

A. ALTAY

İKTİSAT ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

2015

T.C.  
KIRKLARELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**MORTGAGE KRİZİ'NİN AVRUPA BORÇ KRİZİ'NE  
ETKİLERİ (PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE BİR ANALİZ)**

ARDA ALTAY

HAZİRAN - 2015

T.C.  
KIRKLARELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**MORTGAGE KRİZİ'NİN AVRUPA BORÇ KRİZİ'NE  
ETKİLERİ (PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE BİR ANALİZ)**

ARDA ALTAY

TEZ DANIŞMANI:

**YRD.DOÇ.DR. CEMİL ERARSLAN**

HAZİRAN - 2015

**T.C.**  
**KIRKLARELİ ÜNİVERSİTESİ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü**

İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans / Doktora Programı öğrencisi Arda ALTAY'ın "Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne Etkileri (Panel Veri Yöntemi ile Bir Analiz)" başlıklı tezi .../.../ ... Tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Yrd. Doç. Dr. Cengiz Ceylan  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü**

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi elde etmek için gerekli olan koşulları sağladığını onaylarım.

Doç. Dr. Rengin AK  
**İktisat Anabilim Dalı Başkanı**

Bu tezi okuyarak içerik ve nitelik açısından incelediğimizi ve Yüksek Lisans / Doktora derecesi almak için yeterli olduğunu onaylıyoruz.

Yrd. Doç. Dr. Cemil ERARSLAN  
**Tez Danışmanı**

**Jüri Üyeleri:**

Yrd. Doç. Dr. Armağan TÜRK, Kırklareli Üniversitesi \_\_\_\_\_

Yrd. Doç. Dr. Cemil ERARSLAN, Kırklareli Üniversitesi \_\_\_\_\_

Doç. Dr. Ferhat PEHLİVANOĞLU, Kocaeli Üniversitesi \_\_\_\_\_

**Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde bizzat elde edilerek sunulduğu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada özgün olmayan tüm kaynaklara eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.**

Arda  
ALTAY

15.06.2015

## ÖZ

### MORTGAGE KRİZİ'NİN AVRUPA BORÇ KRİZİ'NE ETKİLERİ (PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE BİR ANALİZ)

Altay, Arda

Yüksek Lisans, İktisat

Tez Yöneticisi: Yrd. Doç. Dr. Cemil Erarslan

Haziran 2015

Bu çalışmanın temel amacı ABD'de başlayan Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne etkilerini incelemektir. Çalışmanın temel hipotezi Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi üzerinde finans ve ticaret kanalı yoluyla etkili olduğu üzerine kurulmuştur.

Çalışmanın birinci bölümünde, kriz kavramı, kriz türleri ve bu türlerin ayrımı, finansal kriz teorileri ve finansal kriz göstergeleri açıklanmıştır.

İkinci bölümünde, Mortgage sisteminin temel kavramları açıklanmış, özelliklerine ve ortaya çıkışı ve tarihçesine değinilmiştir. Daha sonra Mortgage sisteminin aktörleri, uygulanması, türleri açıklanmıştır. Mortgage Krizi'nin nedenleri, alınan önlemler ve krizin ABD'de nasıl meydana gelişini açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise, Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne etkileri üzerinde durulmuştur. Ortaya çıkan Avrupa Borç Krizi'ni açıklamak için seçili dört ülke örneği incelenmiş ve bu ülkeler panel veri analizi yapılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre seçili ülkelerde Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne yol açan temel faktörlerden birisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Kriz, Mortgage Krizi, Avrupa Borç Krizi, Panel Veri Analizi.

## **ABSTRACT**

### **THE EFFECTS OF THE MORTGAGE CRISIS ON THE EUROPEAN DEBT CRISIS (PANEL DATA ANALYSIS METHOD)**

Altay, Arda

Master of Economics

Supervisor: Assistant Proffesor Cemil Erarslan

June 2015

The main purpose of this study is to examine the effects of the morgage crisis which begans in the United States on the European debt crisis. The main hypothesis of this study is based on is effective the Mortgage Crisis on the European Debt Crisis through finance and trade channels.

In the first part of the study, describes the concept of crisis, crisis types and separation of these types theories of financial crisis and the financial crisis indicators.

In the second section describes the basic concepts of the mortgage system and has been referred to its features and occurrence and history. afterwards the actors of the mortgage system, its implementation, types are described. The causes of the mortgage crisis, precautions taken and the crisis how it occurend in the United States and has attempted to explain

The third and final section focuses on the mortgage crisis effects in the European debt crisis. In order to explain the emerged European debt crisis, Selected four countries were inspected and these countries were analyzed as making panel data analysis. According to obtained the findings, in the selected countries the result has been reached for the mortgage crisis is one of the main factors that lead to European debt crisis.

**Keywords:** Financial Crisis, Mortgage Crisis, the European Debt Crisis, Panel Data Analysis.

## ÖNSÖZ

Yapılmış olan bu çalışmada, Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne etkileri ampirik bulgularla desteklenerek açıklanmaya çalışılmıştır. Meydana gelen bu krizin ortaya çıkışı ve Avrupa'da meydana gelen krizden en çok etkilenen dört ülke örnek olarak seçilmiştir.

Çalışmanın hazırlanmasında, değerli zamanını bana ayırarak katkısını ve yardımını benden esirgemeyen, kıymetli hocam Yrd. Doç. Dr. Cemil ERARSLAN'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Değerli zamanlarını ayırarak çalışmaya katkıda bulunan kıymetli hocalarım Doç. Dr. Ferhat PEHLİVANOĞLU ve Yrd. Doç. Dr. Armağan Türk'e teşekkür ederim.

Her zaman desteğini esirgemeyen, eğitim hayatımda her türlü katkıyı sağlayan babam Tuncel ALTAY'a sonsuz teşekkür ederim.

Arda ALTAY

Haziran, 2015

Kırklareli





## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iv
ABSTRACT .....	v
ÖNSÖZ.....	vi
KISALTMALAR .....	xi
TABLolar .....	xii
ŞEKİLLER .....	xiii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### KRİZ KAVRAMI, TÜRLERİ VE FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

1.1.KRİZ KAVRAMI .....	5
1.2.KRİZ TÜRLERİ .....	7
1.2.1.Reel Sektör Krizleri.....	8
1.2.2.Finansal Krizler.....	9
1.2.2.1.Bankacılık Krizleri .....	11
1.2.2.2.Parasal Krizler.....	12
1.2.2.3.Dış Borç Krizleri .....	13
1.2.2.4.Sistemik Finansal Krizler .....	14
1.2.3.FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ.....	15
1.2.3.1.Birinci Nesil Kriz Modelleri (Kanonik Modeller) .....	15
1.2.3.2.İkinci Nesil Kriz Modelleri (Kendi Kendini Besleyen Spekülatif Atak Modelleri).....	19
1.2.3.3.Üçüncü Nesil Kriz Modelleri (Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli).....	22
1.2.4.FİNANSAL KRİZLERİN GÖSTERGELERİ.....	23

### İKİNCİ BÖLÜM

#### MORTGAGE SİSTEMİ, MORTGAGE KRİZİ'NİN NEDENLERİ VE KRİZLE MÜCADELE İÇİN ALINAN ÖNLEMLER

2.1.MORTGAGE KAVRAMI.....	27
2.2.MORTGAGE SİSTEMİNİN ORTAYA ÇIKIŞI VE TARİHÇESİ.....	28
2.3.MORTGAGE SİSTEMİNİN ÖZELLİKLERİ.....	30
2.4.MORTGAGE SİSTEMİNİN AKTÖRLERİ.....	32
2.4.1.Konut Finansman Kuruluşları.....	33

2.4.2. Sermaye Piyasası Kuruluşları .....	33
2.4.3. Sigorta ve BES Şirketleri .....	33
2.4.4. Diğer Kuruluşlar .....	34
2.5. MORTGAGE SİSTEMİNİN UYGULANMASI.....	34
2.5.1. Kurumsal Olmayan Finansman Kaynağı.....	34
2.5.2. Kurumsal Finansman Kaynağı.....	35
2.5.3. Klasik Finansman Yöntemlerinin Yetersizliği.....	39
2.6. MORTGAGE SİSTEMİ.....	40
2.6.1. Hypothetical Mortgage .....	40
2.6.2. Düzenli Mortgage .....	40
2.6.3. Sabit Faizli Mortgage.....	41
2.6.4. Balon Mortgage.....	41
2.6.5. Değişken Faizli Mortgage.....	41
2.6.6. Köprü Mortgage .....	42
2.6.7. Ters Mortgage .....	42
2.7. MORTGAGE SİSTEMİNDEKİ RİSKLER .....	42
2.7.1. Erken Ödeme Riski.....	43
2.7.2. Faiz Oranı Riski .....	44
2.7.3. Ödeyememe Riski.....	46
2.7.4. Likidite Riski.....	47
2.8. MORTGAGE KRİZİ'NİN NEDENLERİ.....	49
2.8.1. Kredilerin Yapısının Bozulması .....	51
2.8.2. Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması.....	52
2.8.3. Konut Fiyatlarındaki Anormal Artışlar.....	53
2.8.4. Menkul Kıymet Fonlamasındaki Problemler .....	57
2.8.5. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi .....	61
2.8.6. Kredi Değerlendirme Sürecindeki Problemler.....	62
2.9. MORTGAGE KRİZİ'NİN ETKİLERİNİ AZALTMAYA YÖNELİK ÖNLEMLER .....	63
2.9.1. İskonto Faiz Oranlarının Düşürülmesi.....	64
2.9.2. Ortak Eylem Programlarının Uygulanması.....	68
2.9.3. Libor Oranlarının Düşürülmesi.....	68
2.9.4. Likidite Desteği Sağlanması.....	70

2.10. ABD MORTGAGE KRİZİ'NİN GELİŞİMİ .....	71
---	----

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ÜLKE DENEYİMLERİ ÇERÇEVESİNDE AVRUPA BORÇ KRİZİ'NİN GELİŞİMİ

3.1. MORTGAGE KRİZİ'NİN AVRUPA BORÇ KRİZİ'NE ETKİLERİ..	79
3.2.AVRUPA'DA BORÇ KRİZİ YAŞAYAN ÜLKELERİN DENEYİMLERİ .....	85
3.2.1.Yunanistan .....	85
3.2.2. Portekiz .....	89
3.2.3. İspanya .....	90
3.2.4. İtalya.....	93
3.3. AMPİRİK ANALİZ .....	95
3.3.1. Panel Veri Analizi.....	95
3.3.2. Sabit Etkiler Yaklaşımı .....	97
3.3.3. Rassal Etkiler Modeli.....	98
3.3.4. Hausman Testi .....	98
3.3.5. Veri Seti, Model ve Bulgular .....	99
<b>SONUÇ.....</b>	<b>109</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>119</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>133</b>
EK 1: ABD Ekonomik Verileri.....	133
EK 2: İspanya Ekonomik Verileri .....	134
EK 3: Portekiz Ekonomik Verileri.....	135
EK 4: Yunanistan Ekonomik Verileri.....	136
EK 5: İtalya Ekonomik Verileri .....	137

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>ABS</b>	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>CDO</b>	: Teminatlı Borç Yükümlülüğü
<b>CDS</b>	: Kredi Temerrüt Takası
<b>CMBS</b>	: Ticari Mortgage Dayalı Menkul Kıymetler
<b>CMO</b>	: Teminatlı İpotek Yükümlülüğü
<b>FED</b>	: Amerikan Merkez Bankası
<b>FHLMC</b>	: Federal Konut Kredisi İpotek Birliği
<b>FNMA</b>	: Federal Ulusal İpotek Birliği
<b>GNMA</b>	: Hükümet Ulusal İpotek Birliği
<b>GSMH</b>	: Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IFC</b>	: Uluslararası Finans Kurumu
<b>KİDMK</b>	: Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler
<b>MBS</b>	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
<b>RMBS</b>	: Mortgage Destekli Menkul Kıymetler

## TABLolar

<b>Tablo 1.1:</b> Finansal Kriz Göstergeleri .....	25
<b>Tablo 2.1:</b> Vadesi Gelmemiş Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetler.....	58
<b>Tablo 2.2:</b> Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi .....	59
<b>Tablo 2.3:</b> Mortgage Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci .....	73
<b>Tablo 2.4:</b> ABD Mortgage Kredilerinin Ekonomik Göstergeleri .....	77
<b>Tablo 2.5:</b> ABD'nin Temel Ekonomik Göstergeleri .....	78
<b>Tablo 3.1:</b> AB Ülkelerinde Krizin Çıkma Nedenleri .....	82
<b>Tablo 3.2:</b> Bazı AB Ülkelerinin Borç Yükü Oranları(2009).....	84
<b>Tablo 3.3:</b> Yunanistan GSYİH ve Kamu Kesimi Verileri(2009-2012) .....	88
<b>Tablo 3.4:</b> Portekiz'in Temel Makroekonomik Göstergeleri .....	90
<b>Tablo 3.5:</b> İtalya'da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012)..	94

## ŞEKİLLER

<b>Şekil 1.1:</b> Kriz Türleri.....	7
<b>Şekil 1.2:</b> Mali Açıklar ve Finansal Kriz İlişkisi .....	18
<b>Şekil 2.1:</b> Mortgage Krizi'nin Nedenleri .....	50
<b>Şekil 2.2:</b> Konut Fiyatları ile Kısa Vadeli Faiz Oranlarındaki Gelişim (2005-2008).....	54
<b>Şekil 2.3:</b> Konut Fiyatlarındaki Artış Oranları (1978-2009) .....	55
<b>Şekil 2.4:</b> FED'in Uyguladığı Faiz Oranları (2006-2008).....	65
<b>Şekil 2.5:</b> ABD'de Faiz, İşsizlik ve Enflasyon Oranlarının Gelişimi(1988-2010) .....	66
<b>Şekil 2.6:</b> ABD Mortgage Kredilerinin Yıllara Göre Dağılışı.....	76
<b>Şekil 3.1:</b> ABD Mortgage Krizi'nin Ekonomik Etkileri.....	80
<b>Şekil 3.2:</b> İspanya'da Enflasyon ve Anlaşmalı Ücretler(1980-2008).....	92
<b>Şekil 3.3:</b> Analiz'de Kullanılan Ülkelerin GSYİH Miktarları(2004-2014).....	104
<b>Şekil 3.4:</b> Analiz'de Kullanılan Ülkelerin Cari Açık Miktarları(2004-2014).....	105
<b>Şekil 3.5:</b> Analiz'de Kullanılan Ülkelerin Faiz Oranları(2004-2014).....	106
<b>Şekil 3.6:</b> Analiz'de Kullanılan Ülkelerin İşsizlik Oranları(2004-2014) ..	107
<b>Şekil 3.7:</b> Analiz'de Kullanılan Ülkelerin Büyüme Oranları(2004-2014).....	107
<b>Şekil 3.8:</b> Analiz'de Kullanılan Ülkelerin Bütçe Açığı Miktarları(2004-2014).....	108



## GİRİŞ

İnsanların barınma sorunları, ülkelerin gelişmeye başladıkları ve şehirlere yoğun göçlerin meydana gelmesiyle önem kazanmıştır. 21. yüzyıla yaklaştıkça daha da artan dünya nüfusuna paralel olarak bireylerin, konut ihtiyaçlarını karşılamak için yaşanan coğrafyadaki koşullara göre çeşitli kaynaklar ve yöntemler geliştirilmiştir. Örneğin oldukça gelişmiş olan bu yöntemlerden en öne çıkan ve popüler olanı “mortgage sistemi”dir. Bu sistem iyi işlediği zaman insanların barınma sorunları çözülebilmektedir.

İpoteğe dayalı konut finansmanı olan mortgage sistemi, fon talep edenlerle fon arz edenleri bir araya getiren bir uygulamadır. Mortgage finansmanı, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması ve finansal kiralama yoluyla konutların tüketicilere kiralanmasıdır. Özellikle taşınmazların konu edildiği konut finansmanında asıl amaç barınma ihtiyacının karşılanmasıdır.

