tr/content/mercek_09_ekim.pdf) (Alındığı tarih:28.03.2015).

İLKER, Nuray, (2010) Finansal Kriz Sonrasında Uluslararası Finansal Raporlama Standartları, Değişiklikler ve Etkileri, Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi.

İLKORUR, Korkmaz, (2009) Bir Bardak Soğuk Su, [http://www.radikal.com.tr/yazarlar/korkmaz\\_ilkorur/bir\\_bardak\\_soguk\\_su-922057](http://www.radikal.com.tr/yazarlar/korkmaz_ilkorur/bir_bardak_soguk_su-922057) (Alındığı tarih:10.01.2015).

İKV-İKTİSADİ KALKINMA VAKFI, (2014a) Avrupa 2010 Stratejisi, <http://www.ikv.org.tr/images/files/2020stratejisi.pdf> (Alındığı tarih:04.4.2015).

İKV-İKTİSADİ KALKINMA VAKFI, (2014b), AB Konseyi Tek Çözümleme Mekanizması Kuran Tüzüğü Kabul Etti, <http://www.ikv.org.tr/ikv.asp?id=710> (Alındığı tarih:06.4.2015)

İNSEL, Aysu, SUNGUR, Nesrin, (2003), Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomi Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989:III - 1999:IV, Ankara , Working Paper, ODTÜ IV. Uluslararası Ekonomi Kongresi, [https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/83251/1/dp\\_2003-08.pdf](https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/83251/1/dp_2003-08.pdf) (Alındığı tarih:9.11.2014).

İTKİB, (t.y.) Topluluk Çetçevesinde Küresel Ekonomik Krize Karşı Alınan Geçici Devlet Yardımları Önlemleri, [http://www.itkib.org.tr/ihracat/DisTicaretBilgileri/raporlar/dosyalar/AB\\_bilginot/AB%20Komisyonu\\_Gecici\\_Devlet\\_Yard%C4%B1mlar%C4%B1\\_D%C3%BCzenlemesi.pdf](http://www.itkib.org.tr/ihracat/DisTicaretBilgileri/raporlar/dosyalar/AB_bilginot/AB%20Komisyonu_Gecici_Devlet_Yard%C4%B1mlar%C4%B1_D%C3%BCzenlemesi.pdf) (Alındığı tarih:24.3.2015).

İZMEN, Ümit, (2009) “Küresel Krizden Çıkışta Ülkeler Arası İşbirliği: G20’nin Artan Önemi”, *Ekonomik Araştırma Forumu Politika Notu*, Sayı 2. 1-1-5.

JACKSON, James K., (2009) The Financial Crisis: Impact on and Response by The European Union, <https://books.google.com.tr/books?id=V75C0qUcbXMC&pg=PA21&lpg=PA21&dq>



[=European+2008+stimulus+package+package&source=bl&ots=5Hah9szmwk&sig=4XF0DsWK6FRO6wh8ylx2i3QYtxk&hl=tr&sa=X&ei=wZQFVcWDHsj\\_UKT5gfAO&ved=0CDsQ6AEwBDgK#v=onepage&q=European%202008%20stimulus%20package%20package&f=false](http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/062509.htm) (Alındığı tarih:25.3.2015).

KALAYCI, İrfan, AYTEKİN, Barış, İZGİ, Berna Balcı, (2010) “Krizin İktisadi-İktisadın Krizi”, *Halil Seyidoğlu'na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, 1. Baskı, Derleyen İrfan Kalaycı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 3-24.

KANTAR, Lokman, (2010) Mortgage (İpotekli Konut Kredisi) ve 2008 Küresel Krizine Olan Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

KARA, Alper, (2012) Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Muhasebe Genel Müdürlüğü.

KARAÇOR, Zeynep, GÖKMENOĞLU, Korhan, (2011) *Finansal Kriz Modelleri, Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekonomisinde Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Edit.: Murat ÇETİNKAYA, Ankara, Nobel Yayınları.

KARAGÖZ, Hakan, (2009) Küresel Ekonomik Kriz ve Alınan Ekonomik Tedbirler, Konya Ticaret Odası, Etüt Araştırma Servisi, [http://www.kto.org.tr/d/file/kureselkriz\\_rapor.pdf](http://www.kto.org.tr/d/file/kureselkriz_rapor.pdf) (Alındığı tarih:24.3.2015).

KARAKURT, Birol, (2010) “Küresel Mali Krizi Önlemede Maliye Politikasının Rolü ve Türkiye'nin Krize Maliye Politikası Cevabı”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 24. Sayı 2. 167-195.*

KARTAL, Fikret, (2012) “Dünyada Mevduat Sigortacılığı ve Türkiye Uygulaması”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 13. Sayı 2. 107-136.*

KATO, Takatoshi, (2009) The IMF's Response To The Financial Crisis, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/062509.htm> (Alındığı tarih: 29.12.2014).

KAYA, Neslihan, BARLAS, Yasemin, (2013) “Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi”, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı 2013/1. 1-10.

KAYGISIZ, Timur Altay, (2008) Tezgaüstü (OTC) Türev İşlemlerin Merkezi Takası, Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi.

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut, (2001) Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Krizler Özel Sayısı*, Sayı 41. 174-182, <http://128.118.178.162/econ-wp/mac/papers/0401/0401008.pdf>(Alındığı tarih:20.10.2014).

KORKMAZ, Adem, AVSALLI, Hüseyin, KORKUT, Gülsüm, GÜNER, Hasan, TETİK, Alim, (2013) “Küresel Ekonomik Krizde Dünyada ve Türkiye’de İşsizlikle Mücadelede Uygulanan Politikalar: Başarılı ve Başarısız Ülkeler”, *Uluslararası Aalanya İşletme Fakültesi Dergisi*, Vol 5. No 1. 113-125.

KÖSE, H. Ömer, (2012) “Küresel Krizle Mücadelede Denetimin Önemi ve Yüksek Denetim Kurumlarının Rolü”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 12. Sayı 3. 93-108.

KÖSE, Yaşar, KARABACAK, Hakan, (2011)“Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme”, *Maliye Dergisi*, Sayı 160. 289-306.

