

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT POLİTİKASI ANA BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**2008 KRİZİ SONRASI MERKEZ BANKALARINA
YENİ YÜKLENEN GÖREV OLARAK FİNANSAL
İSTİKRAR VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOĞUKAN IŞIK
2501120315**

**TEZ DANIŞMANI
DR. ÖĞR. ÜYESİ ELİFE AKİŞ**

İstanbul – 2019



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : DOĞUKAN IŞIK Numarası : 2501120315
Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : İKTİSAT POLİTİKASI Danışmanı : DR. ÖĞR. ÜYESİ ELİFE AKIŞ
Tez Savunma Tarihi : 23.05.2019 Saati : 11.00
Tez Başlığı : 2008 KRİZİ SONRASI MERKEZ BANKALARINA YENİ YÜKLENEN GÖREV OLARAK
FİNANSAL İSTİKRAR VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / GYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. ABDULKADİR TUNA		KABUL
2- DR. ÖĞR. ÜYESİ DENİZ DİLARA DERELİ		KABUL
3- DR. ÖĞR. ÜYESİ ELİFE AKIŞ		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. SELMAN YILMAZ		
2- DR. ÖĞR. ÜYESİ BEGÜM ERDİL ŞAHİN		

ÖZ

2008 KRİZİ SONRASI MERKEZ BANKALARINA YENİ YÜKLENEN GÖREV OLARAK FİNANSAL İSTİKRAR VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

DOĞUKAN IŞIK

2008 küresel finansal krizi, ABD’de başlayarak dünyaya yayılan tarihin en büyük krizlerinden birisidir. Hem finansal piyasaları hem de reel ekonomiyi derinden etkilemiştir. Krizin finansal piyasalarda çıkması sistemin kırılganlıklarını gün yüzüne çıkarmıştır. Finansal istikrar için geleneksel para politikası hedeflerinin yetersizliği ve risklerin ele alınmasında finansal kurumların sistemin genelindeki riskleri görememesi ve makro bakış açısıyla çözüm üretememesi de etkili olmuştur. Kriz sonrasında anlaşılan gerçekler için finansal istikrarın sağlanmasında yeni bakış açısı ve makro ihtiyati politikalar için sorumluluk merkez bankalarına yüklenmiştir.

Bu çalışmada, hem 2008 finansal krizi hem de krizden etkilenen gelişmiş ülkelerin aldığı tedbirler dolayısıyla etkilenen Türkiye ekonomisini finansal istikrara kavuşturmayı hedefleyen TCMB’nin uyguladığı politikalar ve başarısı incelenmiştir.

2001 krizinin getirdiği ortamda yapılan reformların etkisiyle özellikle bankacılıkta sağlam duran Türkiye ekonomisinde finansal istikrarı sağlamak için atılan adımlar, 2008 küresel finansal krizinin olumsuz etkilerini azaltmada destek olmuştur. 2010 sonrası finansal istikrar için aktif olarak uygulanan makro ihtiyati politikalar ile 2011’de oluşturulan resmi altyapı ile sistemik riskin izlenmesi ve uygun tepkiler verilmesi kolaylaşmıştır.

Anahtar Kelimeler: 2008 Küresel Finans Krizi, Merkez Bankası, Finansal İstikrar.

ABSTRACT

FINANCIAL STABILITY AS A NEWLY ASSIGNED TASK FOR CENTRAL BANKS AFTER 2008 GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND THE CASE OF TURKEY

DOĞUKAN IŞIK

The 2008 global financial crisis is one of the biggest crises in the world, starting in the US. Deeply affected both financial markets and the real economy. The emergence of the crisis in financial markets has revealed the fragility of the system. The lack of traditional monetary policy targets for financial stability lead financial institutions could not see risks across the system and could not produce solutions with a macro perspective. For the realization of financial stability after the crisis, responsibility for new perspectives and macro prudential policies have been taken over by central banks.

In this study, it has been aimed to clarify the policies and achievements of the Central Bank, which has been affected 2008 financial crisis and measures taken by the developed countries in order to provide financial stability for Turkey's economy.

In the impact of the reforms brought about by the 2001 crisis, especially in the environment to ensure financial stability in the banking firm steps taken for Turkey's economy have supported Turkish economy in reducing the negative effects of the 2008 global financial crisis. With the macroprudential policies actively implemented for the post-2010 financial stability and the formal infrastructure established in 2011, it was easier to monitor the systemic risk and give appropriate responses.

Keywords: 2008 Global Financial Crisis, Central Bank, Financial Stability.

ÖNSÖZ

2008 küresel ekonomik krizi tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de etkisini hissettirmiştir. Bahse konu kriz karşısında tüm dünyada alınan tedbirlerin merkez bankalarına yeni görevler yüklediği görülmektedir. Bu çalışmada merkez bankalarına yüklenen finansal istikrarın sağlanması görevi Türkiye örneği açısından incelenmiştir. Bu çalışmamda daima desteğini yanımda hissettiğim değerli hocam Dr. Öğretim Üyesi Elife Akiş'e ve çok sevdiğim aileme en samimi teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2019

Doğukan IŞIK

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

1.1. Finansal İstikrar Tanımı	3
1.1.1. Finansal İstikrarı Oluşturan Unsurlar	7
1.1.1.1. Makroekonomik Koşullar	9
1.1.1.2. Finansal Kurumlar	11
1.1.1.3. Finansal Piyasalar	14
1.1.1.4. Finansal Altyapı	16
1.2. Finansal İstikrarın Önemi	17

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE ALINAN ÖNLEMLER

2.1. Finansal İstikrarsızlık Tanımı ve Sebepleri	20
2.1.1. Finansal İstikrarsızlık Kavramı	20
2.1.2. Finansal İstikrarsızlığın Sebepleri	22
2.2. Ekonomik Kriz Kavramı	25
2.3. 2008 Küresel Finansal Krizi	28
2.3.1. Krizi Tetikleyen Süreç	28
2.3.2. Krizin Kökeninde Yatan Hatalar	30
2.3.2.1. Küresel kökenli hatalar	31
2.3.2.2. Politik kökenli hatalar	33
2.3.2.3. Mortgage tarafları kökenli hatalar	35
2.3.2.4. Yasal ve idari yapı kökenli hatalar	38
2.4. 2008 Küresel Finansal Krizinin Temel Nedenleri	39

2.5. Uluslararası Finansal Yapının Krize Tepkisi	46
2.5.1. G20	47
2.5.2. Uluslararası Para Fonu (IMF).....	48
2.5.3. Finansal İstikrar Kurulu (FSB).....	50
2.5.4. Basel Bankacılık Denetleme Komitesi (BCBS)	50
2.5.5. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)	52
2.5.6. Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO)	53
2.5.7. Diğer Uluslararası Kuruluşlar.....	54
2.6. Finansal İstikrara Dönüş İçin Alınan Önlemler	55
2.6.1. Küresel Ölçekte Alınan Önlemler	56
2.6.1.1. 2007-2008 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler	56
2.6.1.2. 2009-2012 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler	57
2.6.1.3. 2008 Krizinde Küresel Ölçekte Başvurulan Temel Politika Tedbirleri	59
2.6.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde Alınan Önlemler	66
2.6.2.1. Para Politikası Önlemleri.....	67
2.6.2.2. Maliye Politikası Önlemleri.....	68
2.6.2.3. Finansal Sisteme Yönelik Düzenlemeler.....	69
2.6.3. Avrupa Birliği'nde Alınan Önlemler.....	72
2.6.3.1. Para Politikası Önlemleri.....	73
2.6.3.2. Maliye Politikası Önlemleri.....	74
2.6.3.3. Ekonomik Yönetişim ve Finansal İstikrara Yönelik Düzenlemeler ..	75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARA DÖNÜŞ ÇABASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye'deki Etkileri.....	78
3.1.1. Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Düşmesi	78
3.1.2. Uluslararası Sermaye Akımları ile Doğrudan Yabancı Yatırımların Düşmesi	79
3.1.3. Dış Ticaret Hacminin Daralması	81
3.1.4. Diğer Etki Kanalları.....	82
3.2. 2001-2008 Dönemi TCMB'nin Finansal İstikrara Yönelik Politikaları	82
3.3. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Sonrası Finansal İstikrara Yönelik Uygulanan Politikalar	87
3.3.1. Uygulanan Politikaların Amaçları	89

3.3.2. Uygulanan Politikaların Araçları.....	90
3.3.2.1. Faiz Koridoru	91
3.3.2.2. Zorunlu Karşılıklar	92
3.3.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması	94
3.4. Uygulanan Politikaların Finansal İstikrara Etkisi	95
3.5. TCMB'nin Uyguladığı Politikaların Başarısının Değerlendirilmesi	99
SONUÇ	104
KAYNAKÇA	106



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu Bölümleri71

Tablo 2. Türkiye’de Enflasyon Oranları (2008-2011 Hedeflenen ve Gerçekleşen)100



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Finansal İstikrarın Devamı İçin Gerekli Yapı	8
Şekil 2. Krize Götüren Hatalar ve Sonuçları	31
Şekil 3. Krizin Nedenleri ve Bunları Besleyen Hatalar	40
Şekil 4. ABD Federal Fon Faiz Oranları ve Konut Fiyat Endeksi (1987-2009).....	44
Şekil 5. Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Yabancı Sermaye Girişi, Doğrudan Yatırım Miktar ve Oranları (1999-2011 Yılları Arası).....	80
Şekil 6. Türkiye’nin İhracat Yaptığı Ülke Grupları (2006-2011 Arası)	81
Şekil 7. Türkiye’nin Turizm Gelirleri (2002-2011 Arası)	82
Şekil 8. 2008 Krizi Öncesi Yabancı Sermaye Girişi ve Dolar Kurundaki Değişimi	86
Şekil 9. 2008 Krizi Öncesi Enflasyonun Aylık Değişimi (%).....	87
Şekil 10. Net Sermaye Girişleri ve Cari Açık (Milyar USD)	95
Şekil 11. TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri	96
Şekil 12. GSYİH Büyüme Oranı ve Net Sermaye Girişleri.....	97
Şekil 13. Türkiye’de ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları (2007-2010)	100
Şekil 14. Yurtiçi Kredi Hacmi Artış Oranları (2008-2011).....	102
Şekil 15. Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi ve Finansal Sağlamlık Endeksi	102

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BCBS	: Basel Bankacılık Denetim Komitesi(The Basel Committee on Banking Supervision)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
CRA	: Kredi Derecelendirme Kuruluşu (Credit Rating Agencies)
ECB	: Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)
EERP	: Avrupa Ekonomik Yardım Planı (European Economic Recovery Plan)
EFSD	: Avrupa Finansal İstikrar Tesisi (European Financial Stability Facility)
EFSD	: Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism)
ESM	: Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism)
FASB	: Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (Financial Accounting Standards Board)
FDIC	: Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation)
FED	: ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank)
FSB	: Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board)

GDP	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (Gross Domestic Product)
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymetler Örgütü Komisyonları (International Organization of Securities Commissions)
KDK	: Kredi Dereceleme Kuruluşları
OCC	: Para Birimi Denetleme Bürosu (Comptroller of the Currency)
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)
OTS	: Tasarruf Denetim Ofisi (Office of Thrift Supervision)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
SIFI	: Başarısız Olamayacak Kadar Büyük Finansal Kurum (Systematical Important Financial Institution)
LCR	: Likidite Karşılama Oranı (Liquidity Coverage Ratio)
CPSS	: Ödeme ve İskan Sistemleri Komitesi (Committee on Payment and Settlement Systems)
SIB	: Sistemik Olarak Önemli Banka (Systematically Important Bank)
TARP	: Sorunlu Varlıkların Kurtarılması Programı (Troubled Assets Relief Program)

GİRİŞ

Finansal istikrar için temel finansal kurumların herhangi bir destek veya müdahale olmaksızın yükümlülüklerini sorunsuz ve yüksek güvenle gerçekleştirmesi, piyasa katılımcılarının kısa vadeli dalgalanma gibi endişelerden uzakta güvenle işlem yapabilmesi durumu öngörülmektedir. Finansal sistemin istikrarsızlık kaynağına ilişkin ters seçimler, asimetrik bilgi gibi birçok tezin yanında süreci başlatan finansal kuruluşların kötü bilançoları ile reel sektörün varlık fiyatları değişimi sonucu bilançoların bozulması sıkça dile getirilmektedir. Faizin ve belirsizliklerin artmasına neden olan bu durum kimilerine göre ne kadar sıkı çalışılsa da devam edecek bir süreçtir.

“Makroekonomik koşulların, finansal piyasaların, kurumların ve altyapının” finansal istikrara ilişkin önemi açıkça görülmektedir. Bununla birlikte uluslararası etkiler de finansal istikrar unsuru olarak dikkate alınmaktadır. Günümüzde finansal sistemin işleyişi bakımından merkez bankası ve düzenleyici ve denetleyici kurumlarının oluşturduğu operasyonel yapı, finansal istikrar unsurlarını sağlayıcı ve koruyucu olarak görülmektedir.

Her ne kadar teoride sistem tasarımı yapılsa da krizin geliştiği ortamı engellemek her zaman mümkün olamamaktadır. 2008’de Lehman Brothers’ın iflası ile yüzeye çıktığı kabul edilen küresel finansal kriz de bunlardan bir tanesidir. Tüketime endeksli ABD ekonomisinin daha fazla harcama yapmaya teşvik eden politikaları, türev piyasaların büyümesi ve kredi genişlemesine göz yuman idari ve yasal yapı, riskin uluslararası piyasalarda kontrolsüz yayılmasını önleyemeyen küresel finansal yapı, konut finansman sisteminde bulunan tarafların aşırı getiri arayışına bağlı hataları, kredi derecelendirme kurumlarının ihmalleri, yetkililerin krize dair belirtileri hafife alması kriz için uygun ortamı hazırlamıştır.

Literatürde ve uluslararası finansal kuruluşlar tarafından; menkul kıymet fonlama sıkıntıları, menkul kıymetleştirme ve türevlerde küresel artış, konut balonu, şeffaflık

gibi bir dizi temel sebeplerin oluşturduğu krizin yıkıcı sonuçları olmuş gelişmiş ya da gelişmekte olan tüm ülkeler zarar görmüştür. Finansal sektörün yanında reel sektörde de büyüme oranı düşüş göstermiş, dünya ticareti geriye gitmiştir.

Krize karşı en kapsamlı önlemler krizin kaynağındaki ABD’de ve diğer gelişmiş ülkelerde alınmıştır. Gelişmiş ülkelerde, öncelik piyasada yaşanan likidite sıkışıklığına çözüm bulunması ve kredi mekanizmasının tekrar işlerlik kazanmasına yönelik politikalar olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler de krizin etkilerinin yansıdığı kanallar çerçevesinde farklı politikalar geliştirerek cevap vermeye çalışmışlardır.

Türkiye ise 2008 küresel finansal krizini “teğet geçme” tartışmaları arasında hem finansal sistemde hem de reel ekonomiye yansımalarını izlemiş ve TCMB başta olmak üzere tedbirler almıştır. Literatürde “güven bunalımı ve bankaların kredi kısıtlamasına gitmesi, uluslararası finansal akımların düşüşe geçmesi, dış ticaret” başlıklarında özetlenebilecek etkiler finansal istikrarı tehdit eden ve tedbir gerektiren başlıklar olmuştur.

Bu çalışmanın amacı, hem 2008 finansal krizi hem de krizden etkilenen gelişmiş ülkelerin aldığı tedbirler dolayısıyla etkilenen Türkiye ekonomisini finansal istikrara kavuşturmayı hedefleyen TCMB’nin uyguladığı politikaların ve başarısının incelenmesidir.

Çalışmada kuramsal altyapı oluşturabilmek amacıyla finansal istikrar kavramına ilişkin literatür ile 2008 finansal krizini oluşturan süreçle birlikte krizin kökeninde yatan hatalar, krizin temel nedenleri ve uluslararası finansal yapının krize tepkisi, başta ABD ve AB olmak üzere ülkelerin aldığı önlemler irdelenmiştir. Devamında finansal istikrara dönme çabasındaki kırılgan ekonomiye sahip Türkiye’nin küresel krizden ne şekilde etkilendiği, kriz öncesi ve sonrasında TCMB’nin uyguladığı politikalar ile bunların finansal istikrara etkisi ve başarısı analiz edilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

1.1. Finansal İstikrar Tanımı

Büyük Türkçe Sözlüğü istikrar kelimesini “aynı kararda, biçimde sürme, kararlılık, stabilizasyon” şeklinde tanımlanmıştır.¹ Kelime anlamı temel başarı kriteri kabul edilerek gözde bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir alanda pozitif sonuca ulaşmak kadar devamı da önem arz etmektedir. “İstikrar” beklentisi toplumsal taleptir ve hep gündemdedir. Özel bir istikrar talebi olan finansal istikrar da finans alanının gelişmeleri doğrultusunda özellikle acı izler bırakan 2008 küresel finansal kriz sonrası ekonomi yönetimlerinin temel hedeflerinden biri olmuştur.

Finansal istikrarın tanımı farklı yaklaşımları beraberinde getirmektedir. Kimi tanımlar bütün finansal sıkıntıları kapsayıcı iken kimisi de yalnızca finansal sistemi bozucu sıkıntıları odağına almaktadır. Dış şoklara dayanma gücü veya finansal sistemin kendinden kaynaklanan bir şey olarak gören tanımlar da vardır.

Finansal istikrar konusunda tanımların çoğu üç unsur konusunda hemfikirdir:²

- i. Finansal sistemin bütün olarak ele alınması,
- ii. Finansal sistemin ekonominin genelinden ayrıştırılmaması, reel ekonomiye etkisinin dikkate alınması,

¹ TDK, Güncel Türkçe Sözlük. Türk Dil Kurumu (Çevrimiçi). http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5bddbc171a40c5.72796751, 12 Aralık 2018.

² Claudio Borio ve Mathias Drehmann Mathias, “Towards an Operational Framework for Financial Stability: “Fuzzy” Measurement and its Consequences”, **BIS Working Papers**, No 284, June 2009, p.4

iii. Somut ve gözlenebilir olan finansal istikrarsızlık vurgusudur.

Frederic S. Mishkin, konuya tersten yaklaşarak sistemin istikrarsızlık kaynağı için ters seçimlerin ve ahlaki rizikonun ortaya çıkardığı asimetrik bilgi nedeniyle oluştuğunu iddia etmektedir. Finansal istikrarsızlık sürecinin başlangıcı finansal kuruluşlar için kötü bilançolar, reel sektördeki için ise varlık fiyatları değişimi sonucunda bilançoların bozulmasıdır. Faizi ve belirsizlikleri artıran durum için Mishkin, finansal sistem şimdi ve geçmişte sıkı çalışıp asimetrik bilginin etkisini minimuma indirse dahi sürekli bunun devam edeceğini öngörmenin mümkün olmadığını iddia etmektedir. Sağlıklı bilgi akışına engel olan şoklar, finansal sistemi elindekileri verimli olmayan yatırımlara aktararak temel işleyişi bozmakta olması finansal istikrarsızlık oluşturmaktadır. Hatta piyasaların temel işlevini yerine getirmesine engel teşkil edecek kadar şiddetli ise finansal istikrarsızlık artık bir finansal krize dönüşmüş demektir.³

Crockett, finansal istikrarı tanımlarken yine finansal istikrarsızlık kavramından yola çıkmakta ve bunun yanı sıra parasal istikrardan bahsetmektedir. Literatürde parasal ve finansal istikrar konularında farklılık bulunduğu, fiyatlar genel düzeyi istikrarına karşılık parasal istikrar, finansal sistemin içinde yer alan temel kurumlarla piyasanın istikrarına karşılık finansal istikrarın geldiğini değerlendirmektedir. Parasal istikrar konusunda yüksek enflasyon, üzerinde hemen herkesin mutabık kaldığı haliyle zararlı olduğunu vurgulamaktadır. Böyle bir uzlaşa finansal istikrar için söz konusu olmamaktadır. Ancak finansal istikrar konusunu, “temel finansal kurumların dışarıdan bir müdahale veya destek olmadan, akdî yükümlülüklerini yüksek bir güvenle sorunsuz şekilde yerine getirmeleri ve finansal piyasalarda temel gerçekleri yansıtacak şekilde, kısa vadede önemli dalgalanmalar olmaksızın, oluşacak fiyatlar ile piyasa katılımcılarının güvenle işlem yapabilmeleri” şeklinde özetlemektedir.⁴

³ Frederic S. Mishkin, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar** (Çev. İlyas Şıklar – Ahmet Çakmak – Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi: İstanbul, 2000, pp. 2-4.

⁴ Andrew Crockett, “Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?”, **Symposium of "Maintaining Financial Stability in a Global Economy"**, FED of Kansas City, August 1997, pp. 6-7.

Chant ise, istikrarın olmaması durumundan hareketle makroekonomik istikrarsızlıktan farkları bulunan finansal istikrarsızlık üzerinde durmaktadır. “Piyasalarda faiz ve fiyat dalgalanmaları genel olarak ekonomiyi etkilerken finansal istikrarsızlık oluşturmada yeterli midir?” sorusunu sormakta ve finansal istikrarsızlığı, finansal piyasa koşullarının sistemin düzenli işlemlerini etkileyerek, ekonomiye zarar vermesi veya tehdit etmesi olarak görmektedir. Sistemden gelecek bir şok buna neden olabilecektir. Finansal istikrarsızlığın diğer farkı, çoğunlukla finansal piyasa odaklı olmasıdır. Sonuçlardan her birim farklı açılardan etkilenmektedir. Reel sektörün finansman olanağı değişirken, finansal kurumların faaliyetlerinin çoğu finansal istikrarsızlığın etkisinde kalmaktadır.⁵

Ferguson’a göre, finansal istikrarsızlık kapsamında merkez bankaları ve diğer otoriteler yönünden reel ekonomiye etki eden “piyasa başarısızlıkları ve dışsallıklar” dikkate alınmalıdır. Burada üç kriter önemlidir; “bazı önemli finansal varlık fiyatlarının ciddi olarak oynaklık göstermesi; piyasa işleyişinin ve kredi olanaklarının ulusal ve uluslararası ölçekte önemli ölçüde değişmesi ve dolayısıyla toplam harcamaların ekonominin üretim olanaklarından belirli boyutta sapmasıdır”.⁶

Padoa-Schioppa, finansal istikrarı, verimli yatırımlar için kaynak tahsis edilmesini ve ödemeler sistemini bozan şoklar karşısında finansal sistemin dayanma gücü şeklinde tanımlamaktadır. Finansal sistemden kastının da, “tüm finansal araçlar, örgütlü veya tezgâh üstü piyasalar, ödemeler sistemi, finansal faaliyetleri destekleyen teknik altyapı, hukuki ve düzenleyici hükümler ve denetleyici kurumlar” olduğunu ifade etmektedir. Bütüncül bir bakışla “ekonomide tasarrufların yatırıma aktarılması, bilgi paylaşımı ve işlenmesi, risk paylaşımı ve ödemeler sistemi” işin içinde görülmektedir.⁷

⁵ John Chant, Alexandra Lai, Mark İlling ve Fred Daniel, Essays on Financial Stability, **Bank of Canada, Technical Report No. 95**, 2003, pp.3-4.

⁶ Roger F. Ferguson, “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?”, **Conference at the IMF**, September 16–17, 2002, Washington D.C., pp. 1-3.

⁷ Tommaso Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, **Second ECB Central Banking Conference**, Frankfurt am Main 24 and 25 October 2002, pp. 21-22.

Haldane ve diğerkleri, geniş kapsamlı finansal istikrar tanımında bireylerin istikrarlı tüketim imkânı, yatırımların tasarruflar ile etkinlikle finansmanı olduğunu savunmaktadır. Temelde bir tasarruf – yatırım ilişkisi olduğuna inanmaktadır. Finansal istikrarsızlık finansal sistemin sorunlar nedeniyle uygun yatırım-tasarruf dengesini yakalayamamasıdır. Finansal sistemin sorunlarından da finansal ve sistemik bankacılık krizleri kastedilmektedir. Finansal istikrar, sistemik bankacılık krizlerinden örnek olarak “sistemik bankacılık temerrütlerinin (iflas)” yaygınlaşmasından fazlasıyla etkilenebilmektedir.⁸

Garry J. Schinasi finansal istikrar tanımında “finansal sistemin öngörülemeyen ve önemli olaylar sonucunda veya içsel bazı sebeplerle ortaya çıkan finansal dengesizlikleri dağıtıcı ve bir ekonominin performansını kolaylaştırıcı yeterlilikte olması” şeklinde ifade etmektedir.⁹

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da finansal istikrarı, “finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir” şeklinde tanımlamaktadır. Literatürdeki tanımlara paralel olarak “... istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemlerini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirmektedir” fikrini savunmaktadır.¹⁰

Literatürde finansal istikrar tanımını bankacılık krizleri temelinde yapanlar da vardır. Bankacılık krizleri ve finansal istikrarsızlık özdeş görülerek krizlerin bir ölçümleme

⁸ Andrew Haldane, Glenn Hoggart, Victoria Saporta & Peter Sinclair. “Financial Stability and Bank Solvency”, **The International Banking Conference**, October 2004, Chicago, pp. 2-3

⁹ Garry J. Schinasi. “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, WP/04/187, October 2004, p.10.

¹⁰ TCMB, “Finansal İstikrar”. (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Sikca+Sorulan+Sorular/> 15 Aralık 2018.

yöntemi olduğu iddia edilmektedir. Bu çerçevede, bankacılık krizlerine özel ilgi gösterilerek finansal istikrar tanımlarında değerlendirilmektedir.¹¹

Anılan tanımlar kapsamında özetle, finansal istikrar için kaynakların verimli kullanımı, yatırımlara tahsisi, finansal sistemin tüm kurum, piyasa ve ödemeler sistemi içinde olacak şekilde şoklara karşı direnç göstermesi ve aracılık faaliyetlerini düzenli bir şekilde sürdürmesi olarak anlaşılabılır.

1.1.1. Finansal İstikrarı Oluşturan Unsurlar

Finansal istikrarın unsurlarına geçmeden önce ilişkili kavramsal çerçeveyi tanımlamak da önemlidir. Tanım kısmında kısmen değinildiği üzere, bir ülkede finansal istikrar için ülkenin “makroekonomik dengeleri, para ve finansal piyasaları, düzenleme ve denetim yapısı” gibi girdilerinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu değerlendirmede finansal istikrar tesisinde olası kırılganlık alanları tespit edilip önleyici politikaların geliştirilmesi, alınan tedbirler yetersiz kaldığı durumda ise istikrarsızlık durumunda problemlerin çözümü için finansal sisteme operasyonel bir yapı gerekmektedir.¹²

Bu yapı, reel ekonomi ve finansal sistemin etkileşimini gösteren “kaynakların etkin tahsisi, risklerin iyi yönetilmesi ve şoklara karşı dayanıklılık” benzeri temel hedeflere ulaşmada yardımcı bir sistem olmalıdır. Muhtemel piyasa başarısızlıkları ile içsel ve dışsal şoklar için kamu otoriteleri dâhil alınacak tedbirlerin yapıda bulunması zorunludur. Finansal sistemin işleyişi için böyle bir yapı önem taşımaktadır.¹³

Günümüzde finansal sistemin işleyişi bakımından operasyonel yapı merkez bankası başta olmak üzere diğer düzenleyici ve denetleyici kurumlarla birlikte gerçekleştirilmelidir. Akademik çevrede ve uluslararası ekonomik kurumlarının önerilerinde de bu odakta operasyonel yapı önerilmektedir. Merkez bankası ve

¹¹ Serkan Özcan, Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2006, ss. 12-14.

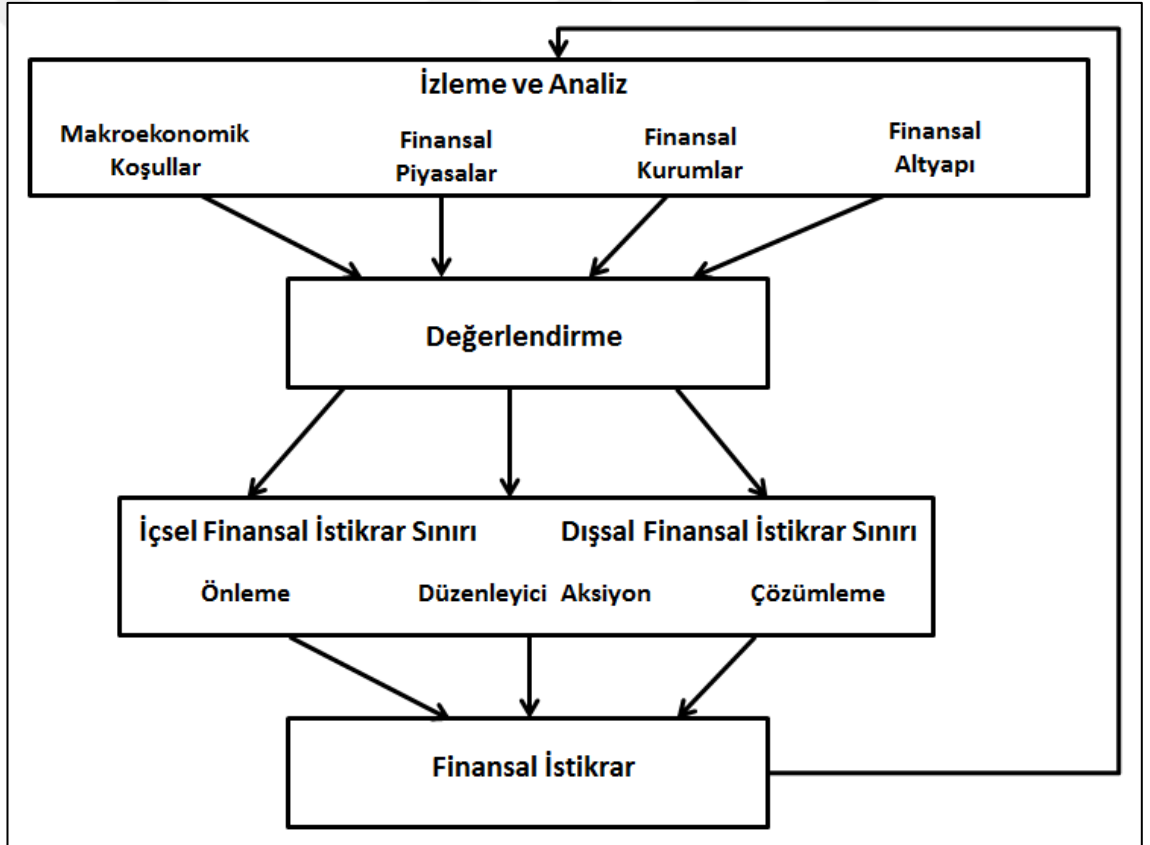
¹² Houben v.d., **a.g.e.**, ss.10-14.

¹³ Darıcı, **a.g.e.**, s.12.

düzenleyici ve denetleyici kurumlarının oluşturduğu operasyonel yapı, finansal istikrar unsurlarını sağlayıcı ve koruyucu olarak görülmelidir.

Aşağıdaki şekilde temel finansal istikrar unsurları yer almaktadır. “Makroekonomik koşulların, finansal piyasaların, kurumların ve altyapının” finansal istikrara ilişkin önemi açıkça görülmektedir. Ayrıca bunlarla birlikte uluslararası etkiler de finansal istikrar unsuru olarak dikkate alınmalıdır. Zaten 2007’den başlayarak dünyayı etkileyen kriz şokların etkisini ülkelere göstermiştir.¹⁴

Şekil 1. Finansal İstikrarın Devamı İçin Gerekli Yapı¹⁵



¹⁴ Göksel Tiryaki, “Basel Regulations, Economic Capital and Their Implications For The Turkish Banking Industry”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 10. Cilt 1. Sayı, Ocak 2009, s. 130.

¹⁵ Houben v.d., **a.g.e.**, s.17

Kaynak: "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", IMF Working Paper, wp/04/101. 2004.

1.1.1.1. Makroekonomik Koşullar

Makroekonomi esasında “iktisadi büyümenin ve dalgalanmaların nasıl ortaya çıktığını” ve “işsizlik ve enflasyon hadlerindeki değişmelerin ve iktisadi büyümenin belirleyicilerinin neler olduğunu” araştıran, ekonomi biliminin bir dalıdır.

Finansal sistemin sağlamlığı ve güvenilirliği de ekonominin makroekonomik koşullarından bağımsız değildir. “Büyüme, enflasyon, işsizlik oranları, dış ödemeler dengesi” gibi temel göstergeler finansal sisteme ilişkin hacim ve nitelik anlamında önemli izler taşımaktadır.

Makroekonomi sayesinde “ekonomideki tüm tüketiciler ve firmalar, sırasıyla hanehalkı ve iş âlemi sektörü adı altında toplulaştırılarak, tüm tüketici ve firmaların nasıl karar aldıkları ve piyasada birbirlerinin davranışlarını nasıl etkiledikleri” irdelenebilir.¹⁶ Dolayısıyla makroekonomik yapı içinde ekonomiye ilişkin genel anlamda tüm unsurları ki buna finansal sistem de dâhildir, toplu olarak yer almaktadır.

“Toplam Harcama Yaklaşımı” ekonomideki “Gayrisafi yurtiçi hasılayı-GSYİH” aşağıdaki gibi hesaplar;

$$\text{GSYİH} = \text{Tüketim (C)} + \text{Yatırım (I)} + \text{Kamu Harcamaları (G)} + \text{Net İhracat (NX)}$$

Aslında bu formül finansal sistem ile makro ekonomik yapı ilişkisini net olarak göstermektedir. Finansal kuruluşlar, reel sektörün de hanehalkının da hem yatırımlarında hem de tüketim harcamalarında finansmanını sağlayan kuruluşlardır. Tüketim ve yatırım için kullanılan kredi seviyesi ve bunun istikrarı finans sektörü için işlerin yolunda gittiğine işaret eden önemli bir göstergedir. Kamu harcamaları kaleminde de kamu borçlanma senedi hayati rolü ile kamu yatırım finansmanında önemlidir. Finansal kuruluşlar kamu senetlerinin en büyük alıcısıdır. Uluslararası

¹⁶ Erdal M. Ünsal. **Makro İktisat**, , 8. Baskı, Ankara İmaj Yayıncılık, 2009, s.20.

ticaret anlamında da ödemelerde sorun yaşanmaması için bankalar önderliğinde finansal kuruluşlar görev almaktadır. Net ihracat kalemi de finansal sistemi etkileyen faaliyet alanlarındandır.

Önceleri makro ekonomik istikrar denildiğinde, “düşük enflasyon ortamında istikrarlı bir büyüme ve tam istihdama dayalı içsel ve dışsal denge durumu” konuşulmakta idi. Giderek fiyat istikrarı ve maliye politikaları dikkat çekerek, reel ekonomi öne çıkmıştır. Diğer taraftan makro ekonomik istikrar kavramı çok yönlüdür, yalnızca fiyat istikrarı veya kamu mali politikasının sağlamlığını kapsamamaktadır. Reel ekonominin iyi işlemesini, sürdürülebilir borç durumu ile sağlıklı şirket bilançolarını da içermektedir. Sürdürülebilirlik sağlam ekonomik yapıda çok önemlidir. Temel olarak “fiyat, kamu mali ve finansal istikrarı” içerir. Dahası finansal ve makro ekonomik politikaların “konjonktüre karşı (counter-cyclical)” olmasını gerektirmektedir.¹⁷ Sonuç olarak, makro ekonomik yapıyı oluşturan ana unsurlarla finansal sistem yakın ve çok boyutlu ilişki içindedir.

Diğer taraftan bankacılık sektörü özelinde Türkiye açısından bakıldığında, makroekonomik koşulların önemi de daha iyi anlaşılabilir. Türkiye ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan ekonomik krizlerden ciddi şekilde etkilenmiştir. Bankacılık sektöründeki önemli sorunlar gün yüzüne çıkmıştır. Bu dönemde birçok banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)’na devredilmiştir. Yine bazıları için de devlet sermaye desteğinde bulunmuştur. İyileşme sürecinde IMF anlaşması ve uluslararası koşullardaki olumlu seyir yardımcı olmuştur. Sürecin sonunda makroekonomik koşulların düzelmesi ile Türk Bankacılık Sektörü önemli iyileşme periyodu yaşamıştır.¹⁸

Yaşanan finans krizleri ülkeleri milli hâsıla anlamında büyük oranda etkilemektedir. 2001 finansal krizi ve 2008 küresel finansal krizi Türkiye milli hâsılasında ciddi

¹⁷ Jose A. Ocampo. “A Broad View of Macroeconomic Stability”, **DESA Working Paper**, No.1, October 2005, s. 2

¹⁸ Tiryaki, “Basel Regulations, Economic Capital and Their Implications For The Turkish Banking Industry”, **a.y.**, s.130-131.

düşüş yaşatmıştır. Finansal sistemin istikrarı ile makroekonomik istikrarın ilişkili olduğu bu göstergeden de anlaşılmaktadır.