Başta inşaat sektörü ve sermaye piyasaları olmak üzere, ekonomi üzerindeki etkileri uzun zamandır tartışılan mortgage sistemi, konut finansman kuruluşlarının kaynak temin ederek tüketicileri akdedilen konut kredisi sözleşmeleriyle finanse etmek amacıyla oluşturulmuştur. Böylece konut üzerinde tesis edilen ipotekler sadece aynı bir teminat olmaktan çıkarılarak, ticaret hayatında tedavül aracı işlevi de görmektedir. Fakat sistemin en temel eksikliklerden birisi, mortgage ile ilgili çıkarılan yasaların sadece finansal kiralama ve konuta ilişkin tüketici kredisini baz almasıdır. Tüketicilere konut edindirmek amacıyla yapılan bir yasanın konut edinmeye yönelik tüm kredili işlemleri baz alması gerekmektedir.

Ekonomik krizler, iktisat tarihi boyunca süre gelmiştir. Etkileri genellikle bölgesel veya ülkesel boyutlarda kalmıştır. Fakat 20. ve 21. yüzyıllar, dünya ekonomisi için önemli krizlerin meydana geldiği dönemler olmuştur. 1929 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nde meydana gelen Büyük Buhran, küresel çapta etkiler doğuran ve o güne kadar ki en büyük ekonomik kriz olmuştur. Sonraki süreçte ise 1973 yılında yaşanan petrol



krizi haricindeki ekonomik krizler genellikle lokal olarak kalmış ve sınırlı etkiler meydana getirmiştir. 2008 yılında meydana gelen Mortgage Krizi, Dünya ekonomisini derinden sarsmış, küreselleşme, teknolojik ilerlemeler ve finansal piyasaların birbirine entegrasyonunun arttığı çağımızda küresel çaplı bir hal almıştır.

Mortgage sistemindeki aksaklıklar, kendisini önce ABD finansal piyasalarında peşi sıra gelen çöküşle göstermiştir. ABD’de bu krizin ortaya çıkmasında FED’in ekonomik dengelerin bozulmasını engelleyebilmek için uyguladığı politikalarda zamansal gecikmeler yaşaması ve bunun sonucunda uygulanan politikaların etkisiz kalması krizi tetikleyici faktörlerden biri olmuştur. Diğer yandan menkul kıymetleştirme, spekülasyon yatırımlar, finansal kuruluşlar ve hane halklarının aşırı kar güdüsüyle hareket etmeleri de Mortgage Krizi’nin ortaya çıkmasında etkili olan unsurlar olmuştur. Bu nedenlerden dolayı özellikle mortgage sistemine dayalı piyasalarda bir balonun oluşmasına sebep olmuştur. Bu balon sonucunda konutların ve menkul kıymetleştirilen senetlerin gerçek değerleri anlaşılammıştır. Bunun sonucunda da spekülasyon alımlar ve satımlar gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak Lehmann Brohters’in iflasıyla oluşan panik havası bütün finansal sistemde yıkıma yol açmıştır. Meydana gelen bu panik havası finansal piyasalar aracılığıyla başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere tüm küresel piyasaları etkisi altına alan büyük bir krize dönüşmüştür.

ABD ile arasında önemli miktarda ticari ve finansal bağ bulunan Euro Bölgesi’ndeki yüksek borç stokları ve bütçe açıklarına ilişkin sorunlar Avrupa Birliği ekonomilerine ilişkin endişelerin artmasına neden olmuştur. Bu olumsuz görünüm altında, AB’nin kırılğan yapıda bulunan ekonomileri olan İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan’da ardı ardına gerçekleşen panik havası sonucu finansal krizler meydana gelmiştir. Maastricht Kriterlerini tam anlamıyla uygulayamayan bu ülkelerin içine düştükleri kriz sonucunda AB’de bir Borç Krizi doğmuştur. Bu krize imkan veren ülkelerde belli başlı sorunlar göze çarpmaktadır. Bu sorunlardan en önemlileri; yüksek kamu borçları, cari açıklar ve finansal piyasalardaki kırılğanlıklardır. Bunların sonucunda daralan ticaret hacmi ve finansal piyasalara duyulan

güvensizlikler söz konusu ülkelerin ekonomilerini olumsuz etkileyerek ekonomik darboğazlara yol açmıştır. Böylece söz konusu borç krizi, kısa zamanda hemen hemen bütün AB ekonomilerini etkisi altına almıştır. 21. yüzyılın ilk çeyreğinde AB ekonomilerini derinden etkileyen bu krizin etkileri etkisini göstermeye devam etmektedir.

Çalışma AB ülkelerinde meydana gelen krizin Mortgage Krizi tarafından tetiklendiği hipotezi üzerine ele alınmıştır. Bu iddiayı ampirik bulgularla gösterebilmek için cari açık miktarı, faiz oranı, işsizlik oranı, büyüme oranı ve bütçe açığı miktarı göstergeleri baz alınarak Panel Veri Analizi uygulanarak krizin etkileri incelenmiştir. Elde edilen bulgularla Mortgage Krizi'nin AB'de Borç Krizi'ne yol açtığı hipotezini açıklanmak hedeflenmiştir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde öncelikle kriz kavramı üzerinde durulmuştur ve kriz türleri açıklanmıştır. Daha sonra finansal kriz türleri ve modelleri üzerinde durulmuştur. Son olarak ise, finansal krizleri önceden fark edebilmek ya da hangi makro ekonomik göstergeleri olumsuz etkilediğini ortaya koyabilmek için finansal kriz göstergelerine yer verilmiştir.

İkinci bölümde, öncelikle mortgage sistemi tanıtılmış ve tarihsel süreç hakkında bilgiler ele alınmıştır. Mortgage sisteminin aktörleri, özellikleri ve yapısı incelenmiş, Mortgage sisteminde ortaya çıkabilecek risklere değinilmiştir. Mortgage sisteminden kaynaklanan krizin nedenleri, krize karşı alınan önlemler ve krizin meydana geliş süreci ayrıca irdelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise, Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne dönüşüm süreci açıklanmıştır. AB'ye özellikle finansal ve ticaret kanallarıyla bulaşan krizden en çok etkilenen dört Avrupa ülkesi(Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İtalya) örnek seçilmiştir. Bu seçilen ülkelerin ekonomik durumları üzerinde durulmuştur. Seçili ülkelerde krize meydan veren makroekonomik faktörlere değinilmiştir. Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ni tetiklediği hipotezi 2004-2014 yılları arasını kapsayan seçili verilerle incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ABD'de başlayan

Mortgage Krizi, seçilen AB ülkelerinde(Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İtalya) bir borç krizini tetiklemiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## KRİZ KAVRAMI, TÜRLERİ VE FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

Kriz kavramı, 20. ve 21. yüzyılda iktisat literatüründe önemli bir yere sahiptir. Çağdaş ekonomiler özellikle 1980’li yıllardan sonra sıklıkla ekonomik krizlerle karşılaşmıştır. Bu ekonomik krizlere çözüm üretmek ve bunları anlamlandırmak için birçok kavram ve model ortaya çıkmıştır. Bu bölümde finansal ve ekonomik kriz kavramları üzerinde durulacak ve bunları açıklamak için kullanılan modeller açıklanacaktır.

### 1.1. Kriz Kavramı

Kriz kavramının kökleri Yunanca ve Latince’den gelmekte olup “Krinein” kelimesinden türeyen “krisis” karar vermek anlamında kullanılmaktadır. Bu kelime zaman içinde tehlike ve istikrarsızlık anlamlarında kullanılmaya başlamıştır (Hepaktan ve Çınar, 2011: 156). Türk Dil Kurumu(TDK)’nun tanımına göre ise, kriz kavramı hastalığın dönüm noktası, hastanın iyileşeceği veya öleceğinin belli olduğu an, bir ülkede veya ülkeler arasında toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem ve bunalım olarak açıklanmıştır (TDK, 2015).

Kriz kavramı öngörülme-yen bir iktisadi, psikolojik veya sosyal konuları ilgilendiren gelişmeler sonucunda olağan ilişkilerin önemli ölçüde sarsılması, ortaya çıkan problemin düzeltilmesinde, sahip olunan çözüm yollarının etkisiz olması sonucunda meydana gelen olguları açıklamak için kullanılmaktadır (Delice, 2003: 58).

Kriz kavramının genel bir tanımını yapmak ve sosyal bilimler bakımından ortaya koymak oldukça zor bir durumdur. Mevcut durumun ya da karşılaşılan durumun ne kadar “kriz” olarak algılandığı, kişilere göre değişiklik gösterebilmesi muhtemeldir. Ortaya çıkan bir sorunu kriz durumu olarak nitelendirebilmek için, kriz kavramının ana faktörlerini veya özelliklerinin öğrenilmesinde fayda vardır (Turgut, 2006: 35).

Çağımızda alışılmış kullanımıyla kriz kelimesinin karşıladığı anlam, bir durumda ani değişim noktası; politik ve ekonomik alanda gerçekleşen istikrarsızlık ortamı ve tehlike doğuracak bir olguyu açıklamaya yarayan zorlu bir süreç olarak tanımlanmaktadır (Önder, 2001: 45).

Kriz, daha önceden bilinmeyen veya öngörülmesi mümkün olmayan bir takım olayların makro açıdan devlet, mikro açıdan ise firmaları önemli şekilde etkileyebilecek durumlar meydana getirmesi olarak tanımlanabilir. Aniden ve beklenmeyen bir zamanda meydana gelen olumsuz durumların kriz olgusuyla nitelendirmek gerekmektedir. Olağan işleyen durumlarda meydana gelen herhangi bir sorunu kriz olarak nitelendirmek yerinde olmayacaktır. Kriz kavramı bu bakımdan aniden meydana gelen "önemli bir problem" diye değerlendirilir (Aktan, 2004).

Eğilmez'e göre kriz, tüketici talebinde ve firmaların yatırımlarında büyük düşüş, yüksek oranlı işsizlik ve dolayısıyla yaşam standartlarının düşmesi biçiminde ortaya çıkabilir. Bu tür ekonomik krizlere genellikle finansal piyasalardaki belirsizlikler ve hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler eşlik eder. Bazen krizler doğrudan doğruya finansal sektörden kaynaklanabilir. Yani krizler reel kesimden başlayıp finans kesimini vurabileceği gibi tam tersi de olabilir (Eğilmez, 2008: 48).

Kibritçioğlu'na göre, ekonomik krizler, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 174).

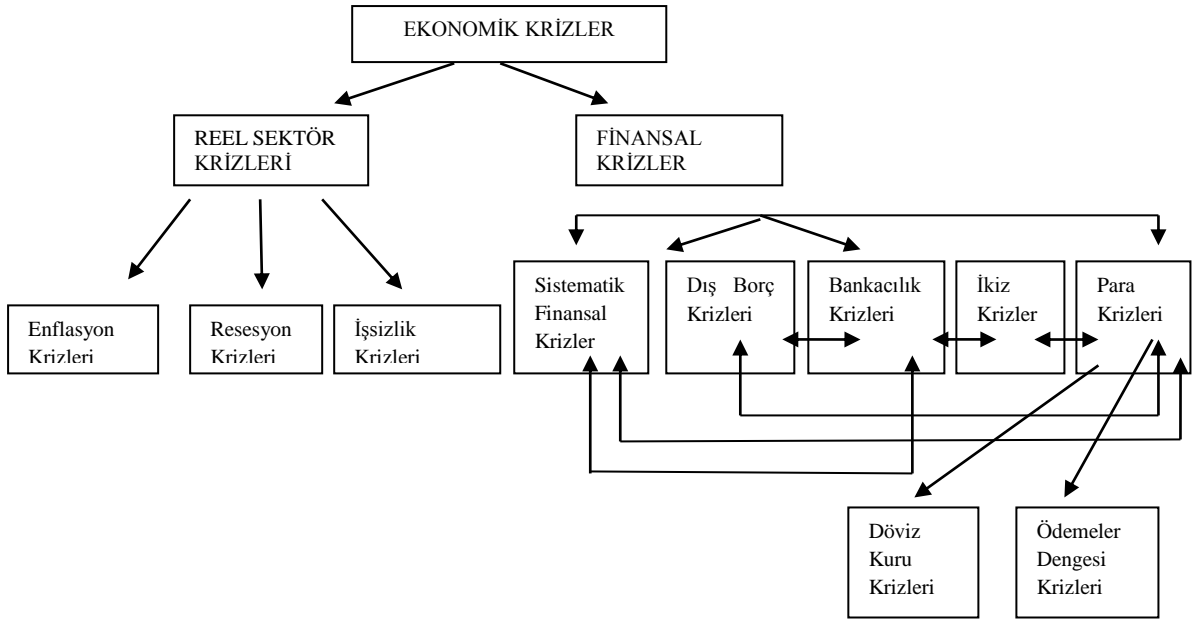
Kriz, bir ülkede dengeli bir konumdan dengesiz bir konuma veya istikrarlı bir konumdan istikrarsız bir konuma, yani iyi konumdan kötü konuma doğru giden durumdur. Daha geniş açıdan ise kriz, en küçük iktisadi mekanizmadan en büyük iktisadi mekanizmaya doğru iç ve dış borçların, işsizliğin yükseldiği, fiyatların ve/veya üretimin arttığı yada düştüğü ve halkın siyasal iktidarlara karşı güvensizlikler duyduğu dönem görünümündedir (Özgüven, 2001: 56).

Kriz sürecinde, ekonomik sistemde mevcut olan talep miktarının azalması, yatırım miktarlarının düşmesi, işsizlik oranlarının yükselmesi gibi

olumsuzluklar görülmektedir. Bunun yanı sıra toplumsal refahın azalması gibi birtakım makro iktisadi sorunlar meydana gelmektedir. Bir diğer deyişle ekonomik kriz, mal ve/veya hizmet sektörlerinde döngüsel olarak veya belirli dönemlerde kendini beklenmedik azalmalar veya resesyonlar olarak hissettirebilmektedir. Bunun sonucunda meydana gelen ve büyük kitleleri etkileyen işsizlik oranlarında artış, alınan ücretlerde düşüş, kişilerin sahip oldukları hayat kalitelerinde azalma doğuran bir durumu ifade etmektedir (Afşar, 2011: 144).

## 1.2. Kriz Türleri

Ekonomik krizler iktisadi literatürde önemli bir yer tutmaktadır ve üzerlerinde birçok çalışmalar söz konusu olmuştur. Genel kabul gördüğü şekliyle ekonomik krizler iki ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar; “reel ekonomik krizler” ve “finansal ekonomik krizlerdir”. Aşağıdaki şekilde sınıflandırılması gösterilmiştir.



**Şekil 1.1: Kriz Türleri**

**Kaynak:** Yücel F. ve Kalyoncu H. (2010). “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, S. 159, s. 55.

Şekil 1.1’e göre, ekonomik krizler kendini iki şekilde hissettirmektedir. Bunlar; reel sektör krizleri ve finansal krizlerdir. Reel sektör krizlerini kendini ekonomi de reel anlamda hissettirmektedir. Üretim de büyük

düşüşler veya dalgalanmalar ortaya çıkarmaktadır. Bu etkiyi üç şekilde görmek mümkündür. Bunlar ekonomi de meydana gelen enflasyon, resesyona ve işsizlik olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan finansal krizler ise, kendini finansal piyasalarda hissettirerek meydana gelirler. Kendi içinde dörde ayrılmaktadır. Sistemik finansal krizler, finansal sistemin kendi iç dinamiklerinden meydana gelen aksaklıklarla ortaya çıkmaktadır. Dış borç krizleri, ülkenin sahip olduğu dış borçları çevirmesinde meydana gelen bozulmalar sonucunda kendini hissettirmektedir. Para krizleri, iki durumu içinde barındırmaktadır. Birinci olarak döviz kurları üzerinde ortaya çıkan baskılar sonucu kurun devalüe edilmesi sonucu kriz doğurmaktadır. İkinci olarak ise ödemeler dengesi bilançosunun negatif görüntü alarak bu durumun ekonomiyi kötüye götürmesi sonucu meydana gelmektedir. İkiz krizler ise, bankacılık krizleri ve para krizlerinin bir ekonomi de aynı anda görülmesi sonucu meydana gelmektedir.

### ***1.2.1. Reel Sektör Krizleri***

Reel sektörde meydana gelen krizler kendisini işgücü, hizmet ve mal piyasalarındaki olumsuz değişimlerle göstermektedir. Bir başka ifadeyle reel krizle birlikte üretimde ve/veya istihdamda önemli daralmalar meydana gelmektedir (Uzay, 2012: 122). Reel sektör krizleri kendisini 3 farklı şekilde hissettirmektedir. Bunlar:

1. Enflasyon krizi,
2. Resesyona krizi,
3. İşsizlik krizidir.

Mal ve hizmet piyasalarında fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen sürekli fiyat artışları enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Eğer bir ekonomide meydana gelen bu artışlar belirli bir sınırı aşmaktaysa bu durumu enflasyon krizi olarak nitelendirebiliriz (Kibritçioğlu, 2001: 175).