KROSZNER, S. Randall, (2007) Markets, Financial Institutions, and Consumers: The Roles of the Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20071011a.htm>(Alındığı tarih:05.02.2015).

KUŞGÖZOĞLU, Sedat, (2010) 2008 Finansal Krizinin Çıkışında Asimetrik Bilgi Sorununun İncelenmesi ve Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, (2005) *Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Bir Çalışma*, Yayın No 183, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.

LAPAVITSAS, Costas, (2010) *Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere, Finansallaşma ve Kapitalizm Krizi*, Ed. Costas Lapavitsas, İstanbul, Yordam Kitap.

LERNER, Josh, TUFANO, Peter, (2011) “The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda”, *Annual Review of Financial Economics*, Sayı 3. 341-385.

MISHKIN, Frederic S., (2009) Anatomy Of a Financial Crisis, National Bureau Of Economic Research, NBER Working Paper, No 3934. <http://www.nber.org/papers/w3934> (Alındığı tarih:09.12.2014).

MoneyCafe.com, (t.y.a) What is the Fed Funds Rate?, <http://www.moneycafe.com/personal-finance/fed-funds-rate/> (Alındığı tarih: 03.02.2015).

MoneyCafe.com, (t.y.b) Fed Funds Rate History, <http://www.moneycafe.com/personal-finance/fed-funds-rate-history/> (Alındığı tarih:03.02.2015).

MÜSİAD, (2009) 2009 Türkiye Ekonomisi, Küresel Kriz Yeni Dersler, Araştırma Raporları, [http://www.musiad.org.tr/F/Root/Pdf/Ara%C5%9Ft%C4%B1rma%20Raporlar%C4%B1/T%C3%BCrkiye%20Ekonomisi%20Raporlar%C4%B1/Turkiye\\_Ekonomisi\\_2009.pdf](http://www.musiad.org.tr/F/Root/Pdf/Ara%C5%9Ft%C4%B1rma%20Raporlar%C4%B1/T%C3%BCrkiye%20Ekonomisi%20Raporlar%C4%B1/Turkiye_Ekonomisi_2009.pdf)(Alındığı tarih: 7.11.2014).

NARİN, Müslüme, KUTLUAY, Dilek, (2013) “Küresel Finansal Piyasalarda Değişim ve Yükselen Güçler:BRIC Ülkeleri”, *Ankara Sanayi Odası Yayın Organı*, 43-46.

NAYLOR, Brian, 2009, <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=100163398> (Alındığı tarih: 22.2.2015).

OECD, (2011) G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection , <http://www.oecd.org/regreform/sectors/48892010.pdf> (Alındığı tarih:17.01.2015).

OĞUZ, Ahmet, PEHLİVAN, Gülçin Güreşçi, (2012) 2008 Küresel Kriz Sürecinde Avrupa Birliği, Birlik Olabildi mi?, <http://teacongress.org/papers2012/OGUZ-PEHLIVAN.pdf> (Alındığı tarih:15.03.2015).

OKAY, Esin, (2012) “Küresel Krizden Sonra Yeniden Yapılandırma-Nereden Başlanmalı?”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 21. 229-236.

ONUR, Ayşenur. (2009), “IPA ve Yapısal Fonlar”, *Bütçe Dünyası, Devlet Bütçe Uzmanları Derneği Yayını*, Sayı 31. Cilt 3. 45-59.

ÖNAL, Yıldırım Beyazıt, TOPALOĞLU, Mustafa, (2007) *İpotekli Konut Finansman Sistemi ve Hukuku/Mortgage (Tutsat)*, Adana, Karahan Kitabevi, 1. Baskı.

ÖZ, Sumru, (2009a) Küresel Kriz ve Ekonomik Dengesizliklerde Düzeltme: Cari İşlemler Açığı, Ekonomik Araştırma Forumu Politika Notu, 09-06. [http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/eaf\\_pn0906.pdf](http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/eaf_pn0906.pdf)(Alındığı tarih:12.11.2014).

ÖZ, Sumru, (2009b) Kriz ve Korumacılık, [http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/erf\\_wp\\_0904.pdf](http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/erf_wp_0904.pdf) (Alındığı tarih:13.01.2015).

ÖZBEK, Orkun, (2009) “Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği”, *İzmir Ticaret Odası AR-GE Bülteni*, Aralık.

ÖZDEMİR, İpek, (2010) Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü.

ÖZMEN, Çiğdem, (2011) Finansal Piyasaların Serbestleştirilmesinin Finansal Krizlere Etkileri ve Türkiye’deki Durum, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ÖZMEN, Erdal, YALÇIN, Cihan, (2007) Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu, *TCMB Çalışma Tebliği*, Ankara, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, No 07. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e25fd2ec-5c55-4bab-8ebc-657cb1e15ad1/WP0706.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=e25fd2ec-5c55-4bab-8ebc-657cb1e15ad1> (Alındığı tarih:11.11.2014).

ÖZPERHİZ, Niyazi, (2009) “Ekonomik Krize Karşı Dünyada ve Türkiye’de Alınan Vergisel Önlemler”, *Vergi Dünyası*, Sayı 331. 143-148.

ÖZSOYLU, Ahmet Fazıl, ÜNLÜKAPTAN, İlter, GEDİK, Melek Akdoğan, (2010) *Küresel Kriz ve Türkiye*, Adana, Karahan Kitabevi.

PARASIZ, İlker, (2009) *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi-Küresel Kriz*, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1. Baskı.

ROUBINI, Nouriel, MIHM, Stephan, (2012) *Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*, çev. Işıl Tezcan, İstanbul, Pegasus Yayıncılık.

SAÇCI, Özge Ülkütaş, (2013) Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar Ve Piyasa Disiplininin Sağlanması:Türk Bankacılık Sektörü, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

SANLI, Nail, (2010), 1. Adana Muhasebe Uygulamaları Sempozyumu (05.02.2010), [www.adanasmmmo.org/sempozyum/nail\\_sanli.ppt](http://www.adanasmmmo.org/sempozyum/nail_sanli.ppt) (Alındığı tarih:17.01.2015).