Özcan, yaptığı çalışmada “fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarı ne şekilde etkilediğini” araştırmıştır. Türkiye’de enflasyonun finansal istikrara etkisini analiz edebilmeyi hedeflemiştir. Çalışmasında, “GSMH’daki büyümelerin finansal sistem istikrarını olumlu yönde etkilediği, İç Borç Stoku/GSMH oranının düşüş eğilimini sürdürmesinin ülkemiz finansal sisteminin istikrarına olumlu katkı yapmasının beklendiği ve genel olarak yüksek reel faizlerin finansal sistemi hem aktif hem de pasif yönüyle olumsuz etkilediği” sonucuna ulaşmıştır. Bazı yapısal faktörler de etkili olmakla birlikte “finansal sağlamlık ile enflasyon oranları ve Cari Denge/GSMH” arasında ters orantı olduğunu tespit etmiştir.¹⁹

Gençay ise “finansal istikrar ile finansal dolarizasyon” ilişkisini incelemiştir. Temel makroekonomik göstergelerden; “enflasyon, büyüme, kur seviyesi, iç borçlanma faiz oranları, ödemeler dengesi ve ülke riski” dolarizasyon ile Türkiye açısından değerlendirmiştir. Sonuç olarak “finansal sağlamlık endeksi ile dolarizasyon göstergeleri” arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Literatürde yer alan “finansal sistem istikrarı arttıkça dolarizasyon azalır” iddiasını desteklemektedir. Ayrıca “finansal kırılganlığın ve dolarizasyonun birbirini beslediği” ve “sürdürülebilir büyümenin finansal istikrarın olmazsa olmaz göstergelerinden birisi” olduğu ifadelerini de doğrulamaktadır.²⁰

1.1.1.2. Finansal Kurumlar

Finansal sistemde finansal araçlar olarak nitelenen önemli unsurlardan birisi de finansal kurumlardır. Sistemin etkin bir şekilde işlemesi finansal kurumlara bağlıdır. Mali yönden sağlam ve güvenilir kurumlar sağlıklı finansal sistemin göstergesidir.

¹⁹ Özcan, **a.g.e.**, s.1.

²⁰ Oya Gençay, Finansal Dolarizasyon ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki: Türkiye Değerlendirmesi, Ankara: TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Şubat 2007, , s. 84-89

Mishkin, genel olarak finansal aracı kurumları üç kategoride sınıflandırmaktadır:²¹

- i. Mevduat Toplayan Kurumlar
- ii. Yatırım Aracı Kurumları
- iii. Sözleşmeli Tasarruf Kurumları

Mevduat toplayan en önemli kurum bankalardır. Yatırım, ticari ve kalkınma gibi ayırım yapılsa da, ticari banka halktan da mevduat toplamaya yetkili en önemli bankadır. Toplanan fonları da kredi olarak kullanarak ekonomi çarkının dönmesine yardımcı olmaktadırlar.

Mishkin, yatırım fonları ile finansman şirketlerini de yatırım aracı kurumları olarak görmektedir. Anılan finansman şirketleri, geniş anlamda küçük yatırımcı ve tüketicilerin finansmanını sağlayan şirketlerdir. “Leasing, faktoring ve tüketici finansman şirketleri” bu kapsamda değerlendirilebilir. Yatırım fonları ise kişilere pay satarak fon toplar. Topladığı fonları da likidite ve risk tercihi göz önünde bulundurularak farklı vadelerde yatırım araçlarına yönlendirmektedir. Anılan araçlar dışında Türkiye için sermaye piyasası aracı kurumlarını da yatırım aracısı olarak değerlendirmek mümkündür.²²

Mishkin, emeklilik fonları ve sigorta şirketlerini sözleşmeli tasarruf kurumu olarak tanımlamaktadır. Sözleşmeler nispetinde belli dönemlerde fon toplayan araçlardır. Koşulları önceden kesin kurallarla belirlenir ve bu sayede likidite ihtiyacı anlamında öngörülebilme, uzun vadeli yatırımlar yapabilme avantajlarına sahiptir. Bu kurumların bankalar kadar likidite hassasiyeti bulunmamaktadır.²³

Gorton ve Winton, finansal aracılık anlamında bankaların fonksiyonuna atıf yaparak, sermaye piyasalarının göreceli olarak öneminin daha az olduğunu savunmaktadır. Alternatif ürünler gelişse de kurumlar ve de bireyler fona ihtiyaç duyduğunda

²¹ Mishkin, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, s.39-43.

²² **A.e.**, s. 39-43.

²³ **A.e.**, s. 39-43.

genelde bankaların kapısını çalmaktadır. Alternatif piyasalar bankalara göre işlem maliyetleri açısından daha yüksek kesintilere sahiptir ve asimetrik bilgi varlığı da bankalar için avantaj oluşturmaktadır. Kaynak aktarmada bankalar uzmanlaşmıştır. Ölçek ekonomisinden yararlanarak da işlem maliyetini bariz şekilde düşürebilmişlerdir.²⁴

Bankalara ihtiyacın başka bir sebebi de kredi veren ve kullanan arasındaki bilgi asimetrisidir. Kredi veren, “borçlunun borcu uygun şekilde kullanıp/kullanmayacağı ve geri ödeyip/ödemeyeceği konusunda borçlu kadar doğru bilgiye sahip değildir”. Asimetrik bilgi nedeniyle kredi veren, “ters seçim (adverse selection) ve ahlaki riziko (moral hazard) riskleri” ile karşı karşıya kalmaktadır. Bankalar, yürüttüğü “izleme faaliyetleriyle (monitoring)” asimetrik bilgi problemlerini azaltmaktadır. Bankaya kredi başvurusu yapıldığı an izleme başlamakta, alınan kredinin beyana uygun kullanımı ve ödeme taahhüdünün takibi yapılmaktadır. Bu sayede ahlaki rizikodan kaçınılmaya çalışılmaktadır.

Bankaların bir fonksiyonu da kaynak havuzuna küçük yatırımcıların da katılarak büyük getirilerden pay almasını sağlamasıdır. Yatırımın büyüklüğü nispetinde riski de genellikle büyük olmaktadır. Büyük riski alıp dağıtma özelliği bankalarda vardır. Gorton ve Winton’a göre bankaların nitelikleri özetle şunlardır;²⁵

“ Bankalar faaliyetleri itibarıyla benzersiz kurumlardır.*

** Bankaların para piyasası üzerinde bir gözetim fonksiyonu bulunmaktadır.*

** Bankaların müşterileri ile olan ilişkileri çerçevesinde bilgi üretim işlevi vardır.*

** Bankaların tüketim eğilimindeki dalgalanmaları azaltıcı yönde bir rolü vardır.*

** Bankaların piyasalar ve müşteriler bakımından likidite sağlama fonksiyonu vardır.*

²⁴ Gary Gorton and Andrew Winton. “Financial Intermediation”, **The Wharton School Financial Institutions Center. Working Paper** Vol. 2. 28 March 2002. pp. 4-26.

²⁵ Gary Gorton and Andrew Winton. “Financial Intermediation”, **The Wharton School Financial Institutions Center. Working Paper** Vol. 2. 28 March 2002. pp. 4-26.

** Bankalar kısa vadeli yükümlülükler ile uzun vadeli varlıkları finanse edebilirler.*

** Bankalar, müşteriler ve diğer piyasa katılımcıları arasındaki bilgi asimetrisini azaltırlar.*

** Bankacılık sektörünün yapısı kredi verme biçimlerini etkilemektedir.*

** Bankaların ilave fonlama gücü ile kredilendirme imkânları bulunmaktadır.*

** Bankacılık krizleri finansal sistemin istikrarı için çok önemlidir.*

** Bankacılık sektörünün niteliği gereği özel olarak düzenlenmesi gerekmektedir.”*

Diğer yandan gelişmiş ülkelerde bankalar kadar diğer finansal araçlar daha büyük ve etkindir. Ülkenin gelişmiş olması finansal sistemin de çoğunlukla gelişmiş olduğunu göstermektedir. Örneğin sigortacılıkta veya emeklilik fonlarında sözleşmesi sayıları kişi başı geliri yüksek ülkelerde daha fazladır ve büyük hacimlere ulaşmaktadır. Gelişmiş ülkelerde finansal sistem de büyümeye devam etmekte ve aktif olmaktadır.²⁶

Türk Finans Sektörü açısından durum değerlendirildiğinde bankaların hâkimiyetinin az bir küçülme olsa da devam ettiği görülmektedir. Yatırım fonları ürünlerinin sistemdeki payı artmaktadır. Ancak alternatif ürünlerde de çoğu ihraç bankalarca yürütülmekte olduğundan konsolide bazda finansal sistemde banka ağırlığı daha da fazladır.

1.1.1.3. Finansal Piyasalar

Finansal piyasalar, doğrudan finansman yöntemi olarak bilinmekte olup, ekonomide fon fazlası bulunan birey ya da kurumlardan fon ihtiyacı olanlara aktarım yapmak

²⁶ Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons”, **The World Bank Working Paper**, No. 2143, Temmuz 1999, s.2.

için bir araya geldiği tezgâh üstü piyasalardır. Bakış açılarına göre farklı şekilde tasnifi yapılabilmektedir.²⁷

- i. Borç ve Ortaklık Piyasaları
- ii. Örgütlü ve Tezgâh Üstü Piyasalar
- iii. Birincil ve İkincil Piyasalar
- iv. Para ve Sermaye Piyasaları

Sınıflandırma yapılırken; “alacağın hukuki niteliği, doğrudan halka arz durumu, piyasanın düzeni, borçlanma dönemi” piyasa adının belirlenmesinde rol oynamaktadır. Piyasaların gelişmişliği ve derinliği ülkenin ekonomik düzeyi ile yakından ilgilidir ve adeta bir yansımasıdır.

Demirgüç-Kunt ve Levine, gelir seviyesi yüksek, oturmuş hukuk sistemi olan ülkelerde hisse senedi piyasasının bankalardan daha etkin olabildiğini ifade etmektedir. Bu ülkelerde finansal sistem piyasa temellidir. “Anglo-Sakson hukuk sistemindeki” ülkelerin çoğunda sistem bu şekildedir. Finansal sistemi az gelişmiş olanlarda ise genellikle “Kıta Avrupası hukuk sisteminin” esas alındığı görülmektedir. Bankaların etkin olduğu finansal sistemlerde finansal kararlarda bankalar belirleyici rolde iken piyasa temelli olanlarda ise, bankalarla birlikte sermaye piyasaları da belirleyici fonksiyonda olmaktadır.²⁸

Sonuç olarak gelirleri artan ülkelerde finansal sistem piyasa temelli olmaktadır.²⁹ Türkiye’de de Borsa İstanbul ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası örgütlü yapısı ve gelişen boyutları sayesinde önemi artan piyasalardır. “Bankalar arası tezgâh üstü piyasalar, para piyasası işlemleri ve türev işlemler” de gayet büyük ve işlevsel piyasalardır.³⁰

²⁷ Mishkin, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, s.22-25.

²⁸ Demirgüç-Kunt ve Levine, **a.y.**, s. 2-5.

²⁹ **A.y.**, s. 2-5.

³⁰ SPK, 2010 Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2011, s.25-26.

1.1.1.4. Finansal Altyapı

Finansal sistemin diğer önemli temel unsuru da ekonomik faaliyetlerin sorunsuz gerçekleşmesi, başta ödemeler sistemi olmak üzere, finansal altyapıdır. Sağlıklı işleyen finansal altyapı ekonomide işlem yapanların birbirine güveni ve sistem içindeki kurumların sağlamlığı yönüyle önemli bir göstergedir.

TCMB da finansal altyapı için “son yıllarda küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerin de gösterdiği gibi büyük tutarlı ve perakende ödeme sistemleri, menkul kıymet mutabakat sistemleri, merkezi karşı taraflar, menkul kıymet saklayıcılarından oluşan uluslararası standartlarla uyumlu, etkin ve güvenilir bir finansal altyapı, finansal istikrarın sürdürülmesine önemli bir katkı sağlamaktadır” değerlendirmesini yaparak finansal istikrara katkı anlamındaki rolünü vurgulanmıştır.³¹

Finansal altyapı ile ilgili olarak Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements - BIS)’nin alt komitelerinden olan “Ödeme ve Mutabakat Sistemleri Komitesi (Committee for Payment and Settlement Systems – CPSS)” 1990’da kurulmuştur. Görevi, “üye merkez bankaları, ödemeler sistemi sağlayıcıları, yasal otoriteler, piyasa katılımcıları ve bankacılık ve finansal istikrar konusunda çalışan diğer uluslararası kuruluşlarla koordineli bir şekilde, küresel çapta ödemeler sistemlerinin etkin ve sağlıklı çalışmasına katkı sağlamaktır”. Komite, uluslararası ödemeler sisteminin temel standartları ile en iyi uygulamalarını içeren “Sistemik Önemi Haiz Ödeme Sistemleri İçin Temel İlkeler, Menkul Kıymet Ödemeler Sistemi İçin Öneriler, Takas Merkezleri İçin Öneriler” gibi yayınlar yapmıştır. Ayrıca, sisteme dair çeşitli rapor ve istatistik bilgilerini de yayımlamaktadır.³²

2008 küresel finans krizi finansal istikrarın devamında ödemeler sistemini daha önemli kılmıştır. Merkez bankaları için “ödemeler sistemlerinin mevcudiyetini, etkinliğini ve bütünlüğünü sağlamak” görevi olduğu, sistemik riski azaltmak için bunun önemli olduğu dile getirilmiştir. Çünkü krizde görülmüştür ki finansal

³¹ TCMB, Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 11. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2010, s.12.

³² BIS. Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) – overview, 13 May 2015, (Çevrimiçi), <https://www.bis.org/cpmi/index.htm>, 12 Aralık 2018.

kurumlar hem birbiriyle iç içe hem de çok büyüktür ve finansal istikrar açısından sıkıntı oluşturmaktadır. Bugün de geçerli olduğu üzere büyük bir kurumun batması diğer kurumları, müşterileri hatta piyasayı etkilemektedir. Kredi verenlerin işlem yaptığı kurumu riskli görmemesi piyasa disiplinini bozucu etki yapmaktadır.³³ Sonuç olarak artık merkez bankalarına “ödemeler sistemlerinin geliştirilmesi, düzenlenmesi ve gözetimi” anlamında daha fazla görev düşmektedir.

Ödemeler sistemi bankalarda likidite yönetimi noktasında doğrudan etkili bir faktördür. Likidite riski finansal istikrara tehdit olan önemli risklerdendir. Başta küçük bir likidite krizi olan bir durum sonradan bankaların itibarını etkileyerek panik yaratabilecektir. Ödemeler sisteminin etkin çalışması bu anlamda bir zorunluluktur.

Pek tabi ki ödemeler sistemi finansal altyapının tamamını oluşturmaktadır. “Ülkedeki düzenleme ve denetim çerçevesi, hukuk sistemi, muhasebe sistem ve pratiği” gibi alt unsurlar da finansal altyapıda yer alır. Anılan alt unsurlar faaliyet gösteren kişi veya kurumların ilişkilerinde belirleyici rol oynar. Örnek olarak finansal sisteme giriş-çıkış veya sistemde kurumlar arası ve müşterilerle ilişkiler yasal altyapı ve uygulamalara göre yapılmaktadır. Bu anlamda sağlıklı bir işleyiş finansal istikrarı da etkilemektedir.

1.2. Finansal İstikrarın Önemi

Sağlıksız işleyen finansal sistem genel ekonominin zarar görmesine neden olmaktadır. Özellikle ödemeler sistemi ve aracılık fonksiyonları açısından ekonomik büyüme hayati önemdedir. Finansal istikrarsızlığın genel ekonomiye etkisi, finansal piyasalarda görülen kısmi dalgalanmalar gibi değerlendirilmemelidir. En şiddetli durumda finansal krize dönüşen finansal istikrarsızlık, finansal sistemde oluşturduğu stres yönüyle adeta bir dayanıklılık testidir. Stresin boyut ve derecesi de önem taşır. Makroekonomik istikrarsızlıklardaki gibi finansal istikrarsızlık da istihdamda ve

³³ Charles I. Plosser. Redesigning Financial System Regulation, New York University Conference “Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System”, March 2009, pp. 3-4.

üretim düzeyinde doğrudan etkilidir. Uzun vadede ekonomik büyümeyi negatif anlamda etkilemektedir.³⁴

Finansal istikrarsızlığın en şiddetli yansıması olan krizler finansal sistemde çöküntü meydana getirmekte, ödemeler sisteminde ve verimli yatırımlar için kredi tahsisinde sıkıntı meydana getirmektedir. Dahası finansal kuruluşlar iflas edip piyasa altyapısı çalışmadığında likidite sıkıntısı da baş göstermektedir.³⁵

1980'lerden itibaren finansal kriz sıklığı ve oluşturduğu maliyetler artmıştır. Finansal istikrar fazlasıyla önem kazanmıştır. Yakın zamanda yaşananlar önemli tecrübeler oluşturmuştur. Reel ekonomiye göre finansal sistem daha hızlı büyüme göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin finansal varlıkları ulusal geliri katlamıştır. Finansal derinliğin bu denli farklı oluşu sistemin kompozisyonunu da etkilemiştir. Yüksek kaldıraç oranı kullanımı finansal sisteme yayılmış, pay olarak parasal olmayan varlıklarda artış görülmüştür. Gerek sektör bazında gerek ülkeler bazında geçişler artmıştır. Bütünleşme çabaları görülmüş, finansal sistemde hem ulusal hem uluslararası bağıllık oluşmuştur. Dahası karmaşıklığı iyice artıran risk aktarma yöntemleri, portföy çeşitlendirmeleri artmıştır.³⁶

Anılan gelişmeler, ekonomik etkinlik artışında katkı sağlamakla birlikte finansal risk ve kırılganlık açısından da değişiklik meydana getirmiştir. Risk yönetimi, portföyün çeşitlendirilmesi yumurtaları tek sepete koymasa da ülkelerin ve sektörlerin bağıllığı yayılma riskini getirmiştir. Risk transferinde faaliyet artışı, bunların takibini de güçleştirmekte ve düzenleyici-denetleyici otoriteler için etkin izleme, sağlıklı eşgüdüm sağlanması konularında baskı oluşturmaktadır. Finansal istikrar temin edilmek zorundadır ve bu bir gereklilik olarak beklenti oluşturmaktadır.³⁷ Dahası dengelerin sağlanması, ekonomik büyümenin gerçekleşmesi finansal istikrar sayesinde olabilecektir. Etkin kaynak dağıtımı, risk yönetimi, sağlıklı menkul kıymet

³⁴ Chant v.d., **a.g.e.**, s.8-9.

³⁵ E. Philip Davis, "Towards a typology for systemic financial instability, 12 November." **Financial Stability Review** 2. 2003, p.2.

³⁶ Houben v.d., **a.g.e.**, s.3-4.

³⁷ Houben v.d., **a.g.e.**, s.6-7.

işlemleri ile ödemeler dengesinin sağlanması finansal istikrar ortamını ifade etmektedir. Zor şartlar altında dahi işleyen, şoklara dirençli yapı finansal istikrar göstergesidir. Finansal istikrar ortamının getirdiği belirsizliği az piyasa, reel ekonomiye de olumlu hava katacaktır.³⁸

Araştırmalar ekonomik büyümeye ve insanların refahına bankaların önemli katkı sağladığını göstermiştir. Krizler ise bir o kadar maliyete neden olmuştur. 1980’lerden itibaren yaşanan bankacılık krizleri 1 Trilyon ABD doları üzerinde maliyet getirmiştir. Etkin çalışan bankacılık sistemi, tasarruflara hareketlilik getirip, verimli tahsislerle ekonomik ve sosyal açıdan önemli projelerin yapılmasını mümkün kılar. Yenilik dolu ekonomik ortamı oluşturur. Yoksulluk ve gelir dağılımı konusunda da önemli etkinliği olduğu iddiası bazı araştırmalarda dile getirilmektedir.³⁹

Nitekim Dudley, finansal krizlerin uzun süreli maliyeti ekonomi ve istihdam üzerinde etkili olmaktadır. 2008 küresel krizi bu konuda yaşayarak tecrübe edilmiş önemli dersler içermektedir. Yasa yapıcı ve düzenleyici otoriteler gibi finansal sistem paydaşlarının ekonomik büyüme ve yeniliklerin devamı için sermayenin etkin kullanımı konusunda dinamizmi korumalı ve daha dayanıklı küresel yapıyı oluşturmak için gerekli değişiklikleri yapmalıdır.⁴⁰

³⁸ Hüseyin Altay ve Ali Şen,” Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, **Eskişehir Osmangazi Üni. Sos. Bil. Dergisi**, Sayı 10(1), 2009, s.177.

³⁹ Ross Levine, Bank Regulation and Supervision, The National Bureau of Economic Research (NBER) Reporter, Research Summary Fall 2005, (Çevrimiçi), <http://www.nber.org/reporter/fall05/levine.html> 15 Aralık 2018.

⁴⁰ William. C. Dudley. “Basel and The Wider Financial Stability Agenda (Speech)”, **IIF Annual Membership Meeting**, 10 October 2010, Washington DC, (Çevrimiçi), <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2010/dud101010.html>, 15 Aralık 2018.

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE ALINAN ÖNLEMLER

2.1. Finansal İstikrarsızlık Tanımı ve Sebepleri

2.1.1. Finansal İstikrarsızlık Kavramı

20. yy. sonlarında küreselleşme süreci ile birlikte dünya ekonomilerinde finansal istikrarsızlık gündeme gelmiştir. Bütüncül yapıdaki finansal piyasaların serbestleşmesi süreci de finansal istikrarsızlığı literatüre sokmuştur. Kurumsal istikrarsızlık da “bir veya az sayıda finansal kuruluşun başarısızlıklarının yayılması ve önemli ekonomik zararlara yol açması durumudur”.⁴¹

Chant ve diğerleri finansal istikrarsızlığı, finansal sistemde işleyişe zarar veren veya tehdit taşıyan finansal piyasa koşulları olarak görmektedir. Tehditler finansal sistemin yapısından kaynaklanabileceği gibi dışardan da gelebilir. Ekonominin çalışması böyle bir istikrarsızlık nedeniyle engellenebilir. İşlevsel olmaktan uzaklaşan piyasa ve kurumlar ekonomiyi yeterince finanse edemez.⁴²

Ferguson, finansal istikrarsızlık için üç tanımlayıcı özellik ortaya koymaktadır:⁴³

- i. Yurt içi ve dışında, piyasanın işleyişi ve kredi kullanma imkanında önemli bozulma,
- ii. Önemli finansal varlık fiyatlarının hızlı değişimi,
- iii. Toplam harcamalarda ekonomi imkânları üzerinde veya altında sapma olması.

⁴¹ Mustafa Özer, **Finansal krizler, piyasa başarısızlıkları ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları. 1999, s.170.

⁴² Chant v.d., **a.g.e.**, s.3.

⁴³ Roger F. Ferguson, Panel Discussion Second ECB Central Banking Conference. Frankfurt. 2002, p.316.

Minsky'e göre finansal istikrarsızlık, finansal kırılganlık hipotezi ile açıklanmaktadır ve “konjonktürel dalgalanmaların yatırımlar ve yatırımların finansman biçiminin dikkate alınması gereklidir”.⁴⁴ Kapitalist sistem, zaten istikrarsızlığı içinde barındırmaktadır. Şoklar mevcut sistemde yüksek tepki ile karşılanmıyorsa finansal istikrarsızlık söz konusu değildir. Aksine şoklar karşısında direnci zayıf bir sistemde, fon aktarım mekanizması aksayacaktır. Sonuçta finansal istikrarsızlık yatırımın beklenen getirisinin finansman maliyetini karşılayamaması ile oluşmaktadır.⁴⁵

İspanya Merkez Bankası finansal istikrarsızlığı, küreselleşen finans sisteminin risklerine vurgu yaparak, ekonominin varlık fiyatlarının dalgalanması nedeniyle etkilenmesi, finansal araçların düzgün faaliyet gösterememesinden doğan bozukluklar şeklinde tanımlamaktadır.⁴⁶

Finansal kriz ve finansal istikrarsızlığı dört başlıkta tanımlayan Eichengreen’e göre;⁴⁷

- i. Sürdürülemez makroekonomik politikalar,
- ii. Kırılgan finansal sistem,
- iii. Zayıf finansal kurumlar,
- iv. Uluslararası finansal piyasalardaki eksiklikler

finansal istikrarsızlık durumlarıdır ve etki derecesi nispetinde finansal krize dönüşebilmektedir.

⁴⁴ Tamer Y. Ergül ve Oğuz M. Arslan, “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Tobin Vergisi ve Uluslararası Finansal Sistem: Post Keynesyen Bir Çerçeve”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, S:72, 2009 s.22.

⁴⁵ İsmail Seyrek, "Finansal İstikrarsızlık ve Dış Borç: Türkiye Örneği", **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, S:12, 2006, s.213.

⁴⁶ BDE, What is financial stability?, (Çevrimiçi), https://www.bde.es/bde/en/areas/estabilidad/Que_es_la_estabi/ 18 Aralık 2018.

⁴⁷ Barry Eichengreen, Financial Instability, University of California, Copenhagen Consensus, Copenhagen on 25-28 May, 2004, s.12.

Finansal istikrarı finansal istikrarsızlıktan yola çıkarak açıklayan Mishkin'e göre, finansal sistem fonların yatırımlara aktarımını sağlar. Şoklar veya bilgi eksikliği nedeniyle bozulma yaşanması finansal istikrarsızlık nedenidir.⁴⁸

2.1.2. Finansal İstikrarsızlığın Sebepleri

Mevcut istikrarın bozulması en önemli sebep olarak görülmekle birlikte diğer unsurlar, "Kurumsal Bazlı Riskler, Dışsal Faktörler; Piyasa Bazlı Riskler ve Altyapıdan Kaynaklanan Riskler" başlıklarında sıralanabilir.⁴⁹

"Kurumsal Bazlı Riskler

- a. Finansal Riskler: Kredi, piyasa, likidite, faiz ve döviz.*
- b. Operasyonel Riskler,*
- c. IT İle İlgili Riskler,*
- d. Hukuki Sistemle İlgili Riskler,*
- e. Yolsuzluk,*
- f. Yanlış Politikalar,*
- g. Sermaye Yetersizliği.*

Dışsal Faktörler

- a. Kötü Makroekonomik Tablo,*
- b. Yetersiz Ekonomik Politikalar,*
- c. Doğal Afet,*
- d. Politik Sıkıntılar.*

Piyasa Bazlı Riskler

- a. Piyasadaki Farklı Kurumların Risk Altında Olması,*
- b. Varlık Fiyatındaki Dalgalanmalar,*

⁴⁸ "Frederic S Mishkin, "Financial instability and monetary policy", Speech by Mr Frederic S Mishkin, Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Risk USA 2007 Conference, New York, 5 November 2007, p.1.

⁴⁹ Aerdts Houben, Jan Kakes,& Gary Schinasi, Gary, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, wp/04/101, 2004, p.19.

c. Kredi ve Likiditede Sorunları,

d. Bulaşıcılık.

Altyapıdan Kaynaklanan Riskler

a. Takas İşlemleri ve Ödeme Sistemlerinden Kaynaklanan Riskler,

b. Sistemsel Noksanlıklar: Yetersiz Hukuki Düzenlemeler, denetim ve gözetimin yetersiz olması, muhasebe standartları yetersizliği,

c. Domino Etkisi.”

TCMB aşağıda sıralanan bazı iç ve dış unsurların finansal istikrarsızlığa sebep olduğunu belirtmiştir;⁵⁰

- i. Uzun vadeli devamı mümkün olmayan para ve maliye politikalarının varlığı,*
- ii. “Finansal mühendislik” buluşlarının finansal piyasaları tehdit etmesi,*
- iii. Düzenleyici-denetleyici organların verimsiz çalışmaları,*
- iv. Sermaye akışının kontrolsüz oluşu,*
- v. Cari açıktan kaynaklı şoklara karşı dirençsiz kalma olarak sıralanabilir.*

Darıcı da finansal istikrarsızlık için aşağıdaki sebepleri sıralamıştır:⁵¹

- i. Politika yapıcılar tarafından dayatılan sürdürülemez makroekonomik uygulamalar,*
- ii. Kurumsal zayıflık,*
- iii. Şoklar karşısında zayıf kalan finansal sistem,*
- iv. Merkez bankasının bağımsızlığının tartışılması,*

⁵⁰ TCMB, Bülten, Ankara. Haziran 2014. Sayı 34, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2014, s.4.

⁵¹ Burak Darıcı, TBB Finansal İstikrar Raporu, 2012 s. 21-24, (Çevrimiçi), https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf. 2 Ocak 2019.

- v. Uluslararası finans piyasalarının dalgalanmaları,
- vi. Yapılmayan veya eksik yapılan finansal düzenlemeler.

Finansal sisteme dair yapılan çalışmalar ve bunların ilerlemesi, finansal istikrarsızlık anlamında bilgi sunmaktadır. İstikrarsızlık kaynağını sistemin oluşan içyapısı ile buradaki değişimler göstermektedir.⁵²

Finansal istikrarsızlık sebeplerinden birisi de asimetrik bilgidir. “Asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlike” temel sorunlara yol açmaktadır.⁵³ Tanımlarına bakılacak olunursa;

- i. **Asimetrik Bilgi:** Finansal piyasa işlemleri sırasında tarafların eşit bilgiye sahip olmaması durumudur.⁵⁴
- ii. **Ters Seçim:** İşlem öncesi ortaya çıkan asimetrik bilgi problemidir. Kötü kredi riski potansiyeli taşıyanlar piyasanın en aktif borç arayanlarıdır. İstenmeyen sonuç ihtimali en fazla olan durumda işlem yapma isteği en fazla olanların hata yapma olasılığı da en yüksektir. Daha olumlu sonuç alınabilecek alternatifler içinde ya olumsuzu seçme ya da hiç seçmeme yoluna gidilmesi mümkündür.⁵⁵
- iii. **Ahlaki Tehlike:** İşlem sonrası ortaya çıkan borç alanın geri ödemeyi tehlikeye atması sonucu borç verenin riske girmesidir. Aldığı borçla büyük riskler üstlenenler, başkasının parasıyla iş yaptığı için kazanmak kadar kaybetmek riski de büyük olduğundan geri ödenme olasılığı azalan durum için borç verenler bu niyetinden vazgeçebilir.⁵⁶

⁵² Cevat Bilgin, “Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği”, Doktora Tezi, Adana Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007, s.19.

⁵³ Şehnaz Bakır Yiğitbaş, "Banka Kredilerinde Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike Etkisi.", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:16, S:1, 2015, s.16.

⁵⁴ Mehmet Maşuk Fidan, "Kobi Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği.", **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, S.90, 2011, s.43.

⁵⁵ Mishkin, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, s.188.

⁵⁶ A.e., s.188.

Asimetrik bilgi ile ters seçim sonucunda bankalar, kredi müşterisi seçiminde hata yapabilir. Ahlaki tehlike nedeniyle bozulan kredi mekanizması kötü bilançoya ve istikrarsızlığa neden olabilir ve sonuçta finansal kriz oluşabilir.

Mishkin, finansal kriz ile sonuçlanabilecek istikrarsızlaşma faktörlerini dörde indirmiştir:⁵⁷

- i. Faiz artışı,
- ii. Tahmini yapılamayan belirsizlik artışı,
- iii. Varlık piyasasının bilançolar üzerinde etkisi,
- iv. Panik ortamı ve bankalardan kaynaklanan sorunlar.

2.2. Ekonomik Kriz Kavramı

Kriz, nerede, ne zaman oluşacağı belli olmayan anlamı içeren bir kavram olarak Yunanca'da "krisis ve krinein" kelimelerinden gelmektedir. Hipokrat "krisis" kelimesini bir hastalıkta dönüm noktasını ifade etmek için kullanılmıştır. Krinein ise "yargılamak, ayırmak ve karar vermek" anlamlarında kullanılmıştır. Kriz; tanım olarak buhran, bunalım, kıtlık anlamlarında kullanılmasının yanında fırsat ve tehlike anlamlarını da barındırmaktadır⁵⁸.

Kriz için; "bir kurumun işleyişini engelleyen ya da kurum için olumsuz bir dizi çıktıya yol açan bir tehdit; bir kurumun kararlı ve acil eylemini gerektiren bir olay; bir kurumu olumsuz olarak etkileyebilecek ve olayın yol açtığı zararı azaltmak için etkili bir kurumsal iletişim gerektiren alışılmadık bir olay şeklinde" onlarca benzer tanım bulunmaktadır.

⁵⁷ Frederic S. Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", **NBER Working Paper Series**, No: 5600. 1996, p.3.

⁵⁸ Timothy L. Sellnow, Matthew W. Seeger, **Theorizing crisis communication**. John Wiley & Sons, 2013, p.8

Coombs'a göre kriz, bir kurumda işleyişe engel olan ve ekonomik açıdan, itibar açısından tehdit teşkil eden ani ve beklenmedik bir olaydır. Kurumun yanında paydaşlara da duygusal, fiziksel ve ekonomik zarar verebilmektedir⁵⁹.

Kriz tanımlarının bir kısmı, kurum için önemli hata ve dönüm noktası olduğuna vurgu yaparken; diğer kısmı normal olmayan süreçler için yönetim çabası ihtiyacına odaklanmaktadır. Ayrıca kimi durumlarda stres, yetersiz hazırlık ve kontrol, yeterli tedbir alınmaması, belirsizlik, etik ve yasal ihlalleri vurgulamaktadır. Kurumun krize dair bilgisi sorgulanmakta, bilip bilmediği, engelleme ya da yol açacağı etkileri hafifletme için yeterli kontrole sahip olma durumu sorgulanmıştır⁶⁰.

Kriz çeşitleri, insanlara krizleri yorumlama için bir çerçeve sunmaktadır. Bu anlamda faydalı sınıflandırma krizleri iki kategoriye ayıran yaklaşımdır: “kontrol edilebilen ve bir amaca yönelik kasıtlı olarak gerçekleştirilen kasıtlı krizler; kontrol edilemeyen ve doğal faktörlerden kaynaklı kasıtlı olmayan krizler. Başka birçok sınıflandırma içinde öne çıkan bir diğeri ilişkinlendirme yaklaşımıdır. Krizler “ürün, işletme, insan veya kurum” ile ilişkili olabilmektedir⁶¹.

Ekonomik krizler bulunduğu koşula göre kendine has özellikler göstermeleri nedeniyle her krize uyarlanacak sadece bir ekonomik kriz tanımı bulunmamaktadır. Temelde ekonomik kriz; “ekonomide kısa bir dönemde mali ve reel sektörler içinde karşı karşıya bulunulan finansal stres olarak tanımlanabilir. Keynes; yükselme gösteren konjonktür ortamında genel olarak öngörülemeyen ve birçok zaman ani ve şiddetli ortaya çıkan bir olay olarak tanımlamaktadır”.⁶² Başka bir ifade de ise ekonomik krizler “bir ülkedeki istikrarlı olan durumun istikrarsız bir ortama

⁵⁹ W. Timothy, Coombs, “Protecting organization reputations during a crisis: The development and application of situational crisis communication theory”. **Corporate reputation review**, 2007, 10.3, p.164

⁶⁰ Robert L. Heath, “Crisis communication: Defining the beast and de-marginalizing key publics”. **The handbook of crisis communication**, 2010, p.3

⁶¹ Robert R. Ulmer, Timothy L. Sellnow, Matthew W. Seeger, **Effective crisis communication: Moving from crisis to opportunity**. Sage Publications, 2017, p.9

⁶² Zeynep Karaçor ve Korhan Gökmenoğlu, **Finansal Kriz Modelleri, Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekonomisinde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Edit.: Murat Çetinkaya, Ankara, Nobel Yayınları, 2011, s.30; Ömer Yılmaz, Alaattin Kızıltan., Vedat Kaya, “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, 2005, s.83.

geçmesine neden olan, öngörülemeyen, önceden bilinmeyen bazı gelişmeler sonucunda; makro seviyede ülke ekonomisini, mikro seviyede ise firmaları çok önemli boyutta etkileyecek sonuçların meydana gelmesi” şeklinde dile getirilmektedir.⁶³

Özet olarak ekonomik krizler; mali piyasalarda dalgalanmaya ve/veya çöküşe, tüketici talep ve firma yatırımlarında çok büyük düşüşlerin yaşanmasına, ücretlerin azalmasına, işsizliğin artmasına ve bunlara bağlı şekilde halkın yaşam standardında düşmeye; bununla beraber belli başlı firmaların güçlenerek tekelleşmesine yol açtığı ve çeşitli nedenlerle ortaya çıktığı görülebilir.