Resesyona bir diğer adıyla durgunluk, ekonomik faaliyetin yavaşlamasını ifade etmektedir. Daha önceden gelmiş pozisyona kıyasla bir daralmayı veya konjonktür seviyesinin azalmasını göstermektedir. Bunun yanı sıra ekonomik etkinliklerin zayıflayıp, kısa bir süreliğine daralması durumudur.

Eğer meydana gelen bu durum uzayan bir nitelikte ise, bunu resesyon krizi olarak açıklayabiliriz (Afşar, 2011: 144-145).

Bir ülkede işgücü piyasalarında meydana gelen işsizlik oranları, daha önceden alışılmış olan seviyelerin üstünde uzun süreli seyrediyorsa, bu noktada işsizlik krizi olduğunu söyleyebiliriz.

Reel sektör krizleri tek başlarına ortaya çıkmamaktadır. Genellikle bir finansal krizin tetiklemesi üzerine meydana gelmektedir. Meydana gelen bir finansal kriz, reel sektörün işleyişini bozarak, bir reel sektör krizine dönüşmesine sebebiyet vermektedir.

Bu krizlerin reel sektör üstündeki etkileri ise, öncelikle üretimde meydana gelen bir azalma ile hissedilecektir. Daha sonra talep miktarlarında ortaya çıkan azalışlarla birlikte girdi olarak ithal malları kullanan firmalar döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucunda üretim miktarlarını azaltma eğilimine gireceklerdir. Üretimde meydana gelen azalmanın sonucunda istihdam edilmekte olan işgücü fazlasının işten atılması durumu gerçekleşecektir. Talep miktarında artışı meydana gelene kadar ki dönemde ekonomik küçülme meydana gelecek ve büyüme oranlarında önemli azalmalar gerçekleşecektir (Tanrıöven ve Aksoy, 2009: 83).

### ***1.2.2. Finansal Krizler***

1980'lerin başlarına kadarki süreçte finansal krizler iktisatçılar tarafından nadiren meydana gelen olaylar olarak kabul görmektedir. Çünkü Dünya'da 1930'lu yılların başından beri herhangi bir finansal kriz meydana gelmemiştir. 1980'li yıllardan 2000'li yıllara kadar yaşanan krizler akademik çevrelerin, siyasetçilerin ve halkın ilgisini artan miktarda finansal krizler üzerine çekmiştir (Çolak, Ardor ve Tunçay, 2001: 701).

Yaşanan krizlerin iki temel sebebi vardır. Bunlar, küreselleşme olgusunun ve bilişim sisteminin ilerleme kaydetmesidir. Bu sebeple de krizler, özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeleri olumsuz etkilemektedir (Durmuş, 2010: 32). Finansal kriz türlerini 4 başlık altında incelememiz mümkündür. Bu krizler kendi içlerinde farklı özelliklere sahip



olmasına rağmen ortak noktaları yüksek miktarda maliyetlere sebep olmalarıdır. Bunlar:

1. Bankacılık Krizleri,
2. Parasal Krizler,
3. Dış Borç Krizleri,
4. Sistemik Krizler'dir.

Finansal kriz kavramı, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finansal piyasalarda meydana gelen aşırı fiyat oynaklıkları ya da bankacılık sektöründe bankalara geri ödenmeyen kredi miktarlarının çok yüksek seviyelere ulaşmasından dolayı yaşanan önemli iktisadi problemler olarak tanımlanabilmektedir (Kibritçioğlu, 2001: 175).

Finansal krizler, reel ekonomi üstünde birçok olumsuz etki oluşturarak ve piyasaların verimli işleyişini bozarak finansal piyasalarda çöktürlere neden olurlar. Banka ya da banka haricindeki finansal kesimlerdeki şirket ya da şirketlerin borçluluk sorunlarını kapsamaktadır. Bazı durumlarda bankacılık kesimiyle alakalı bir ödeyememe durumundan meydana gelebilir veya aksine bir bankacılık krizinin ortaya çıkmasına neden olurlar. Genellikle aktif fiyatlarında bir çöküşle kendilerini gösterirler (Yay ve öte., 2001: 21).

Mishkin'e göre ise, finansal krizleri ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının artmasından dolayı, finansal piyasaların fonları karlı yatırımlara verimli bir şekilde aktarmayı başaramaması nedeniyle, finansal piyasalardaki bozulmalar olarak tanımlamak mümkündür (Mishkin, 1999: 1-2).

Finansal krizlerin tümünün kendine özgü ayırt edici özellikleri olmasına rağmen hepsinin ortak özelliği önemli miktarlarda maliyet oluşturmalarıdır. Söz konusu maliyetlerin en önemlileri, çıktı miktarlarında azalmalar ve hassas yapıdaki finansal sektörü yeniden inşa etmek için harcanan yüksek miktarda finansal aktiflerdir (Özer, 1999: 28).

### ***1.2.2.1. Bankacılık krizleri***

Bankacılık krizi, geri dönmeyen krediler sebebiyle bankaların bilançolarında meydana gelen bozulmalar, verilen ticari kredi vadelerinin kısılması ve reel sektörde kredi taleplerinde meydana gelen azalmalar, vadesiz mevduatlardan beklenmedik para çekimleri, menkul piyasalarda beklenmeyen ve yıkıcı oynaklıklar, mevcut finansal sisteme duyulan güvenin azalması ile birlikte sermaye erozyonları gibi sebeplerle meydana gelen ani durumlardır (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55-56).

Bankacılık krizleri, iki durumu göstermektedir. Bunlardan birincisi, gerçek veya olası banka iflasları ya da banka başarısızlıkları, bankaların yükümlülüklerini sağlamalarının önünde engel oluşturmaktadır. İkincisi ise, devlet bankacılık kesiminin krizini önlemek için yüksek miktarda yardımlarda bulunmaktadır (Özer, 1999: 33).

Bankacılık krizleri, bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması ya da vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları durumunda likidite bulamamaları ve ardından iflasa sürüklenmeleri durumunu açıklamaktadır. Bir başka ifadeyle bankacılık krizleri, fiili ya da potansiyel banka mevduat çekilmeleri; bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri ya da hükümetlerin yüksek miktarda finansal destek sağlayarak önlenmeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğu durumlarda ortaya çıkar (Delice, 2003: 61).

Bankacılık sektöründe devletlerin bankaların yükümlülüklerine kefil olması sebebiyle, bankaların ahlaki riskle kredi vermeleri mümkün olabilmektedir. Bu sebepten dolayı tüm bankacılık sektörünün zarar etmesine ve yabancı ödünç vericilerin verdikleri fonları geri çekmesine neden olmaktadır. Ayrıca bankacılık sektörünün ekonomi ve milli gelir üzerindeki olumsuz etkileri, gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla hissedilmektedir. Gelişmiş olan ülkelerde, meydana gelen bankacılık krizlerinin milli gelir üzerinde doğurduğu etki %10'un altındayken, bu oran gelişmekte olan ülkelerde %10'un üzerinde gerçekleşmiştir (Kaplan, 2002: 3).

Para krizlerinin bankacılık krizlerine neden olduğu söylenmektedir. Şöyle ki krizden önceki dönemde uygulanmakta olan sabit döviz kuru sisteminden çıkmadan önce gerçekleşen spekülasyon atakları sonucunda döviz rezervlerinin yüksek miktarda erimesi, mevcut para stokundaki ve kredi miktarlarında beklenmedik azalmalara sebebiyet vermektedir. Bu bağlamda azalan kredi miktarı üretim üzerinde olumsuz etkiler yaratacak ve geri ödenmeyen kredilerin miktarının yükselmesi bankacılık krizlerini doğurabilecektir. İkinci olarak para kriziyle paralel gerçekleşen ulusal para biriminin yüksek oranda değer kaybetmesi neticesinde, bankalar arasında yüksek miktarlarda bulunan ve meydana gelebilecek herhangi bir kur riski durumuna karşı koruma altına alınmamış olan döviz cinsinden yükümlülüklerin geri ödeme sorunları ortaya çıkmaktadır. Bu sorun neticesinde bankacılık sisteminin zayıflaması söz konusu olacaktır (Turgut, 2006: 37).

Bankacılık krizlerinin maliyeti, üretimde doğurduğu kayıplarla para krizlerinden fazla olmaktadır. Bu maliyetin büyüklüğü hem daha yüksek oranda üretim kaybı olmasından, hem de finans sektörünün yeniden dizayn edilmesi için gerekli olan finansal yardımın yüksek miktarda olmasından kaynaklanmaktadır (Yay ve öte., 2001: 22).

#### ***1.2.2.2. Parasal krizler***

İktisat literatüründe teorik ve ampirik alanda mühim yer tutan para krizleri hakkında hala bir çözüm ortaya koyulamamış durumlar vardır. Meydana gelen her yeni kriz, kendine has yeni ve farklı problemler doğurmaktadır. Birtakım iktisatçılar para krizlerini “yavaş hareket eden” veya “eski-tip” krizler ile “yeni-tip” krizler olarak ayrıma tabii tutmaktadırlar. İlk olarak eski tip kriz çeşitlerinde, meydana gelen aşırı miktarda harcama ve ulusal paranın değer kazanma döneminden sonra cari hesap açıklarının yükselerek zirve yapar. Bu da çoğunlukla devalüasyon ve sermaye kontrolleri ile sonuçlanmaktadır. Yeni tip kriz türlerinde ise liberalizasyona uğramış ve finansal piyasalara entegrasyonunu sağlamış veya sağlama çabası içindeki bir ekonominin önemli bir kısmında bilançoların kredibiliteleri konusunda belirsizlikleri olan iktisadi ajanlar,

döviz kurları üstünde aşırı bir şekilde baskı oluşturabilirler (Delice, 2003: 59).

Para krizlerinin ana sebebi, krizden önce döviz kurlarını baskı altına alan ve bunun neticesinde ulusal paranın aşırı değer kazanmasına neden olan kur politikalarıdır. Dahası para krizi ihtimalinin bütçe açıklarındaki artışlar ile yükseleceği yönündeki görüş iddia edilmektedir (Korkmaz, 2004: 52).

Para krizler, ulusal paraya olan spekülatif atakların devalüasyon ile sonuçlanması durumunda, hükümetlerin döviz hacmini arttırmasıyla ve faiz oranlarını yükseltmesiyle ulusal parayı korumak zorunda kaldıkları dönemlerde meydana gelmektedirler. Genellikle sabit/yarı-sabit döviz kuru sistemlerinde, para kurulu sistemlerinde veya ulusal paradan kaçışlar meydana geldiğinde oluşmaktadır (Yay, 2001: 1236).

Para krizlerini, yabancı sermayenin ülkeden hızlı bir şekilde ve aniden çıkışı gibi spekülatif saldırılar, faiz oranlarında meydana gelen aşırı oynaklıklar gibi sebeplerden dolayı, döviz rezervlerinde azalma ve ulusal paranın değer kaybına uğraması sonucunda oluşan şoklar olarak tanımlamak mümkündür (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 56).

### ***1.2.2.3. Dış borç krizleri***

Dış borç, bir ülkenin iç tasarruflarının yeterli olmadığı durumlarda başvurulmuş ve ekonomik kalkınmayı sağlamak ya da büyümeyi arttırmak açısından gerekli olan bir finansman türüdür. Bu finansman kaynağı, yurtiçindeki sermayeyi arttırmaktadır. Yükselen sermaye miktarı ise yatırımları arttırmakta, bunun neticesinde ülkenin kalkınması veya büyümesi sağlanmaktadır. Fakat bu finansman kaynağı verimli yatırımlara dönüştürülmezse, planlanan kalkınma veya büyüme hedeflerine ulaşamayacaktır. Dolayısıyla borçların geri ödeme vadesi geldiğinde mevcut borçlar ödenemeyeceği için borcu bir başka borçla kapatmak gerekecektir. Bu sebepten dolayı ülkenin ödemesi gereken anapara ve faiz miktarı artacaktır. Meydana gelen bu durum ülkenin kaynaklarının boşa harcanmasına sebebiyet verecektir (Çelik ve Direkçi, 2013:113).

Dış borçlar, diğer borçlanma çeşitlerine göre, kendine has belirleyici bir özelliğe sahiptir. Bu özellik; borçlu (ya da borca kefil) egemenlik hakkına sahip bir devlettir. Bütün borç sözleşmelerinde olduğu gibi, “yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumundaki yaptırımlar”, egemenlik hakkına sahip olan bir devlete uygulanması mümkün değildir. Borçlarını ödememesinden dolayı savaş ilan edilmesi veya devletin sahip olduğu kamu mallarına el konulması 21. yüzyıl dünyasında mümkün değildir (Çalışkan, 2003: 226).

Dış borç krizleri, bir ülkenin kamu ve/veya özel sektöre ait dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda olması olarak tanımlanmaktadır. Genellikle hükümetler tarafından dış borçların ödenmesi ve yeni dış borç bulabilme konusunda problem yaşaması sebebiyle dış kredinin yeni ödeme planlarına göre düzenlenmesi veya mevcut borçların ötelenmesi olarak meydana gelmektedir. Bir başka tanıma göre ise bu tür krizler, dış yükümlülüklerini nizami olarak ödeyen bir ülkenin borcunun ana para ve/veya faizini bile ödeyemeyecek durumda olmasını ilan etmesidir. Dış borç krizleri çoğunlukla resmi dış borçların ödenememesi durumu için kullanılmaktadır (Turgut, 2006: 38).

Borç almış olan ülke, borçlarını ödemekte sıkıntı yaşadığında veya kredi sağlayanlar borçların ödenememe ihtimali olduğunu düşünmeleri durumunda, yeni krediler vermeyi reddedip, daha önce vermiş oldukları kredileri geri almak için çaba gösterirler. Borçlu ülke üzerinde yaptırımlara başladıklarında borçlu ülkenin durumunu daha kötüye gitmesine neden olarak, dış borç krizlerinin meydana gelmesine sebep olurlar. Bu krizler kamu veya özel kesim yükümlülüklerinden dolayı gerçekleşebilmektedir. Kamu kesiminin borç geri ödemelerini yerine getiremeyeceği biçiminde oluşan risk algısı sebebiyle, özel sermaye girişlerinde yüksek miktarda azalmaya neden olur ve iç ekonomideki dinamizmde oluşacak durgunlukla para krizine sebep olabilmektedir (Bilge, 2009: 44).

#### ***1.2.2.4. Sistemik finansal krizler***

Sistemik finansal krizler, finansal piyasaların verimli bir şekilde işleminin sağlanamaması nedeniyle önemli aksaklıklara yol açan ve bu

bağlamda reel ekonomiye ciddi ölçüde zarar veren bir durumdur (Oktar ve Dalyancı, 2010: 5).

Sistemik finansal krizleri, finansal yapıda meydana gelen ve finansal yapının, varlıkların değer artışları, kredi bölüşümleri ve ödemeler gibi mühim görevlerini sekteye uğratan ani bir şok olarak da tanımlamak mümkündür (Turgut, 2006: 38).

Sistemik finansal krizlerin çözüme kavuşturulabilmesi için kesinlikle politik müdahaleye ihtiyaç duyulur. Bu durumun gerçekleşmesi için krizle birlikte meydana gelen iflasların ekonominin çoğunda olumsuz sonuçlar doğurması gerekmektedir. Örneğin bir firmanın iflas etmesi, o firmayla çalışan diğer firmaları etkilerse böylesi bir durumda politik müdahale olmayacaktır. Fakat bu firmanın iflas etmesi, bu firmayla ilişkisi olmayan kişileri de etkisi altına alıyorsa politik müdahale söz konusu olacaktır (Özer, 1999: 36).