SINCICH, Terry L., MCCLAVE, James T., (2003) *Statistics*, New Jersey, Prentice Hall.

SOYLU, Hülya, (2009) “Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye”, *Maliye Dergisi*, Sayı 157. 251-267.

SÖYLER, Ekrem, (2012) IMF’nin Küresel Mali Krizle Birlikte Değişen Rolü Ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ŞABABOĞLU, Hasan Yaşar, (2013) “2008 Küresel Finansal Krizi Sonrası Tezgah Üstü Türev Piyasalara Yönelik Düzenlemeler”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 84. 95-114.

ŞAHİN, Selcen Çalışkan, (2011) Küresel Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ŞAHİNÖZ, Ahmet, (2013) “Yeni Bir Küresel Krizin Gölgesinde”, *Ekonomi Forumu Yayınları-I*, 8-44.

ŞANLIOĞLU, Ömer, (2014) “Euro Bölgesi’nde Borç Krizi ve Avrupa Merkez Bankası’nın Krizle Mücadeleye Yönelik Yaklaşımları”, *Uluslararası Kurumların*

*Değişen Roller: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler*, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, 167-193.

ŞİMŞEK, Lütfi, (2010) Finansal İstikrarın Sağlanmasında Merkez Bankalarının Rolü ve Türkiye Örneği, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

TAŞAR, M. Okan, (2009a) “Finansal Regülasyonlar ve Küresel Kriz Sürecinde Türk Dünyası Bankacılık Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması”, *Journal Of Azerbaijani Studies*,147-185.

TAŞAR, M. Okan, (2009b) “Devlet Ekonomi İlişkisi Ekseninde Küresel Kriz ve Türkiye”, *Kamu-İş*, Cilt 10. Sayı 3. 73-102.

TCMB, (2008a) Kasım 2008 Finansal İstikrar Raporu,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2008/Finansal+Istikrar+Raporu-Kasim+2008%2C+Sayi+7/>(Alındığı tarih: 27.01.2015).

TCMB, (2008b) Mayıs 2008 Finansal İstikrar Raporu,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2008/Finansal+Istikrar+Raporu-Mayis+2008%2C+Sayi+6/>(Alındığı tarih: 24.02.2015).

TCMB, (2009a) Kasım 2009 Finansal İstikrar Raporu,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2009/Sayi+9/> (Alındığı tarih: 29.12.2014).

TCMB, (2009b) Mayıs 2009 Finansal İstikrar Raporu,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2009/Sayi+8/> (Alındığı tarih: 02.01.2015).

TCMB, (2010a) Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2010/Sayi+11/> (Alındığı tarih: 06.01.2015).

TCMB,(2010b) Mayıs 2010 Finansal İstikrar Raporu,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2010/Sayi+10/>

TCMB, (2011a) Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2011/Sayi+13/> (Alındığı tarih: 03.01.2015).

TCMB, (2011b) Mayıs 2011 Finansal İstikrar Raporu,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2011/Sayi+12/> (Alındığı tarih: 08.01.2015).

TCMB, (2012) Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2012/Sayi+14/> (Alındığı tarih: 11.01.2015).

TCMB, (2013a) Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporu,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2013/Sayi-17-Kasim-2013/> (Alındığı tarih: 03.01.2015).

TCMB, (2013b) Mayıs 2013 Finansal İstikrar Raporu,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/42522237-2fd3-45ee-af44-a82fb6b038f7/Fir\\_TamMetin16.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=42522237-2fd3-45ee-af44-a82fb6b038f7](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/42522237-2fd3-45ee-af44-a82fb6b038f7/Fir_TamMetin16.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=42522237-2fd3-45ee-af44-a82fb6b038f7) (Alındığı tarih: 29.01.2015).

TCMB, (2014) Kasım 2014 Finansal İstikrar Raporu,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ad4e6c3-b2c8-4209-93d2-5a4ee056a9e1/Fir\\_TamMetin19.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0ad4e6c3-b2c8-4209-93d2-5a4ee056a9e1](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ad4e6c3-b2c8-4209-93d2-5a4ee056a9e1/Fir_TamMetin19.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0ad4e6c3-b2c8-4209-93d2-5a4ee056a9e1) (Alındığı tarih: 29.01.2015).

TCMB, (2015) Mayıs 2015 Finansal İstikrar Raporu,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ebe21644-b17a-47aa-9143-dea89a52d046/bolumI-20.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEebe21644-b17a-47aa-9143-dea89a52d046> (Alındığı tarih: 20.04.2016).

T.C. ŞİKAGO BAŞKONSOLOSLUĞU TİCARET ATAŞELİĞİ (t.y) Küresel Finansal Krizin Nedenleri Ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu,

<http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf>

(Alındığı tarih:12.11.2014)

TEPAV, t.y., 2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler, Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Politika Notu, [http://www.tepav.org.tr/upload/files/1271312239r2127.2007\\_08\\_Kuresel\\_Finans\\_Krizi\\_ve\\_Turkiye\\_Etkiler\\_ve\\_Oneriler.pdf](http://www.tepav.org.tr/upload/files/1271312239r2127.2007_08_Kuresel_Finans_Krizi_ve_Turkiye_Etkiler_ve_Oneriler.pdf) (Alındığı tarih:18.11.2014)

TİRYAKİ, Göksel, (2012) *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri*, Yayın No 289, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.

TİSK, (2009) *İşsizlikle Mücadele: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler*, Ankara, Dumat Ofset Matbaacılık.

TOKATLIOĞLU, Mircan Yıldız, BAKAR, Feride, (2012) “Küresel Finansal Kriz Sürecinde Avrupa Birliği Vergi Politikaları”, *Maliye Dergisi*, Sayı 163. 481-504.

TOKATLIOĞLU, Mircan Yıldız, MERCİMEK, Fulya, DEMİRHAN, ESEN, Ümit Osman (2010) “2008 Küresel Krizi ve Avrupa Birliği’ne Etkileri”, *Maliye Politikasının Oluşturulmasında Parlamentonun Rolü, Uluslararası Sempozyum, Bildiriler ev Makaleler*, Sivas, 215-238.