Ekonomik krizler etkide bulundukları sektörler açısından ele alındığında; “finansal sektör krizleri ve reel sektör krizleri olarak iki temel ayrıma tabidirler”.⁶⁴ Finansal kriz, “ödemelerin herhangi bir fiyattan yapılmayacağı korkusuna dayandığı, nakit bulmak amacıyla, bankacılık sistemindeki rezerv sıkışıklığı ve aşırı kamu müdahalesinin ortaya çıktığı, bankaların vermiş olduğu kredileri geri çağırarak yeni krediler vermediği ve kendilerine ait varlıkları sattığı bir durum” şeklinde ifade edilmiştir.⁶⁵ Finansal kriz, ekonomik krizler arasında bir türdür ve ekonomik kriz terimi akla deflasyon, enflasyon, resesyon ve durgunluk kavramlarını getirmektedir. Bir ülkedeki finansal sistemin sağlamlığı dışsal ve içsel şoklardan etkilenme derecesiyle alakalıdır ve bu durum finansal istikrar terimiyle tanımlanır. Finansal krizler; genel olarak finansal istikrarla ilişkilidir. Finansal istikrar oluşturulamadığında finansal sistem dışsal ve içsel şoklara müdahaleye açık ve finansal kriz kaçınılmaz duruma evrilir. Finansal kriz, reel sektöre de zarar verebileceği için finansal istikrarın oluşturulamaması durumlarında ekonomik olarak performans da sağlamamaktadır.

⁶³ Coşkun Can Aktan ve Hüseyin Şen, “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 42. 2001, s.1125.

⁶⁴ Fatih Yücel ve Hüseyin Kalyoncu. (2010) “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı 159. 2010, s. 55.

⁶⁵ Aktaran: H. Levent, Dalyancı, Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik Analizi, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. 2010, s.7.

Reel sektör krizi işgücü, hizmet ve mal piyasasında ciddi daralmalar olarak meydana gelir ve üretimin azalması, tam istihdam seviyesinden uzaklaşılması, ekonomi içinde atıl kapasitenin meydana gelmesi ve işsizliğin artışa geçmesi gibi negatif sonuçlar oluşturlar. Mal ve hizmet piyasasında meydana gelen kriz, durgunluk (resesyon) krizi ve enflasyon krizi şeklinde, işgücü piyasasında meydana gelen kriz ise işsizlik krizi olarak tanımlanır.⁶⁶

2.3. 2008 Küresel Finansal Krizi

2.3.1. Krizi Tetikleyen Süreç

1970 sonrasında dünya genelinde takip edilen liberal yaklaşımlar ile finansal küreselleşme nihayetinde ulusal finans piyasasını ayıran hatlar ortadan kaybolmuştur. Piyasanın denetlenmesinde birçok sınırlama sonlandırılmış, yüksek kazanç peşinde olan sermaye, ülkeler arasında serbest bir şekilde dolaşma eğilimine girmiştir. Tasarruflar, genel olarak istikrarlı ekonomi kabul edilen ABD'ye kaymıştır.

ABD'de ise; likiditenin bol olması, hükümetin konutları satın almayı teşvik eden ve düşük faiz politikaları, konut kredisi kullandıran kurumların, konut fiyatının artmaya devam edeceği ve bu nedenle kredi borcu olanların borçlarını ödeme durumunda sıkıntı çekmeyeceği düşüncesiyle aşırı bir şekilde risk alarak çok yüksek getiriler kazanma adına ödeme gücü yeteri kadar olmayan bireylere konut kredisi vermesine yol açmıştır.

Gayrimenkul fiyatındaki artış ve çok kolay alınan kredilerin etkisi ile zenginleştiği yanılgısına düşen tüketici çok daha fazla kredi kullanmaya başlamış ve harcamalarını artırmıştır. Harcamalar arttığı sürece ekonomi daha da canlanmış, ekonomide görülen iyimser ve olumlu hava gayrimenkul fiyatını daha da arttırmış, finansal kurumların tüketici kredileri ve kaldıraç oranları kontrolsüz olarak artışa geçmiştir. Kontrolsüz bir şekilde büyüme gösteren tüketici kredileri ve gerçek olmayan gayrimenkuldeki değer artışının yaratmış olduğu konut balonunun yanında kredi veren kuruluşların vermiş oldukları kredileri menkul kıymete dönüştürmek yoluyla ikincil piyasalarda

⁶⁶ Yücel ve Kalyoncu, a.y., s.54.

bulunan yatırım bankalarına satmış olmaları, bu bankaların da bahse konu menkul kıymetleri tüm dünya piyasalarına sunmaları ikinci bir balonu; türev ürünler balonunu ortaya çıkarmıştır. Önü alınmaz bir şekilde büyüyen türev ürünler yoluyla riskin bilerek ya da bilmeyerek satılması ve alınması sonucunda risk dünya geneline yayılmıştır.

2004'den sonra artan enflasyon neticesinde verilmiş olan kredilerin temerrüt olma riski fazlaşmış ve 2006'dan sonra da verilen konut kredileri için teminat olarak gösterilen konut fiyatlarının düşmesi durumuna bağlı olarak verilmiş olan krediler tahsil edilemez duruma düşülmüştür. Denetimsizlik sonucunda yüksek risk sahibi gelir grubuna verilmiş olan yüksek faizli ve riskli kredi konut kredilerindeki geri ödemede aksamalar olmuş, verilen taahhütlerin yerine getirilememe olasılığı finansal aktörlerin bu duruma ilişkin beklentilerini darmadağın etmiştir. 2007 yılını müteakip kredilerin ödenememe durumu daha da artma eğilimi göstermiş; finansal kurumların likiditeleri bitmiş, çok hassas dengeler üzerine kurulmuş olan bankacılık sisteminde panik durumu oluşmuş, mevcut sorunlar güven krizine evrilmiş; bankalar artık kredi vermemeye başlamış, menkul kıymetler artık satılamaz bir duruma ulaşmıştır. ABD'de bulunan bankaların vermiş oldukları taahhütleri yerine getirememesi, yabancı kurumlarla mevcut ekonomik ve finansal bağların etkisi ile krizi kısa bir sürede küresel bir boyuta getirmiştir.

Özetle liberal yaklaşımlar, tüketime endeksli bir ekonomisi bulunan ABD'de tüketiciyi daha fazla harcama yapmaya teşvik eden politikalar, türev piyasaların büyümesi ve kredi genişlemesine göz yuman idari ve yasal yapı, türev ürünler vasıtasıyla riskin uluslararası piyasalarda kontrolsüz olarak yayılmasını önlemede yetersiz olan küresel finansal yapı, konut finansman sisteminde bulunan tarafların aşırı getiri arayışına bağlı hataları, kredi derecelendirme kurumlarının riskleri tespit ederek bu konuda kamuoyuna açıklamada bulunma ve bilgilendirme ihmallerinin olması, yetkililerin mevcut krize dair belirtileri hafife alma durumları kriz için gereken ortamı meydana getirmiştir.

Paul Krugman'ın (2008 Nobel Ekonomi Ödülü sahibi) da arasında olduğu birçok araştırmacı kriz ile ilgili olarak 2007'nin ikinci yarısının başında patlak verdiğini

ifade etmiştir.⁶⁷ Ancak krizin bu ciddi durumu 2008’de Lehman Brothers’ın iflası ile ortaya çıkmış ve krizin yüzeye çıktığı an olarak değerlendirilmiştir.⁶⁸ Kriz ile birlikte mevcut finans sektöründe oluşan başıboşluğa sebep olan deregülasyon uygulamaları ve liberalleşme tartışılmaya başlanarak regülasyon ihtiyacı ve devletin ekonomiye müdahalesi öne çıkmaya başlamıştır.

Literatürde, uluslararası finansal kuruluşlar tarafından; menkul kıymet fonlama sıkıntıları, menkul kıymetleştirme ve türevlerde küresel artış, konut balonu, yüksek riskli mortgage kredilerinde artış ve kredi kalitesinin bozulması, finansal raporlama sistemi sorunları, şeffaflık sorunu krizin temel sebepleri olarak görülmeye başlanmış ve bu sebeplerin birtakım hatalar, yetersizlikler ve yanlışlıklar, ihmaller, eksiklikler ve zayıflıklar sonucu geliştiği dile getirilmiştir.⁶⁹

Bu çalışmada 2008 yılında meydana gelen finansal krizin nedenlerini hazırlayan zayıflıklar, eksiklikler, yetersizlikler, ihmaller ve yanlışlıklar krizin temelinde yatan hatalar şeklinde tanımlanmış; politik kökenli, küresel kökenli, yasal ve idari yapı kökenli, mortgage tarafları kökenli hatalar şeklinde ayrılmış ve müteakip bölümlerde ifade edilmeye gayret edilmiştir.

a. 2.3.2. Krizin Kökeninde Yatan Hatalar

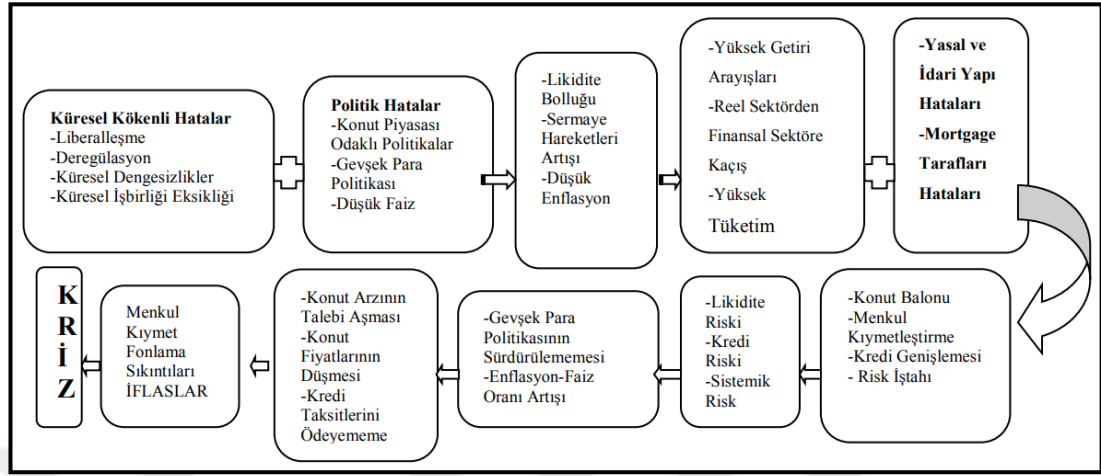
Krizler; krizleri meydana getiren faktörlerin müsait bir zeminde olgunlaşması, bu zemini değerlendirme ve önleme konusunda karar alıcı mekanizmaların ihmali, yanlış ya da bilgisinin yetersiz ve eksik kalması durumunda meydana gelmektedir. 2008 finansal krizi de buna benzer faktörlerin gelişmesi ile şekillenmiştir.

⁶⁷ Gülhan Deniz, 2008 Küresel Krizin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para-Maliye Politikası Önlemleri, Yüksek Lisans Tezi, Sivas, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013, s. 105.

⁶⁸ Mafhi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, 5. Baskı.İstanbul, Remzi Kitabevi, 2009, s.68.

⁶⁹ Mustafa Durmuş, **Kapitalizmin Krizi: 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi**, 2. Baskı Ankara, Tan Kitabevi, 2010, s.114; Mafhi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2011, s.66.

Şekil 2. Krize Götüren Hatalar ve Sonuçları⁷⁰



Kaynak: Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan Önlemler ve Sonuçları, Doktora Tezi, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017.

2.3.2.1. Küresel kökenli hatalar

Dünya ekonomisine hâkim liberal olan ekonomilerin deregülasyon zarfına girmesi ile piyasalara müdahale etmemek için sermaye hareketi üstündeki denetim mekanizmalarının gevşek tutulması finansal piyasaları kontrolsüz ve aşırı bir rekabete sevk etmiştir. 1970 yıllarından 2008 krizi başlayana kadar geçen süreçte Almanya, Çin, Japonya ve Asya'nın yükselmekte olan ekonomileri ve petrol ihraç etmekte olan ülke tasarruflarının çoğunun ABD ve diğer sanayileşmekte olan ülkelere yönelmesi, ülkeler arasındaki tüketim ve tasarruf dengesizlikleri çok belirgin boyutlara gelmiştir. Bu süreç içinde küresel seviyede finansal sistemin denetlenmesi ve ekonomideki politikaların uyumunu sağlamada küresel finansal yapıların yetersiz kalması da ayrıca krize ortam oluşturan tüm diğer hataları işlevsel hale getirmiş ve küreselleşmesine sebep teşkil etmiştir.

- i. **Liberalleşme:** 2008 krizinin belli başlı yollarla tetiklendiği tespit edilmiştir. Küresel sermaye ABD içinde likidite bolluğu oluşturarak risk prim ve faiz oranını düşürerek kredi genişlemesine ve gayrimenkul fiyatında hızlı artışa

⁷⁰ Hülya Kırıcı, Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan Önlemler ve Sonuçları, Doktora Tezi, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017, s. 9.

sebepler olarak konut balonunun meydana gelmesine temel olmuştur. Bunun yanında finansal serbestleşme ile finansal sektör aktivitelerini çekici bir duruma getirmiş, piyasadaki rekabeti yayarak riskli kredilerin, şeffaf bulunmayan ve riskli finansal ürünlere ait işlem hacimlerinin çok büyük boyutlara varmasına, finansal raporların kendine has niteliklerine karşı bir şekilde finansal raporlama süreçlerine müdahale ile finansal bilgi manipülasyonu oluşturarak ilgililere gerçek olmayan bilgi takdim edilmesine etken olmuş riskleri yayarak kırılganlık seviyesini yükseltmiştir.⁷¹

- ii. **Deregülasyon:** Deregülasyon denetim ve yasal düzenlemelerin kaldırılması, gevşetilmesi veya azalması anlamına gelmektedir.⁷² Uluslararası piyasalarda meydana gelen finansal liberalizasyon süreci sonunda finansal piyasalarından yararlanabilmek için dünya genelinde düzensizleştirme, kaldırma, kuralları gevşetme, kuralsızlaştırma (deregülasyon) dalgası artışa geçmiştir. Örnek olarak 1982 senesinde ABD’de Garn-St. Germain Yasası onaylanarak mevduat bankacılığı haricindeki finans kuruluşlarının serbest bırakılması, 1989 Washington Uzlaşması vasıtasıyla dış ticaret ile finansal sistemde bütün kısıtlamaların yürürlükten kaldırılması, 1991 senesinde SEC ile FASB tarafınca onayı yapılan muhasebe kuralları imkânı ile menkul kıymetlerin birçok yatırımcıya alım-satım imkanı tanınması, ABD’de banka sektörünü ağır devlet kontrolü altına sokan Glass-Seagal Yasası’nı belli oranda yumuşatan 1999 seneli Gramm-Leach-Bliley Yasası finansal piyasanın daha da az denetimine sebep olmuştur.⁷³

- iii. **Küresel dengesizlikler:** Finansal ve reel sektöre ait işlem hacminin daha çok finansal sektör lehine değişmesi durumunu ve petrol ihraç eden ülkeler, Asya

⁷¹ Ali Arı, **Küresel Finansal İstikrarsızlık Çağında IMF’nin Değişen Rolü, Uluslararası Kurumların Değişen Roller: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler**, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, 2014, s.71; Ahmet Şahinöz, “Yeni Bir Küresel Krizin Gölgesinde”, **Ekonomi Forumu Yayınları-I**, 2013, S.9.

⁷² Göksel Tiryaki, **Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri**, Yayın No 289, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları. 2012, s.97-98.

⁷³ M. Okan Taşar, “Devlet Ekonomi İlişkisi Ekseninde Küresel Kriz ve Türkiye”, **Kamu-İş**, Cilt 10. Sayı 3. 2009, s.86; Erkan Demirbaş, **Küresel Kriz ve Paranın Patronları**, 1. Baskı. Ankara, Nobel Yayıncılık, 2013, s.35.

lkeleri, Çin ile gelişmiş ülkeler arasında bulunan tasarruf açığı ve de fazlalıklarının sürdürülemez boyuta ulaşmasını tanımlamaktadır. Çok uluslu şirketin karını Çin ve Asya ülkesinin ucuz emek maliyetiyle yükseltmeye çabalaması bu bölgedeki üretken olan kapasiteyi olağanüstü bir şekilde artırarak gelişme seviyesindeki/yükselen ekonomide tasarruf-likidite bolluğunun olmasını ve dünya hasılatının paylaşılmasında ülkeler açısından dengesizlikler oluşturmuş, oluşan likiditelerin gelişmiş ülkeye transferleri krize giden zaman diliminde çok etkisi görülmüştür.⁷⁴

- iv. **Küresel işbirliği eksikliği:** Krizden önce uygulanmakta olan liberal politika sonunda dünya ekonomik sisteminin daha da giderek artan bir seviyede birleşmesi dikkate alınmayarak her ülkeye ait sermayeyi ülkede tutmayı amaç edinen, birbiri ile tamamen bağımsız para ve maliye politika uygulaması, bankacılık ve finansal faaliyet ile alakalı kendi içinde farklı düzenlemeye sahip olması uluslararası işbirliğini önüne engel koymuş, sermaye hareketinin finansal faaliyete dair düzenlemesi daha gevşek olan ülkelere kaymıştır. Böyle bir durumun içinde bulundurduğu sistematik risk tek tek ülkeleri, aynı zamanda uluslararası finansal istikrarı sekteye düşürmüştür.⁷⁵

2.3.2.2. Politik kökenli hatalar

ABD'nin krize ortam sağlayan politik kararlara dayandırılan hataları;

- i. Finansal risk alma ve aşırı borçlanmanın nnn açılmasını sağlayan finansal serbestleşmeye dair yasalar,
- ii. Kredi kalitesi ve konut balonunun bozucu etkilere neden olan Ulusal Konut Sahipliği Stratejisi (National Homeownership Strategy-NHS),
- iii. Kredi kalitesinin bozulması, konut balonu ve cari açık problemini besleyen aşırı serbest para ve bütçe politikaları

⁷⁴ mer Faruk olak ve Harun ztrkler, "Tasarrufun Belirleyicileri: Tasarruf Eğiliminde Değişim ve Türkiye'de Hanehalk Tasarruf Eğiliminin Analizi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 82. 2012, s.3.

⁷⁵ Göksel Tiryaki, **Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri**, s.65; M. Okan Taşar, **a.y.**, s.86.

- iv. Ahlâki tehlike ve yüksek kaldıraca sebep olan FED nihai kredi başvuru yeri kararları şeklinde sayılabilir.

Yaklaşık olarak yetmiş beş yıl sistemik olan bir bankacılık krizi yaşanmamasının oluşturduğu özgüvenle bankacılık sektörüne dair düzenlemeler optimal düzeyin altına olacak şekilde esnemiştir. Bütçe ve para politikalarına bakıldığında zaman finansal serbestleşme durumunun finansal piyasaya kattığı hız ABD ekonomisi içinde 2000’li yıllara varana kadar devam etmiş, ilk yavaşlama ise 10 Mart 2000 tarihinde ortaya çıkan dot com patlaması ile oluşmuş, 11 Eylül 2001’de meydana gelen terör saldırıları ile ABD’de bu durum daha da şiddetli olmuştur. Durgunluğu yenebilmek için faiz indirimine yönelinmiş, küresel likidite bolluğu ile firmalar, hanehalkı hatta normal hayat şartlarında kredi kullanmasına izin verilmeyen düşük gelir grupları hem kredinin miktarını hem de konut balonunu iyice şişirmiş, enflasyon baskısının yaşanmasına ve faizin artırılması ile krize alan açmıştır.⁷⁶

Clinton döneminde geliştirilmeye başlanmış olan Ulusal Konut Sahipliği Stratejisi de 2008 yılındaki krizi hazırlayan önemli hatalar arasındandır. 2001 yılı sonrasında Bush da ülke genelinde dar gelirli aileler ile azınlıkların konut almasını sağlayan sosyal politikayı kabul etmiş, 2003 yılı içinde Amerikan Rüyası adlı Peşin Ödeme Fonu Kanununa imza atmıştır. Konut sahibi olabilmeyi kolaylaştıran kamu politikasının etkisi ile borç verenden inşaatçıya, özel kesimlerden kamuya uzanacak şekilde tüm kesimlerin dolaylı veya doğrudan uygulamaları konut balonunun var olmasına, düşük gelir grubunun borçlanmasına, mortgage kredisinin artmasına, dolayısı ile bu kredi borcuna dayalı olan menkul kıymetlerin yayılmasına neden olmuştur.⁷⁷

Politik olarak yapılan hatalara FED’in krizden önce yapılan uyarıyı dikkate almadığı ve zorunlu düzenlemeleri yapmadığını da ilave etmek gerekmektedir. 2006 yılı içinde FED mortgage piyasasında tahsis edilen kredilerin kalitesinin bozulmakta olduğunu deklare etmiş ama sub-prime kredilere sınır getirilmesi ya da refinansman

⁷⁶ Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, s.80; Faruk Demir, Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu, Ayhan Küçük, ABD Mortgage Krizi, Ankara, **BDDK Çalışma Tebliği** Sayı 3. 2008, 3-34.

⁷⁷ Demirbaş, **a.g.e.**, s.19.

imkanlarının kredi kullanan kişilerin aleyhine çevrilmesine dair düzenlemeleri hayata geçirmemiştir.⁷⁸

2.3.2.3. Mortgage tarafları kökenli hatalar

Mortgage sistemi; gayrimenkule ait borcun bitene kadar rehin olarak verildiği, uzun vadeli borca girmek sureti ile bir gayrimenkule dair alım ve satımı tanımlayan konut kredi sistemine verilen addır. Mortgage sisteminin temelinde, mortgage kredisini kullanmak isteyen şahsın (borçlunun) mortgage kredisi temin eden finansal kuruma başvurması ve finansal kuruluşun başvuru sahibinin ödeme kabiliyetini değerlendirmesi, düzenlenen sözleşmeler ve bu krediye dayalı menkul kıymetleştirme bulunmaktadır. Borçlu şahıs kullandığı kredinin anapara + faiz + diğer gider durumunu düzenli ödediği taktirde mülkü kullanma ve yararlanma hakkına haizdir. Alacaklı ise borçlunun borcu ödememesi durumunda mülkü satarak ya da gelirine el koyarak borçlunun borcu ödemesini sağlama hakkına sahiptir. Kredinin geri ödenmemesi durumlarında borçlu olan mülkü alacaklıya geri iade etmek zorundadır ama uğrayacağı zarar için dava açma hakkı bulunmamaktadır.⁷⁹

Krizden önce mortgage borçlusunun borcunu ödeyememe ihtimalini (kredi riskini) göz ardı ettikleri anlaşılmaktadır. Mortgage kredisi borçluyu en uygun olan kredi seçeneğini tespit etmede yeterli titizlik gösterilmemiş; düşük faiz oranını ve hükümetin düşük gelirli aileye ve azınlığa konut almayı teşvik eden politikasını bir hak ya da fırsat olarak değerlendirerek yoğun kredi talep etmiştir. Borçlunun bu hatalı yaklaşımında mortgage kuruluş ve ticari bankaların çok kazanç elde etmek maksadıyla mortgage sözleşmelerini daha çekici kılma-satma çabasının payı olduğunun da mutlaka vurgulanması gerekmektedir.⁸⁰ Faizin ileriki zamanda da düşeceği değerlendirilerek değişken oranlı olan konut kredileri seçilmiş, normal şartlarda altında kredi kullanamayacak olan düzenli işe ve mülke sahip olmayanlar dahi (Ninja-No Income No Job or Assets) verilen krediyi alabilmiştir.

⁷⁸ Demir v.d., a.y., s.6.

⁷⁹ Demir v.d., a.y., s.3.

⁸⁰ Mustafa Durmuş, *Kapitalizmin Krizi: 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi*, s.134; Demir v.d., a.y., s.4.

Kolay elde edilen krediler konut ihtiyacı dışındaki alanlarda kullanılmış, konut talebi ve böylece buna bağlı şekilde konut fiyatları artışa geçmiştir. Fiyatlar arttığı sürece zenginleştiklerini düşünen kişiler yatırım maksatlı yeni konutlar satın almış ve daha çok borç altına girmişlerdir.⁸¹ Tüketici hatasının krizlere diğer bir etkisi de mortgage kredisinin bir sonraki safhada menkul kıymete dönüştürülmesi ile dolaylı bir şekilde olmuştur. “Riskli kredi sayısı arttıkça taşıdığı risk de bu krediye dayalı olarak hayata geçirilen menkul kıymetler ve oluşturulan yeni araçlar (türev ürünleri) vasıtası ile el değiştirmiş, kredinin geri ödenememe riski sistemdeki üçüncü şahıslara devredilmiş ve giderek çığ gibi artmıştır”.⁸²

Kredinin geri ödenememesi durumu; mortgage sisteminde faaliyet yapan ya da mortgage kredisine dayalı menkul kıymete yatırım yapan finansal kuruluşa fonlama sıkıntısı oluşturmuş ve peşi sıra zararlar deklare edilmiştir. Mortgage sistemi içinde bulunan finansal kuruluşlar 2008 krizindeki asıl sorumlu olarak yer almaktadır. Ayrıca ikincil piyasada menkul kıymetleri ihraç eden kurum ve gölge bankacılık sistemleri de hatalı olarak kabul edilmiştir. Risk ve sorumluluktan kurtulduğunu düşünen kurum kredi standardını düşürmüş, kredi talep edenin kredi geçmişini, gelirini ve ücretini yeteri seviyede araştırmadan kredi talebine onay vermiş, yüksek riskli olan ipotek krediyi vermeyi sürdürmüştür. Tek başına böyle bir yaklaşım dahi konut balonunun oluşmasına, mortgage kredilerinin kalitesinin bozulmasına, riskli krediye dayanan menkul kıymetlerin artmasına, ödenmeyen kredileri takip eden menkul kıymet fonlamaları sıkıntısına zemin oluşturmuştur. Riskli kredinin ödenmemesi ve finansal kuruluşun yüksek kaldıraç oranı konut krizlerini finansal krizlere dönüştüren bir etken olarak görülmüştür. ABD’de finansal kuruluşun borçluluk oranı çok uzun yıllar süresince sürekli bir şekilde artmış, 2004 yılında yatırım bankalarının borçlanma oranı zirveye çıkmış, 2004 yılından önce 15:1 görülen kaldıraç oranı 2004

⁸¹ Mafhi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, s.67; , Dan La Botz, Ingo Schmidt, Fred Magdoff, vd. **Neoliberalizm ve Kriz**, çev. Barış Boysal, Çiğdem Çıdamlı, Deniz Şimşek, Levent Aydeniz, İstanbul, Kalkedon Yayıncılık. 2008, s.31.

⁸² Mafhi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, s.68.

yılı sonrasında 40:1'e seviyesine gelmiş ve 2007 ile 2008 yıllarında meydana gelen iflaslarla sonuçlanmıştır.⁸³

Kredi dereceleme kuruluşları (KDK) da burada önemli hatalara sahip diğer gruplar arasındadır. Dereceleri baz alan yatırımcılar, ihracatçılar, kredi talebinde bulunanlar ile hükümetin kararında kanaat oluşturması bakımından yönlendirici etkisi doğmuştur. Finansal ürünün karmaşıklığı ve çeşitlerinin artması ile yatırımcılar finansal ürünü değerlendirme / fiyatlama konularında güvenilir bilgiye çok daha fazla ihtiyaç duymuş, derecelendirme daha da çok önem kazanmıştır. Ama kriz, KDK'nın yeterince bağımsız ve güvenilir değerlendirme yapmadığını dolayısı ile yatırımcıyı yanlış yönlendirdiğini ispat etmiştir. Gelirinin büyük bir kısmını menkul kıymet pazarlayan ve bu maksatla derecelendirme talebinde bulunan kurumlardan sağlayan KDK; kredi derecelendirme talebinde bulunan kurumlarca tercih edilmeyeceği ihtimali ile şişirilmiş kredi notu tespit edebilmiştir. Sorunlu krediye dayalı menkul kıymete yüksek kredi notu vermeleri durumu kredi riskinin düşük seviyede olduğu algısını pekiştirmiş, yatırımcının iştahını kabartmış, dolayısı ile yapılandırılmış ürünlere yatırımlar fazlalaşmıştır.

Krizin çıkması ile kredi notları aşağı olacak şekilde yenilenmiştir. Kredi notunun indirilmesi dolayısıyla menkul kıymetlerden çıkmak isteyen yatırımcı sayısı fazlalaşmış, bu durum ürünleri nakite çevirmeyi zor duruma getirmiş, ürünlerde oluşan büyük değer kaybı piyasada panik havası oluşturmuş, menkul kıymetleri fonlamada sıkıntılar başgöstermiş, sistem zincirleme bir şekilde kilitlenerek likidite krizi artmıştır.⁸⁴

KDK'na ait diğer bir hata da çıkar çatışmasının olmasıdır. "KDK'nın değerlendirme altına aldıkları menkul kıymet ihraç eden kurumlara aynı zamanda danışmanlık hizmeti de verebilmesi yüksek kredi notuna sahip olmak isteyen ihraççı kurumlar ile

⁸³ Selcen Çalışkan ŞAHİN, Küresel Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011, s.11-13.

⁸⁴ TCMB, Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 11. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2010, s. 56; Demir v.d., a.y., s.9.

KDK arasında çıkar savaşı riskini ortaya koymuş, KDK yaptığı değerlendirmelerde bağımsız ve objektif hareket edememiş, tarafıca davranmaya başlayabilmiştir”.⁸⁵

KDK ile alakalı diğer bir problem de karışık finansal ürünü ve firmanın finansal sorunlarını doğru bir şekilde değerlendirebilecek teknik bilgiye sahip bulunmamasıdır. Batan çoğu büyük şirketler inceleme altına alındığında hepsinin krizden önceki süreçte yüksek kredi notu aldığı anlaşılmıştır. Lehman Brothers iflasını açıkladığı zaman notunun A2 seviyesinde olduğu görülmektedir.⁸⁶ Billhassa bireysel yatırımcının finansal okuryazarlık eksikliği konut ile menkul kıymet yatırımının taşıdığı risk, değerlendirmelerin önüne geçmiştir. Yanlış ve yetersiz bilgiye dayanarak sürü psikolojisi ile yapılan borçlanma ve yatırımlar; menkul kıymet ile konut balonu yanı sıra riskli kredilerin artması ve fonlama sıkıntısı krizin nedenlerini tetiklemiştir.

2.3.2.4. Yasal ve idari yapı kökenli hatalar

Yasal ve idari yapı temelli hatalar, finansal piyasaları denetim, gözetim ve düzenleme ile yetkili olan yasal ve idari yapının mevcut küresel finansal piyasalarda yaşanmakta olan gelişmelere ayak uyduramaması nedeniyle ve yeteri kadar risk analizi yapamamasından oluşmaktadır. Bahsedilen durum, G20 Finansal Pazarlar ve Dünya Ekonomisi zirvesinde sunulan deklerasyonda “kriz öncesinde yüksek hızda büyüme, artan sermayedeki akımlar, çok aşırı risk iştahı ve yüksek oranda kâr elde etme arzusu gözlenmesine karşın finansal piyasaları denetleme ve düzenlemekle yetkili yasal ve idari yapı mevcut finansal piyasalarda meydana gelen riskleri yeterince gözlemleyememiş, milli düzenleyici aktivitelerin sistemik sonuçlarını göz önüne almamış ve finansal yenilikleri hesaplayamamıştır” ifadesi ile açıkça beyan edilmiştir.⁸⁷

⁸⁵ TCMB, Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, s.56.

⁸⁶ Berkan Ataş, Küresel Ekonomik Krizler ve Ülkelerin Küresel Krizlerden Sonraki Toparlanma Performanslarına Yönelik Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013.

⁸⁷ G20, Declaration Summit On Financial Markets And The World Economy, 2008, s.1, (Çevrimiçi), https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington_Declaration_0.pdf 18 Aralık 2018

Değişik ülkelerde farklılık göstermekle birlikte bu hataların çoğunun yasal ve idari yapının çok başlı olmasından ve bunun sonunda meydana gelen yasal boşluklardan ötürü olduğu anlaşılmaktadır. Örnek olarak ABD finans piyasalarındaki otorite yapısının dağınık bulunması ve her düzenleyici konumda bulunan otoritenin kendine özgü düzenleme geliştirmesi nedeniyle hukuki yapı karmaşıklaşmış, yapılan düzenlemelerin yerel ve merkezi olacak şekilde yapılması hukuki yapıyı daha karmaşık hale sokmuştur. Mortgage piyasası ile alakalı merkezi düzenlemeler içinde FED düzenlemeleri ile birlikte, FDIC (Federal Mevduat Sigorta Kurumu - Federal Deposit Insurance Corporation) tarafınca hazırlanmış düzenlemeler de yer almakta, düzenlemeler sistemin içinde bulunan her bir otorite tarafından uygulanabilmekte ve ilgili kanunlar eyaletten eyalete değişik hükümler barındırabilmektedir.⁸⁸

Yasal yapı karmaşasının yanında denetim faaliyetlerini de yürüten idari yapıların karmaşıklığı da göz önüne alınmalıdır. ABD’de FED haricinde Para Birimi Denetleme Bürosu (Comptroller of the Currency - OCC) , FDIC ve Tasarruf Denetim Ofisi (Office of Thrift Supervision – OTS) gibi kurumlar da bankaların denetim ve gözetiminden sorumlu bulunmaktadır. Bunun yanında eyalet seviyesinde de denetim ve gözetimden sorumlu birçok bankacılık bölümü bulunmaktadır. FED’e bağlı çalışan 12 eyalet merkez bankasının da olduğu göz önüne alındığında bu durumun kontrol altına alınması güç bir sistem meydana getirdiği ve denetim boşluğu olduğu aşıkardır.⁸⁹

2.4. 2008 Küresel Finansal Krizinin Temel Nedenleri

Krizlerin kökeninde bulunan hatalar, krizi meydana getiren sebeplere temel teşkil etmiş etmenlerdir. Örnek olarak ABD hükümetince uygulanan konut almayı teşvik eden politika, vatandaşın ödeme gücünün üstünde borçlanma tercihi ve finansal kuruluşlarca mortgage kredisi kullandırma arzusu gibi hatalar yapılmamış olsa idi;

⁸⁸ Demir v.d., a.y., s.20-21.

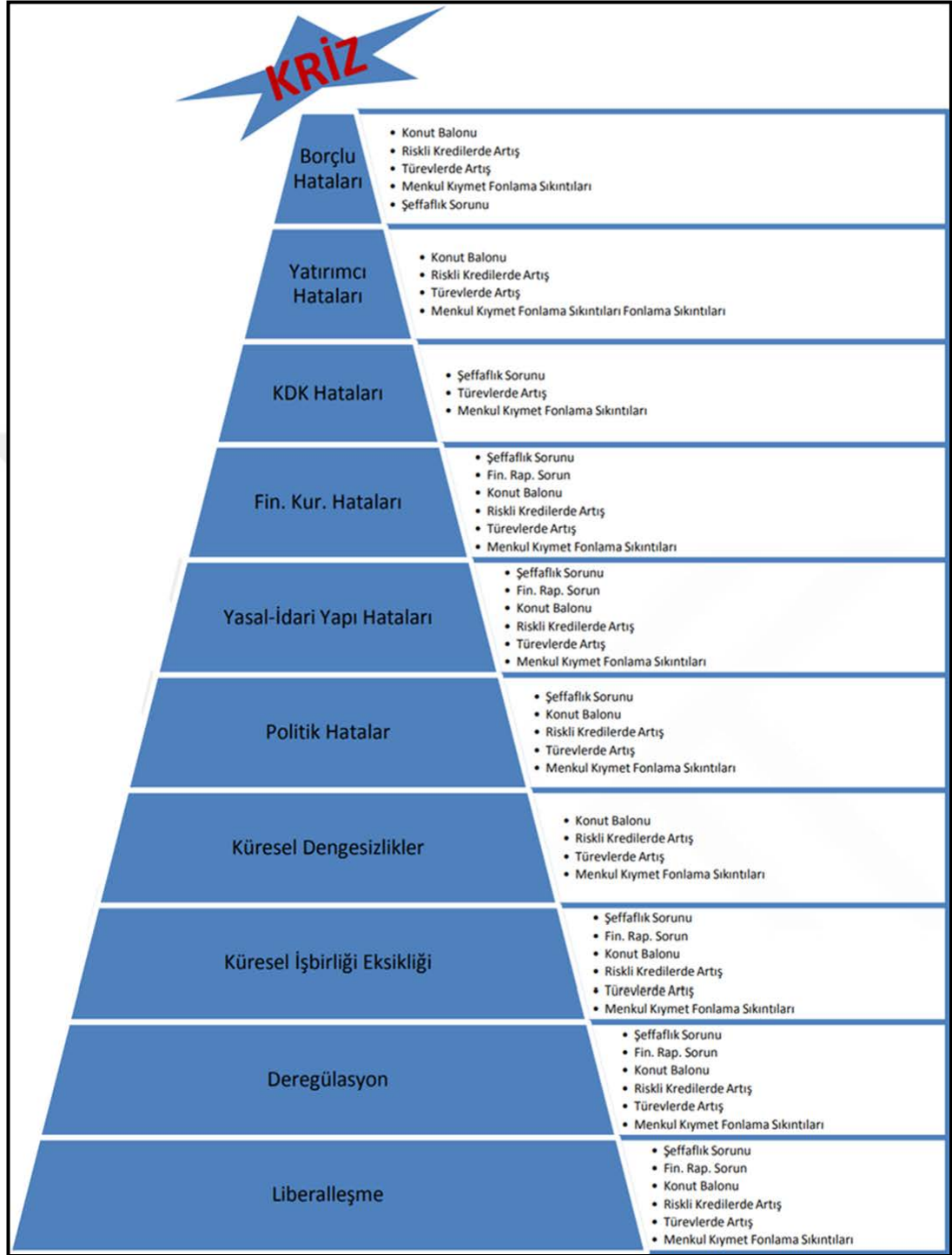
⁸⁹ Nursel Yavuzarslan, Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, 2011, s.32.

konut balonu yaşanmayacaktı ya da mortgage kredi kalitesi bu boyutta bozulma göstermeyecekti dolayısı ile krizin başladığı durum yaşanmayacaktı.