### **1.2.3. Finansal Kriz Teorileri**

Dünya ekonomileri finansal küreselleşmenin de etkisiyle 1970’li yıllardan itibaren 2000’li yıllara kadar birçok finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. 1980’lerin hemen başında yapılan Washington Anlaşması ile hızlanan finansal entegrasyon süreci gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde meydana gelen finansal krizleri arttırmıştır. 1990’lı yıllar ve sonrasındaki yılların içinde barındırdığı 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi, 1994-95 Latin Amerika Krizi, 1997 Güney Doğu Asya Krizi, 1998 Rusya, Brezilya Krizleri ve 2000-2001 Arjantin ve Türkiye Krizleri dünya ekonomi tarihinde “krizler on yılı” olarak yerini almıştır. Bu dönem içinde meydana gelen krizlerin ortaya çıkardığı olumsuzluklar giderek artan bir hal almıştır. Ortak özellikleri ise çoğunun para krizi olarak meydana gelmesidir (Yılmaz ve öte., 2005: 88).

#### ***1.2.3.1. Birinci nesil kriz modelleri (Kanonik Modeller)***

Birinci nesil kriz modelleri (Kanonik Modeller), 1973-1982 yılları arasında Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen para krizlerini açıklayabilmek için oluşturulmuştur (Ural, 2003: 14).

Bu modele göre, krizi tetikleyen temel makroekonomik etkenlerin önemi üzerinde durulmakta ve para krizlerini, sürdürülmesi mümkün olmayan makro ekonomik politikalar ile ekonominin yapısal sorunların sonucu olarak ifade etmektedir (Yay, Yılmaz ve Yay, 2001:23).

1979 yılında Krugman tarafından geliştirilen birinci nesil kriz modeline göre hükümetlerin makroekonomik politikalarıyla döviz kuru hedefinin tutarsız olması krizlere yol açmaktadır (Krugman, 1979: 311-325). Krugman modeli geliştirirken Salant ve Henderson'un daha önceden ortaya koydukları çalışmadan faydalanmıştır.

Salant ve Henderson'a göre, kamu otoritelerinin tükenebilir nitelikteki bir mal için, belli bir fiyat tabanı belirlemeye çalışmaları, spekülâtorlerin rasyonel bir tutumla, bu mala yönelmelerine neden olmaktadır. Dolayısıyla da, onlara göre, tükenebilir mallar açısından herhangi bir fiyat tabanı belirlenmesi uygun olmamaktadır. Ayrıca yazarların, spesifik olarak altın madenini ele aldıkları söz konusu çalışmalarında, elde edilen bu sonuçların altın madeni açısından da geçerli olabileceği ortaya konulmuş ve er ya da geç spekülâtorlerin, altına hücum edeceklerini ve spekülâtif atağın, devletin elindeki stokun tükenebileceğini hissettikleri sırada başlayacağı ifade edilmektedir (Emirkadı, 2005: 38-39).

Krugman'a göre, mal piyasalarında meydana gelen bu spekülâtif atağın, para piyasalarını elinde tutmaya uğraşan merkez bankaları için de geçerli olabileceğini ortaya koymuştur. Krugman mal piyasasında olduğu gibi, para piyasalarında da spekülâtorlerin, merkez bankasının döviz rezervleri azalınca kadar bekleyeceklerini ifade etmiştir. Spekülâtorler merkez bankalarının döviz kuru artışlarını piyasalara döviz arz ederek durdurmaya çalışacaklarının farkındadırlar. Bu ise, merkez bankası dövizlerinin alt sınırına düşmesine kadar durmayacaktır. Ancak merkez bankası, döviz stokunun azalması sonucunda sabit döviz kurundan ayrılmak durumunda kalacaktır. Bu durumdan sonra döviz kuru artma eğilimi gösterecektir. Spekülâtorler döviz rezervleri sonra ermeden hemen önce ellerindeki yerli paradan vazgeçip daha karlı olan dövize doğru hareket

edecekler ve bu spekülâtif davranışları sonucunda yüksek miktarda kar elde edebilme imkanına kavuşacaklardır (Durmuş, 2010: 33).

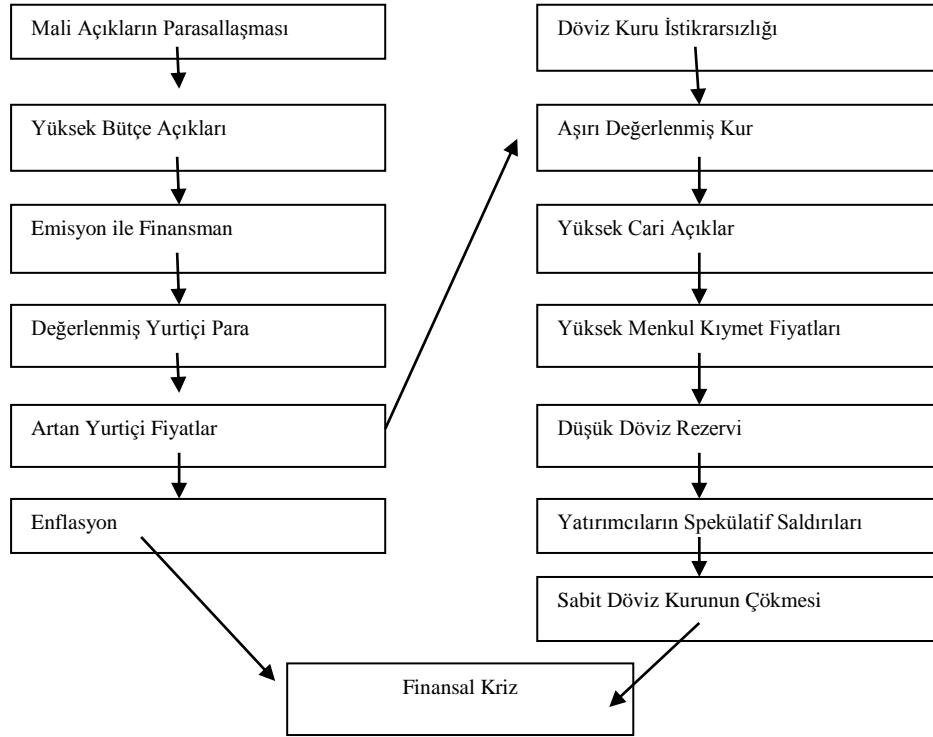
Mevcut tutarsız politikaların en göze çarpan örneği, hükümetlerin bütçe açıklarını para arzını arttırarak finanse eden genişleyici para politikaları ve sabit döviz kuru politikaları oluşturmaktadır. Bu tür bir tutarsızlık belirli bir süre için ve merkez bankasında yeterli miktarda döviz rezervi olduğu sürece yok sayılabilir; ancak rezervler minimum noktaya geldiğinde ve piyasalar tarafından yetersiz görüldüğünde, ulusal paraya beklenmedik bir spekülâtif saldırı gerçekleşecektir. Bu tür modellerde makro ekonomik göstergelerdeki aksaklıklar bir krizin habercisi olarak görülmektedir. Bu ana aksaklıklar, yüksek miktarda ve artmakta olan bütçe açıkları, aşırı parasal genişleme, yüksek enflasyon, aşırı değer kazanmış döviz kuru, yüksek oranlı cari açıklar, döviz rezervlerinde düşüşler ve yükseliş gösteren ulusal faiz oranları olarak ifade edilmektedir (Yay, Yılmaz ve Yay, 2001: 23).

Birçok gelişmekte olan ekonomi, yüksek enflasyonu kontrol altına almak için döviz kuruna dayalı istikrar politikası uygulamaya yönelmiş ve düşük işsizlik ve üretim kaybı ile enflasyonu baskılamayı hedeflemişlerdir. Daha önceden ilan edilen hedef döviz kurları sayesinde, politikacıların mali reformları uygulamaları yerine getirmeleri istenmiştir. Fakat finansal liberalleşme ve yüksek getiri sebebiyle ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye akımları, paranın reel olarak yüksek miktarlarda değerlenmesine sebep olmuştur. Paranın bu şekilde yüksek oranda değerlenmesi, ithalatın artmasına, finansal serbestleşme sebebiyle hükümetlerin uluslararası borçlanma yoluna gitmesine ve mali disiplinin bozulmasına, sonuç olarak da sabit kura dayalı programların çökmesine neden olmuştur (Erkekoğlu ve Bilgili, 2005: 17).

Birinci nesil kriz modellerinde nominal döviz kurunu, reel döviz kurunun altında tutmaya yönelik bir politika izlendiğinde iki ana faktör önemli olmaktadır. Bu faktörler bütçe açığı ve para arzıdır. Modellere göre, bütçe açıklarının varlığı halinde döviz kurunu baskılama politikalarının döviz krizlerine yol açması kaçınılmaz bir durumdur. Dahası bu modellerde döviz krizi ile cari işlemler açığı arasındaki ilişki ortadan kalkmıştır. Bütçe



açıkları eninde sonunda para basımıyla sonuçlanacak, para arzındaki artışlar da döviz kuru üzerinde baskı oluşturacaktır. Krizin meydana gelmesi için diğer koşullarda MB'nin döviz rezervlerinin, kuru koruyamayacak seviyeye kadar düşmesi gerekir. İktisadi ajanlar bu noktada rasyonel bir davranış sergilememektedirler. Spekülasyonun risk-kazanç dengesi tek yönlü olmaktadır. Sabit bir kurdan döviz aldıklarında zarara etme riskleri olmamaktadır. Kar elde etmeleri kesin olmamakla birlikte yüksek bir olasılıktır. Hükümetlerin para basımı politikasıyla döviz kuru politikası çelişmektedir ve birinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Bu noktada MB'nin sahip olduğu rezervler bu iki politika arasında tampon görevi görmektedir (Tunca ve Karabulut, 2001:934). Aşağıdaki Şekil 1.2'de Mali Açıklar ve Finansal Kriz ilişkisi gösterilmektedir.



**Şekil 1.2: Mali Açıklar ve Finansal Kriz İlişkisi**

**Kaynak:** Şimşek, H. A. (2008). “Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, C. 13, S. 1, s. 191.

Şekil 1.2'ye göre, birinci nesil kriz modellerinde mali açıkların parasallaşması süreci finansal krizleri doğurmaktadır. Bu süreçte yüksek

bütçe açıklarının, emisyon ile finanse edilmesi sonucunda ulusal para aşırı değerlenecektir. Bu durumun neticesinde yurtiçi fiyatlar artacaktır. Sonuç olarak enflasyon yükselecek ve finansal krize sebebiyet verecektir. Diğer yandan ise, artan yurtiçi fiyatlar ve döviz kurundaki meydana gelen istikrarsızlıklar sonucunda aşırı değerlenen kur, hem yüksek cari açıklara hem de menkul kıymet fiyatlarının artmasına yol açacaktır. Bu durumun neticesinde döviz rezervleri azalacak ve bu azalmayı fark eden spekülâtorler sabit döviz kuruna saldırıacaklardır. Bu bağlamda sabit döviz kurunun çökmesi ve finansal bir krizin meydana gelmesi kaçınılmaz olacaktır.

Birinci nesil modellerinin hem olumlu hem olumsuz yanları bulunmaktadır. Bu modellere göre, para krizleri ulusal ekonomi politikaları ve uygulanan döviz kuru sistemi arasında meydana gelen tutarsızlıklar sonucu ortaya çıkmıştır. İkinci olarak bir günde milyarlarca dolarlık kayıplara neden olan para krizlerini, iktisadi ajanların ve piyasa yapıcılarının mantık dışı davranışlarından kaynaklanmayacağını açıklamasıdır. Kriz, fiyatlar istikrarsız hale geldiğinde piyasadan spekülâtif kaçış şeklinde kendiliğinden meydana gelmektedir. Bu modellerin eleştirilen yanları ise, modelin tek boyutlu ve mekanik olmasıdır. Hükümetlerin bütçe açıklarını parasallaştırdığını ve MB'nin ekonomik gelişmeleri göz ardı ederek sadece rezerv satarak kuru kontrol altında tutmaya çalıştığını varsaymaktadır. Bir başka eleştiri ise, modelin bütçe açıkları ve döviz rezervleri üzerine kurulmasından kaynaklanmaktadır (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005: 90).

#### ***1.2.3.2. İkinci nesil kriz modelleri (Kendi Kendini Besleyen Spekülâtif Atak Modelleri)***

Birinci nesil kriz modellerinin 1992-93 yıllarında Avrupa'da baş gösteren Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi'ni açıklayamaması üzerine, İkinci nesil kriz modelleri (Kendi Kendini Besleyen Spekülâtif Atak) ortaya atılmıştır. Krizin gerçekleştiği dönem öncesinde makro ekonomik göstergelerin olumsuzluk göstermemesi, finansal krizlerin nedenini makro ekonomik sorunlarda arayan birinci nesil kriz modelleri yerine, para krizlerinin nedenlerini arayan başka modellerin geliştirilmesine neden olmuştur (Durmuş, 2010: 35).

İkinci nesil kriz modellerinde, iktisadi ajanların beklentileriyle gerçekleşen politika sonuçları arasındaki bağlantı önemlidir. Bu bağlantı sonucunda kendi kendini besleyen krizler meydana gelmektedir. Geliştirilmiş olan bu modellerde, politikaların amaç ve hedefleri arasında gerçekleşen uyumsuzluk ve gerginlik ortamında ya da politik belirsizlik olduğunda, yatırımcıların beklentilerinin ekonomi üzerinde önemli etkileri olduğu üzerinde durulmuştur (Yay, Yılmaz ve Yay, 2001:24).

Obsfeld, Kurgman'ın yaptığı çalışmayı geliştirerek "Kendi Kendini Besleyen Spekülatif Atak" modelini iktisat literatürüne katmıştır. Obsfeld, döviz rezervleri oranlarındaki değişmelerin spekülatif saldırılar üzerinde etkisiz olduğu birtakım Avrupa ekonomilerini incelemiştir. Bu modelleme de ikili bir yapı görülmektedir. Hükümetler sabit kura devam etmek ya da ondan vazgeçmek seçenekleri ile karşılaşmaktadır. Dış ticaret ve uluslararası yatırımların işleyişini sağlamak ve enflasyonla mücadelede güvenilirlik sağlamak için, hükümetler döviz kurunu sabit tutmak istemektedirler. Döviz kurlarını korumanın ortaya çıkardığı maliyet, yüksek faiz oranları ve işsizliğin artmasıyla aşırı yükselmektedir. Ortaya çıkan bu maliyetler yatırımcıların döviz kurlarının daha fazla sabit tutulamayacağı beklentisini doğurur (Karaçor ve Alptekin, 2006: 239).

İkinci nesil krizler iki şekilde meydana gelmektedir. Bunlar; bankacılık krizi ve döviz krizidir. Bankacılık krizleri genel olarak banka bilançolarının kötüleşmesi yani bilanço aktif yapılarının bozulmasından gerçekleşir. Bir başka ifadeyle, geri dönmeyen kredilerin artması, menkul kıymetlerin piyasalardaki değerlerinde gerçekleşen oynaklıklar, reel sektörün daralması sebebiyle bankaların aktif yapılarının bozulması bankacılık krizlerinin ana sebeplerini oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak bankacılık sektörü krize girdiğinde mevduat sahipleri panik halinde bankalardan mevduatlarını çekmeye başlayarak bankaları likidite sıkıntısına sokmaktadır. Döviz krizi ise, sabit kura dayalı olan dezenflasyon uygulamaları sonucunda meydana gelmektedir. Bu uygulama da enflasyonla ilgili olumlu gelişmeler sonucunda, yerli paranın değer kazanmasıyla cari işlemler açığı

büyümektedir. Bu duruma rağmen sabit kuru terk etmek istemeyen hükümetler krizle karşı karşıya kalmaktadır (Eren ve Süslü, 2001: 664).

İkinci nesil kriz modellerinin birtakım ortak noktaları olmasına rağmen önemli noktalarda birbirlerinden ayrılmışlardır. Bazı modellerde ekonomik temeller bir krizini meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu modellere göre bir krizin meydana gelmesi konusunda önemli değişkenler için bir aralık belirlenmektedir. Bu bağlamda kriz ihtimali ekonomik temellere göre belirlenip göreceli olarak ekonomik temelleri sağlam ülkelerde bir krizin meydana gelmeyeceğini belirtmektedirler. Ayrıca meydana gelen ani şoklar veya makroekonomik göstergelerdeki değişiklikleri sabit döviz kuru sisteminin sona ermesine yol açmaktadır. Diğer yandan bazı modellere göre de makroekonomik temellerin krizlere yol açmadığını savunulmaktadır.