TOPBAŞ, Neslihan, (2009) “Finansal Kriz Ortamında Bankaların Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yönteminin Etkileri”, *Bankacılar*, Sayı 68. 56-64.

TRADING ECONOMICS, (t.y.) Amerika Birleşik Devletleri - İşsizlik Oranı, <http://tr.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate> (Alındığı tarih:19.02.2015).

TUİÇ, (2012) Küresel Kriz ve AB <http://www.tuicakademi.org/index.php/kategoriler/ekonomi/2800-kuresel-kriz-ve-ab> (Alındığı tarih:31.03.2015).



TUNCEL, Cem Okan (2010) Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri:Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler, Balıkesir Üniversitesi İİBF, Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler Sempozyumu, [http://mpr.ub.uni-muenchen.de/42422/1/Finansal Liberalizasyon ve Kueresel Krizin YapAe sal Nedenleri.pdf](http://mpr.ub.uni-muenchen.de/42422/1/Finansal_Liberalizasyon_ve_Kueresel_Krizin_YapAe_sal_Nedenleri.pdf) (Alındığı tarih:16.11.2014).

TURGAN, Erdem, (2013) “2008 Krizinin Avrupa Birliği Ülkelerine Etkisi Ve Krizleri Önlemeye Yönelik Geliştirilen Mekanizmalar”, *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 13. Sayı 1. 219-255.

TURNA, Fatma, (2014) “Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası”, *Journal of Life Economics*, Sayı 1. 40-56.

TÜRK, Armağan, (2014) “Krizler, Yeni Finansal Mimari, IMF ve Dünya Bankası”, *Uluslararası Kurumların Değişen Rollerini: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler*, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, İstanbul, 143-165.

TÜSİAD, (2008) “ABD’de Finansal Kriz”, *ABD Gündemi*, Sayı 43. 1-5.

USAK, (2011) “Krizdeki Birlik Euro Bölgesinin Borç Sarmalı ve AB’nin Geleceği”, *Uluslararası Stratejik Araştırmalar Kurumu Raporları*, Rapor No 11-01, 1-46.

WEISS, N. Eric, GETTER, Darryl E., GONZALES, Oscar R., JICKLING, Mark, KEIGHTLEY, Mark P.,MURPHY, Edward Vincent, FOOTE, Bruce E., Housing and Economic Recovery Act of 2008, CRS Report For Congress, Order Code RL34623, <http://fpc.state.gov/documents/organization/113245.pdf>, (Alındığı Tarih:22.02.2015).

www.aa.com.tr , (2013) G20 Zirvesi Başladı, <http://www.aa.com.tr/tr/dunya/224624-g-20-zirvesi-basladi> (Alındığı tarih:02.01.2015).

www.dunya.com, (2010) G8 ve G20 yapılanmaları oluşan krizlere veya muhtemel gelişmelere çare olabilir mi? <http://www.dunya.com/g8-ve-g20-yapilanmal-olusan->

[krizlere-veya-muhtemel-gelismelere-care-olabilir-mi-94653h.htm](http://www.tccb.gov.tr/krizlere-veya-muhtemel-gelismelere-care-olabilir-mi-94653h.htm) (Alındığı Tarih: 30.12.2014).

YALÇINER, Barbaros, (2007) Küresel Ekonomideki Dengesizlikler, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*.

YAMAN, Celil, (2009) *Avrupa Birliğinde Uyum Politikası ve Uyum Politikasının Bir Aracı Olarak Uyum Fonu*, Ankara, DPT Yayınları, Yayın No 2800.

YARBAĞ, Pelin Şahin, (2011) 2008 Global Krizi Sonrasında Türkiye, Avrupa Birliği ve ABD Bankaları Karşılaştırmalı Etkinlik Analizi, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

YAVUZARSLAN, Nursel, (2011) Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

YILMAZ, Ömer. KIZILTAN, Alaattin. KAYA, Vedat, (2005) “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 24, 77-96. <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi24/oyilmaz.pdf>, (Alındığı tarih: 14.10.2014).

YILMAZ, Durmuş, (2009) Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ee5b978b-44cc-4cd8-b3ac-5a1429c5d564/Baskan\\_Bogazici.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ee5b978b-44cc-4cd8-b3ac-5a1429c5d564](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ee5b978b-44cc-4cd8-b3ac-5a1429c5d564/Baskan_Bogazici.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ee5b978b-44cc-4cd8-b3ac-5a1429c5d564) (Alındığı tarih: 20.01.2015).

YILMAZ, Banu H., (2010) Lizbon Sonrası AB 2020 Stratejisi, TOBB AB Daire Başkanlığı, <http://www.tobb.org.tr/AvrupaBirligiDairesi/Dokumanlar/Raporlar/AB%202020%20Stratejisi.pdf> (Alındığı tarih: 04.4.2015).

YILDIRAN, Mustafa, (2011) “Küresel Mali Krizde Kurtarma Operasyonlarının Vergi Politikasına Etkileri: Krizin Finansmanında Ahlaki Riziko ve Devletin Rolü”,

*Gazi Üniversitesi Maliye-Vergi Hukuku Uygulama ve Araştırma Merkezi*, 25. Türkiye Maliye Sempozyumu, 265-286.

YİĞİT, Dilek, (2011) AB Ekonomi Yönetiminde “Avrupa Dönemi” Uygulaması, <http://www.sde.org.tr/tr/haberler/1605/ab-ekonomi-yonetiminde-avrupa-donemiuygulamasi.aspx> (Alındığı tarih:20.01.2014).

YİĞİT, Dilek, (2012) “Küresel Ekonomik Kriz Öncesi ve Krizin Etkileri İle Mücadele Sürecinde Avrupa Birliği’nde Ekonomi Yönetimi”, *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, Cilt 11. No 1. 135-168.

YÜCEL, Fatih ve KALYONCU, Hüseyin, (2010) “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, Sayı 159. 53-69.