Hataların krize sebep olmak için kasten yapıldığı öne sürülmemektedir ancak oluşabilecek riskler öngörülebilseydi, hırslar kontrol altında tutulabilseydi mevcut hataları ve krize sebep olan nedenleri engellemenin önüne geçilebileceği değerlendirilmektedir. Bu bölümde 2008 krizinin hangi hata ve/veya hatalarla şekillendiği anlatılmıştır.

Şekil 3. Krizin Nedenleri ve Bunları Besleyen Hatalar⁹⁰

⁹⁰ Kırıcı, a.g.e., s. 31.



Kaynak: Kırıcı, Hülya - Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan Önlemler ve Sonuçları, Doktora Tezi, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017.

Krizden önce krizin temelinde bulunan hataların etkisi ile şeffaflık süreci kesintiye uğrayarak bilgi asimetrisine neden olmuş, piyasa oyuncularını rasyonel olmaktan uzaklaştırarak yapmayı arzu ettikleri işlemi yapmama (ters seçim) ya da çıkar elde etmek için diğerlerine ait düşünceleri manipüle etme (ahlâki tehlike) sonucuna neden olmuş ve piyasanın dengesini altüst etmiştir. Finansal piyasalarda istikrarsızlık oluşturan şeffaflık sorununun; borçlu hataları, KDK, finansal kuruluş, yasal-idari yapı, hükümet politikaları, küresel işbirliği eksikliği, deregülasyon ve liberalleşme ile beslendiği anlaşılmıştır.

a) Şeffaflık sorunu

Şeffaflık sorunu; finansal piyasa aktörünün doğru karar almak amacıyla karşı tarafla ilgili yeteri kadar bilgiye sahip olmaması (asimetrik bilgi) sebebi ile risk ve getiriye yanlış analiz ederek yanlış kararlar almasından kaynaklanan problemler oluşturmaktadır.

b) Finansal raporlama sistemi sorunları

Kriz öncesinde işletmelerin gerçekçi, güncel ve güvenilir bilgiler vermek yerine işletmenin gerçekte var olduğundan daha güçlü bir şekilde algılanmasını sağlamamak amacıyla hâlihazırdaki finansal durumu örtmeye yönelik finansal raporlar hazırlanması sonunda gelişen problemlerdir. Finansal raporun yeteri kadar doğrulanabilir, karşılaştırılabilir, şeffaf, güvenilir ve anlaşılabilir nitelikte sunulmadığı görülmektedir. Finansal raporlama sistemi sorununun; finansal kuruluş, yasal-idari yapı, küresel işbirliği eksikliği, deregülasyon ve liberalleşme hatalarıyla geliştiği anlaşılmaktadır. Hataların sebep olduğu finansal piyasa ortamında finansal kuruluş ve mevcut diğer işletmelerin verdikleri manipüle edilmiş finansal bilgi; işletmeleri değerlendirirken finansal raporu esas alan tarafları yanlış bilgiye sevk etmiştir.

c) Yüksek riskli Mortgage kredileri

Mortgage konut finansman sistemi mevcut fonlama açısından kendi kendini besleyen bir yapısı vardır. Fakat zincirin halkasından birinde yaşanan sıkıntı diğerlerini

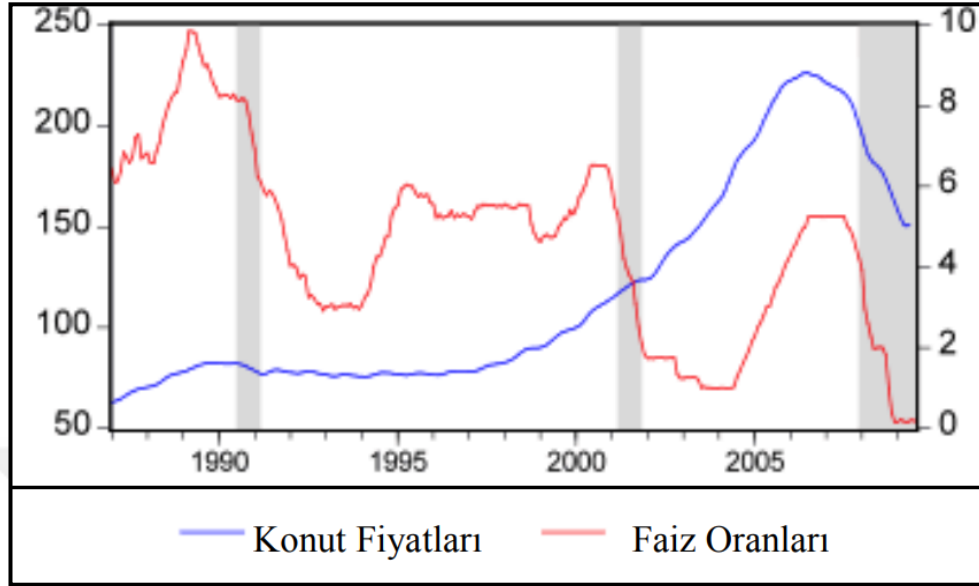
etkilemektedir. Sistem işleyişini devam ettirebilmesinde sistemin başlangıç halkası olarak kabul edilen ipotekli konut kredisi taksitlerinin düzenli olarak ve zamanında ödenmesi kritik öneme sahiptir. 2008 krizinden önce deregülasyon, liberalleşme, küresel dengesizlikler, küresel işbirliği eksikliği, yasal-idari yapı, finansal kuruluş, hükümet politikaları, yatırımcı ve borçlu hataları nedeniyle ABD’de borçluluk oranı artış göstermiştir. Kredi riski dikkate alınmayarak kredi geçmişi iyi olmayan, gelirini belgelendiremeyen, alt gelir grubu olarak adlandırılan Sub-Prime (eşik altı) gruba kullandırılan kredi ile faiz oranı riski dikkate alınmayarak değişken oranlı mortgage kredisi verilmesi nedeni ile kriz adeta davet edilmiştir.

d) Konut balonu

Konut balonu, “gayrimenkul değerinde yaşanan, gelir ile diğer göstergeler dikkate alındığında sürdürülemez safhaya gelinceye değin devam eden çok hızlı artış” olarak adlandırılabilir.⁹¹ ABD’deki konut fiyatları 1997 senesinden itibaren yukarı yönde artmış, 1997- 2001 senelerinde yaklaşık %59, 2001 senesi ile 2006 senesi arasında %83 seviyesinde artmıştır. Konut fiyatlarının artmasındaki en büyük faktör ekonominin canlandırılması, yeni iş alanları açma, ek refah seviyesi sağlama gibi hedefler güdülerek 2001 senesinden sonra düşük faiz oranları ile desteklenen borcu ve tüketimi özendirici, genişleyici hükümet politikaları sayılmaktadır.

⁹¹ M. Katalina Bianco, The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects Of The Mortgage Meltdown, 2008, s.3, (Çevrimiçi), <https://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf>. 15 Ocak 2019.

Şekil 4. ABD Federal Fon Faiz Oranları ve Konut Fiyat Endeksi (1987-2009)⁹²



Kaynak: “Avusturyacı Konjonktür Teorisi ve Küresel Kriz”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 73. 2010, s.20-34.

Faiz oranındaki düşüş ile konut fiyatındaki yükseliş arasındaki çok güçlü ilişki net olarak ortaya çıkmıştır. Para-kredi genişleme politikası kısa vadede piyasaları canlandırırsa bile uzun vadede oluşabilecek enflasyonist baskı ile daralma politikaları mecburiyeti doğunca canlanma durumu yerini durgunluğa ve nihayetinde krize bırakmaktadır, bu kriz de genişleme dönemi sonrası takip eden daralma döneminde meydana gelmiştir.⁹³

Aynı dönem içinde konut balonu bulunan tek ülkenin sadece ABD olmadığı, Letonya, İzlanda, İngiltere, Dubai, İspanya, İrlanda, Avustralya gibi dünyanın çeşitli bölgelerinde son zamanlarda gayrimenkul fiyatlarında değerlerin arttığı bilhassa riskli konut kredisi dağıtmak sûretiyle konut balonunun oluşmasına imkân sağlayan

⁹² Ersan Bocutoğlu ve Aykut Ekinci, “Avusturyacı Konjonktür Teorisi ve Küresel Kriz”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 73. 2010, s.24.

⁹³ A.y.

finans kuruluşunun davranışının da dünyanın bütün yerlerinde aynı olduğu ve birçok ekonominin ABD ile benzer kırılganlığa sahip olduğu gözlemlenmektedir.⁹⁴

e) Menkul kıymetleştirme ve türevlerde küresel artış

Menkul kıymetleştirme ya da varlığa dayalı olarak menkul kıymet kredisi veren kurumların bilançosunda var olan likit olmayan alacakların (kredi kartı alacakları, otomobil kredileri, konut kredileri vs) benzer vasıfta olanlarını bir arada toplayarak, kendisinin ya da bu hedefle kurulmuş olan bir kurumun aracılığıyla sermaye piyasalarına bahse konu alacak havuzuna dayalı olarak menkul kıymet ihraç etmeleri, ödemelerin bu havuz içindeki alacakların geri ödenmesiyle finansmandır.⁹⁵

Modern anlamdaki menkul kıymetleştirme ise 1970 senesinde ABD hükümeti tarafından konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi desteklemesiyle başladığı görülmektedir. Finansal yenilikler; kredi genişlemesine yol açma, bankaların risk alma eğilimini artırma, bankaların aracılık aktivitelerinin kredi aracılığından, risk aracılığına dönüşmüş olması, bankaların risk ve borçluluk düzeyinin takip edilmesinde güçleşme sorunlarını da birlikte göz önüne getirmiştir.⁹⁶ Organize olan bir piyasa çatısı içinde gerçekleşmeyen, belli bir yetkili makama raporlama zorunluluğu altında olmayan ve etkin denetim yapısına sahip bulunmayan tezgâh üstü türev işlemin artması, kriz dönemi içinde, bu işlemde karşı tarafın sorumluluğunu yerine getirememesi durumuna bağlı olan riski finansal sistemin geneline dağıtmıştır.⁹⁷

Menkul kıymetin ve türev ürünün değerinde meydana gelen ciddi düşüş, buna aracılık eden ya da yatırım amacı ile elinde bulunduran şirketin borsa değerini hızla

⁹⁴ Nouriel Roubini and Stephan Mihm, Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği, çev. Işıl Tezcan, İstanbul, Pegasus Yayıncılık, 2012. s. 135-137.

⁹⁵ Ali Hepşen, **İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No 13, 2005, s.4.

⁹⁶ Özge Ülkütaş Saçcı, Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar ve Piyasa Disiplininin Sağlanması: Türk Bankacılık Sektörü, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013, s.33-34.

⁹⁷ TCMB, Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 17. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2013, s.137.

aşağı çekmiş, büyük zarar ve iflasa sebep olmuştur.⁹⁸ “2008 senesinde dünyadaki toplam GSMH’sı altmış trilyon iken türev piyasa hacminin 670 trilyon dolar olduğu” diğer bir deyişle sanal piyasadaki hacmin gerçek üretim değerini 10 kat aştığı değerlendirildiğinde finansal ürünlerin bir krizde yol açtığı derinliğin boyutu daha iyi görülecektir.⁹⁹

f) Menkul kıymet fonlama sıkıntıları

Menkul kıymeti elinde bulunduran yatırım bankası, ticari bankanın yatırım bankacılığı bölümü, emeklilik fonu, hedge fonu, kredi riskini sigorta yapan kuruluşunun menkul kıymeti ve türev ürünü eski fiyatlarından satamaması nedeni ile nakit akışı doğru çalışmamış, finansal varlığın anapara ile faiz ödemesi durma seviyesine inmiştir. Piyasadaki panik havası ile yatırımcının bankadan parasını çekmeye başlaması, geri dönmeyen kredi ve değeri düşen finansal ürün sebebi ile fonunu çevirmekte baştan beri zorlanmakta olan banka ve diğer kuruluşların likidite koşullarını çok daha ağır hale getirmiştir. “Sermayesi giderek eriyen banka kredi ve yatırımının daha da kötüye gideceği tedirginliği içinde riskten kaçınmak maksadıyla borçlanma koşuluna sıkı tedbir almış, birbirine dahi borç vermekten imtina etmiş, borç vermek yerine likitte kalmayı seçmiş” kredi krizi bir anlamda likidite krizine evrilmiştir.¹⁰⁰

2.5. Uluslararası Finansal Yapının Krize Tepkisi

2008 krizinin meydana getirdiği yıkıcı sonuç uluslararası finans sistemlerinin zayıf taraflar barındırdığını göstermiş, uluslararası finansal istikrarın korunması ve sağlanması için uluslararası kurum ve platformları daha da ön plana getirmiştir. Bu kapsamda;¹⁰¹

⁹⁸ Eğilmez, Küresel Finans Krizi, s.72.

⁹⁹ Orkun ÖZBEK, “Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği”, **İzmir Ticaret Odası AR-GE Bülteni**, Aralık 2009, s.3.

¹⁰⁰ Roubini ve Mihm, **a.y.**, s. 154.

¹⁰¹ Efsun Ayça Değertekin, “Finansal Krizle İlgili Uluslararası Kurumların Yürüttüğü Çalışmalar”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 89. 2010, s. 16-17.

- i. Menkul kıymet düzenlemesine ilişkin hedef ve prensibi revize etmede IOSCO (Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü),
- ii. Kriz ile birlikte sarsılan bankacılık alanına yönelik güveni, standardı revize ederek yeniden oluşturmada BCBS (Basel Bankacılık Denetim Komitesi) ve BIS (Uluslararası Ödemeler Bankası),
- iii. Uluslararası kurumlar ile ortak çalışmalar yürütme, uluslararası platformda benimsenen ilkenin ulusal düzenlemeye dahil edilip edilmediğini analiz etmede FSB (Finansal İstikrar Kurulu),
- iv. Krizle mücadelede finansal boyutu IMF (Uluslararası Para Fonu),
- v. Krize karşı genel ortak mücadele zemini meydana getirmede G20 ön plana çıkmıştır.

2.5.1. G20

Gelişmiş ülkelerin 2007 senesinde ABD’de ilk belirtisini gösteren krize yönelik duyarsız kaldığı ve önlem almakta geciktiği anlaşılmaktadır. Kriz, en başta ABD’nin sorunu olarak kabul edilmiş fakat Avrupa bankacılık sistemi içinde de çöküşün başlaması ile hareket edilmiş, alınacak önlemler üstünde müzakere edilmiştir.

Kriz boyunca G20 ilk defa zirve toplantısını 2008 senesi Kasım ayında yapmış, krizin sebepleri, dünya çapında alınabilecek önlemler görüşülmüş, finansal piyasa reformu için genel ortak ilkeler tespit edilmiştir. Krizin sebepleri olarak; i) güçlü küresel büyüme ile artan sermaye akımı ve piyasa katılımcısının riski tam olarak değerlendiremeden finansal araca yatırım yapmaya yönelmesi, ii) zaruri standartların oluşturulamaması, giderek karmaşık hale gelen finansal ürün ve yüksek kaldıraç kullanımıyla sistemin kırılganlığının yükselmesi, iii) gelişmiş belli başlı ülkelerdeki politika yapıcı, düzenleme ve denetleme otoritesinin finansal piyasada biriken riski yeteri kadar tahlil edememesi durumu, iv) ülkenin tutarlı ve etkin politika

yürütememesi sebebiyle sürdürülemeyen küresel makro ekonomik sonucun oluşması belirtilmiştir.¹⁰²

2008 zirvesinde finansal piyasa reformu için; i) finansal piyasada hesap verilebilirlik ve şeffaflığın güçlendirilmesi, ii) denetim ve gözetim yapısının geliştirilmesi, iii) finansal piyasada güvenilirlik ve doğruluğun desteklenmesi, iv) uluslararası işbirliğinin arttırımı ve uluslararası finansal kuruluşların tekrar yapılandırılması kararlarında uzlaşmıştır. Bunun yanında dünya ekonomisinin harekete geçirilerek finansal sistemlerin istikrarının sağlanması zorunluluğu öne çıkarılmış, kamu otoritesinin krize müdahale etmesinin bir zorunluluk olduğu, ülkelerin beraber ortak hareket etmesinin etkili olacağına anlaşılmıştır.¹⁰³

2008 zirvesinden sonra sırasıyla 2009 senesinde Nisan Londra, Eylül ve Kasım ayında Pittsburgh, Haziran 2010 tarihinde Toronto, Kasım 2010 ayında Seul, Kasım 2011’de Cannes, Haziran 2012’de Los Cabos, Eylül 2013’de Saint Petersburg, Şubat 2014’de Brisbane zirve toplantısı icra edilmiştir. Zirve sonrasında yapılan açıklama ve alınan karar bir bütün olarak ele alındığında; G20’nin krize temel teşkil eden kırılganlıkların yok edilmesi ve gelecek zamanda büyük bir krizin yaşanmasının önüne geçilmesi maksadıyla küresel işbirliği içinde dengeli ve sürdürülebilir küresel büyümenin sağlanmasıyla küresel finansal sistemin tekrar yapılandırılması olacak şekilde iki temel madde tespit ettiği görülmektedir.

2.5.2. Uluslararası Para Fonu (IMF)

Küresel krizle alakalı olarak IMF; düşük faiz ve yüksek büyüme döneminin aşırı iyimser zemininde yüksek kaldıraç düzeyi ve aşırı risk almaya yol açan bir durumda krizin tohumlarının ekildiğini, bölünmüş düzenleme yapısı içinde yeni finansal aracın yaratıldığı ve böylece makroekonomik politikalar, piyasa disiplini ve küresel gözetim alanında çeşitli aksamaların oluştuğu, makroekonomik politikayı biçimlendirenin de finansal sistem ve konut piyasasında sistemik riske katkıda bulunan makro ekonomik dengesizliği yeterince dikkate almadıkları, politikanın

¹⁰² G20, Declaration Summit On Financial Markets And The World Economy, a.y., s.1.

¹⁰³ G20, Declaration Summit On Financial Markets And The World Economy, a.y., s.1-5.

koordine edilmesinde uluslararası seviyede etkili bir birlikteliğe ulaşamadığı analizini sunmuştur.¹⁰⁴

Küresel finansal sistemi gözetim ve izleme faaliyetini modernize ederek; i) küresel boyutta finansal güvenlik ağına genişletilmesi, ii) IMF kredisinde esnekliğin daha da artırılması, iii) gözetim sisteminin güçlendirilmesi, iv) savunmasız olan kesimlerin koruma altına alınması, v) yönetim alanında değişim kararlarını kabul etmiştir.¹⁰⁵ Değişim kararına yönelik en öne çıkan çalışma gözetim sisteminin güçlendirilmesine dairdir.

İcra Direktörü Kurulu 2008-2011 dönemlerini kapsayan, finansal sistemleri denetleme ve üye ülkenin ekonomik ve finansal politikasını izleme faaliyetinde yönlendirici rolde bulunacak operasyonel ve ekonomik önceliğini tespit etmiştir. IMF kendi öncelikleri yönünde hem ulusal, hem de uluslararası seviyede acil politika önlemleri olarak;¹⁰⁶

- i. Finansal sektöre ait bilançonun onarılması,
- ii. Para politikaları desteğinin yurtiçi koşula uygun şekilde tasarlanması,
- iii. 2009'da ve de 2010'da ekonomik canlanmayı temin etmek için küresel seviyede mali önlem alınması ve iv) uluslararası finansman desteğinin öneminin kavranması gerektiğini dile getirmiştir.

Üye ülkenin likidite ihtiyacını karşılamak üzere i) Kısa Vadeli Kredi İmkânı ve Esnek Kredi Hattı, ii) İhtiyatı Kredi Hattı meydana getirilmiştir, iii) kullanılmamakta olan bazı özel amaçlı fırsatlar yürürlükten kaldırılmıştır, iv) hızlı finansman aracı oluşturularak esnek düzenlemeler uygulamaya geçirilmiştir. Yoksul ülkelere yer açtığı kaynak kapasitesini çoğaltmış, sağlanan imtiyazların derecesini yükseltmiş ve de yeni kredi aracı geliştirerek yoksul ülkenin finansman ihtiyacını en iyi şekilde

¹⁰⁴ IMF, IMF Yıllık Raporu 2009, s.3, (Çevrimiçi), http://www.imf.org/external/lang/turkish/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09_tur.pdf 10 Aralık 2018.

¹⁰⁵ Takatoshi Kato, "The IMF's Response To The Financial Crisis", 2009, s.2, (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/062509.htm> 29 Aralık 2018.

¹⁰⁶ IMF, IMF Yıllık Raporu, a.y., s.3-4,.

karşılamaı amaçlamıştır.¹⁰⁷ Krizi hesaplayamamış olsa da IMF'nin kriz boyunca krizin etkisinin hafıfletilmesi, gözetim ve finansman sağlama maksadıyla aktif rol oynadığı, adil bir yönetim reformu gerçekleştirmek maksadıyla uğraştığı gözlenmektedir.

2.5.3. Finansal İstikrar Kurulu (FSB)

Nisan 2009 tarihinde G20 toplantısında alınan kararlarla FSF (Financial Stability Forum)'nin yeniden yapılandırılmasıyla teşkil edilmiştir. Hedefi küresel boyuttaki finansal istikrarın çoğalmasıdır. Yeni üyelerin de katılımıyla görev alanı genişlemiş, geçmiş zamanda finansal istikrar maksadıyla tavsiyede bulunurken, denetleyici ve düzenleyici politikanın üretildiği kurul durumuna evrilmiştir.¹⁰⁸

FSF'nin önermiş olduğu finansal istikrarsızlığı önleyici tavsiye ve prensipler, krizin nedenini çok yönlü bir şekilde besleyen sınır ötesi aktiviteler, ücret ve denetim uygulamasını kapsamaktadır. Nisan 2009 tarihinde yayınlanmış prensipler içinde bulunan kriz yönetimindeki sınır ötesi işbirliği prensibinde düzenleme ve gözetim önerisinin öne çıktığı gözlenmekte, küresel işbirliği tavsiyesi ön plana çıkmaktadır. Ücret uygulamasına ilişkin prensipler dahilinde büyük finans kuruluşları tarafından ödenen ücret ve primin sermaye zeminini zayıflatmaması, ücretin yıllık olarak kamuoyuna açıklanması, ücretlendirmenin alınan risk seviyesi ile uyumlu olmasına bakılması, ücretlendirmenin, kamu otoritesi ve hissedarın etkin denetim ve gözetiminde olması tavsiyeleri yer almaktadır. Erken uyarı mekanizması önerisi ile de sistemik risklerin takip altına alınması, borçluluk ile likidite riski benzeri finansal kırılganlığı çoğaltan göstergelerle beraber incelenmesi gerektiğinin dikte edildiği gözlenmektedir. Denetleme komitesi tavsiyesi ile uluslararası finans kuruluşunun gözetiminin güçlendirilmesi ifade edilmiştir.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Armağan Türk, "Krizler, Yeni Finansal Mimari, IMF ve Dünya Bankası", **Uluslararası Kurumların Değişen Rollerini: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler**, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, İstanbul, 2014, s.161.

¹⁰⁸ Değertekin, a.y., s.18.

¹⁰⁹ Değertekin, a.y., s. 19.

2.5.4. Basel Bankacılık Denetleme Komitesi (BCBS)

Kriz boyunca finansal sistemlerin tekrar yapılandırılması gerektiği ve dünya çapında finansal kuruluşların likidite ve sermaye düzenlemesinin yetersiz olduğu analiz edilerek likidite ve sermaye ile alakalı yeni bir düzenleme ihtiyacı meydana gelmiş, sınır ötesi etkisi dikkate alınarak özel olarak, literatürde “başarısız olamayacak kadar büyük” olarak bilinen sistemik olarak önemli bir finansal kurum veya sistemik olarak önemli bir banka, sigorta şirketi veya başarısızlığı bir finansal krizi tetikleyebilecek başka bir finansal kurumlara (Systematically important financial institution – SIFI) odaklanmaya gidilmiş, BCBS’ye uygulamaları çok yakından izlemek gibi bir görev verilmiştir. Bu maksatla yürütülmekte olan iki çalışma (Basel III ve SIFI’ların Meydana Getirdiği Ahlaki Tehlikenin Düşürülmesi-FSB Zaman Çizelgeleri ve Önerileri) Kasım 2010 tarihindeki G20 Seul zirvesinde onaylanmış, SIFI’ların Meydana Getirdiği Ahlaki Tehlikenin Düşürülmesi -FSB Zaman Çizelgeleri ve Önerileri (Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions-FSB Recommendations and Time Lines) FSB tarafından deklare edilmiştir.¹¹⁰ Dökümanın genelinde;¹¹¹

- i. sorunlu olan bankalar, finansal sistemlere zarar vermeden ve kamu desteği almadan çözümlenebileceği, güvenli ve hızlı çözümleme sürecine sahip bulunmalıdır,
- ii. SIFI’lar, sebep oldukları riskin büyüklüğü sebebiyle Basel III’de vurgulanan standartlarca öngörülenden daha da yüksek zarar karşılama kapasitesine sahip bulunmalıdır,
- iii. sistemik risk meydana getirebilecek finansal kuruluş yerel otorite tarafından daha sıkı gözetim ve denetime alınmalıdır,
- iv. SIFI’ların finansal sistemlerde yol açabileceği riskin (bulaşma riski vb.) azaltılmasını sağlamaya yarayacak standartlar tatbik edilmelidir

¹¹⁰ TCMB, Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 11. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2010, s.53.

¹¹¹ TCMB, Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, s.54-55.

- v. G-SIFT'lara dair ulusal bazda uygulanacak düzenleme birbiri ile tutarlı ve uyumlu bulunmalıdır tavsiyelerinden bahsedilmektedir.

Basel III ile; Basel II'de % 2 seviyesinde bulunan asgari çekirdek sermayesi %4,5 seviyesine, Basel II'de % 4 seviyesinde bulunan asgari ana sermaye oranı %6 seviyesine çıkarılmış, asgari sermaye yeterlilik rasyosu ile ilgili bir değişikliğe gidilmeyerek %8 seviyesinde tutulmuştur. "Sermaye koruma tamponunun da nihai şeklini %2.5 seviyesinde olacak şekilde 2016 senesinden 2019 senesine kadar kademeli bir şekilde artırılarak sermaye oranlarına ilave edilmesi ele alınmıştır".¹¹²

Basel III ile; Net İstikrarlı Fonlama Oranı (Net Stable Funding Ratio) ve Likidite Karşılama Oranı (Liquidity Coverage Ratio) isimli iki likidite oranı tespit edilmiştir. LCR ile bankanın daha güvenilir olan likit varlığa yönelmesi, dolayısı ile daha güçlü likidite tamponlarıyla faaliyette bulunması beklenilmektedir. NSFR vasıtasıyla orta ve uzun vadede bankanın pasif yapısını güçlendirmek yoluyla daha güvenilir ve istikrarlı bir fonlama sağlaması hedeflenmektedir.¹¹³

2.5.5. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

BIS küresel kriz ile ilgili çalışmasını uluslararası kuruluşlar ile koordineli bir şekilde, üç temel bölgeye yoğunlaşarak devam ettirmiştir. Reform çalışmasında yoğunlaştığı alanlar; bilanço büyüklüğünün, içeriğinin ve de risklerin daha da iyi yönetilmesi, yönetişimin geliştirilmesi ve piyasadaki disiplinin iyileştirilmesi şeklinde ortaya konabilir.¹¹⁴

Sistemik riskin finansal sistemler ve ekonomideki olumsuz etkisini önlemek ya da sınırlamak maksadıyla makro riski azaltıcı politikanın uygulanmasında kurumsal yapılanmaya dair çalışma yapılmış, Kasım 2011 tarihinde makro riski azaltıcı çerçeve ve araca ilişkin İlerleme Raporu hazırlanmıştır. Rapora içeriğine göre etkin

¹¹² BDDK, Sorularla Basel III, 2010, s.6, (Çevrimiçi), http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf, 5 Ocak 2019.

¹¹³ Saçcı, a.g.e., s.106-108.

¹¹⁴ TCMB, Mayıs 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 12. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2011, s.80.

makro riski azaltıcı çerçevenin; politikacılar üzerinde sistemik risk üstünde etki yaratabilecek politik tercihlere dair diyalog sağlanmasını, politika araç ile amaçları arasındaki çelişkinin çözülmesini ve sistemik riski azaltmaya dair uygun aracın kullanılmasını temin üzere milli koşullara ayarlanmış kurumsal düzenleme ve yönetim yapıları bulunmalıdır. Bu çerçevedeki çalışmalarda veri eksikliğinin giderilmesine, sistemik risk değerlendirmesi ve modellemesi ile makro riskin azaltılmasına yönelik yeni yöntemler geliştirilmesine önem verilmektedir.¹¹⁵

Makro riski azaltıcı politika kapsamında ve bilanço büyüklüğünün, içeriğinin ve risklerin daha da iyi yönetilmesi hedefine dönük olarak, kriz ile birlikte bütün dikkati üzerine çeken bankacılık sektörünün uyduğu Basel II kriterlerinin tekrar gözden geçirilmesine karar verilmiş ve Basel III uygulanmaya başlamıştır. Yönetişimin geliştirilmesine yönelik çalışmalar çerçevesinde Ocak 2009 tarihinde yayınlanan istişari raporlarda stres testinin etkinliğinin yükseltilmesi için; risklerin ileriye yönelik beklentiler kapsamında değerlendirilmesi, likidite ile sermaye planlamasında ve de risk alma kapasitesinin tespit edilmesinde kullanılması ve üst yönetim ve yönetim kurulu tarafından incelenmesi öne çıkarılmış, 2010 tarihinde Kurumsal Yönetim Prensipleri deklare edilmiştir. Piyasa disiplinine dönük olarak Denetleme Komitelerinin aktivitelerinin düzenlenmesi ve etkinliğinin çoğaltılması için Denetleme Komitelerinin Uygulama Yöntemine İlişkin Prensipleri Kasım 2010 tarihinde bildirilmiştir.¹¹⁶

2.5.6. Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO)

Menkul kıymetleştirme bazlı riskin kriz boyunca finansal piyasayı işlemez hale sokması düzenleme yapılmasını dikte etmiş, IOSCO da bahse konuda sorumluluk almıştır. Uluslararası muhasebe standardı, yatırımcıdaki güveninin tekrar inşası, finansal ürünün şeffaflığı, açığa satış işlemi ve kredi derecelendirme kuruluşları

¹¹⁵ A.y., s.80.

¹¹⁶ Değertekin, a.y., s.18.

alanlarındaki düzenleme eksikliğini gidermek amacıyla örgüt içinde çalışmalar yapılmıştır.¹¹⁷

Haziran 2010 tarihinde de 30 maddeden oluşan Menkul Kıymet Düzenlemelerine Dair Hedef ve Prensipler tekrar gözden geçirilmiş; sistemik risk unsurunun kontrol altında tutulması, düzenleyici sistemlerdeki eksikliğin giderilmesi hedefine ve çoğunlukla denetim kuruluşu, KDK'ları ve serbest fonun denetiminin etkinliğinin çoğaltılması ile finansal piyasada çıkar çatışmasının düşürülmesine dönük sekiz yeni madde ilave edilmiştir.¹¹⁸ Kasım 2012 tarihinde de menkul kıymetleştirmeden kaynaklanan riskin düşürülmesi ve menkul kıymetleştirme sürecine dönük ilkeler bildirilmiş; menkul kıymetleştirme işleminde standartlaştırma ve şeffaflığın çoğaltılması, yatırımcının daha ayrıntılı bir şekilde bilgilendirilmesi ile kredinin bilanço dışına çıkarılması ve doğabilecek çıkar çatışmasının önlenmesine yönelik tekliflerde bulunulmuştur.¹¹⁹

“Riski asgariye indirmek ve küresel tutarlılığı temin etmek üzere; IOSCO, BIS ve Ödeme ve İskan Sistemleri Komitesi (Committee on Payment and Settlement Systems- CPSS) tarafından FPA'lar ile ilgili olarak merkez bankası, piyasa düzenleyicisi ve diğer ilgili otoriteye; denetim, gözetim ve düzenleme sorumluluğunun yanında FPA'lar ile ilgili politikasını yayınlaması, uygulaması ile ulusal ve uluslararası diğer otoriteler ile işbirliği olacak şekilde 5 temel sorumluluk verilmiştir ”.¹²⁰

2.5.7. Diğer Uluslararası Kuruluşlar

Dünya Bankası (DB): DB krizlerden en fazla etkilenmiş olan az gelişmiş ülkelerin ve dünya çapındaki düşük gelirli kesimin yoksulluğunun düşürülmesi temel hedefine kanalize olmuştur. Küresel işbirliğini destekleme ve küresel dengesizliğe çözüm için

¹¹⁷ Gökben Altaş, “Sermaye Piyasasında Uluslararası Kurumlar”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 77. 2009, s.21-23.

¹¹⁸ Değertekin, a.y., s.19.

¹¹⁹ TCMB, Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 17. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2013, s.149.

¹²⁰ TCMB, Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 14. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2012, s.107-110.

uluslararası kuruluşlar ile ortak alanda çalışma yürütmüş, aynı zamanda da kendi kurumsal yapısı içinde değişiklikler yapmıştır. 2010 senesinde üye ülkelerin oy gücü, gelişmekte olan ülkelerin, özellikle de Çin'in, temsil gücünü yükseltmiştir. DB fonuyla, borç yükü bulunan fakir ülkelere yeni kredi imkanları geliştirmek niyetiyle IMF ile beraber ortak çalışma yürütülmüş ve finansal tüketicinin korunması, finansal eğitim ve finansal erişim alanlarında da teklifler sunulmuştur.¹²¹

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD): Kriz boyunca finansal istikrar ile sürdürülebilir ekonomik büyümenin tekrar sağlanması, yaşam standardı ve istihdamın artırılması istikametinde üyelerine ortak çözüm önerileri üretme maksatlı çalışmıştır. Krizden çıkış sürecinde para politikasının maliye politikası ile desteklenmesinin şart olduğunu vurgulamış, vergi indirimine özel önem atfetmiştir.¹²²

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB): IASB, finansal raporlama ile ilgili sorunların krize olan etkisini dikkate alarak tekliflerde bulunmuş, finansal ürünlerin muhasebeleştirilmesi, kamuyu aydınlatma ve finansal raporlamanın gerçeğe uygun şekilde değer ölçümü ile bilanço dışı varlığın muhasebeleştirilmesi özneli çalışmalar yapmıştır.