Bunun yerine krizler paraya karşı yapılan spekülatif ataklar sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda iki ana görüş söz konusudur. İlkinde sürü davranışı modelleriyle bilgi maliyetlerinin dış yatırımcıların sınırlı bilgiye dayanarak karar almalarına sebebiyet vereceği, bundan dolayı da spekülasyonlara duyarlı olabilecekleri belirtilmektedir. İkinci görüşte ise, bulaşma etkileri ihtimali önem kazanmaktadır. Söz konusu görüşün kendi içinde iki temel ayırım mevcuttur. Birinci olarak, ticaret ve devalüasyonla ilişkili olarak bir ticaret ortağına karşı rekabet kaybı üzerinde durulmaktadır. İkinci olarak ise çoklu dengeyle alakalı olarak bir ülkede meydana gelen krizin başka bir ülkedeki kriz ihtimali üzerinde durulmaktadır (Serin ve Bastı, 2001: 1217).

Sabit döviz kuru politikası uygulamakta olan bir ülkede iktisadi ajanlar devalüasyon beklentisi içinde verdikleri kredilerden yüksek miktarda getiri elde etmek isterler. Bu durumda ülkenin borçlanma maliyetleri yükselir, kredi imkanları azalır ve üretime dayalı olan büyümesi zarar görür. Bu sürecin sonunda hükümet sabit döviz kurunda kalmanın ortaya çıkardığı maliyetlerden vazgeçerek devalüasyona karar verir. Bunun sonucunda iktisadi ajanların beklentileri gerçekleşmiş olmaktadır. Başka bir ifadeyle beklentiler gerçeğe dönüşmüş olmaktadır. Aksi durumda ise, iktisadi ajanlar

devalüasyon beklentisi içinde olmadıklarından, verdikleri krediler için yüksek miktarda getiri elde etmeyi beklemeyeceklerdir. Bu durumun sonucunda borçlanma maliyetleri yükselmeyecek, sabit döviz kuru devam edecek, devalüasyon gerçekleşmeyecek ve nihai olarak iktisadi ajanların beklentileri gerçekleşmeyecektir. Bu olgu ise piyasa beklentilerinin birden çok sonucu olacağını gösteren çoklu denge modelleri ile açıklanmaktadır (Hacıhasanoğlu, 2005: 12).

### ***1.2.3.3. Üçüncü nesil kriz modelleri (Yayılma/Bulaşma Etkisi Modeli)***

1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde gerçekleşen krizlerin, önceki iki modelden farklı bir şekilde bankacılık ve finans sektöründeki bir takım problemlerden meydana gelmesi ve iktisat literatürüne para ve bankacılık krizleri olarak girmesi, üçüncü nesil kriz modellerinin oluşturulmasına zemin hazırlamıştır. 1997 yılında patlak veren Asya Krizi bu modeller çerçevesinde incelenmiştir (Çakmak, 2007: 92).

Üçüncü nesil kriz modellerinde, yüksek miktarda ve riskli dış borçlanmalar ve borçlu olan ülkenin mali yapısının bozuk olması önemli sorunlar doğurmaktadır. Mali, parasal ve borç krizlerinin birbirine geçmiş olması bu modele uygun krizlerin ortak özelliklerini göstermektedir (Birinci, 2001: 1250).

Krugman'ın ortaya koyduğu çalışmasında finans sektöründe etkin olan araçların başında bankacılık sektörü bulunmaktadır. Bankaların sahip oldukları yükümlülüklerin açık veya kapalı bir biçimde hükümetler tarafından garanti altına alınması "ahlaki risk" sorununu doğurmaktadır. Bankaların sahip oldukları birincil gelir kaynakları kredilerdir. Bankalar karlılıklarını yükseltmek amacıyla riskli projelere kredi vermekte, bankaların daha fazla kar arzusu riskli kredilerin sayısının yükselmesine sebebiyet vermektedir. Riskli kredilerin bankalar tarafından genişletilmesi finansal aktiflerin fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu durumda finansal sistem aşırı derecede şişmektedir. Bu durum "finansal balon" olarak tanımlanmaktadır. Daha sonraki süreçte finansal balonun patlaması finansal aktiflerin fiyatları aşırı bir şekilde düşürmektedir. Bu düşüş bankaların kredi

dönüşünü kötü yönde etkileyip, ulusal düzeyde ödemeler sistemini bozarak, bankacılık krizlerinin doğmasına yol açar. Bankacılık krizleri de para krizlerine neden olmaktadır (Durmuş, 2010: 38).

Üçüncü nesil kriz modellerinin, birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin birleşmesinden meydana geldiği fikrinden yola çıkarak hükümetler ile büyük sermayeli şirketlerin arasındaki etik olmayan iktisadi ilişkilerin krizlere sebep olduğu düşünülmektedir. Birinci nesil kriz modellerinde temel problem parasal ve mali politikaların genişlemesi biçiminde kullanılmasıdır. Üçüncü nesil kriz modellerinde ise çarpık ilişkiler finansal krizlere neden olmaktadır (Karaçor ve Alptekin, 2006: 239-240).

Finansal piyasaların birbirine entegre olduğu 21. yüzyıl dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen bozulmalar ve hükümetlerin ahlaki tehlikeye (moral hazard) sebebiyet veren politikaları, finansal krizleri oluşturan ana neden olarak görülmektedir. Birinci nesil kriz modellerine dayanan bu modellerde, ülkelerin kendi içlerinde benzer kırılmalıklar taşıdıkları ve bu sebepten dolayı ortak şoklarla sarsıldıkları iddia edilmekteydi. Diğer yönden bireylerin rasyonel olmayan davranışları veya parasal fon yöneticilerinin karşılaştıkları asimetrik dürtüler nedeniyle, iktisadi ajanlarda oluşan rasyonel olmayan beklentilerin de krizlerin yayılmasını etkilediği görülmektedir (Delice, 2003: 65).

Avcı ve Altay'a göre, üçüncü nesil modellerin krizleri öngörmek için öne sürdüğü göstergelerden bazıları sermaye piyasasındaki fiyat hareketleri, bankacılık sektörünün likiditesini gösteren değişkenler, zayıf bankacılık denetimi, mevduat garantileri, döviz cinsinden aşırı borçlanma, yurtdışı faiz farklılığındaki artış, dış ticaret ve cari işlemler dengesindeki bozulma ile parasal genişleme olarak ifade edilebilir (Avcı ve Altay, 2013: 49).

#### **1.2.4. Finansal Krizlerin Göstergeleri**

Finansal krizlerle ilgili iki tür göstergeden söz edilebilmektedir. Bunlardan birincisi, ülke koşullarının yatırım riskinin arttığını gösteren ve bu nedenle finansal bir krizin doğacağı konusundaki beklentileri besleyen ön göstergeler ve ikincisi ise yaşanan krizin boyutları

hakkında bilgi veren temel göstergeler olmaktadır (Eren ve Süslü, 2001: 662).

Yücel ve Kalyoncu'ya göre, birinci nesil krizlerde, kamu kesimi açıklarının GSYİH'ye oranı ve aşırı reel parasal genişleme kriz göstergesi sayılırken, ikinci nesil krizlerde ihracat, ithalat, reel efektif kur, dış ticaret haddi ve yurt içi reel faiz oranı kriz göstergesi kabul edilmektedir. Üçüncü nesil krizlerde ise, yurt içi kredi hacminin GSYİH'ye,  $M_2$ 'nin rezervlere oranı,  $M_2$ , mevduatlar, hisse senedi fiyatları kriz göstergeleri olarak dikkate alınmıştır (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 58).

Gelişmekte olan ülkeler çoğunlukla sabit döviz kuru politikası uyguluyor olduklarından, ulusal paranın reel olarak belirlenen bir düzeyden daha fazla değer kazanması kriz beklentilerinin önemli bir etkenidir. Yerli paranın bir yıl içerisinde en az % 10 değer kazanması spekülâtorler için ekonominin aşırı ısındığının bir göstergesidir.

Kriz beklentilerinde göze çarpan bir diğer bir faktör ise  $M_2$  para arzının uluslararası rezervlere oranıdır. Bu oranın yükselmesi, kendi kendini besleyen krizlerin meydana gelme ihtimalini yükseltmektedir. Sermaye hareketlerinin fazla olduğu bir ekonomide dikkat edilmesi gereken diğer bir faktör ise cari açıkların GSMH'a olan oranıdır. Bu oranın % 4'ü geçmesi halinde, ülkenin finansal kriz açısından tehlikeli olduğu kabul edilir (Eren ve Süslü, 2001: 662). Aşağıdaki Tablo 1.1'de finansal kriz göstergeleri verilmiştir.

**Tablo 1.1: Finansal Kriz Göstergeleri**

Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri	Parasal ve Finansal Göstergeler	Reel Sektör Göstergeleri
<ul style="list-style-type: none"><li>•Reel Döviz Kuru</li><li>•İhracatın Büyümesi.</li><li>•İthalatın Büyümesi</li><li>•Cari İşlemler Dengesi Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri</li><li>•(Cari çık)/(GSYİH)</li><li>•İhracatın İthalatı Karşılama Oranı: (İhracat/İthalat)</li><li>•Net Hata Değişim Oranı</li><li>•(İhracat/ GSYİH)</li><li>•(İthalat/ GSYİH)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•(Kısa Vadeli Dış Borç)/(Rezervler)</li><li>•Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Büyümesi</li><li>•(M2Y/Rezervler)'in Büyümesi</li><li>•Reel Mevduat Faizleri</li><li>•Toplam Mevduatların Büyümesi</li><li>•Borsa Endeksinin Büyümesi</li><li>•M2/M2Y</li><li>•Toplam Yurt içi Kredilerin Büyümesi</li><li>•Reel Ankes (M1) Fazlası</li><li>•Paranın Reel Değer Artışı</li><li>•Hisse Senedi Fiyatları</li><li>•Enflasyon Oranı</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•İmalat Sanayi Üretim Endeksinin Büyümesi</li><li>•Reel Sektöre Yönelik Banka Kredileri</li><li>•İmalat Sanayi Haftalık ya da Aylık Çalışma Saati</li><li>•İşsizlik Oranı</li><li>•Reel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları</li><li>•Yatırımlar/ GSYİH</li><li>•Kapasite Kullanım Oranı</li><li>•Stoklardaki Değişme</li></ul>

**Kaynak:** Yücel F. ve Kalyoncu H. (2010). “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, S. 159, s. 58.

Tablo 1.1'e göre, finansal krizleri çeşitli şekillerde kendini göstermektedir. Döviz kuru ve ödemeler dengesi göstergelerine bakılarak bir ülkenin karşılaşılabileceği döviz veya dış borç krizleri hakkında bilgi sahibi olunabilmektedir. Belirtilen göstergeler takip edilip ülkenin karşılaşılabileceği döviz veya ödemeler dengesi sıkıntılarına karşı önceden tedbir alınması mümkün olabilmektedir. Parasal ve finansal göstergelere göre, bir ülkenin karşı karşıya kalacağı dış borç krizi, likidite krizi, borsa ve bankacılık krizlerine karşı tedbir alınabilmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda bir ülke de meydana gelebilecek veya gelmiş bir krizle ilgili daha önceden önlem alabilmek ya da meydana gelen krizden çıkılabilmesi için neler yapılabileceğini anlamak mümkündür. Reel sektör göstergelerine değinecek olursak, bir ülke ekonomisinde meydana gelebilecek herhangi bir reel sektör krizi karşısında dikkat edilmesi gereken göstergeleri görmekteyiz. Bu



oranlar ÷lke ekonomisinin reel anlamda bulunduğu durumu ifade etmektedir. Bu oranlarda meydana gelebilecek bir dengesizlik ÷lke ekonomisinde reel olarak bir krizi yada meydana gelmesi m÷mk÷n bir krizi işaret etmektedir. ÷lkelerde politika yapıcıların bu kriz göstergelerini önemle takip etmeleri gerekmektedir. Ayrıca politika yapıcılara meydana gelebilecek herhangi bir krize karşı önceden tedbir alabilme imkanı tanımaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### MORTGAGE SİSTEMİ, MORTGAGE KRİZİNİN NEDENLERİ VE KRİZLE MÜCADELE İÇİN ALINAN ÖNLEMLER

Bu bölümde önce ABD’yi daha sonra AB’yi etkileyerek ve Dünya’ya yayılarak küresel bir krizin meydana gelmesine sebep olan Mortgage Sistem’i üzerinde durulacaktır. Mortgage Sistemi’nin türleri ve uygulamalarına yer verilecektir. Mortgage Krizi’nin sebepleri açıklanıp krizle mücadele edebilmek için alınan önlemlere değinilecektir. Daha sonra ise, Mortgage Krizi’nin ABD’de meydana geliş süreci açıklanacaktır.

#### 2.1. Mortgage Kavramı

Mortgage kelimesi sözlükte gayrimenkul olarak geçmektedir. Kelimenin terimsel anlamı ise satın alma gücü düşük insanlara destek olma yoluyla konut sahibi yapma sürecidir (Alptürk, 2007: 31). Kelimenin diğer dillerdeki karşılıklarına bakıldığında, Latince “hypotheca”, Almanca “hypothek”, İngilizce “hypothec” kelimeleri mortgage kelimesinin anlamı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu doğrultuda ipotek kelimesi, bir alacağın, hakkında anlaşmaya varılan gayrimenkulün, bedelinden öncelikle istemek ve almak hakkı veren bir hak ile borç ödemelerini güvence altına alan bir mülk teminatıdır. Bu tanımlamada geçen mülk kelimesi, gayrimenkulleri ifade etmektedir (Yavaş, 2005: 10).

Farklı bir ifadeyle mortgage, borç alan kişinin, alacaklı kişiye, alacağını, vadesinde geri alamaması durumunda, alacaklının kendisine ait olan arsa, bina, makineler, cihazlar ve benzeri taşınmazların birinin ya da birkaçının paraya çevrilmesiyle öncelikle tahsil etme hakkı veren bir güvence sözleşmesidir (Yıldırım, 2008: 35).

Türk Dil Kurumu tarafından yapılan tanımlamada mortgage, tutu, ipotek, rehin anlamına gelmektedir. Mortgage sistem işleyiş olarak, konut sahibi olmak isteyen kişilere finans kuruluşları tarafından verilen, alınan konut üzerinden yapılacak ipotek karşılığında 15 ile 30 yıl gibi uzun vadeli konut kredilerinin kullanılmasını içermektedir (Alantar, 2005: 12).

Mortgage sisteminin bir diğerk tanımı, ipotekli konut finansman sistemi, kredi, finansal kiralama ve benzeri finansal işlemler aracılığıyla ev alımı, konutların yenilenmesi ve güçlendirilmesi için ipotek teminatlı finansal kaynakların kullanılması anlamına gelmektedir.

Sistemde, bankalar müşterilerinin talep ettiği gayrimenkulü peşin ödeme yoluyla satın almakta, daha sonra da ipotek tesis etmek suretiyle müşteriye devretmektedir. Üzerine ev devrolunan müşteri borcunu bir ödeme planı doğrultusunda bankaya ödemektedir (Alptürk, 2007: 31).

## **2.2. Mortgage Sisteminin Ortaya Çıkışı ve Tarihçesi**

Gayrimenkuller, sürekli olarak değerlerini koruyan, sahibine güç ve itibar sağlayan bir malvarlığı unsurudur. Gayrimenkul sahip olduğu bu özellikleri nedeniyle eski çağlardan beri alacaklar için en önemli teminat haline gelmişlerdir.

Eski Yunan devletlerinde taşınmazlara ait rehinler, sütun veya tabletlerin üzerine yazılmak kaydıyla yapılıyordu. Bunun haricinde, taşınmaz rehininin kurulabilmesi için taşınmazın zilyetliğinin alacaklıya devrine gerek bulunmamaktaydı. M.Ö. 594 yılında, sütunlara yazılmak suretiyle kurulan rehinli borç şekli, Eski Yunan düşünürü Solon tarafından sonlandırılmıştır (Baloğlu ve öte., 2007: 3).

Bu konuda Roma Hukukuna bakıldığında, rehin edilen taşınır veya taşınmaz objelerin zilyetliği alacaklıya devrediliyor ise bu durum, rehin (pawn); zilyetlik devredilmiyorsa ipotek (hypothecation) adını alıyordu. İpotek işlemi, resmi bir sicile kaydedilme yoluyla, borçlunun eşyanın zilyetliğini kendinde tutmasından doğabilecek sorunlar ortadan kaldırılıyordu (Önal ve Topaloğlu, 2007: 3).