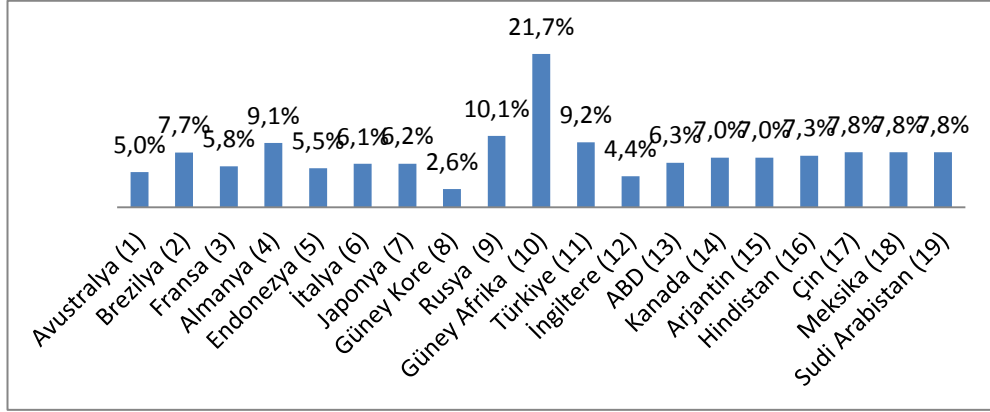
## EKLER

### G20 ÜLKELERİ 2002-2014 DÖNEMİ EKONOMİK PARAMETRELERİ

#### A: G-20 ÜLKELERİ 2002-2014 DÖNEMİ İŞSİZLİK ORANLARI

G-20 Ülkeleri Bazında 2002-2014 Dönemi İşsizlik Oranları

Ölçüm	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
İşsizlik Oranı	Avustralya (1)	154	4,95%	0,76%	430,627	0,001	10,9>8,1,12
	Brezilya (2)	158	7,71%	1,89%			
	Fransa (3)	153	5,78%	0,80%			
	Almanya (4)	158	9,09%	1,96%			
	Endonezya (5)	130	5,53%	0,53%			
	İtalya (6)	158	6,13%	1,64%			
	Japonya (7)	158	6,15%	2,96%			
	Güney Kore (8)	158	2,58%	1,08%			
	Rusya (9)	158	10,06%	6,24%			
	Güney Afrika (10)	156	21,66%	5,51%			
	Türkiye (11)	157	9,17%	1,30%			
	İngiltere (12)	156	4,39%	2,01%			
	ABD (13)	159	6,28%	1,77%			
	Kanada (14)	159	7,00%	0,00%			
	Arjantin (15)	160	6,99%	0,08%			
	Hindistan (16)	157	7,29%	0,45%			
	Çin (17)	157	7,78%	0,42%			
	Meksika (18)	157	7,78%	0,42%			
	Sudi Arabistan (19)	157	7,78%	0,42%			
Total	2960	7,60%	4,39%				



G-20 Ülkeleri Bazında 2002-2014 Dönemi İşsizlik Oranları

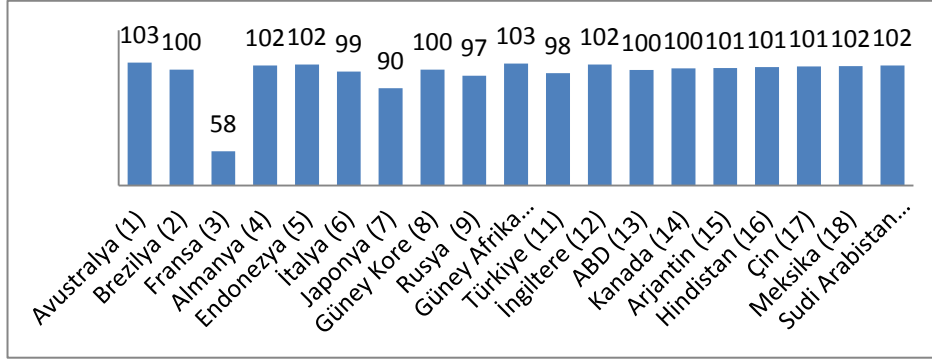
Kaynak: Yazar

## B: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ GSYİH DEĞİŞİM ORANLARI

G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014\* Dönemi GSYİH Değişim Oranı, Kaynak: Yazar

Ölçüm	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
2008'e Göre GSYİH Değişim Oranı	Avustralya (1)	154	103,2332	10,52680	137,921	0,001	7,3< Hepsi
	Brezilya (2)	158	99,7529	9,42721			
	Fransa (3)	153	57,7061	21,22154			
	Almanya (4)	158	101,8923	15,84008			
	Endonezya (5)	130	102,3565	22,91200			
	İtalya (6)	158	98,7006	14,42723			
	Japonya (7)	158	90,0523	10,32409			
	Güney Kore (8)	158	99,6309	6,97613			
	Rusya (9)	158	96,5399	9,05331			
	Güney Afrika (10)	156	102,8333	1,55592			
	Türkiye (11)	157	97,8336	9,88102			
	İngiltere (12)	156	102,3407	12,96748			
	ABD (13)	159	99,5123	7,05453			
	Kanada (14)	159	100,3131	3,44708			
	Arjantin (15)	160	100,5321	3,61976			
	Hindistan (16)	157	100,9490	3,46041			
	Çin (17)	157	101,2518	3,47947			
	Meksika (18)	157	101,5542	3,50041			
	Sudi Arabistan (19)	157	101,8571	3,52354			
Total	2960	97,8435	14,50295				

\*2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır.