2.6. Finansal İstikrara Dönüş İçin Alınan Önlemler

Ülkeden ülkeye değişiklik gösterse bile krizden gelişmiş ya da gelişmekte olan tüm ülkeler zarar görmüştür. Krizin boyutunu ve alınan önlemleri daha anlamak için krizin tüm dünya ekonomisine etkisini çeşitli veriler ile açıklamak gerekmektedir. Öncelikle tüm finansal kuruluşlar çok büyük zararlar deklare etmiştir. IMF'nin Ekim 2008 tarihli Küresel Finansal İstikrar Raporuna istinaden finansal kuruluşların Eylül 2008 ayı sonunda raporladıkları zarar toplamı 760 milyar USD olarak kayda girmiştir. Açıklamada bulunulan zararların 580 milyar USD'si ABD bankasına ait olup, %95 civarı ABD ve Avrupa banka kaynaklıdır. 2007-2010 dönemindeki

¹²¹ Müslüme Narin ve Dilek Kutluay, "Küresel Finansal Piyasalarda Değişim ve Yükselen Güçler: BRIC Ülkeleri", **Ankara Sanayi Odası Yayın Organı**, 2013, s.45-46.

¹²² Lokman Kantar, Mortgage (İpotekli Konut Kredisi) ve 2008 Küresel Krizine Olan Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010, s.160.

zararların toplamı ise IMF'nin Ekim 2009 tarihli Küresel Finansal İstikrar Raporunda 2.809 milyar USD'ye yükselmiştir.¹²³

Finansal sektörün yanında reel sektörün büyüme oranı düşüş göstermiş, dünya ticareti geriye gitmiş, dünya genelindeki işsizlik çok hızla yükselmiştir. ILO'nun verdiği bilgiye göre dünya genelindeki işsiz sayısı 2007 senesinde 170,7 milyon iken, 2008'de bu rakam 176,4 milyona, 2009'da ise 197,7 milyona ulaşmıştır. Belli başlı bazı ülkelerin işsizlik artış oranlarına bakacak olursak; krizin meydana geldiği ABD'de 2007 senesinde %4,6 seviyesinde olan işsizlik oranı 2008 yılında %5,8'e, 2009 yılında %9,3'e; Japonya'da 2007 senesinde %3,9 iken, 2008 yılında %4'e, 2009 yılında %5,1'e, İspanya'da 2007 senesinde %8,3'den, 2008 yılında %11,4'e, 2009 yılında %18,1'e yükselmiş olduğu gözlenmektedir.¹²⁴

Aynı dönemdeki sermaye hareketi düşmüş, borsada sert düşüş meydana gelmiş, perakende mağazaları kepenk kapatmış, orta ya da düşük gelirli pek çok aile evini kaybetmiştir. Krizin özetle açıklanan yıkıcı etkisiyle baş edebilmek maksadıyla ülkeler; uluslararası finansal mimari önerisi doğrultusunda hızlı ve koordineli olarak önlemler almıştır.

2.6.1. Küresel Ölçekte Alınan Önlemler

2.6.1.1. 2007-2008 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler

Krize karşı en kapsamlı önlemin krizin kaynağındaki ABD'de ve de diğer gelişmiş ülkelerde alınmış olduğu gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde, önceliğin piyasada yaşanan likidite sıkışıklığına çözüm bulunması ve kredi mekanizmasının tekrar işlerlik kazanmasına yönelik politikaya verildiği görülmektedir.

Uyguladığı politikalar incelendiğinde bankanın sermayeye erişimini kolaylaştırmaya yönelik önlemlerdeki ağırlığı önemli bir seviyededir. Bu hedef çerçevesinde MB'sının faiz oranını düşürdüğü ve hükümetin de bankanın bilançosunu

¹²³ Şahin, a.g.e., s.17.

¹²⁴ Adem Korkmaz, Hüseyin Avsallı, Gülsüm Korkut, Hasan Güner ve Alim Tetik, "Küresel Ekonomik Krizde Dünyada ve Türkiye'de İşsizlikle Mücadelede Uygulanan Politikalar: Başarılı ve Başarısız Ülkeler", *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, Vol 5. No 1. 2013, s.114.

güçlendirmek maksadıyla çeşitli vasıtalarla finansal sektörler likidite desteğinde bulunduğu gözlenmektedir. Aynı şekilde gelişmiş ülkeler banka bilançosunu güçlendirmek ve nakde ulaşmasını kolaylaştırmak maksadıyla mevduat garantisini yükseltmiş, bankalar arası nakit akışını daha da hızlandırmak ve likidite temin etmek amaçlı swap kolaylıkları ve bankaya yeniden sermaye temin edilmesi gibi önlemlere çok daha yoğun bir şekilde başlamıştır. Bunun yanında makroekonomik istikrarın devam etmesi ve finansal piyasanın işlerliğinin aksamadan devam etmesi için banka borcuna garanti verilmiş ve finansal durumu zayıf olan bankanın iflasını engellemek maksadıyla kamulaştırma ya da fona devir önlemleri yapılmıştır. Bu dönemdeki gelişmiş ülkelerin genişletici mahiyetteki maliye politikası ve istihdama yönelik politika geliştirmemiş olması ise hanehalkıyla iş dünyasının tekrar ve sağlıklı kredi kullanımını faiz oranını düşürmek ve finansal sektörü daha da güçlendirmeye dönük politika neticesinde dolaylı bir şekilde sağlamayı hedeflediklerini işaret etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere benzer politika izlediği ancak aynı anda gelişmiş ülkeden farklı önlemler de aldığı gözlenmektedir. Gelişmiş ülkeden farklı bir şekilde genişletici maliye politikası, istihdam, döviz kuru müdahalesi, zorunlu karşılık oranlarında değişiklik önlemlerinden finansal sisteminin özelliğine ve krizden etkilenme düzeyine göre gerekli olanın tercih edildiği bunun yanında gelişmiş ülke IMF'ye yardım için başvuramazken, diğer ülkelerin IMF'nin sağladığı kısa vadeli likidite kolaylıklarından yararlandığı gözlenmektedir.

2007-2008 dönemi içinde tüm ülke grupları tarafından; en fazla (30 ülke) geleneksel para politika aracından biri olan politika faiz oranında değişikliklere başvurulduğu, bu durumu başvuru sıklığı yönünden sıra ile likidite kolaylığı (22 ülke), mevduat garantisi (22 ülke), swap kolaylıkları (19 ülke) ve bankanın yeniden sermayelendirilmesi (11 ülke) gibi önlemin takip ettiği görülmektedir.

2.6.1.2. 2009-2012 Yıllarında Alınan Küresel Önlemler

2009'dan sonra alınan önlemlerde G20 ülkelerinin genişletici para politikaları uygulama kararıyla IMF'nin 2009 ve 2010 yılında ekonomik canlanmanın temini için küresel boyutta mali önlem alınması istikametindeki teklifi belirleyici duruma

gelmiştir. Bunun yanında krizlerin finansal sektör ile sınırlı kalmadan reel sektöre de sıçrayarak etkisinin genişlemesi ve finansal kuruluşa güvensizliğin sürmesi gibi nedenler ile bu zamana kadar alınan ihtiyatlı önlemler yetersiz seviyede olmuş, gelişmiş ülke hükümeti bu zamandan sonra genişletici maliye politikası ve geleneksel olmayan para politikası da tasarlamış ve uygulamıştır.

2009-2012 dönemi içinde alınan tedbirlerin, toplamda 131 tedbir ile para politikaları tedbirleri üstünde yoğunlaştığı ve seçilmiş ülkenin tüm politika faiz oranlarını değiştirdiği gözlenmektedir. 2009 öncesinde gelişmiş ülkelere döviz kuru müdahalesi yapılmamışken, 2009 sonrasında İsveç, Avustralya, Japonya ve AB gibi gelişmiş ülkelerin de döviz işlemine dönük önlem almış olduğu ve politika faizindeki oranda değişiklik yapmayı sürdürmüştür. Hem 2007-2008 hem de 2009-2012 dönemi içinde alınan faiz kararları çok önemli görülmektedir. Kriz boyunca talep koşulunun daralması ve reel sektörleri de etkisine alması sonrası enflasyon oranı düşmüş, enflasyon durumu endişe kaynağı olmaktan çıkarak yerini bu sefer deflasyon riskine terk etmiştir. Finansal çalkantının kriz boyutuna ulaştığı 2008 yılı Eylül ayına değin sadece gelişmiş ülkelerde politika faiz oranı düşmüşken bu tarihten sonra gelişmiş ülkelerin yanında gelişmekte olan ülkelere ait merkez bankaları da faiz oranını indirmiş, tüm ülkedeki gruplar politika faiz oranı değişikliğine başlamış, gelişmiş ülkeler de ise faiz oranları sıfır düzeyine kadar gerilemiştir.¹²⁵

2009 ve daha sonrasında geleneksel para politikalarına ek olarak merkez bankası işlemleri katılımcı banka tabanı, faiz taahhüdü, vade uzatımı, teminat çeşitlendirmesi, zorunlu karşılık oranı, miktarsal genişleme, faiz koridoru, kredi genişlemesi gibi geleneksel olmayan para politikalarına da dönülmüştür.

Genişletici maliye politika önlemleri 2009 öncesinde sadece gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanmış, gelişmiş ülkeler tarafından seçilmemiştir. Fakat gelişmiş ülkenin aldığı önlemin finansal sektörlerden reel sektörler para aktarımı sağlamada yetersiz olması; iç talebi hareketlendirerek reel sektörü desteklemek maksadıyla genişletici maliye politikasını gündeme taşımış ve 2009 senesinden itibaren İngiltere,

¹²⁵ Mustafa Durmuş, **Kapitalizmin Krizi: 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi**, s.5.

ABD ve öbür gelişmiş ülkeler de dahil bir şekilde 58 tedbir tüm ülkeler tarafından uygulamaya koyulmuştur. Bu maksatla birey ve işletmeye dönük istihdam ve vergi düzenlemesi yoluyla kamu harcamasının ve sosyal yardımın artırılması, düşük gelirliye yönelik kurtarma paketi, teşvikler gibi tedbirler uygulanmıştır.

2009 sonrasında bankacılık sektörünü kuvvetlendirmek namına önemli mesafeler kat edilmiştir. Krize etkisi yönünden çokça tartışılan deregülasyon hatasının kalıcı çözümü maksadıyla bankacılık sektörüne yönelik tedbirler arasına sermayeyle alakalı düzenleme ve kurumsal bankacılık düzenlemesi katılmış, tüm ülkeler tarafından benimsenmiş ve toplamda 61 tedbir uygulamaya koyulmuştur. 2009 öncesinde alınan önlemler ile kıyaslandığında 2009-2012 döneminde alınan önlemlerde dikkatleri çeken bir diğer yön de gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı olmadan tüm ülkeler tarafından benzer önlemlerin alındığıdır.

Her iki dönemde de alınan önlemler analiz edildiğinde; ülkenin krizin etkisini azaltmak maksadıyla öncelikli olarak finansal sisteme dair ve geleneksel para politikalarına ve yoğun bir şekilde faiz oranında indirime başvurduğu fakat krizin ilerleyen safhalarında bu tedbirlere ek olarak geleneksel olmayan para politikasının ve genişleyici maliye politikasının uygulamaya konulduğu ve pek çok hedefe varmak amacıyla çok fazla aracın kullanıldığı belirtilebilir. Alınan önlemin sonucuna bakıldığı zaman küresel büyümede 2009 senesinde bir toparlanma olmuşsa da bu kısa sürmüş, yerini 2010 ve 2011 senelerinde düşüşe terk etmiştir.¹²⁶ Yavaş olmasıyla birlikte 2012 senesinden sonra küresel büyümede daha istikrarlı seyir izlenmesi ve 2013-2014 senelerinde benzer seyrin sürmesi dolayısıyla alınan “küresel önlemler” 2012 yıl sonunda sınırlandırmaya tabi tutulmuştur.

2.6.1.3. 2008 Krizinde Küresel Ölçekte Başvurulan Temel Politika Tedbirleri

Kriz ortamında menkul kıymet piyasasının çökmesi, varlık fiyatındaki düşüş ve bankanın kredi vermemesi ile finansal piyasaya güven kaybolmuş ve finansal istikrar

¹²⁶ TCMB, Mayıs 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 16. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2013, s.1; BDDK, Aralık 2012 Finansal Piyasalar Raporu, 2012, s.1-2, (Çevrimiçi), http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/11902fpr_aralik2012_29032013bb.pdf 1 Ocak 2019.

bozulmaya başlamıştır. Finansal istikrarın tekrar ikâme edilebilmesi maksadıyla güvenin yeniden elde edilmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Para politikasını yürütmekten sorumlu MB'sının fiyat istikrarının yanında ikincil bir amaç olarak ortaya koydukları finansal istikrarı sağlama görevinin önemini öne çıkarmıştır. Çünkü krizden önce özellikle gelişmiş ülkelere ait merkez bankasının fiyat istikrarına yoğunlaşarak uyguladığı politika ile enflasyon düşük seviyede tutulabilmiş fakat finansal istikrar ile ilgili problem gözden kaçmıştır, dolayısıyla borçluluk oranı ve varlık fiyatının aşırı artmasının önüne geçilememiş ve krizle nihayetlenmiştir. Elde edilen tecrübe sonunda fiyat istikrarının zorunlu ama tek başına yeterli olmadığı görülmüş ve kriz boyunca finansal istikrarın tekrar tesisi maksadıyla MB'sınca uygulanan para politikası önemli olmuştur.

Bankacılık sistemleri doğaları gereği istikrarsız olduklarından, ödeme sistemleri ile bankalar arası piyasa vasıtasıyla istikrarsızlığın geçme riski olduğundan MB'sı finansal istikrarı sağlama rolünü; bankanın finansal durumunu ve kredibilitesini güvenli para alışverişi ile ve finansal sistemin işlevini düzgün bir tarzda yerine getirmesini sağlayarak idame ederler.¹²⁷ Bu çerçevede para politikası; likidite desteği ve faiz politikası üstünde yoğunlaşmış, Merkez Bankası; piyasada yaşanmakta olan yabancı para ile ulusal para sıkışıklığını çözmek için geleneksel ve geleneksel olmayan araçlardan oluşan çok sayıda yöntem tatbik etmiştir. Genişletici maliye politika araçlarına ve geleneksel olmayan para politika araçlarına; geleneksel para politika araçlarının ekonomik hareketlenmeyi temin etmede yetersiz kalması, faiz oranının özellikle de gelişmiş ülkelerde sıfır düzeyine inmiş olmasına rağmen para aktarım mekanizmasının çalışmaması sonucunda başlanmıştır.

Merkez bankası faiz kararları: Küresel ekonomik krizde ilk başvurulana ve yoğun şekilde kullanılmakta olan para politikası aracı genelde parasal genişlemeye dönük uygulanan faiz politikası kararlarından oluşmaktadır. Merkez bankası, ekonominin durgunluğa girme durumuna karşı yatırım ve tüketimi desteklemek ve asimetrik bilgi nedeniyle birbirlerine borç vermekten imtina eden bankaların sistemik riske mahal vermemesi maksadıyla bankalar arası borçlanma faiz oranını düşürmek için faiz

¹²⁷ Yavuzarslan, a.y., s.19.

indirimine başvurmuştur.¹²⁸ Krizin başından itibaren yapılan faiz indirimleri, krizin devamında enflasyon riskinin, deflasyon riski olması üzerine daha da etkin bir tarzda kullanılmaya devam edilmiş, gelişmiş ülkelerde çok büyük indirimler yapılmış, sıfır alt limitine gelinceye kadar düşürülmüştür. Faiz indirimi piyasadaki paniğin yatışmasına yardımcı olmuş fakat özellikle gelişmiş ülkelerde faiz oranının sıfıra yaklaşması sonunda yetersiz bir hal almış ve ülkeleri ek önlemler almaya itmiştir.

Likidite enjeksiyonu (Likidite kolaylıkları): Kredi verme koşulunu sıkılaştıran banka yüzdesinin 2007 başlarında sıfır civarında olmasına rağmen 2008 sonlarında %60'ları geçtiği dikkate alındığında likidite ihtiyacının temel problem olarak nitelendirilmesi çok doğru görülmektedir. Bu durumda MB likidite gereksinimini karşılamak maksadıyla piyasalara likidite enjeksiyon kararı alma durumunda kalmıştır.¹²⁹ Bankacılık sistemine yapılan likidite enjeksiyonunu; merkez bankaları arasında karşılıklı olarak swap kolaylığı anlaşmaları, iskonto penceresi ve açık piyasa işlemleri yaparak geleneksel yollarla ya da likidite kolaylığı temin etmek gibi geleneksel olmayan birçok yolla uygulamıştır.

Likidite enjeksiyonu maksadıyla merkez bankası, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı, miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi gibi geleneksel olmayan para politika araçlarına başvurmak durumunda kalmıştır. Miktarsal genişleme politikasıyla merkez bankası varlık alımı ya da diğer işlemler ile piyasaya çok yüklü miktarda parayı sokmuştur. Geleneksel para politika aracı olan likidite desteğinden farkı ise miktarsal genişlemede alınan varlık durumunun çok daha fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Kredi genişleme politikası ile daralan likidite problemini çözmek maksadıyla menkul kıymetler, anonim şirket borç senedini ya da varlığa dayalı menkul kıymeti piyasadan doğrudan temin etmiştir (genel olarak likit olmayan varlıkların alınması yoluna gidilmiştir-toksik varlıkların alınması tedbirleri bu maksatla yürürlüğe konulmuştur). Bunun yanında bankacılık sistemine gerekli

¹²⁸ Frederic, S. Mishkin, , "Financial "Instability and Monetary Policy", Speech At the Risk USA Conference, 5 November 2007 New York, 2007. (Çevrimiçi), <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20071105a.htm> 12 Ocak 2019.

¹²⁹ Demir v.d., a.y., s.75.

esnekliği kazandırmak maksadıyla MB'ler, vermiş oldukları kredilerin vadesini uzatarak Vade Uzatma politikası uygulamaya başlamıştır¹³⁰

Mevduat garantisinin artırılması: Kriz döneminde bankaya olan güvenin sarsılması sonucunda birçok mudi bankadan mevduatlarını çekmiştir. Bu çekişlerin önüne geçmek ve mudilerin bankaya yatırdığı parayı korumak maksadıyla pek çok ülkede mevduat güvence kapsamı genişletilerek miktarı arttırılmıştır.¹³¹

Swap kanalı (Döviz takası): Pek çok finansal işlemlerde gösterge faiz oranı olarak ele alınan Libor (London Interbank Offered Rate) faiz oranlarıyla küresel seviyede bankalar arası para piyasalarında likiditeyi yükseltmek hedeflenmiştir. Libor faiz oranını düşürerek bankanın uzun dönemli fona ulaşmasını sağlayarak likidite riskini azaltmak maksadıyla uygulanan swap kanalı tedbirleri; hem döviz likiditesine dönük olarak merkez bankaları içinde yapılan yabancı para swap işleminin başlatılması veya artırılması hem de teminat swap şeklinde yapılmıştır.¹³²

Sermaye enjeksiyonu: Krizde para ve sermaye piyasasından likiditenin çekilmesi, bu piyasadan kaynak alan, yüksek borç ve düşük sermaye seviyesine sahip bankanın hem kredi hem de yatırım kanalı ile büyük zarara uğramasına ve sermayesinin erimesine neden olmuştur. Banka sermaye yükümlülüğünü karşılamak maksadıyla sermayesini artırmak zorundadır. 2008'den sonra bankanın kendi zararını karşılamada sermayesini artırma çabası yetersiz seviyede olmuş, bankadan sermaye çıkışını önlemek, borç verme rolünü yeniden kazanmasını temin ederek sistemin işlerliğine katkıda bulunmak, bankaya olan güveni tekrar oluşturmak ve sistemik risk potansiyelini azaltmak maksadıyla hükümetler destek olma yoluna gitmiştir.¹³³

Banka borçlarına ve kredilerine (aktiflerine) garanti verilmesi: Borçlanma piyasasındaki aksaklığın, bankaya güven sorununun ortadan kaldırılması ve

¹³⁰ A.y.

¹³¹ Roubini ve Mihm, a.y., s. 176.

¹³² Demirbaş, a.g.e., s.43.

¹³³ Demirbaş, a.g.e., s.44.

borçlanma maliyetinin düşürülmesi maksadıyla bankanın yükümlülüğüne devlet garantisi verilmiştir.¹³⁴

Açığa satışın yasaklanması: Açığa satış işlemi, yatırımcının değerinin gelecekte düşeceğini öngördüğü sermaye piyasası araçlarını yüksek fiyata satarak daha sonradan düşük fiyata alımına yönelik işlemidir. Zaten ortada olan panik atmosferinde fiyat üstünde aşağı yönlü baskı yaparak değer kaybının artmasının önüne geçmek için ülkeler açığa satış işlemini yasaklama yoluna gitmiştir.¹³⁵

Kamulaştırma/Fona devir: Küresel boyutta faaliyet yapan, büyük ve karmaşık bir yapıda olan sistemik öneme sahip bankanın (Systematically Important Bank - SIB) ve finansal kuruluşun iflası finansal piyasa ve ekonomi üstünde sistemik risk şeklinde tanımlanan tahrip edici risk ve sonuçlar bulundurmaktadır. 2008 krizinde bu kuruluşların iflasının meydana getireceği sorunlar değerlendirilerek geniş çapta kamu müdahalesinde bulunulmuştur. Kamu müdahaleleri bankanın başka bankalarla birleştirilmesi veya bankalara satılması, bankanın yeniden yapılandırılması, sermaye aktarımı ve sermayesinin yeniden yapılandırılması, borçlarına/kredilerine garanti verilmesi, iflas eden bankaya likidite aktarılması, banka yönetimine el konulması, kamulaştırılması gibi doğrudan finansal sektöre dönük olarak çeşitli vasıtalarla gerçekleştirilmesinin yanında maliye politikası araçları ile de dolaylı bir şekilde yapılmıştır.

Döviz kuru müdahaleleri: Kriz ile birlikte finansal istikrarın tekrar sağlanabilmesi maksaadıyla kısa vadeli faiz oranı aracı yanı sıra politika araçlarının genişletilmesine gidilmiş, bu maksatla kullanılan araçlardan biri de merkez bankası rezervinin döviz piyasasında direkt olarak satılması vasıtasıyla döviz kuru müdahalesidir. Kur müdahalesinin finansal krizin ilk safhasında gelişmiş ülkeler tarafından tercih edilmediği, daha fazla gelişmekte olan ülkeler ve de diğer ülkeler tarafından uygulandığı gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülke piyasasında, kriz dönemi içinde

¹³⁴ Demirbaş, **a.g.e.**, s.43.

¹³⁵ Tayfur Eken, Küresel Finansal Krizden Sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma, Yeterlilik Etüdü, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi, 2013, s.3-6.

yabancı sermaye sahibinin ülke piyasasından çıkarken yerel parayı satarak döviz talep etmesi kur müdahalesini zorunlu hale getirmektedir.¹³⁶

IMF anlaşmaları: IMF kredisi, yoksul ya da gelişmekte olan ülkelere kriz sebebiyle oluşan likidite sorununu çözmek ve ödemeler dengesi sorununu gidermek maksadıyla alınmıştır. Ekonomik kriz ve de sonrasında AB ülkelerinde yaşanmış borç krizi sebebiyle borçlarını ödeyemeyen ve piyasalardan borçlanamayan Avrupa ülkelerinin de bahse konu borçlanma sorunlarını çözmek maksadıyla IMF kredileri aldıkları gözlenmiştir.¹³⁷

Toksik/Sorunlu varlıkların doğrudan veya dolaylı şekilde alımı: Kriz süresince, yapılandırılmış finansal ürün çerçevesinde geliştirilen varlığa dayalı olan menkul kıymetlerde yaşanan değer kaybı, bu ürünleri krizden önce değerinin çok daha altında değer taşıyan, değeri bilinmeyen ya da likit olmayan aktifler durumuna sokmuş ve toksik/sorunlu varlıklar (Toxic/Troubled Assets) olarak tabir edilmiştir. Hükümet piyasadaki olumsuzluğun azaltılması, finansal piyasaya olan güveni çoğaltarak sistemin tekrar işlevsel hale döndürülmesi yoluyla reel sektörün fonlanabilmesi maksadıyla toksik varlıkları dolaylı olarak veya doğrudan elde etmiştir. Finansal kuruluşun sorunlu varlık portföyünün MB'sı tarafından teşkil edilen garanti alınması, satın alınması veya fona devri yolları kullanılmak suretiyle finansal kuruluşa kısa vadeli kaynak yapılmıştır.¹³⁸

Zorunlu karşılık uygulamaları: Bankanın, merkez bankasında tutmak zorunda kaldığı zorunlu karşılıklar belli bir para politikası aracı şeklinde, sistemde dolaşmakta olan para miktarını kontrol etmek maksadıyla kullanılması tercih edilmektedir. Krizden önce zorunlu karşılık oranını sabit tutan ya da artıran pek çok merkez bankası, piyasadan likiditenin çekilmesi, varlık fiyatlarında düşüş ve yaşanan

¹³⁶ Alper Kara, Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Muhasebe Genel Müdürlüğü, 2012, s.8.

¹³⁷ Ekrem Söyler, IMF'nin Küresel Mali Krizle Birlikte Değişen Rolü Ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012, s.129.

¹³⁸ Demir v.d., a.y., s.58; Şahin, a.g.e., s.45.

iflaslar sonunda zorunlu karşılığı düşürme yolunu seçerek kredi işleyişinin ve piyasa likiditesinin geri kazanılmasını hedef olarak seçmiştir.¹³⁹

Bahsedilen parasal genişleme önleminin yanı sıra Nisan 2009 tarihinde yapılan G20 zirvesinde, mali önlemin de tüm ülkeler tarafından kendi koşulluna uygun bir şekilde gecikme olmadan uygulanması kararında uzlaşmıştır. Bunun yanında IMF, 2009 ve 2010 yıllarında ekonomide hareketlenmeyi sağlamak maksadıyla küresel seviyede mali önlem alınmasının ve OECD, krizlerden çıkış politikaları içinde alternatif mali politika uygulamanın önemini dile getirmiştir. Varılan mutabakat ile hemen hemen çoğu ülke otoritesi, deflasyon ve ekonominin resesyona sürüklenme riskinin önüne geçmek ve ekonomideki büyümeyi destekleyebilmek maksadıyla ekonomik durumuna uygun maliye politikasını da hayata geçirmiştir. “Ülkenin açıkladığı mali destek paketleri; i) firmaya dönük yardımlar, ii) tüketiciye dönük yardımlar ve iii) altyapı yatırımlarına yapılan harcamalar şeklinde ana hatları ile üç başlıkta toplanmıştır”.¹⁴⁰

Firmaya dönük yardımlar; şirkete vergi indirimi veya sübvansiyon şeklinde yapılan yardımdan meydana gelmektedir.¹⁴¹ Tüketiciye dönük yardım içinde tüketiciye vergi indirimi veya sosyal güvenlik yardımı, direkt olarak kişisel gelir vergisi indirimi, belli başlı bazı ürünlerin (gıda maddeleri, elektronik, otomotiv, vb.) satış vergisinin indirimi, sosyal güvenlik imkânını genişletme ve yoksul kesime daha da fazla kaynak sağlama, savunmasız grubu korumaya dair yardım, işsizlik sigortası önlemini artırma, çocuk ve emekliye yardım ödemesini artırma şeklinde ülke koşullarına uygun politika tasarlanarak hayata geçirilmiştir.¹⁴² Altyapı yatırımlarına yapılan harcama ise ülkenin, kriz boyunca düşen iç talebi hareketlendirmek

¹³⁹ Kara, **a.g.e.**, s.8.

¹⁴⁰ TCMB, Mayıs 2009 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 8. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2009, s.5.

¹⁴¹ Mahfi Eğilmez, “Krizde Oteki Ülkeler Ne Yapıyor”, 12 Mart 2009, http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi_egilmez/krizde_oteki_ulkeler_ne_yapiyor925696, 12 Ocak 2019.

¹⁴² TCMB, Mayıs 2009 Finansal İstikrar Raporu, s.5-6; Eğilmez, **a.y.**

maksadıyla mevcut altyapı yatırımını artırmak veya ilerde yapmayı planladığı yatırımı öne çekmek şeklinde olmuştur.¹⁴³

Finansal sistemlere yönelik düzenleme çerçevesinde de parasal önlemlerde olduğu şekilde merkez bankası ve diğer ulusal otoriteler tarafından kriz boyunca finansal sektöre likidite ve sermaye desteği tedbiri alınmış, fakat bu önlem de yüksek bütçe açığı ve kamusal maliyet nedeni ile devam ettirilebilir olmaktan uzak kalmıştır. Bu şekilde bir kriz olasılığını önlemenin en kolay yolu krize alan hazırlayan unsurların yok edilmesidir. 2008 krizine alan hazırlayan unsurlar bankacılık ve finansal sistem üstünde odaklandığından hem uluslararası hem de ulusal seviyede düzenleme ihtiyacı meydana gelmiştir. Finansal sistemlerdeki aksaklığın ve sorunun bir daha yaşanmaması maksadıyla uluslararası finansal mimari çatı altında ülkenin ilgili otoritesi 2009 senesinde ve sonrasında da finansal sisteme dönük düzenlemeler üstünde yoğunlaşmıştır.¹⁴⁴

2.6.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde Alınan Önlemler

Krizin meydana geldiği, etkisinin ilk olarak hissedildiği ve de en fazla etkilenen ülke olan ABD'nin kriz boyunca davranışının diğer ülkeler tarafından çok yakından takip altına alındığı ve alınan önlemlerde diğer ülkelere liderlik yaptığı gözlenmektedir. ABD finansal dalgalanmanın en başında geleneksel para politika aracı olan piyasalara kısa vadeli likidite sunma ve faiz indirme kararı almış fakat ABD ekonomisi içinde istikrarı bozan gelişmeler devam edegelmiştir. Faiz oranının sıfır alt sınırına düşürülmüş olmasının bu politikayı sorunu çözmede eksik kılması nedeniyle geleneksel olmayan politika geliştirilmeye hız verilmiş, genişletici maliye politika tedbiri alınma yoluna gidilmiş ve çeşitli düzenlemeler ile yasalar hazırlanarak finansal sistem yeniden yapılandırılmıştır. Özetle ABD'de, küresel seviyede alınan önlemler başlığında bahsedilen hemen hemen tüm önlemler ele alınmıştır.

¹⁴³ TCMB, Mayıs 2009 Finansal İstikrar Raporu, 2009, s.6.

¹⁴⁴ Saçcı, a.g.e., s.48.

2.6.2.1. Para Politikası Önlemleri

FED faiz kararları: Faiz oranının yükselmesi ile birlikte dalgalanmanın ilk başladığı 2007 başlarında banka açısından finansal sıkıntı başlamış olsa bile FED enflasyon kaygısı ile faiz oranında 17 Ağustos 2007'ye kadar herhangi bir değişiklik yapmamıştır. Fakat finansal piyasadaki bozulmanın çoğalması ve piyasada meydana gelen indirim beklentisi sebebiyle ilk olarak iskonto faiz haddine müteakiben gösterge faiz (arzulanan fiyat) haddinde indirimler yapmıştır.¹⁴⁵

FED iskonto faiz oranında indirime 17 Ağustos 2007'de başlamış ve 11 Aralık 2007 tarihine kadar dört kere indirim yapmış, %6,25 oranından %4,75'e kadar indirim yapmıştır. İndirime rağmen sistemin tekrar eski işleyişine dönememesi, asimetrik bilgi nedeniyle bankaların birbirlerine borç vermekte tereddütte kalmaya devam etmesi sebebiyle FED sistemik riske meydan vermemek ve durgunluğa girme olasılığına karşı tüketim ve yatırımı teşvik etmek maksadıyla gösterge faiz oranında indirimi sürdürmüştür.¹⁴⁶

Kriz boyunca FED'in kısa aralıklar ile faiz indirimine gitme amacı, bankacılık sektörüne ait borçlanma maliyetini düşürerek, mortgage kredisinden kaynaklanan sorununun etkisini azaltmaktır. Fakat devamlı faiz indirimi ve faiz oranının sıfır seviyesine düşmesi bu politikaları durgunluk sorunlarını çözmede etkisizleştirmiştir.¹⁴⁷

Piyasadaki likidite koşulunu iyileştirmeye dair önlemler: 2007 ilkbaharından sonra gözlenen likidite sorunları karşısında FED; faiz oranı indiriminin yanında geleneksel ve geleneksel olmayan para politika aracıyla yapılan likidite desteği ile kamusal müdahalede bulunmuştur. Geleneksel araç olarak, iskonto penceresi ve APİ ile swap hattının genişletilmesi yapılmıştır. Geleneksel olmayan araç olarak; FED'in son kredi başvuru mercii rolüne bağlı şekilde finansal kuruma TSLF, PDCF ve TAF ile verdiği kısa vadeli likidite; kredi piyasasında yer alan borçlu ve önemli

¹⁴⁵ Demir v.d., a.y., s.72.

¹⁴⁶ A.y.

¹⁴⁷ Öztin Akgüç, "Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 42. 2009, s.8.

yatırımcılara direkt olarak likidite sağlanmasını kapsayan; TALF, MMIFF, AMLF ve CPFF ve miktarsal genişleme (QE1, QE2 ve QE3) yoluyla vade uzatımı (operation twist) programından müteşekkildir.¹⁴⁸ İflas etme aşamasındaki sistemik değerdeki finansal kuruluşun kurtarılması maksadıyla gerçekleştirilen kamusal müdahale de likidite koşulunu iyileştirmeye dair önlemler içindedir.

2.6.2.2. Maliye Politikası Önlemleri

ABD; kriz boyunca aldığı önlemlerde ağırlığı genelde finansal sektörün güçlendirilmesine kaydırmış ve reel sektörde olabilecek sorunların önüne geçmenin ilkini finansal sistemin tekrar kredi verebilir hale getirilmesi olarak görmüş olsa da durgunluğa girme beklentisinin çoğalmas ve faiz oranının sıfır seviyesinde olması sebebiyle sorunun para politikası ile çözülemeyeceği görülmüştür. Ekonomiye hareketlendirmek maksadıyla genişletici maliye politikası uygulamasına başlanmıştır.

Yatırımı özendirmek ve yatırımda bulunmak isteyen firmanın sorununun çözümü krizden kurtulmada öne çıkmıştır. İlk kapsamlı önlemler, Ocak 2008 tarihinde açıklanan ve Şubat 2008 tarihinde imza altına alınan Ekonomik Büyüme Paketinde (Economic Stimulus Act) bulunmaktadır. Bu maksatla 2008 senesi içinde yeni teçhizat ve makine alan işletmeye %50 seviyesinde vergi indirimi yapılması kararı alınmış, mortgage kuruluşunu konut yatırıma teşvik ederek işini geliştirmek ve yeni işçi almasını sağlamak maksadıyla Federal Konut İdare ve Kurumlarının ödünç limiti yükseltilmiştir.¹⁴⁹ Sorunlu Varlıkların Kurtarılması Programı (Troubled Assets Relief Program – TARP) içinde bulunan Otomotiv Endüstrisi Finansman Programı (AIFP) çerçevesinde otomotiv firmasının etkin işleyişini kazanması ve krizden çıkması maksadıyla AIFP; Aralık 2008 tarihinde başlatılmış ve 82 milyar dolar

¹⁴⁸ FED, The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis And Actions to Foster Maximum Employment and Price Stability, 2015, (Çevrimiçi), http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm 2 Ocak 2019.

¹⁴⁹ Rochelle M. Edge and Jeremy B., Rudd, (2010) General-Equilibrium Effects of Investment Tax Incentives, Finance and Economics Discussion Series, 2010, p.1 (Çevrimiçi), <http://www.federalreserve.gov/Pubs/FEDS/2010/201017/201017pap.pdf> 13 Aralık 2018.

değerinde likidite desteğinde bulunulmuştur.¹⁵⁰ 17 Şubat 2009 tarihinde imza altına alınan (ilk etapta 787 milyar dolar olan, gerektiğinde 2 trilyon dolara ulaşabilecek) ARRA'da firmaya dönük kapsamlı yatırım teşviği ve vergi indirimi içeren düzenleme uygulamaya koyulmuştur.¹⁵¹

Yapılan yardımlar; krizin reel sektördeki etkisini azaltmaya yönelik oluşunun yanında yatırımın devam etmesini sağlamak yoluyla krizin düşük gelir seviyesindeki aileler üstündeki gelir kaybı ve işsizlik etkilerine de dolaylı bir şekilde çözüm getirici mahiyettedir. Krizden kaynaklanan toplumsal ve ekonomik etkiyi gidermek maksadıyla alınan tüketiciye dönük önlemler; tüketiciyi konut kredi ve ödemesi ve icrayla alakalı bilgilendirici aktivitelerden, ödenemeyen mortgage kredisi icrasının önüne geçilmesine, işsizlik ödeneğinden vergi iadesine kadar çok taraflı olarak uygulanmıştır. İşsizlik probleminin halledilmesi maksadıyla reel sektörü yatırıma ve yeni istihdam olanağı meydana getirmeye teşvik edici çabanın istenen sonucu vermediği gözlenmiştir. 2009'a kadar alınmış genişletici maliye politika önlemi içinde yer almamış, Şubat 2009 tarihinde imzalanan ARRA içinde altyapı, enerji, eğitim ve sağlık alanlarında kamu yatırımı yapılması planlara dahil edilmiştir. Yatırımın, yeni istihdam alanı meydana getirerek reel sektörü canlandırıcı, tüketicinin gelirini artırıcı ve işsizlik oranını düşürücü etki oluşturarak refah artışını sağlayabileceği değerlendirilmiştir.