Rehin eylemi konusunda Roma hukuku, İngiliz hukukunu etkilemiş ve ortaya benzer bir uygulama çıkmıştır. Taşınmaz rehininin kurulması için ya zilyetlik devrediliyor ya da yerel mahkeme veya manastır nezdinde tutulan resmi sicile rehin sözleşmesi tescil ediliyordu. Faizin haram kılındığı, Ortaçağ İngiltere'sinde faiz alamayan alacaklılar, teminat olarak aldıkları taşınmaz malın zilyetliğini devralarak faiz yerine rehin edilen taşınmazın

kirasını ve diğer semerelerini (getirilerini) elde ediyorlardı. Bunun sonuncu olarak, taşınmazın teminat olarak alınması, rehinden ziyade inançlı temlik haline dönüşmüştü (Alptürk, 2007: 33).

Yukarıda belirtildiği şekliyle taşınmazların gelirinden faydalanmak amacıyla teminat olarak elde tutulması durumunda iki tip sözleşme bulunmaktadır. Bunlardan ilki olan dead gage (ölu rehin) taşınmazın teminat amaçlı zilyetliği süresince elde edilen kira ve diğer gelirlerin borçtan mahsup edilmemesini içeren sözleşmedir. Bu sözleşmede borçlu kişi borç aldığı bedelin tümünü herhangi bir indirim yapılmadan ödeyerek, gayrimenkulünü teminat olarak teslim ettiği alacaklıdan geri almaktadır. Bununla birlikte alacaklı kişi ise teminat olarak elinde tuttuğu sürede gayrimenkulden elde ettiği geliri borçtan mahsup etmemektedir. Bu uygulama sonucu, taşınmaz teminat olarak alacaklıda kaldığı süre boyunca borçlu açısından ölmüş ya da “mort” olmuş gibidir. Daha doğru ifadeyle, bu dönem için söz konusu taşınmaz borçlu için ölü yatırım yada sermaye (dead investment – dead capital) haline gelmektedir (Baloğlu ve öte., 2007:4).

Ortaçağ'da yapılan mortgage uygulamasında, borcun vadesinde veya vadeden sonra tanınan süre içinde ödenmemesi halinde rehinli alacaklının zilyetliği elinde tutmasına ilişkin rehin hakkı, tam mülkiyet haline dönüşmektedir. Bu dönüşüm temerrüt halinde kendiliğinden gerçekleşmekte ve herhangi bir mahkeme kararına ihtiyaç duyulmamaktadır. Fakat forfaiting'e başvurabilmek için mortgage sözleşmesinde özel bir hüküm bulunması gerekmektedir. Bu durumun aksi halinde, rehinli olan alacaklının mahkemeye başvurma yoluyla temerrüt kararı alması gerekmektedir. Forfaiting işlemi gerçekleştiğinde, alacaklı olan kişinin mülkiyetine geçen gayrimenkulün değeri teminat alınan borcun miktarından fazla olsa bile borçluya herhangi bir ödeme yapılmamaktadır (Yavaş, 2005: 31).

Forfaiting sürecinin, borcun vadesinde ödenmemesi nedeniyle işletilerek alacaklının gayrimenkulün tam sahibi olması, haksız uygulamalara yol açmıştır. Bu yolla varlıklarını kaybeden kişiler krala başvurarak durumun düzeltilmesi talebini yapmışlardır. Bu tarz taleplerin

artması, kralın bu konuda karar verme yetkisini hakkaniyete doğrultusunda karar veren hakime devretmesini sağlamıştır. Hakimler bu durumlarda gayrimenkulün tekrar borçluya iadesine karar veriyorlardı. Örneğin, ödeme için alacaklıya giden ve alacaklının mülkiyetine geçmiş olan mortgage yapılmış gayrimenkulün borçluya iadesine hükmedilmekteydi (Önal ve Topaloğlu, 2007: 3).

İlgili uygulama XVI. Yüzyılda yaygınlaşmış ve forfeiting sonucunda gayrimenkulün mülkiyetini kaybeden her borçluya vadeden sonra ödeme yaparak geri alma hakkı tanınmıştır. İngiltere’de faiz yasağının kalkmasına paralel olarak, alacaklının taşınmazı elinde bulundurduğu sürece kira ve diğer gelirleri mortgage bedelinden düşmesi zorunlu hale geldi. Bu itibarla alacaklıları zilyetliğinde bulunan gayrimenkullerden elde etmeyi ihmal ettiği semerelerden bile sorumlu tutulmaya başlandı. Alacaklılar, taşınmazın değerinin mortgage karşılığı verilen borçtan fazla olduğu durumlarda taşınmazın tamamı yerine bir kısmının zilyetliğini ellerinde tutma yoluna gittiler (Oksay ve Ceylantepe, 2006: 10).

Alacak taraflar, sözleşmelere bir ara borçlunun geri alma hakkından daha sözleşmenin başında vazgeçtiklerine dair şart koydular. Bu şartlar, hukukçular tarafından hoş karşılanmadı. Hakimler borçlunun zor durumda kalarak imzaladığı geri alma hakkından vazgeçme şartını geçersiz saydılar.

### **2.3. Mortgage Sisteminin Özellikleri**

Mortgage finansmanı, gayrimenkul almak isteyen kişilere uzun vadeli ve düşük faizli kredi imkanı sağlayan bir sistemdir. Sistem içerisinde fon sağlayan kurumlar, vermiş oldukları bu fonları kurumlara devretme yoluyla, fonları menkul kıymetleştirirler. Mortgage sisteminin temelini ipotek kavramından ziyade menkul kıymetleştirme oluşturmaktadır. Mortgage sisteminin klasik kredi sisteminden farkı, fon sağlayan bankalar tarafından aktarılan kaynakların, işletmelerin bilançolarında kaybolmaması amacıyla ve menkul kıymetleştirme yoluyla ikincil piyasalarda satılarak işletmelere likit olarak tekrar girmesidir. Sistem görünüş itibarıyla ipotek bankacılığına benzemektedir ancak sistem iki özelliğiyle ipotek bankacılığından ayrılmaktadır. Bu özelliklerden ilki, teminatların bilanço dışına çıkarılması,

bir diğeri ise; nakit akımlarının servis ve garanti ücretleri kesilerek direkt olarak yatırımcılara aktarılmasıdır. Bu sistem ikincil ipotek piyasası veya ipotek merkezi olarak adlandırılmıştır. Klasik konut kredisi sisteminin mortgage sisteminden farklılıkları şunlardır (Yavaş, 2005: 33):

1. Konut kredileri 5 -10 yıl süreli iken, mortgage de bu süre 20-30 yıla kadar çıkabilmektedir.
2. Mortgage sisteminde sadece sabit faizli kredi değil aynı zamanda değişken faizli kredi kullanılabilir. Bu durum ilk etapta olumsuz bir durum gibi gözükse de faiz durumuna göre avantaja dönüştürülebilmektedir.
3. Mortgage sistemi faizlerin yükselmesi durumunda fon talep edenleri koruyucu özelliğe sahiptir.
4. Mortgage sisteminde verilen krediler, kredi veren kuruluşlarca, sözleşmeler yoluyla imzalattıkları sözleşmeleri menkulleştirip bir yatırım aracı olarak başka yatırımcılara satma ve likidite sorunlarını bu şekilde çözebilme imkanına da sahiptirler.
5. Konut kredisi alırken kredi talep edenden gelir belgesinin yanında ipotek yapılacak bir taşınmaz talep edilirken, Mortgage'ta sadece gelir kaynağının ibrazı yeterli olmaktadır.
6. Mortgage sisteminde alınan kredi erken ödeme ile süresinden önce kapatılıp başka bir kuruluştan daha iyi şartlarda kredi alınabilmektedir.
7. Mortgage sisteminde, kredi sadece bankalardan değil sadece bu iş ile ilgilenen kuruluşlardan da alınabilmektedir. Tercih imkanı rekabeti beraberinde getirmekte bu da tüketiciye yaramaktadır. Bu finansal sistemin başarılı bir şekilde uygulanması gerek konut sorununa, gerekse ekonominin geneline çok büyük faydalar sağlamaktadır.

Mortgage sisteminin konut finansman sorununun çözümünde büyük bir öneme sahip olmasının sebepleri aşağıda yer almaktadır (Alptürk, 2007: 33):

1. İpotek temelli konut kredileri, uzun vadeli ve düşük faizli bir yapıda olduklarından, konut ihtiyacı olanların gerekli finansmanı sağlamasını kolaylaştırmaktadır.

2. Konut alım gücünü ve dolayısıyla konut talebini arttıran bu krediler, konut sektörünün ve konut kredilerinin hacimlerinin büyümesini sağlamaktadır, bundan dolayı ekonomik büyümeyi gerçekleştirmektedirler.
3. Sistem, yeni finansal araçlar sağlamasından dolayı, finansal piyasaların genişlemesini sağlar. Genişleyen finansal piyasalar ise, tasarrufların ve yatırımların artırılmasını destekler.
4. Sistem, yabancı sermaye yatırımlarını artırır.
5. Kredilerin hem konut sektörüne, hem de ekonomiye yapacağı olumlu etkiler; üretimin, ticaretin ve istihdamın artması olacaktır.
6. Artan konut sahipliği sayısı nedeniyle emlak vergisi ve birincil - ikincil piyasalardaki aktörlerden ve işlemlerden alacağı vergilerdeki artış devletin vergi gelirlerini artıracaktır.

#### **2.4. Mortgage Sisteminin Aktörleri**

Mortgage sisteminde, mortgage kredilerini, diğer uzun vadeli konut kredilerinden ayıran en önemli fark, mortgage kredisi veren kurumun, kredi alacağını hemen nakde dönüştürmek istemesi ve bu doğrultuda bu alacak karşılığında elde ettiği menkul kıymetleri ihraç ederek, ikincil piyasalarda fon fazlası olan yatırımcılara satmasıdır. Bu yöntemle mortgage kredisi veren kuruluşlar yeni ve sürekli fon sağlamaktadırlar (Oksay ve Ceylantepe, 2006: 12).

Bu doğrultuda mortgage piyasası birincil ve ikincil olmak üzere iki piyasadan oluşmaktadır. Birincil piyasalarda, gayrimenkul edinmek isteyen bireyler, konut finansmanı veren kredi kuruluşlarında ipotek karşılığı kredi kullanır ve faiziyle birlikte daha önceden belirlenen dönemler içerisinde öderler. Birincil piyasa aktörleri:

1. Konut Finansmanı kuruluşları: Bankalar, finansal kiralama şirketleri, finansman şirketleri.
2. Sistemi Riskten Koruyan Kuruluşlar: Sigorta şirketleri, bireysel emeklilik şirketleri
3. Diğer Aktörler: Tüketiciler, brokerler, gayrimenkul değerlendirme uzmanları.

İkincil piyasalar ise, konut finansmanı sağlayan kredi kuruluşlarının alacakları karşılığında yaptıkları sözleşmeleri menkul kıymet ihraç ederek, fon fazlası olan 3. şahıslara satmaktadırlar. Bu doğrultuda sistemde konut finansmanı sağlayan kredi kuruluşları taze fon sağlar ve verdikleri konut kredilerini menkul kıymeti satın alan yatırımcılar aracılığı ile finanse ederler (Baloğlu ve öte., 2007: 15). İkincil piyasa aktörleri:

1. Konut Finansmanı Kuruluşları.
2. Sermaye Piyasası Kuruluşları.
3. Sigorta ve Bireysel Emeklilik Şirketleri.
4. Diğer yatırımcılar.

#### ***2.4.1. Konut Finansman Kuruluşları***

Kredi veren kuruluşlar, gayrimenkul sahibi olmak isteyen bireylere kredi veren kuruluşlardır. Kredi kuruluşlarının mortgage sisteminde, ipotekli konut kredisi vermek, verilen kredilerin karşılığı olan ipotekleri güvence gösterme yoluyla menkul kıymet ihraç etmek ve kredilerin geri ödenmesini sağlayarak, menkul kıymetleri alan yatırımcılara gerekli ödemeleri yapmaktır (Oksay ve Ceylantepe, 2006: 12).

Kredi veren kuruluşlara örnek olarak, bankalar, leasing şirketleri, kooperatifler örnek olarak verilebilir. Ancak sistemdeki mortgage taleplerini bankalar karşılamaktadır.

#### ***2.4.2. Sermaye Piyasası Kuruluşları***

Sermaye Piyasası Kuruluşları, ipotek karşılığı ortaya çıkan menkul değerleri ihraç eden kredi kuruluşları ile bu menkul kıymetleri talep eden yerli ve yabancı yatırımcıların arasındaki aracı kuruluşlardır.

#### ***2.4.3. Sigorta ve BES Şirketleri***

Sigorta şirketlerinin mortgage sistemindeki ana görevi, ipotek tesis edilmiş konut kredisinin ödenmesi amacıyla tasarruf sağlanmasıdır. Bu noktada hedeflenen kredi alan bireylerin muhtemel riskler karşısında korunmasıdır. Bu riskler daha çok ekonomik temelli risklerdir (Baloğlu öte., 2007: 16).



Bununla birlikte sigorta şirketleri, ipotek karşılığı ortaya çıkan menkul kıymetleri de satın alarak hem sistemde fon elde edilmesini hem de sistem içindeki risklerin dağıtılmasını sağlamaktadırlar.

#### **2.4.4. Diğer Kuruluşlar**

Mortgage sistemindeki diğer kuruluşlar, brokerlerdir. Brokerler, kredi talep eden bireylere danışmanlık yaparak kendilerine en uygun krediyi bulmaktadırlar.

### **2.5. Mortgage Sisteminin Uygulanması**

Gayrimenkul sektörü tüm dünyada ekonominin lokomotifi konumundadır. Gayrimenkullerin ekonomik sisteme dahil edilmesi, değerlerinin sermaye piyasası araçlarına bağlanarak ihraç edilerek fon ihraç edilmesi ile mümkün olmaktadır. Nitelik açısından sahip olduğu ekonomik ve sosyal etkileri nedeniyle önemli bir sorun olan konutlara ilişkin arz ve talebi, konut finansmanı belirlemektedir. Mortgage sisteminde sağlanan finansman kredi kullanıcılarına gayrimenkul teminatı karşılığı kullanılmaktadır. Mortgage finansman kaynaklarının kullanılışı ülkelerin milli gelir düzeyine göre düzenlenmektedir. Mortgage sisteminin uygulanmasında çok önemli bir role sahip olan finansman kaynağı kurumsal olmayan ve kurumsal olan şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

#### **2.5.1. Kurumsal Olmayan Finansman Kaynağı**

Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal anlamda finans sektörünün yeterince gelişmemiş olması, gayrimenkul almak isteyen kişileri öncelikle kurumsal olmayan kaynaklara yönlendirmektedir.

Kurumsal olmayan finansman kaynakları, kurallarının ve yönetmeliklerinin resmi olarak oluşturulmadığı, uygulamalara dayalı olan, hukuki düzenlemeleri olmayan finansman yöntemidir.

Kurumsal olmayan mortgage finansman şekilleri şunlardır:

1. Bireylerin cari gelirinden yaptığı tasarruflar veya bu tasarruflarla alınan menkul değerlerin satılmasıyla sağlanan fonlardır.

2. Akriba ve arkadaşlardan sağlanan kredilerdir. Bu fonlara faiz uygulanmamaktadır.
3. Bireylerin çalıştığı yerden sağladıkları fonlara, genellikle faiz uygulanmaktadır. İşyerindeki personel sandıklarından sağlanan kredilerdir.
4. Hukuki kişiliği bulunmayan kredi kuruluşlarından alınan kredilerdir. Bu kredilerin hem vadesi düşük hem de faiz oranları yüksektir.
5. Tasarruf ve Kredi Birlikleri: Ortak değer ve amaçları taşıyan 50-150 arası katılımcı bir araya gelerek tasarruf yapmaktadırlar. Üyelerine, genelde piyasa faiz oranlarından daha düşük, 5 yıl gibi orta vadeli kredi kullanırmaktadır (Akgüç, 2009: 7).
6. Müteahhit firmalardan sağlanan fonlar : Müteahhit firma, Türkiye’de yap - satçı olarak da tanımlanmaktadır, genellikle inşaaata başlarken, peşinattan sonra kalan bedele, kendi belirledikleri vade ve vade farkı koşulları ile konut alıcısına kredi kullanırmaktadırlar.
7. Konut kooperatifleri: Konut kooperatifleri, konut işinde uzmanlaşmışlardır. Üretilen konutlar, kooperatifin mülkiyetindedir. İnşaat tamamlandıktan sonra konut üyelerin mülkiyetine geçmektedir. Kooperatifler, gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir.
8. İşçi Evleri: İşverenin, çalıştırdığı işçilerin konutlarını finanse ettiği bir sistemdir. Bu sistemde, işveren çalışanlarına, piyasa koşullarından daha uygun koşullarda kredi kullanırmak, konutların bedelinin tamamını veya bir kısmını karşılamaktadır. Bazı ülkelerde hükümetler, düşük gelirli grupların konut sahibi olabilmeleri için işverenlere bazı teşvikler sağlamaktadır (Alp ve Yılmaz, 2000: 8).