G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi GSYİH Değişim Oranı (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) Kaynak: Yazar

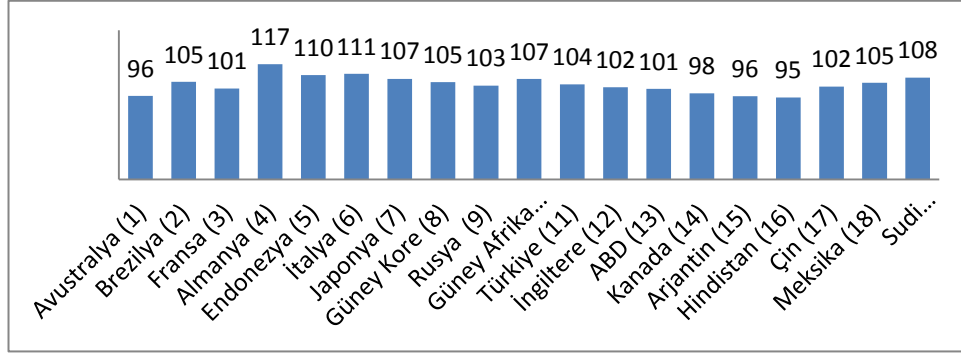
### C: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ ENFLASYON

#### ORANLARI DEĞİŞİMİ

G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi Enflasyon Oranları Değişimi\* Kaynak: Yazar

Ölçüm	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
2008'e Göre Enflasyon Oranları Değişimi	Avustralya (1)	154	95,85	9,25	24,529	0,001	1,14,15,16< hepsi
	Brezilya (2)	158	105,33	22,36			
	Fransa (3)	153	100,77	15,54			
	Almanya (4)	158	117,12	11,03			
	Endonezya (5)	130	109,91	6,28			
	İtalya (6)	158	110,72	14,24			
	Japonya (7)	158	107,40	14,50			
	Güney Kore (8)	158	105,26	15,02			
	Rusya (9)	158	102,70	16,17			
	Güney Afrika (10)	156	107,25	8,45			
	Türkiye (11)	157	103,61	13,87			
	İngiltere (12)	156	101,82	14,00			
	ABD (13)	159	100,65	14,13			
	Kanada (14)	159	97,65	14,13			
	Arjantin (15)	160	95,79	13,73			
	Hindistan (16)	157	94,95	13,41			
	Çin (17)	157	102,25	16,61			
	Meksika (18)	157	104,64	15,25			
	Sudi Arabistan (19)	157	108,26	15,76			

\*2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır



G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi Enflasyon Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) Kaynak: Yazar

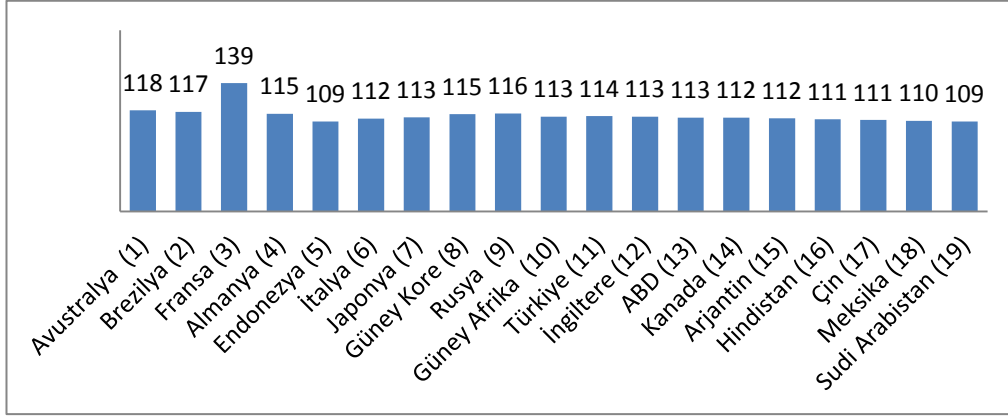
### D: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ KREDİ DÖNÜŞ ORANLARI DEĞİŞİMİ

G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi Kredi Dönüş Oranları Değişimi\*

Kaynak: Yazar

Ölçümler	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
2008'e Göre Kredi Dönüş Oranları Değişimi	Avustralya (1)	154	118,21	9,59	66,80	0,001	3,1,2,4,8,9,>19,5,17,18, 16,15,14,13,6
	Brezilya (2)	158	117,02	8,17			
	Fransa (3)	153	139,16	11,77			
	Almanya (4)	158	115,44	11,12			
	Endonezya (5)	130	109,43	29,00			
	İtalya (6)	158	111,72	9,12			
	Japonya (7)	158	112,75	13,64			
	Güney Kore (8)	158	115,20	9,57			
	Rusya (9)	158	115,61	12,54			
	Güney Afrika (10)	156	113,16	3,95			
	Türkiye (11)	157	113,80	5,48			
	İngiltere (12)	156	113,16	5,14			
	ABD (13)	159	112,59	4,76			
	Kanada (14)	159	112,49	4,39			
	Arjantin (15)	160	111,87	4,18			
	Hindistan (16)	157	111,27	3,80			
	Çin (17)	157	110,73	3,48			
	Meksika (18)	157	110,05	3,24			
	Sudi Arabistan (19)	157	109,45	2,97			
Total	2960	114,38	11,60				

\*2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır



G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi Kredi Dönüş Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) Kaynak: Yazar

### E: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ M2/GSYİH ORANLARI DEĞİŞİMİ

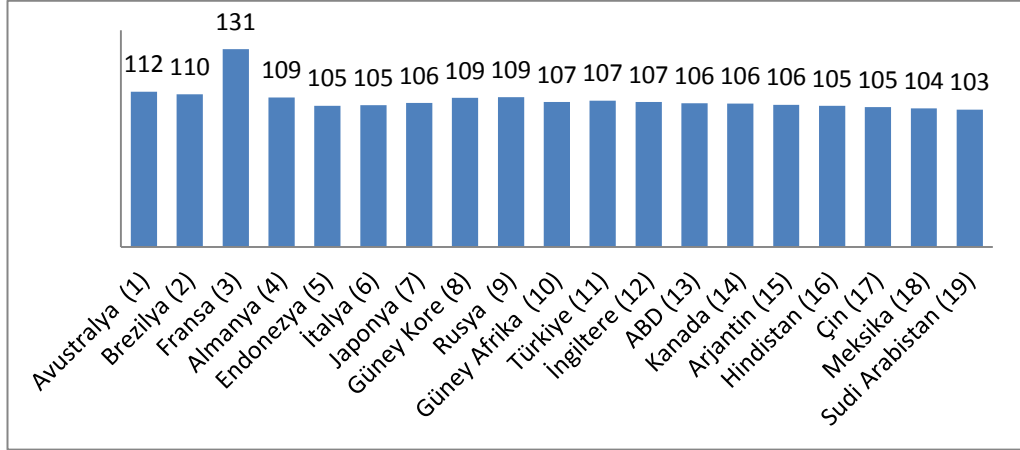
G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi M2/GSYİH Oranları Değişimi\*