Genel bir şekilde ele alındığında genişleyici maliye politikası ile işsizlik ve büyüme sorununun çözümü böylece deflasyon riskinin giderilmesi hedeflenmiş fakat alınan tüm tedbirler beklenen etkiyi oluşturmamıştır.

2.6.2.3. Finansal Sisteme Yönelik Düzenlemeler

Dalgılanmanın başlaması ile finansal sistemdeki problemleri çözmeye yönelik birçok düzenleme, yasal değişiklik ve tasarı oluşturulmuştur. “Ev Sahibi ve Mülkün

¹⁵⁰ ABD Hazinesi, Auto Industry, 2014, (Çevrimiçi), <http://www.treasury.gov/initiatives/financialstability/TARP-Programs/automotive-programs/Pages/overview.aspx> 4 Aralık 2018.

¹⁵¹ ARRA, The Recovery Act, 2009 (Çevrimiçi), http://www.recovery.gov/arra/About/Pages/The_Act.aspx 7 Aralık 2018.

Korunması Kanununa dair değişiklik taslağı”, “Mortgage Reformu ve Suistimali Önleme Yasa Taslağı”, finansal hizmet sektöründeki denetim yapısını iyileştirme adına “Finansal Hizmet Gözetim ve Denetim Taslağı”, “Umut Kanunu ve İcraının Önlenmesi Kanununda düzenleme getiren Ekonomik İyileştirme ve Konutlaşma Kanunu”, “Adil ve Doğru Kredi İşlemi Yasası 311. Bölümde değişiklik” yürürlüğe konmuştur. İdari yapıların güçlendirilmesi için; “kredi derecelendirme kuruluğu uygulamasının geliştirilmesi, risk yönetimindeki zayıflığın giderilerek stres testinin kullanılması”, “FED’in likidite verme yetkisinin mevduat kuruluğu olmayan finansal şirketi de kapsayacak şekilde genişletilmesi”, “Finansal Piyasa Çalışma Grubunun (President’s Working Group on Financial Markets-PWG) türev piyasa altyapısı ve gözetiminin güçlendirilmesi çalışması” başlatılmıştır.

2009 senesinde Finansal Düzenleme Reformu ve hedef ile öneri çerçevesi hazır hale getirilmiş, “2010 yılı Amerikan Finansal İstikrar Sağlanma Yasası (Restoring American Financial Stability Act of 2010) ile finansal piyasanın denetlenme ve düzenlemesi maksadıyla kurumların yetkisi tekrar tespit edilmiştir”.¹⁵² Fakat tasarı yürürlüğe konmamış, içeriği daha da genişletilerek ismi 25 Haziran 2010 tarihinde Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Kanunu (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) şeklinde değişikliğe tabi tutulmuş, 15 Temmuz 2010 tarihinde Senato’da kabul edilmiş, 21 Temmuz 2010 tarihinde Başkan tarafından imzalanarak uygulamaya konmuştur.¹⁵³

¹⁵² Sedat Kuşgözoğlu, 2008 Finansal Krizinin Çıkışında Asimetrik Bilgi Sorununun İncelenmesi ve Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010, s.129.

¹⁵³ CFR, Restoring American Financial Stability Act of 2010, Council on Foreign Relations (CFR), 2010, (Çevrimiçi), <http://www.cfr.org/united-states/restoring-american-financial-stabilityact-2010-s-3217/p22715> 2 Ocak 2019.

Tablo 1. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu Bölümleri¹⁵⁴

Bölüm No	Bölüm Başlığı
Bölüm I (Sec 101-Sek 102)	Finansal İstikrar
Bölüm II (Sec 201-Sec 217)	Düzenli Tasfiye Yetkisi
Bölüm III (Sec 300-Sec 302)	Yetkinin OCC, Federal Mevduat Garantisi Şirketi ve FED Yönetim Kuruluna Devri
Bölüm IV (Sec 401-Sec 416)	Serbest Fonlar ve Diğer Faaliyetlere Yönelik Yatırım Danışmanlığının Düzenlenmesi
Bölüm V	Sigorta Faaliyetleri
Bölüm VI (Sec 601-Sec 628)	Banka ve Tasarruf Kurumları Holding Şirketleri ve Mevduat Kurumları Düzenlemelerinin İyileştirilmesi
Bölüm VII (Sec 701)	Wall Street Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik [Düzenlemeleri]
Bölüm VIII (Sec 801-Sec 814)	Ödeme, Mutabakat ve Takas [Sistemi] Gözetimi
Bölüm IX (Sec 901)	Yatırımcıların Korunması ve Menkul Kıymetler Düzenlemelerinin İyileştirilmesi
Bölüm X (Sec 1001-Sec 1002)	Tüketici Finansal Koruma Bürosu
Bölüm XI (Sec 1101-Sec 1109)	FED Sistemi Düzenlemeleri
Bölüm XII (Sec 1201-Sec 1210)	Temel Finansal Kurumlara Erişimin Geliştirilmesi
Bölüm XIII (Sec 1301-Sec 1306)	Geri Ödeme Yasası
Bölüm XIV (Sec 1400)	İpotekli Konut Finansmanı Reformu ve Yıkıcı Ödünç Karşıtı Yasa
Bölüm XV (Sec 1501-Sec 1506)	Diğer Düzenlemeler
Bölüm XVI (Sec 1601)	Sözleşmeler

¹⁵⁴ Yener Coşkun, “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, 2010, s.94-95.

Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Kanunu: ABD hükümeti tarafından, finansal sistemi güçlendirecek, bu şekilde bir krizin tekrarını engelleyecek, 1929 Ekonomik Buhranında hazırlanan finans sektörüne dönük kanunlardan sonra belki de en kapsamlı reformu bu kanunla yürürlüğe koymuştur. Tüm maddelerin 2015 yılı sonuna kadar uygulaması kanunla kabul edilmiş fakat bazı tarihlerde birkaç erteleme olmuştur. Temel hedefi, hesap verilebilirlik ve şeffaflığın geliştirilmesi, batmayacak kadar büyük anlayışının sona erdirilmesi, kurtarmaların sonlandırılarak Amerikan vergi mükellefinin koruma altına alınması, tüketicinin finansal sistem istismarından korunması ve diğer hedefleri hayata geçirerek finansal istikrarı destekleme şeklinde belirtilen kanun, on altı bölümden meydana gelmektedir.¹⁵⁵

2.6.3. Avrupa Birliği'nde Alınan Önlemler

Krizin başından itibaren küresel olması nedeniyle tüm ülkeler kademeli olarak ve de değişen seviyelerde etkilenmiş olsa da en fazla AB ülkelerinin etkilendiği görülmektedir. AB ülkelerinin krizden, küresel ticaret, iç talep ve finans olmak üzere genel olarak üç alanda etkilendiği görülmüş, Avrupa finans piyasasının, özellikle de İngiltere'nin ABD finans piyasasıyla kurmuş olduğu bağlantı ABD finans sisteminde oluşan sorunu çok hızlı bir tarzda AB finans sistemine aktarmıştır. Kaybı artan AB bankası kredi sınırlamasına başvurunca, finansman imkânı daralmış ve bu durum da krizin AB içinde derinleşmesine sebep olmuştur. Bankanın kredi şartı ağırlaşarak varlık fiyatının düşmesi sonunda, hanehalkının varlığının azalması sonunda tasarrufa başlamış, buna bağlı şekilde dayanıklı tüketim malına olan talep ve gayrimenkul yatırımı düşmüş, bu durum da toplam iç talepte daralmanın olmasına sebebiyet vermiştir. Küresel taleplerin de azalmasıyla özellikle AB ülkelerinin ihracat sıralamasında ilklerde bulunan ABD'de yaşanan resesyon, AB ülke ihracatının daralması ile kendini göstermiştir.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Congress, "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act", 2010, s.2, (Çevrimiçi), <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> 12 Ocak 2019.

¹⁵⁶ Mircan Yıldız Tokatlıoğlu, Fulya Mercimek, Ümit Demirhan ve Osman Esen. "2008 Küresel Krizi ve Avrupa Birliği'ne Etkileri", **Maliye Politikasının Oluşturulmasında Parlamentonun Rolü, Uluslararası Sempozyum, Bildiriler ve Makaleler**, Sivas, 2010, s. 221-222.

Mevcut krizin AB'ne farklı kanallar ile yayılmasının iki bariz sonucu ortaya çıkmıştır. Birincisi, yayılma kanalının durumuna göre ülkelerin krizden farklı etkilenmesidir. Örnek olarak İngiltere finansal sistem ve konut sektörü, Avusturya ve İrlanda finansal sistem, Portekiz ve İspanya dış açık ve konut sektörü, Yunanistan ve İtalya cari açık ve bütçe açığı problemleriyle karşı karşıya gelmiştir.¹⁵⁷ İkincisi, her bir ülkeyi farklı kanal ile etkileyen krizin çok farklı sonuçlar meydana getirmesi alınan tedbirleri heterojen yapmıştır.

Birlik kurum ve organlarının kriz önlemede ortak payda yaratma çabası ve AB'ye üye ülkelerin Maliye Bakanları'nın krize karşı koordineli ve birleşik hareket etme mesajları olmuş ise de Avrupa Komisyonu Başkanı tarafından birliğin hepsini kapsayan bir çözüm bulunamadığını söylemlerinde dile getirmiş ve kriz karşısında Avrupa'da bir tek cevabın bulunamayacağını söylemiştir.¹⁵⁸

2.6.3.1. Para Politikası Önlemleri

Finansal piyasada yaşanan sıkıntının artması, bankanın borçlanma koşulunu ağırlaştırması karşısında FED faiz kararına paralel bir şekilde Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank – ECB) ve Avrupa ülke ulusal merkez bankaları da faiz oranını düşürmüştür. Fakat ECB, öne enflasyonla baş etmeyi aldığı için krizin etkisinin hissedildiği 2008 senesinin ilk döneminde faiz oranında indirim yapmamış, aksine 3 Temmuz 2008 tarihinde 25 baz puan yükseltmiş, faiz indirimine Kasım 2008 tarihinde başlamayı uygun görmüştür.¹⁵⁹ ECB'nin indirim kararını FED'e nazaran bir yıl gecikmeli bir şekilde aldığı gözlenmiştir. Müteakip zamanda krizin AB ülkelerinde daha fazla hissedilmesi ve de resesyon olasılığına karşı ECB faiz indirimini sürdürmüştür. İngiltere merkez bankası BoE faiz indiriminde daha atak tavır almıştır.

¹⁵⁷ Baki Demirel ve Gülen Elmas Arslan, "Euro Bölgesinde Borç Krizi Sorunu ve ÇözümÖnerileri", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 23. ÖzelSayı. 2012, s.108.

¹⁵⁸ Tokatlıoğlu v.d., a.y., s.224.

¹⁵⁹ Mükerrerem Hiç, **Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye**, İstanbul, Beykent Üniversitesi Yayınevi, Yayın No 62, 1. Baskı, 2009, s.20.

Piyasanın likidite koşulunu iyileştirmeye dönük tedbirler çerçevesinde ECB, FED'e benzer tarzda mevcut uygulamayı geliştirmek ya da yeni likidite kolaylığı oluşturmak yoluyla finansal kurumun ve finansal piyasanın koşullarının iyileşmesini destekleyici likidite desteği programı uygulamıştır. Üç grup altında yapılan destekler; yabancı merkez bankaları ile swap anlaşmaları, zorunlu karşılıklar, iskonto penceresi ve açık piyasa işlemleri gibi geleneksel merkez bankacılık politika uygulaması; birlik içinde ödemede güçlük yaşayan ülkelerin likidite problemini çözmeye dönük olarak kredi havuzu, ödeme dengesi fonu gibi yeni mekanizmalar meydana getirerek ECB ve ulusal merkez bankasınca geleneksel olmayan yöntem ile gerçekleştirilen likidite desteği; başarısızlığa uğrayan finansal kurumun kurtarılarak olumsuz piyasa etkisini yok etmeyi hedefleyen kamusal müdahalelerden oluşmaktadır.

Eksi seviyeye inen faiz oranına karşın talep daralması ve kötü kredi performansının önüne geçilememiş, enflasyon problemi ortadan kalkmış, resesyon riski devamlılık göstermiş, yaşanan ekonomik gelişme faiz indiriminin yanı sıra finansal destek uygulamasını ve genişletici maliye politikasını kaçınılmaz yapmıştır.

2.6.3.2. Maliye Politikası Önlemleri

Maliye politikası, AB kurum ve organlarınca birlik geneline dönük ortak tedbirler ve her ülkenin kendi koşuluna uygun ayrı tedbirler olarak ortaya konmuştur.

Firmaya dönük mali önlem için Avrupa Ekonomik Kurtarma Planı (European Economic Recovery Plan-EERP) meydana getirilmiştir.¹⁶⁰ 30 milyar € AB tarafından, 170 milyar € üye ülkelerce karşılanması kararlaştırılan 200 milyar € tutarlı ve AB GSYİH'sının %1,5 seviyesindeki kurtarma planının stratejik amacı talebi çok hızla hareketlendirmek ve tüketici güvenini çoğaltmak, krizin en savunmasız kesimlerdeki etkisini düşürmek ve işgücü piyasalarına tekrar dönmesini uygulamaya geçirmek, AB ekonomisinin rekabetle ve geleceğin ihtiyacıyla uyumlu olarak büyüme ve gelişmesine yardımcı olmak, iklimlerin değişikliğini sınırlandırıcı, enerji maliyetini düşüren işletme ve uygulamaya destek olarak yeni istihdam alanı ve dünya pazarında fırsat açmak olarak özetlenmiştir.

¹⁶⁰ Tokathioğlu v.d., a.y., s.225.

Tüketici için AB’de talep arttırıcı politika kapsamında alınacak tedbirler önemli olmuştur. Avrupa Komisyonunca hazırlanan Avrupa Ekonomik Yardım Planı (European Economic Recovery Plan – EERP) da, krizin işini yitiren işçi ve ailesi gibi savunmasız kesimler üstündeki etkisini azaltmak, işgücü piyasalarına tekrar dönmesine yardımcı olmak, harcama ve gelirleri arttırmak hedefli tedbirler alınmıştır. Yatırım harcaması anlamında uzun vadede sorun çözücü kamu yatırım harcaması gündeme alınmıştır. Uzun vadeli devam edilebilir büyüme meydana getirmek için AR-GE, inşaat, trans Avrupa ağı, alt yapı projeleri, çevre dostu ürünlere teşvikler, enerji verimliliğini artırma, otomobil sektörünün desteklenmesi, AR-GE yatırımları için sübvansiyonlar konularında görüş ve projeler üretilmiştir.¹⁶¹

Beklenen sonuçlar tam olarak alınamamış, bunun yanında kriz boyunca bankaya yapılan sermaye aktarımı, sağlanan garanti, müdahale ve kurtarma paketi üye ülkelerde bütçe açığı ve kamu borcunda yüksek artış meydana getirmiş ve AB kendini borç krizinin içinde bulmuştur.

2.6.3.3. Ekonomik Yönetişim ve Finansal İstikrara Yönelik Düzenlemeler

Küresel düzeyde ekonomik krizden kaynaklanan olumsuz etkiler ve maliye politika uygulamaları sonunda meydana gelen borçlanma problemleri AB genelinde hızla çoğalmış, bilhassa kamu finansmanı zayıf durumda olan Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İtalya, İspanya gibi AB ülkesinde borç krizi meydana gelmiştir. Ekonomik ve borçlanma krizinin daha da artmasını ve birbiri ile entegre olmuş AB üyesi ülkeleri arasında yayılmasına mani olmak ve finansal istikrarı kuvvetlendirmek bunun yanında mali sıkıntı içinde olan üye ülkelere kredi yardımıyla bulunmak üzere yapısal önlemlere başvurulmuştur.

- i. Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism-EFSM)
- ii. Kredi Havuzu (Pooled Loans - Greek Loan Facility)

¹⁶¹ EC, AEuropean Economic Recovery Plan, European Council, 2008, s.13-16, (Çevrimiçi), http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf 1 Aralık 2018.

- iii. Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism-ESM)
- iv. Ödemeler Dengesi Fonu (Balance Of Payments Facility)
- v. Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility-EFSF)

Ekonomik yönetim reformu çerçevesinde AB seviyesinde ekonomi yönetiminin gücünün artırılması, üye ülkelerin maliye ve ekonomi politikasında etkin koordinasyon sağlanması amacıyla AB ekonomi yönetimine yeni bir hazırlık yapılmıştır.¹⁶² Yeni ekonomik yönetim çerçevesinde Avrupa Dönemi, Avrupa 2020 Stratejisi, Euro Rekabet Paketi ve Altılı Paket tasarlanmış, ekonomik ve parasal birliktelik, mali antlaşma, istikrar, yönetim ve koordinasyon alanında anlaşmaya varılmıştır.

Finansal mimariye dönük düzenleme ile yeteri kadar denetlenmeye tabi tutulmayan fakat kontrollü olmayan domino etki alanına açık bir finansal sistemden oluşan mevcut yapılanmayı AB’de mali istikrarı kuvvetlendirecek, farklı türde ulusal düzenlemelerin birbiri ile uyumunu sağlayacak düzenlemeler için çalışmalar yapılmıştır:

- i. AB finansal düzenlemeler sistemini inceleyen Larosiére High Level Group Raporuyla “Basel II sermaye yükümlülüğünün yükseltilmesi, bankanın iç denetim ve de risk yönetimi kuralının kuvvetlendirilmesi, danışmanlık hizmetleri ve kredi derecelendirmenin birbirinden ayrı tutulması, tezgâh üstü türev ürünlerinin basit hale getirilmesi, ulusal düzenleme farklılığının uyumlu hale getirilmesi, Avrupa genelinde denetleyici bir otoritenin teşkil edilmesi” teklifleri gündeme alınmıştır.¹⁶³
- ii. Avrupa Finansal Denetleyici Sistemi (ESFS) ve Sistemik Risk Kurulu (ESRB) kurulmuştur.

¹⁶² Dilek Yiğit, “Küresel Ekonomik Kriz Öncesi ve Krizin Etkileri İle Mücadele Sürecinde Avrupa Birliği’nde Ekonomi Yönetimi”, **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi**, Cilt 11. No 1. 2012, s.137.

¹⁶³ TCMB, Mayıs 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 12. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2011, s.75; Ekin Fıkrıkoca, Efsun Değertekin ve Özcan Çikot, Özcan, “Finansal Piyasalarda Reform Çalışmaları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 85. 2009, s. 7-10.

Literatürde finansal sisteme dönük reform çalışmasında ABD'ye göre yetersiz ve geç kaldığı şeklinde görüşler bulunan AB'de hayata geçirilen reformların nasıl uygulanacağı ve başarılı olup olmayacağı yeni bir krizle karşı karşıya gelindiğinde belli olacaktır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL İSTİKRARA DÖNÜŞ ÇABASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Finansal bir krizin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelere etkisi, etkinin yansıdığı kanallar ve karşılığında geliştirilecek politikalar büyük farklılık gösterebilmektedir. Bunların tespitinin yapılması da ayrıca önem taşımaktadır. Literatürde konuya ilişkin çok sayıda çalışma bulunmaktadır ve bunların gelişmekte olan ülkeler için üç etkiyi öne çıkardığı ifade edilebilir¹⁶⁴: “Güven bunalımı ve bankaların kredi kısıtlamasına gitmesi, uluslararası finansal akımların düşüşe geçmesi, dış ticaret”. Ayrıca turizm gelirlerinde azalma, uluslararası yardımlarda düşüş, işçi gelirlerinin düşmesi gibi etkenler de ilave edilebilir.

3.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye’deki Etkileri

3.1.1. Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Düşmesi

Tüketici güven endeksi ve reel kesim güven endeksi, finansal krizin, ekonomilere etkisini gösteren önemli göstergelerdir. Türkiye ekonomisi için bu endekslerin seyri 2008 yılı son aylarından başlayan 2009 ortalarına değin süren büyük düşüş yönündedir.

Türkiye’de 2008 krizi öncesi, bankalar ve şirketler yurtdışından önemli miktarda kredi almıştır. Krizle sağlanan kredinin hacmi daralmış banka ve şirket bilançolarında küçülmeye gidilmiştir.

¹⁶⁴ Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV). 2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler. Politika Notu, 2008; Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, 1. Basım, İstanbul, 2009; Aykut Kibritçioglu, Effects of global financial crisis on Turkey. Munich Personal RePEc, MPRA Paper, 29470: 2010, s.5-6.

Bankaların likidite sıkıntısı, azalan güven ortamı ile birleştğinde, ülkede kredi hacmi küçülmüştür. Bankalar mevduatları ile kredi vermek yerine, daha az risk olan kamu tahvili almıştır¹⁶⁵.

Yurtdışı bankalardan alınan krediler Eylül 2008'e kadar dalgalı seyir izlemiş, sonrasında Mayıs 2009'a kadar düşüş göstermiştir. Yine dalgalı şekilde artış sürmüş 2011 yılı ilk çeyreği itibarıyla en üst seviyeye çıkmıştır.

Yurtiçi kredi miktarı ve tüketici kredileri dahil piyasadaki güvensizlik ortamının etkisi ile Eylül 2008'den itibaren düşüşe geçmiştir. Keskin düşüşler olmamakla birlikte 2010'a kadar 2008 seviyesi altında kalmış daha sonra hızlı bir artışa geçmiştir.

Kredi hacmi paralelinde gelişen büyüme rakamları da Türkiye'nin etkilendiğini göstermektedir. Türkiye gibi büyümesi iç talebe bağımlı ülkeler ise en fazla etkilenenlerdir¹⁶⁶.

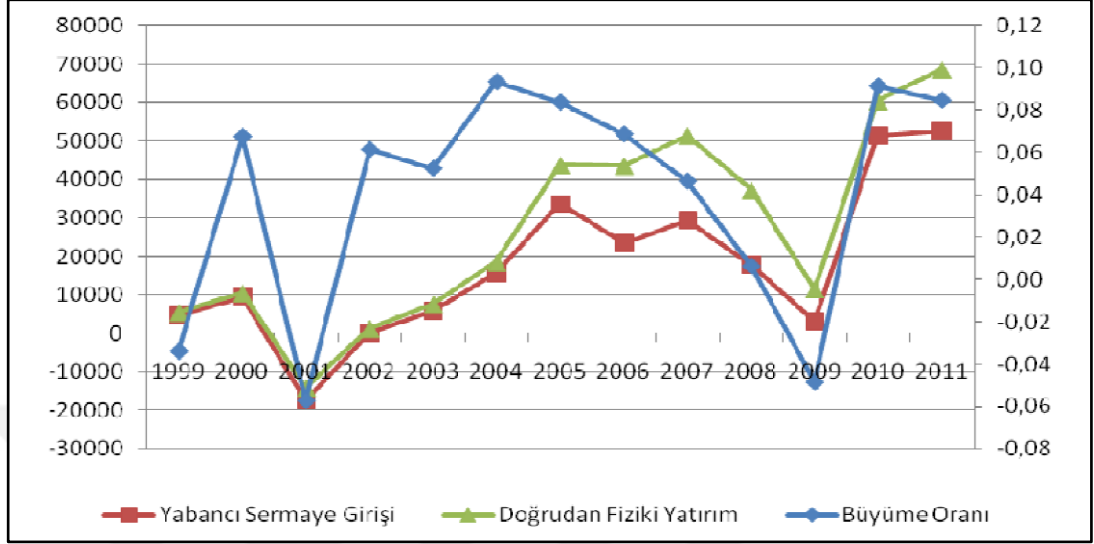
3.1.2. Uluslararası Sermaye Akımları ile Doğrudan Yabancı Yatırımların Düşmesi

Türkiye, bir süredir yabancı sermaye girişi sayesinde büyüyen bir ekonomiye sahiptir. Enerji başta olmak üzere üretimde gerekli mallar ithal edilmektedir. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımı veya sermaye girişinin düşüşü ekonomik daralmayı getirmektedir. Alınan borçların sürdürülebilirliği ile ekonomik büyümenin devamı hassas bir dengede durmaktadır.

¹⁶⁵ Durmuş Yılmaz, "Küresel Kriz ve Merkez Bankası". Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2009, s.1-8.

¹⁶⁶ Yılmaz Akyüz, "The global economic crisis and Asian developing countries: impact, policy response and medium-term prospects". Third World network (TWN), 2010, s.24.

Şekil 5. Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Yabancı Sermaye Girişi, Doğrudan Yatırım Miktar ve Oranları (1999-2011 Yılları Arası)¹⁶⁷



Kaynak: TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

2002’den 2009’a kadar yıllık 10 milyar dolar düzeyinde yabancı sermaye girişi var iken büyüme %3-9 arasındadır. 2009 yılında 3 milyar dolar ile yabancı sermaye girişi %82 azalmış, ekonomi de küçülmüştür. 2010 ve sonrası için ise pozitif seyir gözlenmektedir.

Türkiye ekonomisi için diğer etkilerine bakıldığında öncelikle hızlı sermaye çıkışının döviz kıtlığına yol açarak döviz kurunu yükselttiği, borçlanma maliyetlerini artırdığı mevcut borçların ödenmesini zorlaştırdığı söylenebilir. Borç çıkmazı ile hem yatırım hem de tüketim daralması görülmekte TCMB döviz rezervi yetersiz kalırsa borç krizi dahi söz konusu olabilmektedir. 2012’de 80 milyar dolar olan rezervin, ekonomistlerce risk oluşturmayacak seviyede olduğu değerlendirilmiştir.

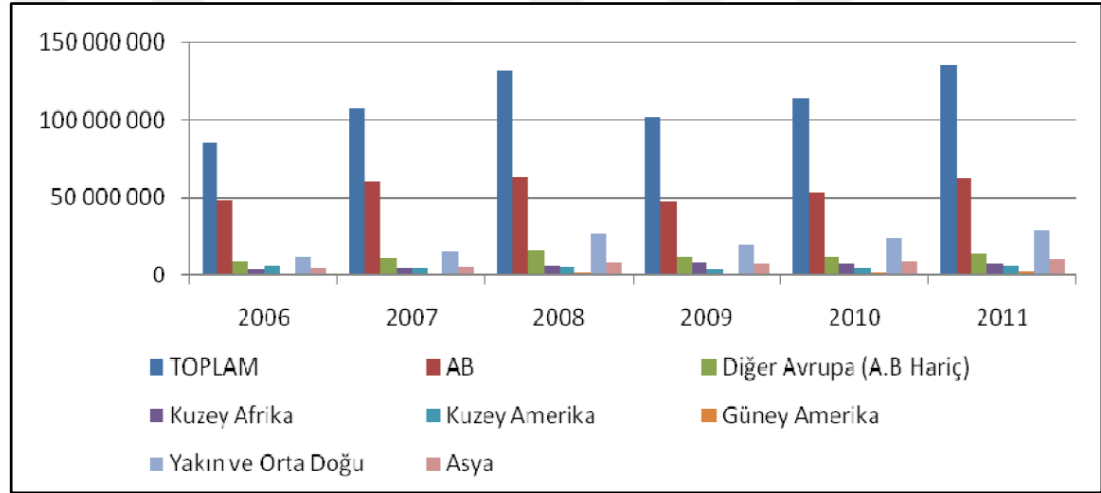
¹⁶⁷ TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

3.1.3. Dış Ticaret Hacminin Daralması

2008 yılında, Türkiye ihracatını başta AB ülkeleri olmak üzere %70 oranında gelişmiş ülkelere yapmıştır. İhracatta 2009’da yaşanan %23’lük daralma gelişmiş ülkelerin talebinin düşmesinden kaynaklanmıştır.

Finansal kriz süreci döviz kurunun düşmesi nedeniyle ihracat yönünden görece avantaj sağlamıştır. Ancak çalışmalar talepteki değişimin fiyatlardan başka ülkelerin gelirine daha çok bağlı olduğunu göstermiştir¹⁶⁸.

Şekil 6. Türkiye’nin İhracat Yaptığı Ülke Grupları (2006-2011 Arası)¹⁶⁹



Kaynak: Oktay Küçükkiremitçi, Ömür Genç, Mustafa Şimşek, Mehmet Emin Karaca ve Bayram Ali Eşiyok. “Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri”. Türkiye Kalkınma Bankası AŞ. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, 2008, s.10

İhracattaki düşüşler, krizin dış ticaret kanalıyla ekonomiyi olumsuz etkilendiğine işaret etmektedir. Yine de diğer gelişmiş ülkelerin ihracat ve büyüme rakamları ilişkisi dikkate alındığında Türkiye ekonomisinin 2008 krizi döneminde nispeten iyi durumda olduğu söylenebilir. Türkiye ekonomisinde iç taleple büyümenin daha etkili olması da sonucu bu yönde etkilemektedir. 2009 yılında reel sektör genelinde olmasa da, ihraç ürünleri gruplarından motorlu taşıtlarda %33, beyaz eşya ve makinede %20, tekstilde %15-35 daralma gözlenmiştir.

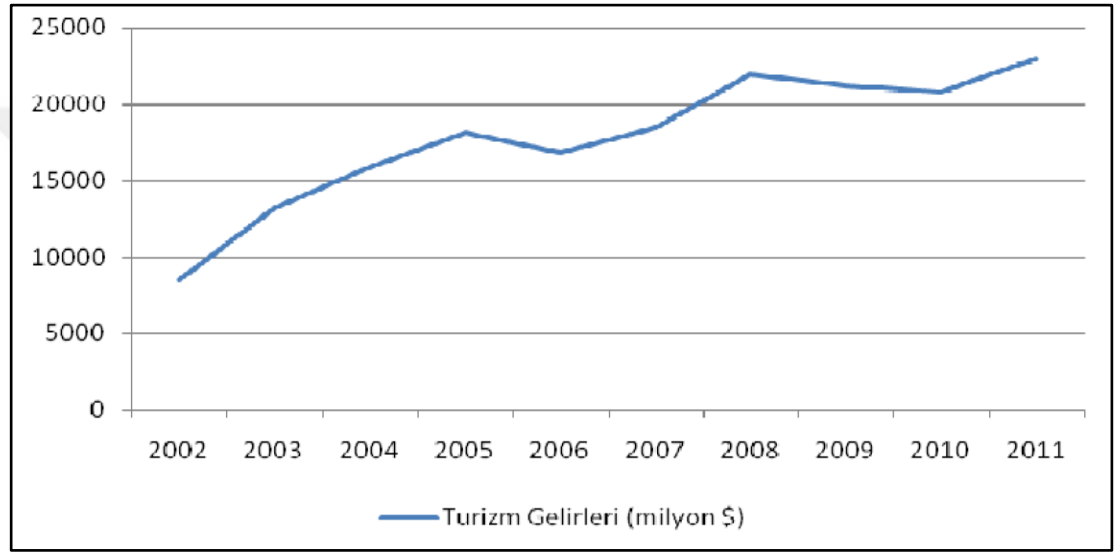
¹⁶⁸ Oktay Küçükkiremitçi, Ömür Genç, Mustafa Şimşek, Mehmet Emin Karaca ve Bayram Ali Eşiyok. “Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri”. Türkiye Kalkınma Bankası AŞ. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, 2008, s.10

¹⁶⁹ TÜİK. “TÜİK Yayınlanmış İstatistikler”. (Çevrimiçi) www.tuik.gov.tr 15 Ocak 2019.

3.1.4. Diğer Etki Kanalları

İşçi transferleri 2008’de 1,4 milyar dolardan 2009’da 1 milyar dolara inmiştir. Azalmanın, ekonomi için sınırlı etkisi olduğu söylenebilir. Turizm sektörü Türkiye için yüksek döviz kaynağıdır. Finansal krizle turizm gelirleri düşmüş ancak ekonomiye etkisi kısıtlı olmuştur.

Şekil 7. Türkiye’nin Turizm Gelirleri (2002-2011 Arası)¹⁷⁰



Kaynak: TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

3.2. 2001-2008 Dönemi TCMB’nin Finansal İstikrara Yönelik Politikaları

2001 sonrası Türkiye’de ekonomi ve bankacılıktaki gelişmeler dikkat çekici bir seyir izlemiştir. Özellikle siyasi istikrarsızlığın başı çektiği büyük finansal kriz nedeniyle 2001 yılı bir kırılma noktası gibi görülmektedir¹⁷¹.

2001 öncesinde, Kasım 2000’de likidite krizi yaşanmış, Şubat 2001’de siyasi gerginlik krizi yinelemiş ve sonucunda sabit kur sistemi terkedilerek, dalgalı kur

¹⁷⁰ TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

¹⁷¹ Turalay Kenç, M. İbrahim Turhan, Onur Yıldırım, "The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis", Policy Research Working Paper, Sayı: 5834, 2011

sistemine geçilmiştir. Bankacılık ve para krizi birlikte yaşanmış, bankacılığın müzmin sorunları nüksederek yapısal reform gerekliliği belirlemiştir¹⁷². Bankacılık sektörünün kırılganlığı, hem sektörde hem finansal sistemde risklere duyarlılığı artırmış, yapılacak reformların gerekliliği iyice önem kazanmıştır. Reformlar arasında ise öne çıkan finansal istikrarın TCMB kanununda yer alması olmuştur.

4651 sayılı kanunla yapılan temel değişiklikler arasında;

- i. *Temel amaç olarak fiyat istikrarını sağlama ve bu doğrultuda kullanılacak araçların belirlenmesinde bağımsızlık,*
- ii. *Son kredi mercii olarak geçici likidite sıkışıklıklarını gidermek amacıyla teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi imkanı sağlama,*
- iii. *Finansal sistemde istikrarı sağlama amacıyla mali piyasaları izleme ve denetleme gibi düzenlemeler yapılmıştır.*

TCMB'nin kriz sonrası yaptığı ilk yapısal değişiklik; “25 Nisan 2001’de merkez bankası temel amacının fiyat istikrarı olduğu ve bu bağlamda uygulanacak araçların merkez bankası tarafından belirleneceğinin” yasada belirtilmesidir. Merkez bankasının bağımsızlığı anlamında kendisinin araç kullanımını belirlemesi önemlidir. Kanunda yer alan değişikliklerden diğeri de “finansal istikrarın bankanın destekleyici amaçlarından biri haline gelmesidir”¹⁷³.

2001 krizi sonrası finansal sistemi sağlamlaştırmak için tedbirleri kapsayan “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı uygulanmıştır. Programda temel amaçlar şunlardır¹⁷⁴:

- i. *Bankacılık sektörüne yönelik tedbirlerin alınması*
- ii. *Faiz oranlarında ve döviz kurlarında denge sağlanmaya çalışılması*
- iii. *Enflasyon ile etkin bir mücadele için gerekli politikaların uygulanması*

¹⁷² İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 9.bs., Bursa, Ezgi Kitabevi, 2009, s. 113.

¹⁷³ (TCMB, 2008)

¹⁷⁴ (TCMB, 2003)

iv. *Sürdürülebilir büyümenin sağlanması*

v. *Yapısal reformların hayata geçirilmesi.*

Bankacılık sektörüne yönelik alınan tedbirlerin amacı; finansal sistemde kamu bankalarının istikrarsızlık kaynağı olmaktan çıkarılması, krizlerden zarar gören bankaların dayanıklılığını artırmak için gereken düzenlemelerin yapılmasıdır. Bankaların bilanço yapısının güçlendirilmesi ve bu bağlamda gerekli hukuki düzenlemelerin oluşturulması hedeflenmiştir¹⁷⁵. Finansal sistemde risk unsuru oluşturması düzenlemeleri önemli kılmıştır, ayrıca düzenlemelerle ileride yaşanacak olası bir krizde bankalar güçlü kalabilecektir. 2008 küresel finansal krizi ve olumsuz etkilerinin azaltılmasında reformlar etkili olmuştur. Yine dönemin mevcut finansal yapısının bütünü için de olumlu gelişmeler yaşanmasına neden olmuştur.

1999'da kurularak 2000 yılında faaliyete geçen Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) 2005 yılında 5411 sayılı kanun ile yetkileri genişletilmiş, finansal holding, faktöring, finansal kiralama şirketlerini de kapsamıştır.