### ***2.5.2. Kurumsal Finansman Kaynağı***

Gelişen ekonomiler ve artan sosyal refah neticesinde bireylerin gelirleri, sosyal düzeyleri ve eğitim durumları gelişmiş ve bu doğrultuda bireyler tarafından mortgage finansmanında daha fazla kurumsal kaynak kullanma şansı artmıştır. Kurumsal kaynakların kullanılabilmesi için öncelikle sistemde yer alacak mortgage kurumlarının oluşturularak uygulamaya

geçmesi ve bu kurumların sistemin koşullarına göre düzenlemesi gerekmektedir. Kurumsal finansman kaynakları üçe ayrılmaktadır.

### **1. Özel Kurumsal Mortgage Finansmanı**

Özel kurumsal konut finansmanı, kamu yetkilileri tarafından onaylanmış, hukuka dayalı bir konut finansman sistemidir. Bu finansman şekli aşağıdaki kurumlar tarafından sağlanmaktadır.

İlk olarak uzman finansman kurumları tarafından verilmektedir. Uzman konut finansman kurumları üç farklı kurum olarak faaliyet göstermektedirler. Bu kurumlar, talep edenlere mortgage kredisi vermektedirler. Genel bağlamda tasarruf sahiplerinden toplanan mevduatları veya vermiş oldukları konut kredilerini menkul kıymetleştirip ihraç ederek kendilerine fon sağlamaktadırlar. Bu kurumların özelliği konut sektöründe yoğunlaşmış olmalarıdır.

- Kamu Konut Bankaları

Kamu konut bankaları, hükümetlerin gayrimenkul ile alakalı olarak koyduğu vergiler vasıtasıyla sağladığı tahsislerden fon sağlamaktadır. Bu kuruluşlar özel ya da kurumsal mevduat toplamaktadırlar. Ayrıca konut kredilerini menkul kıymetleştirip ihraç ederek sermaye piyasalarından da fon sağlamaktadırlar (Alp, 1996: 11).

- Özel Finansman Kurumları

Özel sektör tarafından kurulan özel finansman kurumları, hükümetlerden ve uluslararası piyasalardan fon elde etmektedirler. Ancak, asıl fon kaynakları özel veya kurumsal topladıkları mevduatlardan ve ihraç ettikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden bir araya gelmektedir. Bu kurumlar, kanunlara uygun olarak mevduat toplamakta ve konut kredisi vermektedirler.

- Mortgage Bankaları

Mortgage bankaları çağımızda önemini son derece arttırmıştır. Mortgage bankaları, direkt finansman yapmayıp, ihraç edilecek menkul kıymetlerin aracılık yüklenimini üzerlerine almaktadırlar. İhraç edilecek menkul kıymetlerin vade yapıları ve diğer özellikleri piyasa tarafından

yatırımcıların ihtiyaç ve istekleri yönünde oluşturularak piyasaya sunulmaktadır. Özellikle de sigorta yapılmış mortgage sözleşmelerinde, sigorta şirketleri, buldukları bölgelerin dışındaki bölgelere de yatırım yapmaktadırlar. Mortgage bankaları bu işlemlerde aracılık ve satış sonrası işlemleri yerine getirmektedir. Mortgage bankaları tarafından düzenlenerek ihraç edilen menkul kıymetler, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve bankalar tarafından alınmaktadırlar (Teker, 1996: 11).

- Tasarruf Bankaları

Tasarruf bankalarının temel faaliyet alanı mortgage kredisi vermektir. Ancak 1970'li yıllardan itibaren, açmış oldukları kredilerin uzun vadeli olması ve kullandırdıkları kredi faiz oranlarının cari faiz oranlarının altında kalması nedeniyle zarar etmişlerdir. Dolayısıyla kredi kartı çıkartma, tüketici kredisi açabilme imkanları sağlanmıştır (Dönmez, 2005: 16).

- Yatırım Bankaları

Yatırım bankalarının temel görevi, mortgage kredilerinin ikincil piyasasını oluşturmak ve mortgage piyasasında aracılık yükleniminde bulunmaktır (Teker, 1996: 11).

- Finansal Kiralama Şirketleri

Finansal kiralama şirketleri konut finansmanı yapmaktadırlar. Finansal kiralama şirketleri uzun vadeli düşük faizli kaynak bulmak amacıyla mortgage kredilerini menkul kıymetleştirip uluslararası piyasada satabilirler.

İkinci olara genel finansman kurumları gelmektedir. Genel Finansman Kurumları 3'e ayrılmaktadır. Bunlar ticari bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarıdır. Bu kurumların faaliyet alanları uzman mortgage finansman kurumlarına göre daha geniştir. Kendi içlerinde konut finansmanı ile ilgili ayrı bir birim bulunmaktadır.

- Ticari Bankalar

Ticari bankalar ticari yatırımları kısa vadeli finanse eden kuruluşlardır. Mortgage vadelerinin uzun olması nedeniyle kredi hacimleri içinde konut kredilerinin oranı oldukça azdır. Bunun nedeni, ticari bankaların topladıkları kısa vadeli mevduatlarını yine kısa vadeli satmalarıdır. Bazı durumlarda

ticari bankalar kısa vadeli konut destek kredisi sağlamaktadırlar (Alp, 1996: 11).

- Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri, kamu, özel veya çok ortaklı olmak üzere üç şekilde kurulmaktadır. Sigorta şirketleri, düzenlenmiş olan mortgage kredilerini ya da ihraç edilmiş mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleri satın almaktadır. Bu kurumlar, faaliyet alanlarından dolayı uzun vadeli fon topladıklarından, mortgage finansmanı için çok uygundur. Gelişmiş ülkelerde sigorta şirketlerinin belirli oranlarda mortgage kredilerine veya mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler satın alma zorunluluğu vardır. Bu şirketler uzun vadeli fon toplayan kurumlar için çok cazip yatırım araçlarıdır.

- Emeklilik Fonları

Emeklilik fonları, yapıları gereği mortgage finansmanı için uzun vadeli fon sağlayabilecek kuruluşlardır. Çoğu ülkelerde mevzuatla, mortgage kredilerine ve menkul kıymetlere yatırım yapma zorunluluğu getirilmektedir. Uzun vadeli yüksek getiri sağlayan mortgage kredileri emeklilik fonları için uygun bir yatırım aracıdır. Gelişmekte olan ülkelerde sigorta şirketleri ve emeklilik fonları yeterli mali kaynağa sahip değildir (Akgüç, 1996: 16).

Emeklilik fonları, kişi emekli olana dek kıdem tazminatlarını verme yükümlülüğünde değildirler, bu süre 30 yıl veya daha fazla bir zaman anlamına gelmektedir. Aynı zamanda emeklilik fonları katılımcılarına birikmiş emekli fonlarına sabit faiz üzerinden iç verim sağlarlar. Bu sistem uzun vadeli ve sabit faizli mortgage kredileri ile çok uygun paraleldedir. Emeklilik fonları gerek konut gerek ticari gayrimenkullerin çok önemli alıcıları haline gelmiştir.

## **2. Kamu Mortgage Finansmanı**

Gayrimenkuller, sağlık, eğitim ve sosyal güvenlik gibi devletin sosyal politikalarının en önemli koşullarından biridir. Bu nedenle kamu tarafından

konut sektörüne özel ilgi gösterilmekte ve konut sektörüne fon aktarılmaktadır.

### **3. Uluslararası Kaynaklar**

Konut finansmanı sürecinde uluslararası finans piyasalarından fon sağlanmaktadır. Mortgage kredileri menkul kıymetleştirilme yoluyla, uluslararası sermaye piyasalarına ihraç edilmekte ve böylelikle büyük meblağlarda mortgage finansman kaynağı sağlanmaktadır .

Finansmanın uluslararası oluşunun irdelenmesi açısından, Birleşmiş Milletler, Dünya Bankası ve bunun bağlı kuruluşu IFC (Uluslararası Finans Kurumu - International Finance Corporation) konut ile ilgili üye ülkelere teknik ve mali yardım da sağlamaktadır. Dünya Bankası, kredinin verildiği ülkenin garantisini istemektedir. IFC’de genellikle, mali yardım sağladığı ülkelerde finansal kuruluşlara ortak olarak ya da belirli koşullar altında kredi sağlayarak ilgili ülkelerin konut sektörlerine fon aktarmaktadırlar (Alp ve Yılmaz, 2000: 19).

Mortgage finansman piyasasına, yurt dışı bankalar aracılığı ile sağlanan krediler ve uluslararası finansal piyasalarda satılan menkul kıymetlerden elde edilecek fonlar da kaynak oluşturmaktadır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin ihracı karşılığı alınan krediler de uzun vadeli uluslararası kaynak sağlamaktadır.

#### ***2.5.3. Klasik Finansman Yöntemlerinin Yetersizliği***

Menkul kıymet ihracı ve kredi satışı gibi finansal eylemler menkul kıymet ihraç eden kurumlar tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle şirketlerin tüm finansman riskini yatırımcılar üstlenmektedir. Bu durum aşağıda yer alan bazı problemlere neden olmaktadır :

1. İşletmeler, belirli oranda öz sermayeye sahip olmak zorunluluğuna sahiptirler. Öz sermaye maliyeti bankalar gibi borçlanan mali kuruluşlar için yüksektir. Finansman riski yüksek olduğundan öz sermayenin maliyeti de artmaktadır. Bu nedenle bankalar, bilançolarını yüksek göstermek istemezler. Menkul kıymet ihracı ve

kredi alımları bilançoda borç kısmında yazılacağından sermaye maliyeti de yüksek olmaktadır (Alantar,2005: 27).

2. Borçlanma tutarı yükseldikçe, borçlanmanın maliyetini de arttırmaktadır. Yatırımcı, fon sağladığı kurumun bilançosunu ve aldığı riski incelemelidir.
3. Yatırımcı, kuruma sağladığı kaynakların uygun bir şekilde hangi alanlarda kullanıp kullanmayacağını belirsizliğini taşımaktadır. Bu durum yatırımcının sağladığı borç için yüksek risk anlamına gelmektedir (Teker, 1996: 11).

## **2.6. Mortgage Sistemi**

Mortgage sistemi, konut sahibi olmak isteyen kişilerin ekonomik durumlarına göre kredi bulabilmelerini sağlayan bir sistemdir. Bu bağlamda kredi kuruluşları konut sahibi olmak isteyen kişilere çeşitli türlere ayrılmış biçimde mortgage kredileri sağlanmaktadır. Bu bölümde bu kredi çeşitleri açıklanacaktır.

### ***2.6.1. Hypothetical Mortgage***

Hypothetical mortgage, mevcutta var olan ödemeleri yapılan bir kredinin üzerine tesis edilen gayrimenkulü satmaya karar veren kredinin ilk borçlusu olan kişi evini satmaya karar verdiğinde, kredi borcundan doğan tüm yükümlülüklerini yeni alıcıya transfer etmektedir. Satın alan kişi yeni borçlu olur ve kendinden önce yapılan sözleşmelerin yükümlülükleri ve hakları sanki kendi üzerine yapılmış gibi devralır. Evi satın alan yeni borçluyu bunu yapmaya iten en önemli sebeplerden biri, o günkü piyasa koşullarında kredi faizlerinin yüksek olması durumunda satın alacağı gayrimenkul üzerindeki mortgage faizinin nispeten daha düşük olmasıdır. Genelde daha düşük faizli kredi bulamayan bireyler bu türü tercih etmektedir (Fabozzi, 2006: 11).

### ***2.6.2. Düzenli Mortgage***

Düzenli mortgage, borçlunun taşınmazın mülkiyetini alacaklıya devrettiği mortgage türüdür. Bu devir şeklen bozucu şarta bağlanmıştır. Mortgage bedeli tamamen ödenince mortgage sözleşmesinin geçersiz olacağı sözleşmeye şart olarak konulur. Söz konusu devir işlemi borcun

iflası ile geçersiz hale gelecek ve taşınmazın mülkiyeti borçluya geri dönecektir (Teker, 1996:11).

### ***2.6.3. Sabit Faizli Mortgage***

Sabit faizli mortgage, 30 yıla kadar vade içermektedir. Bu ödeme türünde sabit oranda bir faiz ve anapara ödemesi vardır. Sabit faizli ipoteklerde vade başında faiz tutarı yüksek anapara ödemesi ise düşüktür. Vade sonunda ise faiz miktarı düşük, anapara ödemesi yüksektir. Borç bitince ipotek kalkmakta ve mülkiyet sahibine geçmektedir (Baloğlu ve öte., 2007:76).

### ***2.6.4. Balon Mortgage***

Balon mortgage, kira ödemek yerine faiz ödemeyi tercih eden bireylerin tercih ettiği bir kredi çeşididir. Kredi miktarı 20-30 yıl içinde geri ödenecekmiş gibi taksitlendirilmekte, fakat kredi borcu 3-5 yıl gibi kısa bir sürede geri ödenmektedir. 20-30 yıl gibi bir sürede ödeneceği varsayımından hareket edildiği için taksit tutarları çok düşüktür. 3-5 yıllık taksit ödemelerinden sonra yüklü bir miktar anapara geri ödemesinin veya kredi bakiye tutarının tamamının geri ödenerek kredinin sona erdirilmesi istenebilmektedir.

Bu tür mortgageler, kredi vadesi içerisinde birkaç defa, belirli dönemlerde yüklü ödemelerin yapılması şeklinde organize edilebileceği gibi, düzenli bir taksit ödeme döneminin sonunda tek parça olarak bakiye tutarının ödenmesi şeklinde de düzenlenebilir. Balon mortgage kullandırıldıktan sonra piyasa faiz oranlarının yükselmesi, kredi verenleri faiz oranı riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Ancak 3-5 yıl gibi ara dönemlerde balon ödemelerin yapılması, kredi kurumlarının kredi kullananları finanse edecekleri süreyi, dolayısıyla faiz oranı riskine maruz kalacakları süreyi sınırlandırmaktadır (Fabozzi, 2006: 12).

### ***2.6.5. Değişken Faizli Mortgage***

Sabit faizli mortgage kredileri, özellikle enflasyonist ortamlarda borç veren hem de borç alan için son derece riskli olabilmektedir. Bu nedenle değişken faizli ipotek kredileri bir alternatif olarak düşünülmeye başlamıştır.



Değişken faizli ipotek kredisinde özellikle kredi sağlayan kurum riskini karşı tarafa yani borç alana devretmiş olur. Kredi faiz oranı referans olarak kabul edilen bir faiz oranına göre değiştirilmektedir. Buradaki referans olarak alınan faiz oranının uygulanması yasal düzenlemelerle sağlanmaktadır (Alp, 2000: 49).

#### ***2.6.6. Köprü Mortgage***

Köprü mortgage, kredileri finans endüstrisinde kısa vadeli borçlanma enstrümanı olarak kullanılmaktadır. Bu türde vade 2 haftadan 3 yıla kadar değişmekle birlikte, emlak piyasalarında genelde ticari taşınmazların alımında kullanılmaktadır. Sözelimi sahibi olduğu evi satıp yeni bir ev almak isteyen bireyin, bu satıştan elde edeceği kazançla yapacağı yeni mortgage sözleşmesinde peşinat olarak ödemek istemektedir. Ancak yeni alacağı evin ödemeleri tamamlanana kadar sattığı gayrimenkulden herhangi bir gelir elde edemeyecektir. İşte bu gibi durumlarda köprü mortgage devreye girer ve eski evin satışından alacağı peşinatla yeni evin peşinatını ödeyerek arada bir köprü oluşturulmaktadır. Bu mortgage kredilerinin geri ödemesi, satılan evin işlemlerinin sona ermesiyle bitecek ve borcun ödemesi kısa vadede gerçekleşecektir (Galiatsos, 2005: 17).