Kaynak: Yazar

Ölçümler	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
2008'e göre M2/GSYİH Oranı Değişimi	Avustralya (1)	154	111,5871	8,22711	78,127	0,001	3> Hepsi
	Brezilya (2)	158	110,4575	6,83941			
	Fransa (3)	153	131,2792	9,49918			
	Almanya (4)	158	108,9739	9,92488			
	Endonezya (5)	130	105,1143	25,62612			
	İtalya (6)	158	105,4700	8,11683			
	Japonya (7)	158	106,4404	12,48625			
	Güney Kore (8)	158	108,7392	8,38775			
	Rusya (9)	158	109,1247	11,31040			
	Güney Afrika (10)	156	106,8304	2,19848			
	Türkiye (11)	157	107,4334	4,13526			
	İngiltere (12)	156	106,8353	3,79518			
	ABD (13)	159	106,2916	3,42649			
	Kanada (14)	159	106,1901	2,97573			
	Arjantin (15)	160	105,6065	2,80577			
	Hindistan (16)	157	105,0536	2,35850			
	Çin (17)	157	104,5452	1,98368			
	Meksika (18)	157	103,9022	1,76880			
	Sudi Arabistan (19)	157	103,3379	1,47316			
Total	2960	108,0519	10,24254				

\*2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır





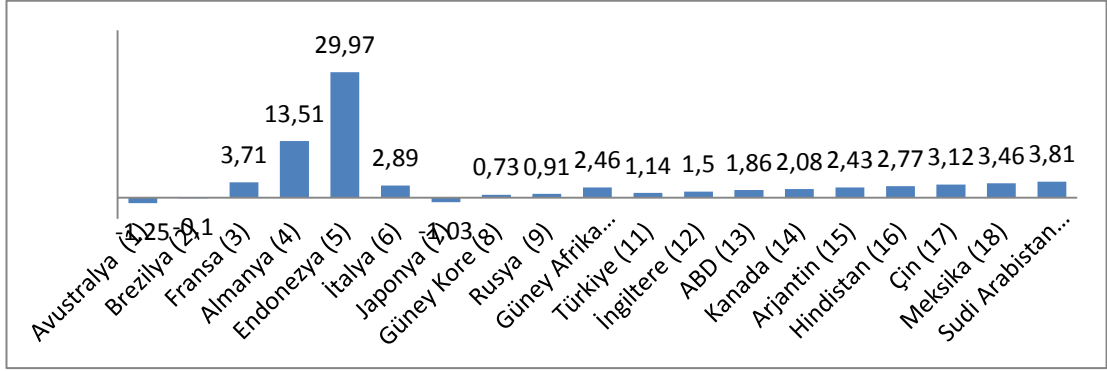
G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi M2/GSYİH Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır)

Kaynak: Yazar

## F: G-20 ÜLKELERİ 2002-2014 DÖNEMİ İHRACAT/İTHALAT DENGESİ ORANLARI

G-20 Ülkeleri Bazında 2002-2014 Dönemi İhracat/İthalat Dengesi Oranları, Kaynak: Yazar

Ölçümler	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
İhracat/İthalat Dengesi Oranları	Avustralya (1)	154	-1,25	4,25	70,286	0,001	4,5> Hepsi
	Brezilya (2)	158	-0,10	3,74			
	Fransa (3)	153	3,71	3,56			
	Almanya (4)	158	13,51	32,18			
	Endonezya (5)	130	29,97	27,64			
	İtalya (6)	158	2,89	7,18			
	Japonya (7)	158	-1,03	3,79			
	Güney Kore (8)	158	0,73	2,44			
	Rusya (9)	158	0,91	1,27			
	Güney Afrika (10)	156	2,46	0,86			
	Türkiye (11)	157	1,14	0,36			
	İngiltere (12)	156	1,50	0,46			
	ABD (13)	159	1,86	0,56			
	Kanada (14)	159	2,08	0,62			
	Arjantin (15)	160	2,43	0,72			
	Hindistan (16)	157	2,77	0,82			
	Çin (17)	157	3,12	0,92			
	Meksika (18)	157	3,46	1,02			
	Sudi Arabistan (19)	157	3,81	1,12			
Total	2960	3,66	11,65				



G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi İhracat/İthalat Dengesi Oranları (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır)

Kaynak: Yazar

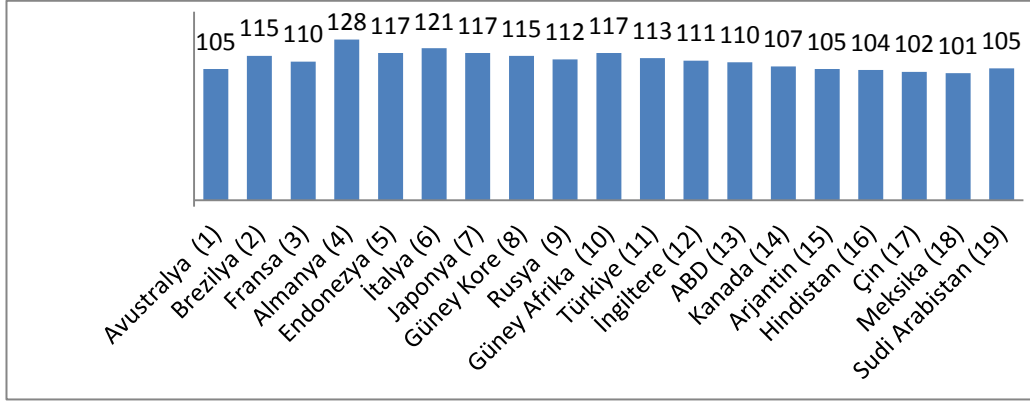
### G: G-20 ÜLKELERİ 2008'E GÖRE 2002-2014 DÖNEMİ EMLAK FİYATI DEĞİŞİMİ