Finansal istikrara dair diğer gelişme, TCMB tarafından 2005'ten itibaren yayınlanan finansal istikrar raporlarıdır. TCMB, fiyat istikrarının tamamlayıcısı olarak gördüğü finansal istikrarı sağlamak için düşük ve istikrarlı bir enflasyonun en önemli hedef olduğunu belirtmiştir¹⁷⁶. Fiyat istikrarını sağlamak, makroekonomik göstergelerde iyi bir görünüm sağlayacaktır, böylece riskler en aza inecek ve finansal istikrara katkı yapılacaktır. 2001 krizi sonrası Türkiye'de fiyat istikrarı için enflasyon hedeflemesine başlanmıştır. 2002-2005 döneminde örtük, 2006'dan itibaren açık enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Geleceğe dair enflasyon tahmini yapmaya dayanan bu rejimin amacı; düşük, sürdürülebilir enflasyonu sağlamaktır. Enflasyon hedeflemesinde TCMB, kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmıştır. Temel hedef olan fiyat istikrarını sağlamak için piyasaların istikrarına yönelik önlemler almıştır¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Parasız, **a.g.e.**, s.114.

¹⁷⁶ TCMB "TCMB Yıllık Rapor 2006", TCMB Yayını, 2007.

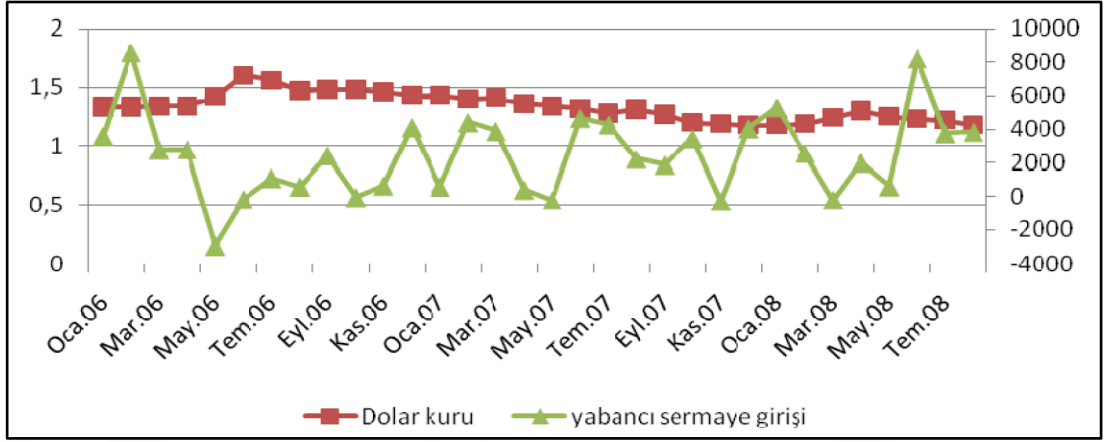
¹⁷⁷ TCMB "TCMB Yıllık Rapor 2006", TCMB Yayını, 2007.

TCMB, yıllarca yüksek enflasyon ve cari açık gibi problemlerle baş etme durumunda kalmıştır. Politika stratejileri de bu problemlerin çözümü ve temel hedef olan fiyat istikrarına yönelik belirlenmiştir. Ancak 2008 küresel finansal krizi planları değiştirmiş, fiyat istikrarı hedefinden vazgeçmemek kaydı ile krizin ülkeye etkilerini gidermeye dönük çalışılmıştır. Kısa vadeli faiz oranları ve likidite politikası yoluyla kredi hacmindeki daralma sınırlandırılmak istenmiştir¹⁷⁸. Sermaye akımları ile yaşanan dalgalanmalar ülkede finansal istikrarı etkilediğinden, küresel finansal kriz sonrası sermaye akımları ile akımların döviz kuru ve kredi büyüme oranlarına etkilerine ilişkin tedbirler alma ihtiyacı hissedilmiştir.

Mayıs 2006'dan itibaren, uluslararası sermaye akışı gelişmekte olan ülkeleri zora sokmuş Türkiye dâhil birçok ülkeden çıkışlar olmuştur. TL döviz karşısında, %30 civarında değer kaybetmiş, gıda fiyatları artmıştır. Enflasyonun artmasıyla Merkez Bankası, döviz alım ihalelerine ara vermiş ve likidite düzenlemeleri yaparak tedbir almıştır. Çabalara rağmen, enflasyon hedefi %5 iken %9,6 olarak gerçekleşmiştir.

¹⁷⁸ TCMB, Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 11. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2010.

Şekil 8. 2008 Krizi Öncesi Yabancı Sermaye Girişi ve Dolar Kurundaki Değişimi¹⁷⁹

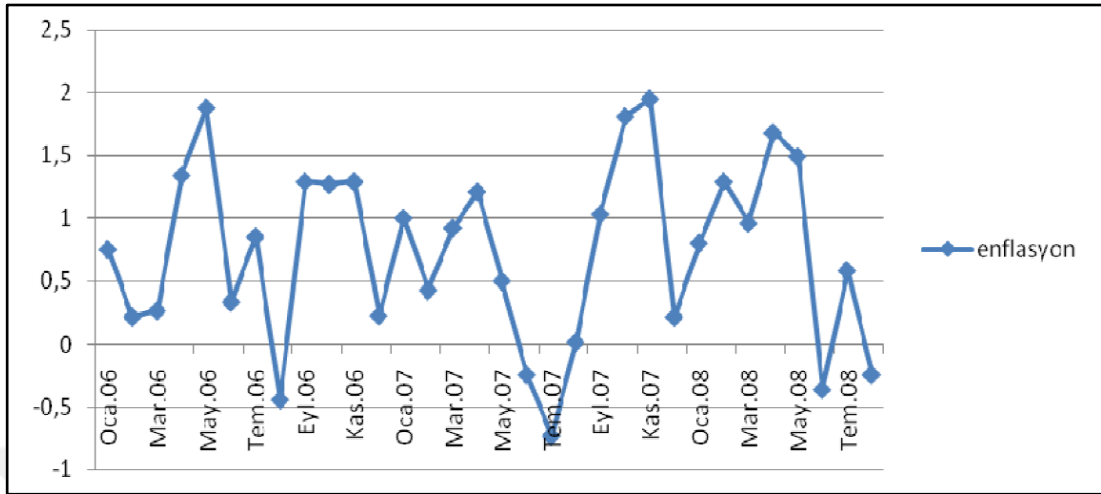


Kaynak: TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

2007’de ise ilk aylarda enflasyon rakamları başarılı iken yılın ikinci yarısında önemli artışlar yaşanmıştır. Yılsonu gelen % 8,4’lük rakam belirsizlik aralığı üst sınırının (%6) oldukça üstündedir.

¹⁷⁹ TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

Şekil 9. 2008 Krizi Öncesi Enflasyonun Aylık Değişimi (%)¹⁸⁰



Kaynak: TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

Hükümet ile yapılan görüşmeler sonucu 2008-09-10 yılları için enflasyon hedefi %4 olarak belirlenmiştir¹⁸¹. Ancak küresel mali piyasalarda yaşanan panik ve arz şokları ile girilen yeni dönemde döviz kuru değer kaybı sürmüş, TCMB, Mayıs, Haziran ve Temmuz'da faiz artırımına (toplam 150 baz puan) gitmiştir. Temmuz 2008'den itibaren fiyat artışları durmuş, araçlar etkisini göstermeye başlamıştır.

3.3. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Sonrası Finansal İstikrara Yönelik Uygulanan Politikalar

2008 Krizi öncesi TCMB'nin ana hedefi fiyat istikrarı iken parasal aktarım mekanizması da kullanılarak iç ve dış talep üzerinde etkili olunmuştur. Bu sayede üretim ve ekonomik büyüme de kontrol edilmiştir. Ayrıca fiyat istikrarı hedef alınarak finansal istikrarın da olumlu etkileneceği düşünülmüştür¹⁸². Ancak kriz bu savın aksini göstermiştir. Önceki bölümde değinildiği üzere ABD'de finansal kriz

¹⁸⁰ TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.

¹⁸¹ TCMB "TCMB Yıllık Rapor 2006", TCMB Yayını, 2007, s.3.

¹⁸² Suat Oktar, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu. (). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları. **Marmara University Journal of Economic & Administrative Sciences**, 2013, 35(2), 1-28.

öncesi faiz oranlarının düşük tutulması ile konut balonu şişerek patlamış, finansal sistemin krize girmesine neden olmuştur.

Küresel kriz sonrası fiyat istikrarı ve finansal istikrar ilişkisinin farklı olduğu anlaşılınca finansal sistemin riskleri ve sınırlandırılmaları için yeni bir yaklaşım ihtiyacı doğmuştur. Finansal istikrar için Türkiye gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğu farklı politika konusunda hemfikir olmuştur. Türkiye açısından zaten fiyat istikrarı sağlanamadığından bunun finansal istikrarsızlık yarattığını söylemek mümkün değildir. Finansal istikrar konusunda Türkiye'nin önlemleri, sermaye akımlarından olumsuz etkilenmemek üzerine olmuştur.

Ülkeler küresel finansal krizden farklı yönleri itibarıyla olumsuz etkilenmiştir. Türkiye için sermaye akımlarının girişiyle görülmüştür. Değerlenen TL ile iç talep ve ithalat artmış dış ticarete açık büyümüştür. Kredilerin hızlı artışı ile de cari dengede bozulma görülmüştür. Bütün bunlar finansal istikrarın bozulmasına neden olmuş, fiyat istikrarı için kullanılan araçlar yetersiz kaldığından yeni politika araçları TCMB gündemine girmiştir¹⁸³.

Yeni para politikası tasarımında TCMB temel olarak iki gelişmeden etkilenmiştir: “ilki, merkez bankacılığına dünyada yeni bir bakış açısı kazandırılmış olması; ikincisi, kriz sonrası ortaya çıkan küresel piyasadaki dalgalanmalardır”. Küresel kriz sonrası ortam her iki gelişmenin de çıkışını etkilemiştir¹⁸⁴. Gelişmiş ülkelerin krizin etkilerinden kurtulmak için finansal sisteme sağladığı likidite geliştirmekte olan ülkelere kaymış, o ülkeler de giren sermayenin olumsuz etkileri için önlemler almıştır.

Türkiye’de finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uygulanan politikalara ilaveten daha düzenli biçimde sistemik risklerle mücadele edebilmek için 2011’de TCMB,

¹⁸³ TCMB, Bülten, Ankara. Haziran 2014. Sayı 34, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2014.

¹⁸⁴ Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/17, 2012.

BDDK, SPK ve TMSF Başkanlarından müteşekkil Finansal İstikrar Komitesi kurulmuştur. Komite'nin görevleri¹⁸⁵:

- i. *Finansal sistemin tamamına etki edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve sınırlanması için gerekli olan politika önerilerini tespit etmek.*
- ii. *İlgili kurumlara sistemik risklerle ilgili uyarılar yapmak ve kurumların uyguladığı politikaları takip etmek.*
- iii. *Komite tarafından sistemik riskin yönetimine ilişkin gerekli koordinasyonun sağlanması.*
- iv. *Kurumlar arasında politikaların koordinasyonunu sağlamak.*

Komite'nin görevleri arasında politikaların koordinasyonu için çalışması, uygulamaların etkinliği açısından önem arz etmektedir.

Finansal İstikrar Komitesi'nin önerdiği makro ihtiyati politikalar, aslında daha önce TCMB tarafından likidite değişimlerinde uygulanan kısıtlamaların genişletilmesi olarak düşünülebilir. Zaten Komite bu bağlamda iki amaca odaklanmıştır¹⁸⁶:

- i. Banka yükümlülüklerinde kaliteyi iyileştirmek,
- ii. Hanehalkı borçluluk düzeyinin düşürülerek kredi büyümesinin kontrolünü sağlamak.

3.3.1. Uygulanan Politikaların Amaçları

2010 yılındaki sermaye girişi kalitesinde yaşanan bozulma ve dış finansman ihtiyacı ekonomide “ani durma” riski yaratmıştır. Tarihsel örneklerden 1994, 2001 ve 2009 krizleri Türkiye’de dalgalanmalar genellikle, sermaye akımları olduğunda yaşanan ani düşüş ve yükseliş dönemlerinin sebep olduğu görülmüştür. Ekonomik durgunluklardan sonra net sermaye çıkışı ile finansal sistem bozulmuştur. Bunlar

¹⁸⁵ TCMB, Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 13. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2011, s.73-74.

¹⁸⁶ Hakan Kara, "A Brief Assessment of Turkey 's Macropprudential Policy Approach: 2011-2015", **Central Bank Review**, Sayı: 16, 2016, s.88

dikkate alındığında 2010 yılı sonuna kadar cari denge ve dış finansman kalitesinin bozulması açık şekilde finansal istikrar için makro yaklaşımlar gerektiğini göstermiştir¹⁸⁷.

Yoğun sermaye girişlerinden kaynaklanan döviz kurlarının değerlenme baskısı; dış ticaret dengesi, rekabet gücünün azalması, cari dengenin olumsuz etkilenmesi, aşırı kredi genişlemesi ile varlık balonu oluşması gibi olumsuz gelişmelere neden olabilmektedir. Ancak tersi durum da finansal istikrar için büyük tehdit olmaktadır. Türkiye gibi kırılgan ekonomilere sahip gelişmekte olan ülkelerde para politikası uygulamaları sermaye akımlarından büyük ölçüde etkilenmektedir¹⁸⁸.

Sermaye akımlarının hareketli oluşu ülkedeki dinamikler kaynaklı olabileceği gibi küresel gelişmelerin etkisiyle de olabilmektedir. 2008 küresel krizi için gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar Türkiye gibi ülkeler için belirleyici olmuştur. Sermaye akımları ile birlikte milli gelire oranı yüksek olan cari açık nedeniyle Türkiye ekonomisi küresel dengesizliklere karşı daha kırılgan hâle gelmiştir¹⁸⁹. Olumsuz etkileri sınırlandırmak için iki ana hedef belirlenmiştir: “kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak”¹⁹⁰.

TCMB 2010 sonrası finansal istikrarı gözeterek araçlarını çeşitlendirme yoluna gitmiştir¹⁹¹.

3.3.2. Uygulanan Politikaların Araçları

Sermaye akışının sebep olduğu kredilerde ve cari açıda hızlı artış yeni uygulamalarının devreye alınmasına neden olmuştur. 2010’dan başlayarak makro ihtiyati politika araçları olan “asimetrik faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması

¹⁸⁷ A.y.

¹⁸⁸ TCMB, Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 13. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2011.

¹⁸⁹ TCMB, Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 17. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013.

¹⁹⁰ Erdem Başçı, Hakan Kara, "Finansal istikrar ve para politikası." **İktisat İşletme ve Finans** 26.302 2011, ss. 9-25.

¹⁹¹ TCMB, Bülten, Ankara. Haziran 2014. Sayı 34, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2014.

ve zorunlu karşılıklar” kullanılmaya başlanmıştır. Kredilerdeki aşırı büyümenin kontrolü ve sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilmesi hedeflenmiştir.

3.3.2.1. Faiz Koridoru

Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen Türkiye, faiz koridorunu piyasayı etkilemede kullanmaktadır. Faiz koridorunun tanımlanmasında üç faiz oranı kullanılmaktadır: “gecelik borç alma faizi, gecelik borç verme faizi, politika faizi”¹⁹².

- i. Faiz koridorunda alt sınır gecelik borç alma faizidir. Geçici likidite fazlası olan banka, bunu merkez bankasına yatırarak belirlenen faiz oranından gelir elde etmektedir. Belirlenen faiz oranı geçici borç alma faizidir.
- ii. Koridorun üst sınırı da gecelik borç verme faizidir. Likidite sıkıntısı çeken bankanın, merkez bankasından alacağı kısa vadeli borcun faiz oranıdır.

Gecelik borç alma ve verme faizlerinin arasındaki alan da faiz koridorunu oluşturmaktadır. Üst ve alt sınırların değiştirilmesiyle piyasada likidite kontrolü sağlanmaya çalışılmaktadır. TCMB faiz koridoru sayesinde gecelik faiz oranlarını koridor içinde kalmasını sağlayabilmekte, esnek davranabilmektedir.

Politika faizi ise genellikle faiz koridorunda orta noktadır. Mayıs 2010’a kadar politika faizi ve gecelik borçlanma faizi aynı olarak ele alınmıştır. Piyasanın likidite koşulları değiştiğinden yeni araçların ihtiyacı doğduğunda hem asimetrik koridor oluşturulması hem de politika faizi haftalık repo faizi şeklinde ele alınmaya başlanmıştır¹⁹³.

¹⁹² Umut Vural, Geleneksel olmayan para politikalarının yükselişi. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2013, ss.30-31

¹⁹³ Mahir Binici, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü & Deren Ünalmış. “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyatı Araç Olabilir mi?”. **TCMB Ekonomi Notları**, 20(19), 2013,, s. 4

2010 öncesinde, faiz koridoru uygulamasının enflasyon hedeflemesinde yeterli olduğu değerlendirilmiştir. Hedeften sapma olduğunda kredi faizleri de döviz kuru da düzenlenebilmiştir¹⁹⁴.

Faiz koridoru uygulaması ile aktif olmayan eski sisteme göre verilerin günlük denetlenmesi mümkün olabilmiş, faizler kredi ve döviz kanalında farklı amaçla kullanımı sağlanmıştır. Böylece finansal istikrar açısından faiz koridoru kredi kanalını etkilemesi yönüyle etkinlikle kullanılmıştır. 2010 sonrası TCMB, küresel piyasalarda dalgalanmanın yarattığı etkiye binaen kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı etkileme gereği duymuştur. Yeni sistem ve önceki arasında bazı temel farklılıklar bulunmaktadır¹⁹⁵:

- i. Önceki sistemde “hedeflenen faiz oranları ve kısa vadeli ortalama fonlama faiz oranları” arasında ayrım gözetilmemiştir. Yeni yapılanmada bu oranlar arasında farklılaşmaya gidilmiştir. Bu sayede esneklik kazanılarak kredi ve döviz kuru ayrı ayrı etkilenebilmiştir.
- ii. Öncekinden farklı şekilde küresel dalgalanmalarda daha hızlı tepki gösterebilmek için günlük veya haftalık olarak kısa vadeli ortalama faiz oranları takip edilmiştir.

Faiz koridoru sermaye akımları kaynaklı döviz kuru oynaklığında etkili olabilmektedir. Yoğun sermaye akımı olan dönemlerde, aşağı yönlü koridor genişletilmesiyle ılımlı dalgalanma sağlanmakta tersi durumda ise sermaye çıkışını yavaşlatmak için koridorun yukarı yönlü genişletilmesi sağlanmaktadır. Faiz koridorundaki genişletilme hamlesi sermaye oynaklığını azaltmaktadır¹⁹⁶.

3.3.2.2. Zorunlu Karşılıklar

Önemli bir politika aracı da zorunlu karşılıklardır. TCMB tarafından belirlenen bir oranda banka mevduatlarının bir kısmının merkez bankasında tutulma zorunluluğunu

¹⁹⁴ Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/17, 2012, s.7.

¹⁹⁵ Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/17, 2012, s.9.

¹⁹⁶ Filiz Çevik, "Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 57, 2016, s. 716

ifade etmektedir. Aktif olarak kullanılan zorunlu karşılıklar temelde üç amaçla uygulanmaktadır¹⁹⁷;

- i. *İhtiyati amaçlı. Bankaların ödeme güçlüğü riskine karşın tedbir amaçlı kullanılma durumunu ifade etmektedir.*
- ii. *Parasal kontrol amaçlı. Makroekonomik göstergelerde bozulma olmasına karşın merkez bankasının zorunlu karşılıklar aracılığıyla istikrarı sağlaması için kullanılmaktadır.*
- iii. *Likidite yönetimi amaçlı. Likidite arzının talebinden az veya fazla olması durumunda zorunlu karşılıklar kullanılarak dengeye getirilmesi amaçlanmaktadır.*

Zorunlu karşılık finansal istikrar için önemli bir uygulamadır. Sermaye girişi yoğun olan dönemde kredi arzının yükselişini sınırlamak piyasada bulunan para miktarını kontrol etmek amaçlı etkili bir araçtır. Bankalara kredi vermede sınırlı koşullar bırakılır. Sermaye çıkışı olduğu zaman ise oranların azaltılması hem likiditeyi hem de ekonominin ani duruşunu engelleyecektir¹⁹⁸.

Zorunlu karşılık oranları likidite kanalı ve doğrudan maliyet kanalı ile kredileri etkilemektedir. Zorunlu karşılıklar bankaların maliyetini etkiler. Bankalar maliyeti vereceği kredi veya mevduat faizlerine yansıtır. Türkiye’de faizlerin küçük değişimi kredilerde sınırlı etkiye sebep olduğundan zorunlu karşılıklar da maliyet kanalında kredileri etkilemede sınırlıdır. İkinci olarak, zorunlu karşılıkların artırılması bankalardan likidite çeker. Ancak bankaların daha fazla merkez bankasından borçlanarak açığını kapatması kanalın etkinliğini azaltabilmektedir. Bankalarda kısa vadeli kaynaklar artar. Bu durumda ya borçlanma ve kredi miktarı düşürülür ya da kredi faizleri için oranlar ona göre ayarlanır¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Koray Alper, S. Tolga Tiryaki, "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 8, 2011, ss.1-10.

¹⁹⁸ Alpaslan Serel, İsmail Cem Özkurt, "Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası". **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 2014, 12.22, s. 69

¹⁹⁹ Alper ve Tiryaki, **a.y.**, s.7.

3.3.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv opsiyon mekanizması, TCMB’de bankaların tuttuğu zorunlu karşılıklar için belirli oranda döviz ve altın cinsinden rezerv tutulmasını sağlamaktadır. Bu uygulamada isteğe bağlı olarak döviz veya altın tutmak bankalara likidite yönetimi açısından esneklik kazandırmaktadır. Rezerv opsiyon mekanizmasını kullanabilmek için belirlenen rezerv opsiyon oranı/katsayısı kullanılır. Yine sermaye girişleri yoğun olduğunda bankaların zorunlu karşılıklar için getirilen döviz opsiyonu avantaj sağlamaktadır. Sermaye girişlerinden kaynaklanabilecek olumsuzluklar giderilirken bankaların da gönüllü döviz birikimi sağlanacaktır. Ayrıca TCMB brüt döviz rezervi de artmaktadır²⁰⁰.

Merkez Bankası’nın, rezerv opsiyon katsayısı ile TL’nin değeri istenmeyen şekilde değiştiğinde ve likiditeye ilişkin sıkıntılarda piyasaya müdahale edebilmektedir. Örnek olarak bir sermaye çıkışı varsa döviz ihtiyacı artacaktır. Rezerv opsiyon mekanizması birçok fayda sağlamaktadır²⁰¹:

- i. *Sermaye giriş veya çıkışlarının sebep olabileceği dalgalanmayı azaltmaktadır,*
- ii. *Bankaların bu mekanizmayı kullanması bankaların likidite yönetimlerinde kolaylık sağlamaktadır,*
- iii. *Belirlenen bir oranda döviz tutulabilmesi, TCMB’nin döviz rezervlerini güçlendirmektedir.*
- iv. *Sermayedeki dalgalanmalar sebebiyle oluşan kredilerde hızlı artış veya hızlı azalış, rezerv opsiyon mekanizması ile kontrol altına alınmaktadır.*
- v. *Her bankanın, en iyi likidite yönetimini sağlamasına imkân vermektedir.*

²⁰⁰ Doruk Küçüksaraç, Özgür Özel. Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması. TCMB Çalışma Tebliği, No:No. 12/32. 2012.

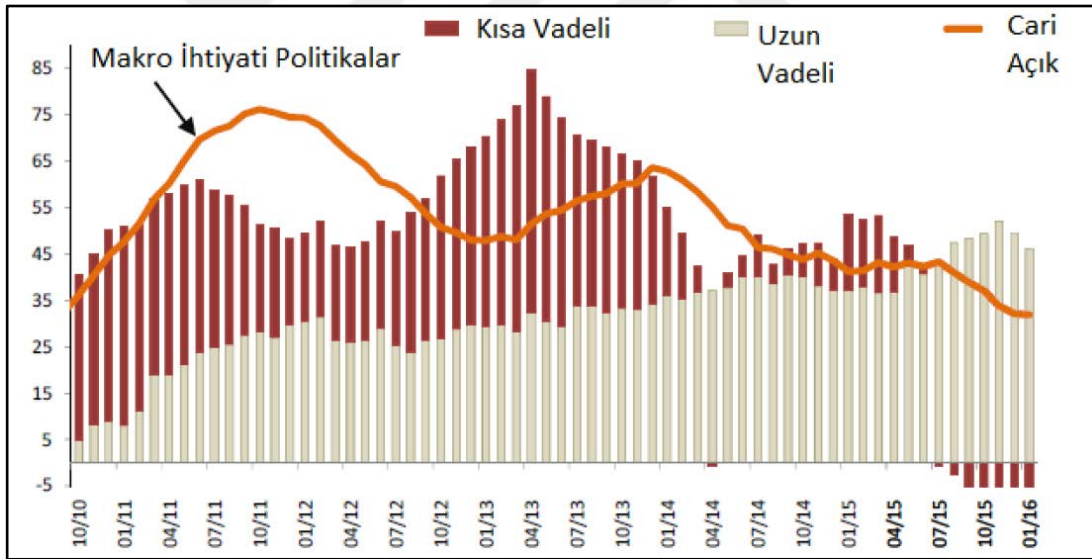
²⁰¹ TCMB, “TCMB Bülten”, Ankara. Aralık 2012. Sayı 28, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2012.

- vi. Aynı amaca yönelik diğer politikaların uygulanmasına olan ihtiyacı en aza indirmektedir.

3.4. Uygulanan Politikaların Finansal İstikrara Etkisi

Kırılgan bir ekonomi olan Türkiye ekonomisini makro ihtiyati politika araçlarını kullanarak korumak isteyen TCMB'nin ne denli başarılı olduğunu görebilmek için hem finansal hem de reel ekonomiye yansımalar anlamında bazı verilerin incelenmesi yerinde olacaktır. 2010 yılında başlanan yeni politika araçları uygulaması cari açık anlamında 2011 sonundan itibaren azalmaya başlamıştır. Yine kısa vadeli sermaye girişleri açısından bakıldığında toplam sermaye girişlerindeki payının azaldığı uzun vadeli sermaye girişlerinin arttığı görülmektedir²⁰².

Şekil 10. Net Sermaye Girişleri ve Cari Açık (Milyar USD)²⁰³



Küresel piyasalarda likiditenin bol olduğu dönemlerde gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları yaşanmış ve makro göstergelerde görüldüğü üzere birçok sorun teşkil etmiştir. Türkiye durumdan en az etkilenmek için çeşitli faiz oranları kullanarak döviz ve kredi kanalını etkilemeyi düşünse de diğer yanda enflasyon

²⁰² Hakan Kara. "A brief assessment of Turkey's macroprudential policy approach: 2011–2015". **Central Bank Review**, 16.3: 2016, s.90.

²⁰³ A.y.

hedefinden de vazgeçmek istememiştir. Ayrıca kredilerde yaşanan artış kredi balonu riskini oluşturmuştur²⁰⁴.

2011 sonlarında Euro Bölgesi borç krizi derinleşmiş küresel piyasaların belirsizlikleri artmıştır. Bu dönemde TL’de değer kaybı görülmüştür. 2012’den itibaren küresel risk iştahı azalmış ve rezerv opsiyon mekanizması devreye alınmıştır. TCMB, bu sayede faiz koridoru üst sınırını kademeli olarak indirebilmiştir. Diğer taraftan kredi riskinin engellemesi için oranı BDDK tarafından belirlenen Kredi değer oranı (Loan-to-value – LTV)) 2010-2015 yılları arasında kullanılmıştır. 2010’da BDDK konut kredilerinde sınırlama getirmiş, 2011’den geçerli olacak şekilde tüketici konut kredilerinde teminat mülkün % 75’i değerine, ticari gayrimenkulde ise %50 olarak sınır getirilmiştir²⁰⁵.

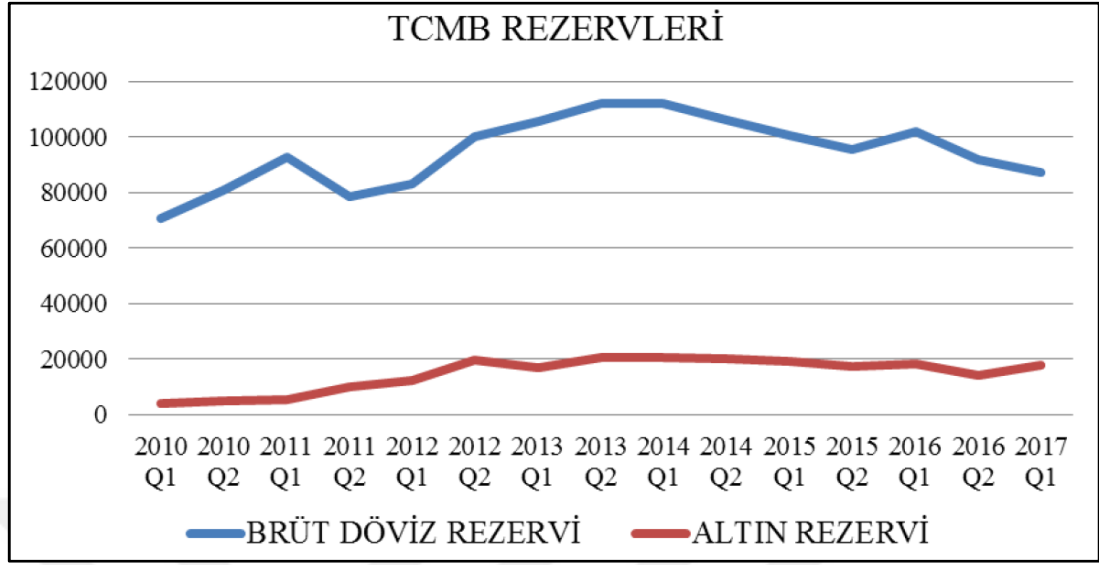
Rezerv opsiyon mekanizması ilk olarak Eylül 2011’den itibaren TCMB’nin araçları arasında yer almıştır. Bu tarihten itibaren brüt döviz ve altın verisi incelendiğinde kullanımın başladığı dönemden 2014 yılı ikinci yarısına kadar artış görülmektedir. İlk dönemde zorunlu karşılıklarda %10’a kadar kısım için dolar ve/veya Euro tutma imkânı tanınmıştır. Aynı yıl Ekim ayında oran önce %20 daha sonra %40’a kadar yükseltilmiştir.

Şekil 11. TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri²⁰⁶

²⁰⁴ Binici vd., a.y., s.14.

²⁰⁵ TCMB, Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 13. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.2011, s.28.

²⁰⁶ TCMB, Mayıs 2017 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 24. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2017.



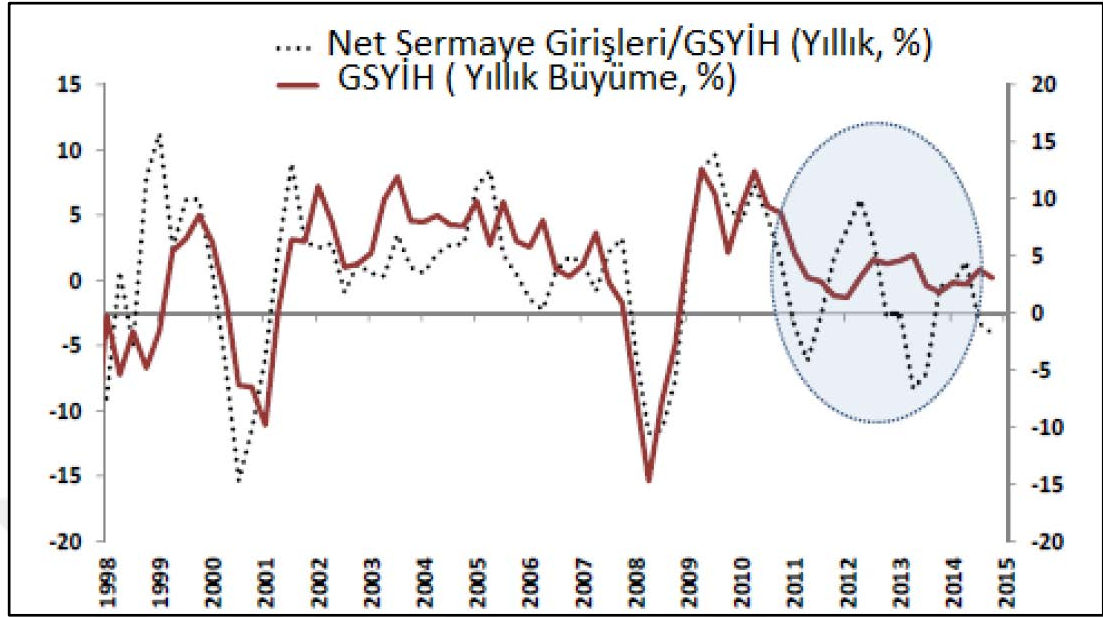
Döviz rezervlerindeki durum grafikte (Şekil 11) görülmektedir. Küresel piyasalarda yaşanan belirsizlikler ile döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar rezervleri etkilemektedir. Döviz rezervlerinin artması, finansman ihtiyacı arttığında bankalar için kolaylık sağlamaktadır.

Türkiye’de 2005 yılından beri bankacılık sektöründe kaldıraç oranı %8 seviyesindedir. Aralık 2012’de borçluluğu yüksek bankalar için ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir. “Kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması” ile 2013 son çeyreğinde kaldıraç oranı ortalama % 3-3,5 olan bankalara 1-2 puan ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir²⁰⁷.

Şekil 12. GSYİH Büyüme Oranı ve Net Sermaye Girişleri²⁰⁸

²⁰⁷ TCMB, Mayıs 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 16. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013 s.87.

²⁰⁸ Hakan Kara, Pınar Özlü, Deren Ünalı, "Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi", TCMB Çalışma Tebliği, 2015, No: 15/13, 41-73.



Küresel finansal kriz sonrası Türkiye’de olumsuz etkiler öncelikle sermaye hareketleri alanında yayılmıştır. Finansal sistemin herhangi bir unsurunda sermaye akımları karşısındaki duyarlılık durumu ele alındığında makro ihtiyati politikalar açısından fikir edinmek mümkün olabilecektir. Türkiye’de makro ihtiyati politikaların belirlenen dönemde başarılı olup olmadığını anlamak için, yurtiçi ekonomik faaliyetlerin sermaye akımları karşısında duyarlılık durumuna bakılarak anlaşılacağı değerlendirilmektedir. Diğer bir ifadeyle sermaye akımları kaynaklı dalgalanma ekonomik faaliyetlerde benzer şekilde dalgalanma yaratması finansal istikrarı tehdit eden bir durum teşkil etmektedir. Sermaye hareketlerine duyarlı ülke ekonomisi olduğunun göstergesidir. Aktif olarak makro ihtiyati politikaların uygulanmaya başlandığı dönemde Türkiye’de GSYİH büyümesi ve sermaye hareketleri ilişkisi incelendiğinde iki değişkenin birbirinden uzaklaştığı izlenmiştir. Sermaye hareketlerinde yaşanan dalgalanma GSYİH büyümesi için benzer etkiye neden olmamıştır²⁰⁹.

²⁰⁹ Hakan Kara. “A brief assessment of Turkey’s macroprudential policy approach: 2011–2015”. **Central Bank Review**, 16.3: 2016, s.91)

3.5. TCMB'nin Uyguladığı Politikaların Başarısının Değerlendirilmesi

Finansal krizde uygulanan para politikalarının başarısına ilişkin literatürde çok fazla çalışma bulunmamaktadır. Sınırlı çalışmalardan birinde Habermeir vd.²¹⁰, ülkeler içinde serbest döviz kuru uygulayanların başarılı olduğunu, enflasyon hedefleme stratejisi ile enflasyon beklentileri oluşturularak ekonominin aşırı dalgalanmasının önüne geçildiğini iddia etmektedir.

Güney Kore ve Türkiye'yi inceleyen araştırmada Alp vd.²¹¹, benzer bulgulara ulaşmış, serbest döviz kuru ve enflasyon hedeflemesinin krizde şiddetli durgunluğu önlediğini savunmuşlardır.

Çınar²¹² da çalışmasında, TCMB'nin, yüksek büyümeye sınırlama getirmesi riskini göze alarak 2006'dan itibaren yaşanan kredi genişlemesine karşılık başlatmış olduğu parasal sıkılaştırma ile riskli kâğıtların büyümesini sınırlandırması ve bunu kararlılıkla 2007 yılı son çeyreğine kadar sürdürmesi, uyguladığı temkinli para politikasında başarıyı öne çıkardığını ifade etmektedir. Ayrıca finansal krizin etkisini hafifletilmesinde bankacılıkta sahip olunan güçlü bilanço yapısı ile serbest kur uygulamasının da önemli rol oynadığını vurgulamaktadır.