G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014\* Dönemi Emlak Fiyatı Değişimi Oranları

Kaynak: Yazar

Ölçümler	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
2008'e Göre Emlak Fiyatları Değişim Oranları	Avustralya (1)	154	104,55	10,17	32,070	0,001	6,4>18,17,16
	Brezilya (2)	158	115,00	24,89			
	Fransa (3)	153	110,28	19,37			
	Almanya (4)	158	127,96	13,50			
	Endonezya (5)	130	117,08	9,33			
	İtalya (6)	158	120,92	16,42			
	Japonya (7)	158	117,27	16,53			
	Güney Kore (8)	158	114,91	16,97			
	Rusya (9)	158	112,11	18,09			
	Güney Afrika (10)	156	117,09	10,27			
	Türkiye (11)	157	113,10	15,66			
	İngiltere (12)	156	111,13	15,70			
	ABD (13)	159	109,85	15,78			
	Kanada (14)	159	106,57	15,63			
	Arjantin (15)	160	104,53	15,09			
	Hindistan (16)	157	103,59	14,69			
	Çin (17)	157	102,24	14,29			
	Meksika (18)	157	101,16	13,69			
	Sudi Arabistan (19)	157	104,87	13,53			
Total	2960	111,23	17,09				

2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır.



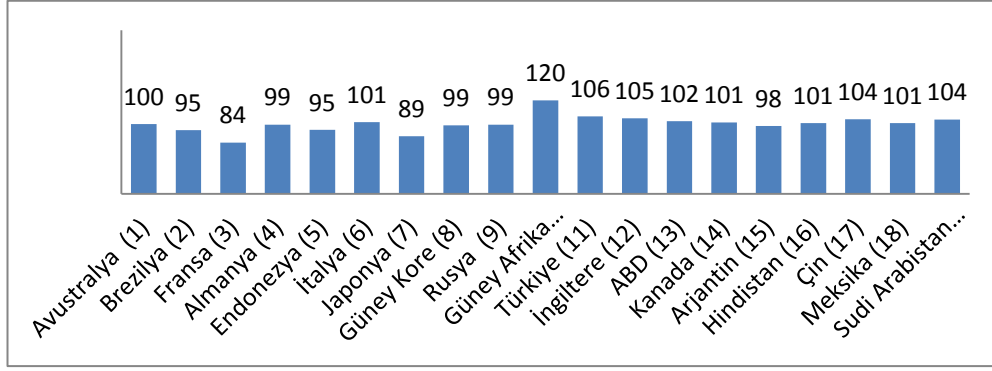
G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi Emlak Fiyatı Değişimi Oranları (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) Kaynak: Yazar

## H: G-20 ÜLKELERİ BAZINDA 2008'E GÖRE 2002-2014\* DÖNEMİ BÜYÜME ORANLARI DEĞİŞİMİ

G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014\* Dönemi Büyüme Oranları Değişimi, Kaynak: Yazar

Ölçümler	Ülke	n	Ortalama	S.Sapma	F	p	Post Hoc
2008'e Göre Büyüme Oranları Değişimi	Avustralya (1)	154	99,67	10,48	53,783	0,001	10> Hepsi
	Brezilya (2)	158	94,68	8,53			
	Fransa (3)	153	84,00	17,54			
	Almanya (4)	158	99,17	16,03			
	Endonezya (5)	130	94,80	27,80			
	İtalya (6)	158	101,42	14,41			
	Japonya (7)	158	89,23	10,30			
	Güney Kore (8)	158	98,71	6,92			
	Rusya (9)	158	99,32	11,59			
	Güney Afrika (10)	156	120,01	21,25			
	Türkiye (11)	157	106,27	9,98			
	İngiltere (12)	156	104,61	13,11			
	ABD (13)	159	102,10	8,99			
	Kanada (14)	159	101,25	4,86			
	Arjantin (15)	160	98,00	3,45			
	Hindistan (16)	157	100,68	6,67			
	Çin (17)	157	103,83	4,53			
	Meksika (18)	157	100,59	4,09			
	Sudi Arabistan (19)	157	103,70	3,75			
Total	2960	100,16	14,03				

\*2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır



G-20 Ülkeleri Bazında 2008'e Göre 2002-2014 Dönemi Büyüme Oranları Değişimi (2008=100'e göre düzeltme yapılmıştır) Kaynak: Yazar



## ÖZGEÇMİŞ

### KİŞİSEL BİLGİ

Soyadı, Adı: Kırıcı, Hülya

Uyruğu: TC

Doğum Tarihi: 09 Mayıs 1969

Doğum Yeri: Bursa

Email: [hulyakircii@hotmail.com](mailto:hulyakircii@hotmail.com)

### EĞİTİM:

Derece	Kurum	Mezuniyet Yılı
Yüksek Lisans	Hacettepe İİBF	1994
Lisans	GAZİ Mesleki Eğt. Fak.	1990

### YABANCI DİLLER

İngilizce (Orta Okuma)

### İŞ TECRÜBESİ

Yıl	Yer	Görev
1990-Şu an	Milli Eğitim Bakanlığı	Öğretmen
2003-2004	OMÜ	Misafir Öğretim Görevlisi

### YAYINLAR

Gündüz (Kırıcı), Hülya. “Yönetici Geliştirme ve Yönetici Geliştirmenin Yönetici Başarısına Katkıları”. Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, 1994.

Kırıcı, Hülya. “Maliyet Yönetimi Yaklaşımlarının Hastanelerde Uygulanabilirliği”. Bildiri, Turgut Özal Üniversitesi, 2013.

Kırıcı, Hülya. “Hedonik Tüketim Davranışları ve Toplumsal Etkileri”. Makale. Paradoks Ekonomi-Sosyoloji ve Politika Dergisi, Marmara Üniversitesi, 2014.

Kırıcı, Hülya. “Küresel Krizin Kökeninde Yatan Hatalar ve Dodd Frank Kanunu Düzenlemeleri”. Makale. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Celal Bayar Üniversitesi, 2016.