TCMB'nin uyguladığı politikadaki başarısının hedeflediği amaçlara ulaşma durumuna göre değerlendirilebileceği öngörülmektedir. TCMB'nin temel hedefi fiyat istikrarı olmuşsa da 2008 sonundan başlayarak 2010'a kadar yurtiçi kredi hacminin artırılmasını daha sonra ise düşürülmesini ve nihayetinde finansal istikrarı hedeflemiştir.

Farklı yöntemlerle TCMB'nin anılan yönlerden başarısının ölçülebileceği değerlendirilmektedir.

²¹⁰ Karl Habermeier, İnci Ötker-Robe, Luis Jacome, Alessandro Giustiniani, Kotaro Ishi, David Vávra, Turgut Kışınbay, and Francisco Vazquez. Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries-A Cross Regional Perspective. International Monetary Fund, 2009.

²¹¹ Harun Alp, Selim Elekdag, The role of monetary policy in Turkey during the global financial crisis. IMF Working Paper, WP/11/150, 2011.

²¹² Barış Çınar, Ömer Erdoğan, Tuğrul Gürgür ve Tandoğan Polat. Küresel Kriz Politika Uygulamaları. **TCMB Ekonomi Notları**, 12, 2010, s.1-11.

Enflasyon hedeflemesi uygulaması sonucu olarak, enflasyon hedefine ulaşıp ulaşılmadığı bir kriterdir. 2008–2011 yıllarında hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon rakamları incelendiğinde; 2009 ve 2010 yıllarında hedefin tutarken 2008 ve 2011 yıllarında sapmalar görülmektedir.

Tablo 2. Türkiye’de Enflasyon Oranları (2008-2011 Hedeflenen ve Gerçekleşen)²¹³

	2008	2009	2010	2011
Hedef(%)	4	7,5	6,5	5,5
Gerçekleşme(%)	10,1	6,5	6,4	10,45

Kaynak: Worldbank. Worldbank Data. 2012, (Çevrimiçi) <http://data.worldbank.org/> 02 Mart 2019.

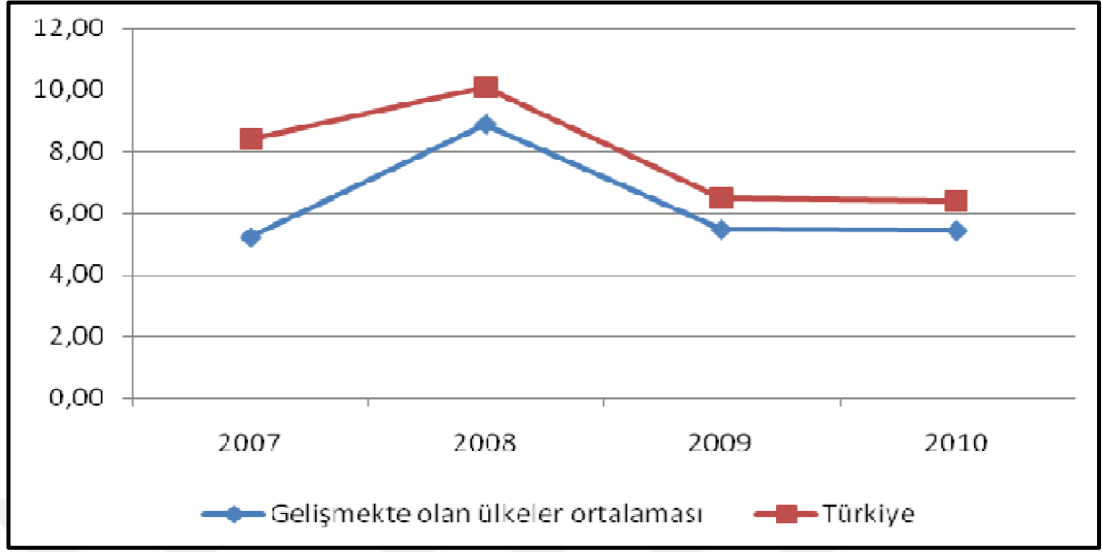
Fiyat istikrarında başarıyı finansal kriz süresince gerçekleşen rakamlar ile geçmişte elde edilenlerin karşılaştırarak da ölçmek mümkündür. Kriz öncesi dönemde yüksek enflasyon yaşayan Türkiye ekonomisinin, TCMB’nin tedbirleriyle finansal krizde enflasyon açısından başarılı olduğu değerlendirilebilir.

Diğer gelişmekte olan ülkelerin durumu da Türkiye ekonomisinin enflasyona karşı başarısında bir kıyas kriteri olabilir. Ekonomik yapı anlamında Türkiye ile benzerlik taşıyan bazı ülkelerin enflasyon rakamları incelendiğinde TCMB’nin de vurguladığı üzere, “Türkiye fiyat endeksleri içindeki, gıda ve ithal malların ağırlığı, Türkiye’nin enflasyon rakamlarının diğer gelişmekte olan ülkelerle gösterdiği paralellik sayesinde kanıtlanmaktadır”.²¹³

Şekil 13. Türkiye’de ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları (2007-2010)²¹⁴

²¹³ Worldbank. Worldbank Data. 2012, (Çevrimiçi) <http://data.worldbank.org/> 02 Mart 2019.

²¹⁴ Worldbank. Worldbank Data. 2012, (Çevrimiçi) <http://data.worldbank.org/> 02 Mart 2019.

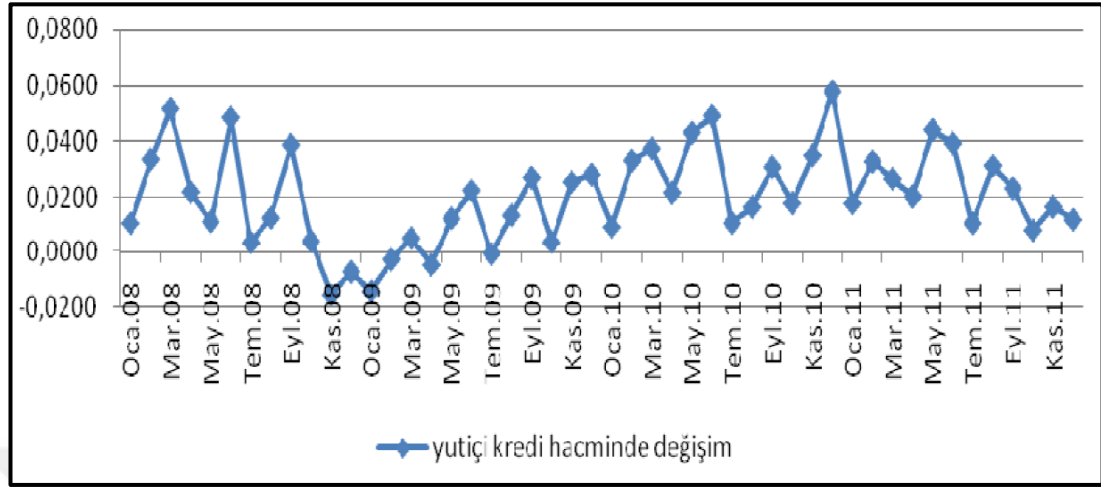


Kaynak: Worldbank. Worldbank Data. 2012, (Çevrimiçi) <http://data.worldbank.org/> 02 Mart 2019.

Sonuç olarak finansal krizde uygulanan para politikaları açısından başarılı olduğu söylenebilir. Ancak, bu başarıda uluslararası konjonktürde yaşanan pozitif gelişmelerin etkisi de yadsınamayacaktır.

Yurtiçi kredi hacmine ilişkin TCMB'nin başarısı da kredi hacmi değişimine bakılarak yorumlanabilir. 2008'de yaşanan finansal panik etki göstermeye başladığı dönemde TCMB toplam talebin artırılması için kredileri artırmak istemiş ve uyguladığı politikalar ile bunu sağlayabilmiştir. Ekonomide aşırı ısınma ve cari açık problemi ortaya çıktığında ise kredilerin artışını sınırlandırmak istemiş ve 2010'dan itibaren kredi artış oranları bazı dönemlerde sınırlandırılmıştır. 2010 yılı ikinci yarısından itibaren, BDDK'nın düzenlemelerinin de etkisiyle kredi artış oranlarının azalması istikrar kazanmıştır. Sonuç olarak, kredi artışlarına ilişkin TCMB'nin politikalarında başarılı olduğu değerlendirilebilir.

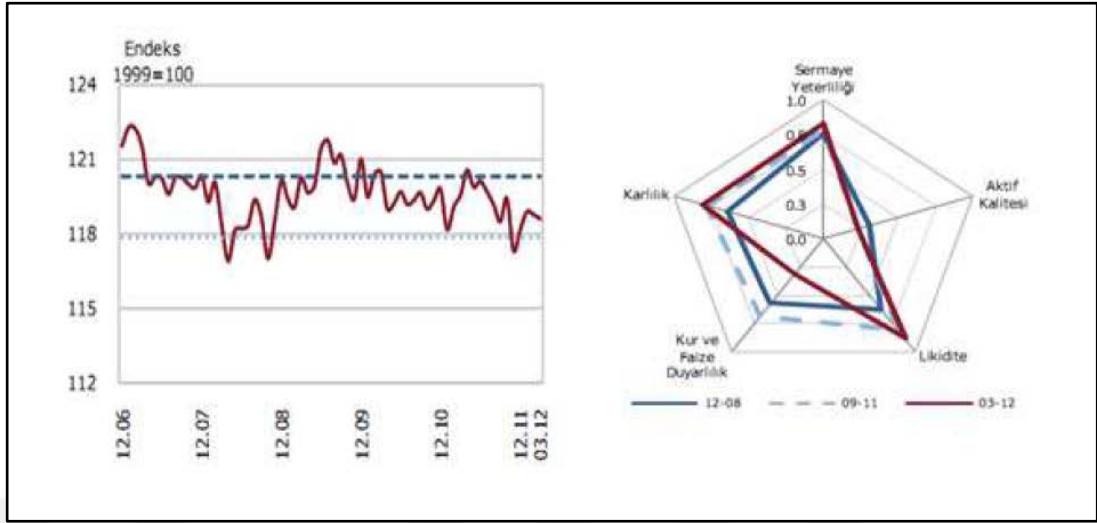
Şekil 14. Yurtiçi Kredi Hacmi Artış Oranları (2008-2011)²¹⁵



Finansal istikrar yönünden TCMB'nin başarısını ölçmede finansal sağlamlık endeksinin kullanılabilceği değerlendirilmektedir. TCMB tarafından yayınlanan finansal istikrar raporu içeriğinde bankacılık sektörüne ilişkin bazı göstergeler yönüyle değerlendirme ve hesaplanmış finansal sağlamlık endeksi Şekil 15'de görülebilmektedir. Finansal sağlamlık endeksi grafiğinde, 2004-2012 yılları ortalaması ile endeks karşılaştırılması yer almaktadır. 2008 yılının son çeyreği itibarıyla finansal sağlamlık endeksinin düşüşü görülse de sonradan ortalamanın üstüne çıktığı grafiğe yansımaktadır. Sonraki dönemde düşüşe geçse de 1999-2012 ortalamasının 118 üzerinde olması 2000 yılı öncesine göre finansal sektörün sağlamlığını koruduğunu göstermektedir. Bankacılık sektöründe ise 2008'e göre; karlılık, likidite ve sermaye yeterliliği yönünden olumlu gelişmeler varken, kur-faize duyarlılık ve aktif kalitesi açısından gerileme göze çarpmaktadır.

Şekil 15. Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi ve Finansal Sağlamlık Endeksi²¹⁶

²¹⁵ TCMB. TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.



Finansal kriz sürecinde TCMB'nin incelemelerinde, bazı finansal göstergelerdeki başarıya da dikkat çektiği görülmektedir.

Döviz kurunun istikrarı için uygulanan politikaların, kurdaki oynaklığı diğer gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında azalttığı belirtilmektedir.

TCMB nezdinde kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye ekonomisine verdiği kredi notlarının da finansal sistemin sağlamlığına işaret eden bir gösterge olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca 2010 sonundan başlayarak uygulanan politikalarla ülkeye giren yabancı sermayenin vadesini uzatma çabası 2011 yılı sonundaki verilere bakıldığında başarılı olduğu görülmüştür²¹⁷.

²¹⁶ TCMB. Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 14. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2012.

²¹⁷ TCMB. 2012 Yılında Para ve Kur Politikası. 27 Aralık 2011, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası s.4, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0/2012ParaPolKonusma.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0-m3fC4SP> (02 Mart 2019).

SONUÇ

2008 küresel finansal krizi, ABD’de başlayarak dünyaya yayılan tarihin en büyük krizlerinden birisidir. ABD’nin finansal piyasalarından sonra, reel ekonomisini de etkilemiştir. Krizin finansal piyasalarda çıkması sistemin kırılganlıklarını da gün yüzüne çıkarmış, ekonomideki etkileri derinleştirmiştir.

Krizin çıkışı hakkında birçok neden ortaya atılsa da sonuçları için iki nokta öne çıkmaktadır. İlk olarak finansal istikrar için para politikası hedeflerinin yetersizliği söylenebilir. Krizin ABD’de faizler düşük seviyede iken çıkması ve krizden çıkışta geleneksel para politikası uygulamalarının çare olamaması bu fikri güçlendirmektedir.

İkinci olarak risklerin ele alınmasında finansal kurumlar teker teker incelendiğinden sistemin genelindeki risklerin görülmesini ve makro bakış açısı ile çözüm üretilmesi gösterilebilir. Ancak kriz sonrasında anlaşılan gerçekler için finansal istikrarın sağlanmasında yeni bakış açısı ve makro ihtiyati politikalar araştırmacılar ve merkez bankalarınca geliştirilebilmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere küresel finansal krizin etkisi ABD’nin krizden çıkış için uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan uygulamaları üzerinden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere uygulanan politikalar neticesinde sermaye akımları yaşanmıştır. Sonuç olarak cari denge ve döviz kuru etkilenmiş, krediler hızlı artmıştır. Para birimleri değerlendirildikçe dış ticaret açığı yükselmiş, cari denge sorun haline gelmiştir. Kredilerin hızlı genişlemesi de varlık fiyat balonları oluşturmuştur. Aynı zamanda kredilerin koşullarında gevşemeye neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımları kısa vadeli olduğunda dış finansman bağılılığı artmış, sermaye giriş-çıkışları finansal sistemleri kırılganlaştırmıştır.

2008 küresel finansal krizi ve sonrasında Türkiye özeline bakıldığında, ABD’nin uyguladığı politikaların, Türkiye’de sermaye kanalında etkisi görülmüştür. Yoğun sermaye girişi FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikası

dönemleri için kaydedilmiştir. Bunun sonucunda hem kredilerin hızlı artışı hem de dış ticarete açık gözlemlenmiştir. Finansal istikrarın bozulması riski hem de reel sektöre yansıyabilecek olumsuz etkiler, TCMB'yi makro ihtiyati politikalar uygulamaya itmiştir. Uygulanan politika farklılaşması iki ayrı dönemde incelendiğinde daha net olarak anlaşılmaktadır: “2001-2008 dönemi ve 2008 küresel finansal kriz sonrası TCMB politikaları”.

2001 krizinin getirdiği ortamda yapılan reformlar sayesinde özellikle bankacılık sektöründe sağlam durulmuş, dayanıklılık kazanılmıştır. Finansal istikrar anlamında yapılan yeniliklerden en önemlisi ise TCMB Kanunu'nda finansal istikrarın yer almasıdır. 2001'de Türkiye'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan kriz finansal sistemin sağlamlaştırılmasına vesile olmuş, atılan adımlar, 2008 küresel finansal krizinin olumsuz etkilerini azaltmada destek olmuştur. 2010 sonrasında ise finansal istikrar için makro ihtiyati politikalar aktif olarak uygulanmış, 2011'de “Finansal İstikrar Komitesi” de kurularak sistemik riskin izlenmesi kolaylaşmış, resmî altyapı da temin edilmiştir.

Uygulanan politika araçları daha çok aşırı kredi büyümesini önleme amaçlı zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi ile bankaların kredi miktarını düşürmek veya kredi faizlerini yükseltmek yönünde olmuştur. Bu kapsamda uygulanan rezerv opsiyon mekanizması da piyasadaki likiditenin kontrolü ve bankaların döviz biriktirmesini sağlamak için kullanılmıştır. Sermaye dalgalanmalarında döviz rezervlerinin bankaların dayanıklılığına etkisi görülmüştür. TCMB'nin artan brüt döviz rezervi de bu aracın kullanımına işaret etmektedir.

Yine faiz koridoru uygulaması da özellikle 2010 sonrası asimetrik faiz koridoru oluşturularak para politikası aracı yanında finansal istikrar için de katkı sağlamıştır. Sermaye giriş-çıkışının kontrolünde faiz koridoru alt ve üst bantları ile oynanarak akımlara müdahale edilmeye çalışılmıştır.

KAYNAKÇA

- ABD Hazinesi: Auto Industry, 2014, (Çevrimiçi), <http://www.treasury.gov/initiatives/financialstability/TARP-Programs/automotive-programs/Pages/overview.aspx> 4 Aralık 2018.
- Akgüç, Öztin: “Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 42. 2009, 6-11.
- Aktan, Coşkun Can, Hüseyin Şen: “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 42. 2001, 1225-1230.
- Akyüz, Yılmaz: The global economic crisis and Asian developing countries: impact, policy response and medium-term prospects. Third World network (TWN), 2010.
- Alp, Harun, Selim Elekdag: “The role of monetary policy in Turkey during the global financial crisis”. IMF Working Paper, WP/11/150, 2011.
- Alper, Koray ve S. Tolga Tiryaki: "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 8, 2011, s. 1–10.
- Altay Hüseyin, Ali Şen: “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, **Eskişehir Osmangazi Üni. Sos. Bil. Dergisi**, Sayı 10(1), 2009, s.163-179.
- Altaş, Gökben: “Sermaye Piyasasında Uluslararası Kurumlar”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 77. 2009, s.20-30.
- Arı, Ali: “Küresel Finansal İstikrarsızlık Çağında IMF’nin Değişen Rolü”, Uluslararası Kurumların Değişen Roller: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, 2014, s.63-83
- Arra: The Recovery Act, 2009, (Çevrimiçi), http://www.recovery.gov/arra/About/Pages/The_Act.aspx 7 Aralık 2018.
- Ataş, Berkan: Küresel Ekonomik Krizler ve Ülkelerin Küresel Krizlerden Sonraki Toparlanma Performanslarına Yönelik Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013.
- Başçı, Erdem, Hakan Kara: "Finansal istikrar ve para politikası." **İktisat İşletme ve Finans** 26 (302), 2011, s.9-25.
- BDDK: Sorularla Basel III, 2010, (Çevrimiçi), http://www.bddk.org.tr/WebSite/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf, 5 Ocak 2019.

- Aralık 2012 Finansal Piyasalar Raporu, 2012, (Çevrimiçi),
http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/11902fpr_aralik2012_29032013bb.pdf 1 Ocak 2019.
- BDE: What is financial stability?, (Çevrimiçi),
https://www.bde.es/bde/en/areas/estabilidad/Que_es_la_estabi/ 18 Aralık 2018.
- Bianco, M. Katalina: The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects Of The Mortgage Meltdown, 2008, (Çevrimiçi),
<https://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf>. 15 Ocak 2019.
- Bilgin, Cevat: “Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği”, Doktora Tezi, T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2007.
- Binici, Mahir, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü & Deren Ünalmış: “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”. **TCMB Ekonomi Notları**, 20 (19), 2013, s.1-16.
- BIS: Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) – overview, 13 May 2015, (Çevrimiçi),
<https://www.bis.org/cpmi/index.htm> 12 Aralık 2018.
- Bocutoğlu, Ersan, Aykut Ekinci: “Avusturyacı Konjonktür Teorisi ve Küresel Kriz”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 73. 2010, s.20-34.
- Borio Claudio, Mathias Drehmann: “Towards an Operational Framework for Financial Stability: “Fuzzy” Measurement and its Consequences”, BIS Working Papers, No 284, June 2009, pp. 1-32
- Botz, Dan La, Ingo Schmidt, Fred Magdoff vd.: **Neoliberalizm ve Kriz**, çev. Barış Boysal, Çiğdem Çıdamlı, Deniz Şimşek, Levent Aydeniz, İstanbul, Kalkedon Yayıncılık. 2008.
- CFR: “Restoring American Financial Stability Act of 2010 Council on Foreign Relations”, 2010, (Çevrimiçi), (S. 3217),
<http://www.cfr.org/united-states/restoring-american-financial-stabilityact-2010-s-3217/p22715> 2 Ocak 2019.
- Chant, John, Alexandra Lai, Mark İlling ve Fred Daniel: “Essays on Financial Stability”, Bank of Canada, Technical Report No. 95. 2003.
- Coombs, W. Timothy: “Protecting organization reputations during a crisis: The development and application of situational crisis communication theory”. **Corporate reputation review**, ,

10 (3), 2007, s.163-176.

- Coşkun, Yener: "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, 2010, s.73-114
- Congress Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010, (Çevrimiçi) <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> 12 Aralık 2018.
- Crockett, Andrew: Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?, Symposium of "Maintaining Financial Stability in a Global Economy", FED of Kansas City, August 1997, pp. 6-7.
- Çevik, Filiz: "Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 57, 2016, s. 710-718.
- Çınar, Barış, Ömer Erdoğan, Tuğrul Gürgür ve Tandoğan Polat: "Küresel Kriz Politika Uygulamaları". **TCMB Ekonomi Notları**, 12, 2010, s.1-11.
- Çolak, Ömer Faruk, Harun Öztürkler: "Tasarrufun Belirleyicileri: Tasarruf Eğiliminde Değişim ve Türkiye'de Hanehalk Tasarruf Eğiliminin Analizi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 82. 2012, s.3-44
- Dalyancı, H. Levent: Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik Analizi, Doktora Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.
- Darıcı, Burak: TBB Finansal İstikrar Raporu, 2012, (Çevrimiçi), https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf. 2 Ocak 2019.
- Davis, E. Philip: "Towards a typology for systemic financial instability, 12 November." **Financial Stability Review** 2, 2003, pp.1-23.
- Değertekin, Efsun Ayça: "Finansal Krizle İlgili Uluslararası Kurumların Yürüttüğü Çalışmalar", **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 89. 2010, s.7-19.
- Demir, Faruk, Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu, Ayhan Küçük: "ABD Mortgage Krizi", Ankara, **BDDK Çalışma Tebliği** Sayı 3. 2008.

- Demirbaş, Erkan: **Küresel Kriz ve Paranın Patronları**, Ankara, Nobel Yayıncılık, 1. Baskı, 2013.
- Demirel, Baki, Gülen Elmas Arslan: "Euro Bölgesinde Borç Krizi Sorunu ve Çözüm Önerileri", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 23. Özel Sayı. 2012, s.107- 132.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Ross Levine: "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", The World Bank Working Paper, No. 2143, Temmuz 1999, pp. 2-5.
- Deniz, Gülhan: 2008 Küresel Krizin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para-Maliye Politikası Önlemleri, Yüksek Lisans Tezi, Sivas, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013.
- Dudley William. C.: "Basel and The Wider Financial Stability Agenda (Speech)", IIF Annual Membership Meeting, 10 October 2010, Washington DC, (Çevrimiçi), <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2010/du101010.html> 15 Aralık 2018.
- Durmuş, Mustafa: Kapitalizmin Krizi: 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi, Ankara, Tan Kitabevi, 2. Baskı, 2010.
- EC: A European Economic Recovery Plan, European Council, 2008, (Çevrimiçi), http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf 1 Aralık 2018.
- Edge, Rochelle M., Jeremy B. Rudd: "General-Equilibrium Effects of Investment Tax Incentives, Finance and Economics Discussion Series", 2010, (Çevrimiçi), <http://www.federalreserve.gov/Pubs/FEDS/2010/201017/201017pap.pdf> 13 Aralık 2018.
- Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 5. Baskı, 2009.
- "Krizde Oteki Ülkeler Ne Yapıyor", 12 Mart 2009, http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi_egilmez/krizde_oteki_ulkeler_ne_yapiyor925696, 12 Ocak 2019.
- Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2011.
- Eichengreen, Barry: "Financial Instability", University of California, Copenhagen Consensus, Copenhagen on 25-28 May, 2004
- Eken, Tayfur: Küresel Finansal Krizden Sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma, Yeterlilik Etüdü, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi, 2013.
- Erdoğan, R. Tayyip: "Kriz teğet geçti dedim, etkilemedi demedim". 2009, (Çevrimiçi) <https://www.cnnturk.com/2009/ekonomi/>

- dunya/04/03/kriz.teget.gecti.dedim.etkilemedi.demedim/520810.0/index.html, 20 Ocak 2019.
- Ergül, Y. Tamer, Oğuz M.Arslan: “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Tobin Vergisi ve Uluslararası Finansal Sistem: Post Keynesyen Bir Çerçeve”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, S:72, 2009, s.21-42.
- FED The Federal Reserve’s Response to the Financial Crisis And Actions to Foster Maximun Employment and Price Stability, 2015, (Çevrimiçi), http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisrresponse.htm 2 Ocak 2019.
- Ferguson, Roger F.: Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?, Conference at the IMF, September 16–17, 2002, Washington D.C., 2015, pp. 1-3.
- Ferguson, Roger F.: Panel Discussion, Second ECB Central Banking Conference. Frankfurt. 2002, pp.316-320.
- Fıkırkoca, Ekin, Efsun Değertekin, Özcan, Çikot: “Finansal Piyasalarda Reform Çalışmaları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 85. 2009, s.6-11.
- Fidan, Mehmet Maşuk: "Kobi Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği.", **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, S.90, 2011, ss.41-57.
- G20, Declaration: Declaration Summit On Financial Markets And The World Economy, 2008, (Çevrimiçi), https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington_Declaration_0.pdf 18 Aralık 2018.
- Gençay, Oya: Finansal Dolarizasyon ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki: Türkiye Değerlendirmesi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2007.
- Gorton, Gary, Andrew Winton: “Financial Intermediation”, The Wharton School Financial Institutions Center. Working Paper Vol. 2. 28 March 2002. pp. 4-26
- Habermeier, Karl, İnci Ötker-Robe, Luis Jacome, Alessandro Giustiniani, Kotaro Ishi, David Vávra, Turgut Kışınbay, and Francisco Vazquez: “Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries-A Cross Regional Perspective”. International Monetary Fund, 2009.
- Haldane, Andrew G., Glenn Hoggarth, Victoria Saporta, Financial Stability and Bank Solvency, The International Banking Conference, Chicago, October 2004, pp. 2-3

- Peter Sinclair:
- Heath, Robert L.: "Crisis communication: Defining the beast and de-marginalizing key publics". **The handbook of crisis communication**, 2010, pp.1-13.
- Hepşen, Ali: **İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No 13, 2005.
- Hiç, Mükerrerem: **Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye**, İstanbul, Beykent Üniversitesi Yayınevi, Yayın No 62, 1. Baskı, 2009.
- Houben, Aerd, Jan Kakes, Gary Schinasi: "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", IMF Working Paper, wp/04/101. 2004.
- IMF: IMF Yıllık Raporu 2009, (Çevrimiçi), http://www.imf.org/external/lang/turkish/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09_tur.pdf 10 Aralık 2018.
- Kantar, Lokman: Mortgage (İpotekli Konut Kredisi) ve 2008 Küresel Krizine Olan Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.
- Kara, Alper: Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Muhasebe Genel Müdürlüğü, 2012.
- Kara, Hakan: "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/17, 2012.
- "A brief assessment of Turkey's macroprudential policy approach: 2011–2015". **Central Bank Review**, 16.3: 2016, pp.85-92.
- Kara, Hakan, Pınar Özlü, Deren Ünalımsı: "Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi", TCMB Çalışma Tebliği, 2015, No: 15/13, 41-73.
- Karaçor, Zeynep, Korhan Gökmenoğlu: Finansal Kriz Modelleri, Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekonomisinde Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Edit.: Murat ÇETİNKAYA, Ankara, Nobel Yayınları, 2011.
- Kato, Takatoshi: "The IMF's Response To The Financial Crisis", 2009, (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/062509.htm> 29 Aralık 2018.
- Kenç, Turalay, M İbrahim Turhan, Onur Yıldırım: "The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis", Policy Research Working Paper, Sayı: 5834, 2011, pp.2-16.
- Kırcı, Hülya: Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan

- Önlemler ve Sonuçları, Doktora Tezi, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017.
- Kibritçioğlu, Aykut: Effects of global financial crisis on Turkey. Munich Personal RePEc, MPRA Paper, 29470, 2010, pp.5-6.
- Korkmaz, Adem, Hüseyin Avsallı, Gülsüm Korkut, Hasan Güner, Alim Tetik: “Küresel Ekonomik Krizde Dünyada ve Türkiye’de İşsizlikle Mücadelede Uygulanan Politikalar: Başarılı ve Başarısız Ülkeler”, Uluslararası Aalanya İşletme Fakültesi Dergisi, Vol 5. No 1. 2013, s.113-125.
- Kuşgözoğlu, Sedat: 2008 Finansal Krizinin Çıkışında Asimetrik Bilgi Sorununun İncelenmesi ve Değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010.
- Küçükkiremitçi, Oktay, Ömür Genç, Mustafa Şimşek, Mehmet Emin Karaca ve Bayram Ali Eşiyok: “Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri”. Türkiye Kalkınma Bankası AŞ. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, 2008.
- Küçüksaraç, Doruk, Özgür Özel: “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”. TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/32, 2012
- Levine Ross: “Bank Regulation and Supervision, The National Bureau of Economic Research (NBER) Reporter”, **Research Summary** Fall 2005, (Çevrimiçi), <http://www.nber.org/reporter/fall05/levine.html> 15 Aralık 2018.
- Mishkin, Frederic S.: Understanding Financial Cries: A Developing Country Perspective, NBER Working Paper Series, No: 5600, 1996.
- Finansal Piyasalar ve Kurumlar** (Çev. İlyas Şıklar – Ahmet Çakmak – Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi: İstanbul, 2000.
- “Financial “Instability and Monetary Policy”, Speech At the Risk USA Conference, 5 November 2007 New York, 2007. (Çevrimiçi), <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20071105a.htm> 12 Ocak 2019.
- Narin, Müslüme, Dilek Kutluay: “Küresel Finansal Piyasalarda Değişim ve Yükselen Güçler: BRIC Ülkeleri”, Ankara Sanayi Odası Yayın Organı, 2013, s.43-46.
- Ocampo Jose A.: A Broad View of Macroeconomic Stability, DESA

Working Paper, No.1, October 2005.

- Oktar, Suat, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu: “2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları”. **Marmara University Journal of Economic & Administrative Sciences**, 35(2), 2013, s.1-28.
- Özatay, Fatih: **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, 1. Basım, İstanbul, 2009.
- Özbek, Orkun: “Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği”, İzmir Ticaret Odası AR-GE Bülteni, Aralık 2009.
- Özcan Serkan: Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2006.
- Özer, Mustafa: **Finansal krizler, piyasa başarısızlıkları ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi yayınları. 1999.
- Padoa-Schioppa Tommaso: “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 24 and 25 October 2002, pp. 3-11.
- Parasız, İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 9.bs., Bursa, Ezgi Kitabevi, 2009
- Plosser Charles I.: Redesigning Financial System Regulation, New York University Conference “Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System”, March 2009, pp. 3-4.
- Roubini, Nouriel, Stephan Mihm: **Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği**, çev. Işıl Tezcan, İstanbul, Pegasus Yayıncılık. 2012.
- Saçcı, Özge Ülkütaş: Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar Ve Piyasa Disiplininin Sağlanması: Türk Bankacılık Sektörü, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013.
- Sellnow, Timothy L. Matthew W. Seeger: **Theorizing crisis communication**. John Wiley & Sons, 2013.
- Serel, Alpaslan, İsmail Cem Özkurt: "Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 22, 2014, s. 56-71.
- Schinası Garry J.: Defining Financial Stability, IMF Working Paper, WP/04/187, October 2004, pp. 6-12.
- Seyrek, İsmail: “Finansal İstikrarsızlık ve Dış Borç: Türkiye Örneği”, SÜ

- İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Sayı:12, 2006, ss.203-227.
- Söyler, Ekrem: IMF'nin Küresel Mali Krizle Birlikte Değişen Rolü Ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012.
- SPK: 2010 Faaliyet Raporu, 2011, Ankara.
- Şahin, Selcen Çalışkan: Küresel Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011.
- Şahinöz, Ahmet: "Yeni Bir Küresel Krizin Gölgesinde", Ekonomi Forumu Yayınları-I, 2013, s.8-44.
- Taşar, M. Okan: "Devlet Ekonomi İlişkisi Ekseninde Küresel Kriz ve Türkiye", **Kamu-İş**, Cilt 10. Sayı 3. 2009, s.73-102.
- TCMB: "Finansal İstikrar". (Çevrimiçi), [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkında/Sıkca+Sorulan+Sorular/15 Aralık 2018](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkında/Sıkca+Sorulan+Sorular/15+Aralık+2018).
- 2012 Yılında Para ve Kur Politikası. 27 Aralık 2011, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası S.4, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0/2012ParaPolKonusma.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0-m3fC4SP>, 02 Mart 2019.
- TCMB Data Elektronik Veri Sistemi. (Çevrimiçi) <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html>, 22 Ocak 2019.
- "TCMB Yıllık Rapor 2006", TCMB Yayını, 2007.
- Mayıs 2009 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 8. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2009.
- Aralık 2010 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 11. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2010.
- Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 13. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2011.
- Mayıs 2011 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 12. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2011.
- Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 14. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2012.
- Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 17. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2013.

- Mayıs 2013 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 16. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2013.
- Mayıs 2017 Finansal İstikrar Raporu, Sayı 24. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2017.
- “TCMB Bülten”, Ankara. Aralık 2012. Sayı 28, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2012.
- “TCMB Bülten”, Ankara. Haziran 2014. Sayı 34, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 2014.
- TDK: “Güncel Türkçe Sözlük”. Türk Dil Kurumu (Çevrimiçi). http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5bdbc171a40c5.72796751, 12 Aralık 2018.
- TEPAV: 2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Politika Notu. 2008.
- Tiryaki Göksel: Basel Regulations, Economic Capital and Their Implications For The Turkish Banking Industry, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 10. Cilt 1. Sayı, Ocak 2009, s. 130-131
- Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri**, Yayın No 289, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 2012.
- Tokatlıoğlu, Mircan “2008 Küresel Krizi ve Avrupa Birliği’ne Etkileri”, Yıldız, Fulya Maliye Politikasının Oluşturulmasında Parlamentonun Mercimek, Ümit Rolü, Uluslararası Sempozyum, Bildiriler ve Makaleler, Demirhan ve Osman Sivas, 2010, s. 215-238.
- Esen:
- TÜİK: “TÜİK Yayınlanmış İstatistikler”. (Çevrimiçi) www.tuik.gov.tr 15 Ocak 2019.
- Türk, Armağan: “Krizler, Yeni Finansal Mimari, IMF ve Dünya Bankası”, **Uluslararası Kurumların Değişen Roller: Yeniden Yapılanmaya Yönelik Kritikler**, Ed. Metin Toprak vd., Der Yayınları, İstanbul, 2014, s.143-165.
- Ulmer, Robert R. **Effective crisis communication: Moving from crisis to opportunity**. Sage Publications, 2017.
- Timothy L. Sellnow, Matthew W. Seeger:
- Ünsal Erdal M.: **Makro İktisat**, İmaj Yayıncılık, 8. Baskı, 2009.
- Worldbank: Worldbank Data. 2012, (Çevrimiçi) <http://data.worldbank.org/> 02 Mart 2019.
- Vural, Umut: Geleneksel olmayan para politikalarının yükselişi. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2013.

- Yavuzarslan, Nursel: Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, 2011.
- Yılmaz, Durmuş: “Küresel Kriz ve Merkez Bankası. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, **Maliye ve Finans Yazıları**, 1(84), 2009, s.9-16.
- Yılmaz, Ömer, “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Alaattin Kızıltan, Krizleri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 24, 2005, s.77- 96
- Vedat Kaya: “Küresel Ekonomik Kriz Öncesi ve Krizin Etkileri İle Mücadele Sürecinde Avrupa Birliği’nde Ekonomi Yönetimi”, **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi**, Cilt 11. No 1. 2012, s.135-168.
- Yiğitbaş, Şehnaz "Banka Kredilerinde Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike Bakır: Etkisi.", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:16, S:1, 2015, s.15-23.
- Yücel, Fatih, Hüseyin “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Kalyoncu: Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı 159, 2010, s.53-69.