#### ***2.6.7. Ters Mortgage***

Ödeme yapmanızı gerektirmeyen bir çeşit kredidir. Normal bir mortgage kredisinde, aylık geri ödeme yaptıkça toplam borcunuz azalır. Bu süre zarfında siz kredi borcunuzu ödemeye devam ederken, varlık miktarınız ve evinizin değeri ise artar. Ters mortgage kredisinde ise, kredi kurumu size para gönderir, bireyler geri ödeme yapmadan bu paraları almaya devam ettiğiniz müddetçe de toplam borcunuz artar, bu borca birde faiz eklenir. Bu yüzden ters mortgage kredisinde artan borç, azalan öz sermaye kredisi de denir (Kaval, 2000: 85).

### **2.7. Mortgage Sistemindeki Riskler**

Mortgage kredileri bazı risklere maruz kalabilmektedir. Uygulanacak bazı önlemlerle bu risklerin olumsuz etkisinden kurtulmak mümkündür. Mortgage kredilerinin karşılaşılabileceği muhtemel olan riskler erken ödeme

riski, faiz oranı riski, geri ödememe riski ve likidite risklerine dair açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

### **2.7.1. Erken Ödeme Riski**

Erken ödeme riski mortgage kredilerinde krediyi veren kuruluş açısından ortaya çıkabilecek önemli bir risk unsurudur (Yalçınır, 2006: 96). Bu risk türü krediyi alanın, kredinin vadesi gelmeden ilgili bakiyenin peşin ödenerek kapatılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu riskin ortaya çıkmasındaki temel neden, piyasa faiz oranlarındaki farklılaşmadır. Piyasa faiz oranlarının istikrarlı bir seyir takip ettiği ekonomilerde erken ödeme riskinin ortaya çıkma ihtimali çok küçüktür. Faiz oranlarının yükselişte olduğu dönemlerde ve değişken oranlı mortgage kredilerinde erken ödeme riskinin ortaya çıkma ihtimali çok yüksek iken, sabit oranlı mortgage kredilerinde riskin ortaya çıkması çok küçük hatta imkânsızdır. Çünkü faiz oranlarının yükseldiği bir ortamda kredi kullanan tarafın daha düşük maliyetli kredi sağlayarak eski kredi borcunu kapatması ihtimali çok azdır (Alp, 2000: 70-71).

Krediyi kullanan kişilerin yeniden yapılandırmaya gitmesi durumu kredi veren kuruluş açısından risk yaratmaktadır. Çünkü kredi veren kuruluşlar kendilerine dönen kaynağı azami piyasa faiz oranıyla başka müşterilerine satmaktadırlar. Kredi olarak verilen kaynağın finansal kurum tarafından mevduat olarak toplandığından hareketle, faiz oranlarının düştüğü bir ortamda mevduat sahibinin vade tarihini bekleme yönlü davranış içinde olması muhtemeldir. Önceki kredinin faiz oranıyla, yeni açılacak kredinin faiz oranı arasındaki fark kredi veren finansal kuruluşun erken ödeme riskini oluşturmaktadır. Bu farkın geri dönen kredi tutarı ile ilişkilendirilmesi kredi veren kurum açısından uğranılan faiz geliri kaybının parasal tutarını göstermektedir (Fabozzi, 1989: 21).

Sabit faizli mortgage kredilerinde piyasa faiz oranının yükseldiği dönemlerde erken ödeme riskinin ortaya çıkma ihtimali düşüktür. Fakat aynı durum değişken faizli mortgage kredileri için geçerli değildir. Faiz oranlarının artmasından tedirgin olan bireyler, faiz riskinden korunmak amacıyla erken ödeme yoluna gidebilirler. Faiz oranlarının yükseldiği bir

ortamda kredi kullanan kişilerin bu şekilde bir eğilim içinde olması, finansal kuruluş açısından bir risk unsuru olmaktan ziyade finansal kuruluşun kârlılığını artıran bir durum olmaktadır. Çünkü likiditesini arttıran finansal kuruluş, ilgili kaynağı daha yüksek bir faiz oranıyla yeni müşterilere satma imkânına sahip olacaktır. Bu ise finansal kuruluşun kârlılığını arttıran bir durumdur. Kredi veren kuruluşlar erken ödeme riski ile karşılaşmamak veya riski yönetilebilir bir hale getirmek için kredi sözleşmesine erken ödemeyi engelleyici belirli hükümler koyabilirler. Bu durumda borçlu taraf kredi taksitlerini vade tarihine kadar ödemek zorunda kalacaktır. Bir diğer uygulamada erken ödeme hakkının koşullu olarak kullanılabilmesidir. Belirli sürelerin sonunda bu hakkın kullanılması hüküm altına alınabilir. Belirlenen tarihlerde bu hakkın kullanılması piyasa faiz oranlarına bağlı olacaktır. Faiz oranları kredi kullananlar açısından uygun bir seviyede değilse, hakkın kullanımı söz konusu olmayacaktır (Altaş, 2007: 39).

Erken ödeme hakkını kullanmak belirli cezai şartların yerine getirilmesine de bağlanabilir. Erken ödeme durumunda kredi kullananlar için cezai şart olarak belirli maliyetlerin oluşması, yeniden finansman kararının sağlayacağı faydaların büyük bir bölümünün kaybolmasına neden olacak ve bu durum erken ödeme riskini azaltabilecektir.

### **2.7.2. Faiz Oranı Riski**

Faiz oranı riski hem kredi kullanan kişilerin hem de kredi veren kuruluşların karşılaşılabileceği bir risktir. Faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarıyla sözleşmenin düzenlendiği faiz oranının farklılaşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Riskten etkilenen taraflar ve etkinin boyutu mortgage kredisinin türüne göre değişmektedir. Sabit faizli mortgage kredilerinde piyasa faiz oranlarının artması kredi veren tarafı olumsuz etkilerken, değişken oranlı mortgage kredilerinde olumlu etkilemektedir. Piyasa faiz oranlarındaki düşüş ise ters etkiler doğurmaktadır (Kaval, 2000: 87).

Bu risk türü, kredi kuruluşlarının kârlılıkları üzerinde çok etkilidir. Kredi veren kuruluşlar açısından, tasarruf sahiplerinden toplanan kısa vadeli mevduatlara ödenen faizler maliyetleri oluştururken, mevduatların uzun vadeli mortgage kredisi olarak verilmesiyle tahsil edilen faizler de

kuruluşun gelirlerini oluşturmaktadır. Kısa vadeli fonların maliyeti, uzun vadeli fonların getirisinden düşük olduğu sürece kredi kurumları vade dönüşüm primi kazanmaktadır (Oksay, 2006: 25). Kredi vadesi dolmadan mevduat faizlerinde bir değişim olması durumunda faiz oranları yükselirse, kredi kuruluşları mevduata daha yüksek faiz vermek zorunda kalacak, fakat kullandığı kredinin faizini dönem sonuna kadar değiştiremeyecektir. Kredi kuruluşunun karlılığı vade dönüşüm primi marjının daralması nedeniyle azalacaktır (Aydın, 2005: 57).

Kredi kuruluşunun işletme maliyetlerinde bir değişim olmasa bile ilgili marjın daralması hedeflenen kârlılık oranlarının elde edilmesini imkânsız bir hale getirecektir. Mevduat faiz oranlarının yükselişine devam etmesi maliyet baskısını artıracak, mevduatların vadeleri mortgageların geri ödenmesinden önce dolduğu için gelir gider arasındaki marj daralmaya devam edecek ve idaresi zor bir finansal durumla karşı karşıya kalacaktır (Alp ve Yılmaz, 2000: 19). Marjın bu denli daralmasının nedenlerinden birisi mortgage kredilerinin sabit faizli olması yanında diğeri de aktifler ve pasifler arasındaki vade yapısı dengesizliğidir. Aktiflerin ağırlıklı ortalama vadesi pasiflerin ağırlıklı ortalama vadesinden çok daha fazladır. Zaman içinde bu dengesizlik artarsa, diğeri bir ifadeyle faiz oranları yükselirse, mevduat vadeleri aktif vadelerine göre daha kısa bir hal alacak ve kredi veren kuruluşlardaki belirsizlik çok daha derin bir hale gelecektir (Yalçiner, 2006: 96).

Vade boşluğu olarak da isimlendirilen aktifler ve pasifler arasındaki dengesizlikten kredi kuruluşlarını koruyabilmek amacıyla, pazar koşullarına ve mevduat maliyetlerine göre değişen faizli borç verme araçlarının tasarlanması yoluna gidilmiştir (Altaş, 2007: 5). Gelişen mortgage piyasaları sayesinde, varlıkların getirilerinin mevduatların maliyetleriyle ilişki içinde değişmelerini sağlayan, hem faiz oranları hem de ödemelerde ayarlamalara izin veren ayarlanabilir oranlı mortgagelar düzenlenmektedir. Bu gelişme kredi kuruluşlarının en azından beklenmedik enflasyon oranı ile ilgili risklerin bir kısmını kredi kullananlara yönlendirmeleri ile sonuçlanmaktadır.

### **2.7.3. Ödeyememe Riski**

Kredi riski olarak da adlandırılan bu risk türü kredi kullanan kişinin ödemelerini zamanında yapmaması veya hiç yapmamasıdır. Bu durumun nedeni, kredi kullananın ödeme güçlüğüne düşmesi olabileceği gibi, faiz oranı riskinin tamamen kredi kullanan tarafa aktarılması, satın alınan gayrimenkulün piyasa değerinin düşmesi veya anapara borç bakiyesinin sürekli artması gibi nedenlerde olabilir.

Değişken oranlı mortgage kredilerinde geri ödenmeme riskinin yalnızca bir nedene bağlı olarak ortaya çıkmamaktadır. Geri ödenmeme riskinin ortaya çıkmasında mortgage kredi sözleşmesinin ilk faiz oranı, faiz oranının bağlı olduğu endeks, ayarlama dönemlerinin sıklığı, faiz oranları veya ödemeler için tavan ve tavanların konulup konulmaması ve sözleşmedeki negatif amortismanla ilişkin hükümler etkili olmaktadır. Bu faktörlerin bir veya birkaçı ödenmeme riskinin ortaya çıkmasına neden olabileceği gibi tamamının farklı orandaki etkileri de riskin ortaya çıkmasında etkili olabilmektedir. Değişken oranlı mortgage kredilerinde kredi kullanan tarafın karşılaşılabileceği faiz oranı teorik olarak sınırsızdır. Mortgage kredi sözleşmesinde faiz oranları ile ilgili bir tavanın belirlenmesi, kredi kullanan tarafın karşılaşılabileceği riski sınırlandıran bir uygulama bulunmaktadır (Oksay, 2006: 25-26).

Faiz oranlarındaki artışın teorik olarak sınırsız olduğu durumdaki geri ödenmeme riski olasılığı, faiz oranlarına tavan konulması durumundaki geri ödenmeme riskinden daha yüksektir.

Sözleşmedeki faiz oranına, ödeme miktarına tavan öngörüldüğü veya riskin bir bölümünün kredi kuruluşuna aktarıldığı değişken oranlı mortgage kredilerinde ödenmeme riski düşmektedir. Çünkü faiz oranı riskinin artması kredi kuruluşunun talep ettiği risk primini azaltmaktadır. Risk priminin gelebileceği en düşük seviye sabit faizli mortgagelerin sahip olduğu risk düzeyidir. Riskin bu düzeyin altına düşme ihtimali yoktur. Esasen bu seviye de kredi veren kuruluşun bütün faiz oranı riskini üstlendiği seviyedir (Kaval, 2000: 87).

Mortgage kredilerinde kredi kullanan tarafın borç ödeme yeteneğinin zamana göre farklılaşması da mümkündür. Borç ödeme yeteneğinin zaman içerisinde zayıflaması veya kaybedilmesi kredi veren kurumlar açısından bir risk olabilmektedir. Kredi veren kuruluşlar borç ödememe riskini ciddi ölçüde azaltmak amacıyla, borçlunun borç ödeme yeteneğinin zaman içerisinde farklılaşıp farklılaşmadığını, belirli dönemlerde yapacakları yeniden değerlendirmelerle tespit edebilirler (Berberoğlu, 2009: 122). Borç ödeme yeteneğinin azalmasının gözlenmesi kredi kuruluşunun ek önlem almasını gerektirebilmektedir. Örnek olarak, ipoteğin, ipotek sigortacılığı hizmeti sunan özel şirketler tarafından sigortalanması gösterilebilir. Bu tür bir sigorta hizmetinden faydalanılmaması durumunda geri ödenmeme riskinin ortaya çıkması gayrimenkulün hukuki ve ekonomik mülkiyet anlamında tamamen kredi veren kuruluşa geçmesine neden olacaktır. Bu durumda kredi kurumlarınca, üzerine ipotek konulmuş olan gayrimenkulün satılıp, mevcut kredi bakiyesinin tahsil edilmesi yoluna gidilir (Alp ve Yılmaz, 2000: 19).

Gayrimenkulün nakde dönüştürülmesi taşınmazın likidite derecesi ile ilgili olduğu kadar ülkede geçerli olan icra iflas kanunlarının uygulanma süratine de bağlı olacaktır. İlgili gayrimenkulün haciz ve nakde dönüştürme işleminin 2-3 yıl gibi bir süre alması, ipoteğin nakde çevrilme süresini uzatacaktır. Bu da ipoteği devralan kurumun nakde kavuşma süresini uzatacak ve sistemin etkinliğinin kaybolmasına neden olacaktır. Sistemin etkinliğinin artırılarak daha kısa zaman dilimlerinde sonuç alınması, mortgage sisteminin de gelişmesini sağlayacaktır.

#### ***2.7.4. Likidite Riski***

Likidite riski, gayrimenkulün nakde dönüştürülememesi durumudur. Geniş bir ifadeyle, gayrimenkul yatırımlarının istenildiği an nakde dönüştürülememesi, nakde dönüşüm için belirli bir süre beklenilmesi veya piyasa değerinin altında bir bedelle nakde dönüştürülmesi durumudur (Odenbach, 2002: 53).

Çeşitli nedenlerden dolayı kredi geri ödemelerinin yapılamadığı ve kredi sağlayan kuruluşların gayrimenkulün satışına karar verdiği durumlarda

likidite dönüşümü etkileyecek birçok faktörle karşılaşılacaktır. Taşınmazın fiziki durumu, talep edilen miktar, piyasadaki arz ve talep dengesi gibi faktörler nakde dönüşümü etkileyecektir (Kabataş, 2007: 192).

Konut piyasasının durgun olması, ilginin diğer yatırım araçlarından yana olması konut satışının beklenen sürede yapılamamasına neden olacaktır. Konut piyasasında fiyatların düşmesi de istenilen gelirin sağlanmasına engel olabilir. Bu gibi durumlarda çoğu zaman satıştan sağlanan nakit ile bakiye kredi borcunun kapatılamaması durumuyla karşılaşılabilir (Yalçiner, 2006: 97).

Sonuç olarak değindiğimiz riskler piyasa yapısında sürekli var olan risklerdir. Bu risklerin yalnızca kredi kullananlar veya kredi kullandıranlar üzerinde kalması sağlıklı bir piyasa yapısının göstergesi değildir.

Konut finansman kurumlarının sistemi canlı tutabilmeleri, yeni kaynak yaratabilmeleri ve en önemlisi sahip oldukları riskleri ikincil konut piyasası kurumlarına aktarabilmeleri etkinlik açısından çok önemlidir.

Birincil ve ikincil konut piyasaları ile sermaye piyasaları arasındaki işbirliği, kredi veren veya alan tarafın tek taraflı olarak katlanmak zorunda kaldığı risklerin piyasalar arasında dengeli paylaşılmasını sağlayacaktır. Riskin her üç piyasa tarafından paylaşılması ürünün fiyatını, diğer bir ifadeyle kullandırılan kredinin maliyetini düşürecektir (Altaş, 2007: 6).

Kullanılan kredinin sabit faizli olması, piyasa faiz oranları düşmediği sürece faiz oranı riskini konut finansman kurumları üzerinde bırakmaktadır. Sabit faiz oranı, faiz oranı riskini de içine alan çeşitli risk unsurlarını ve kar marjını kapsayan bir yapıya sahiptir. Bu açıdan bakıldığında, kredilerin değişken faizli olması, kredi faiz oranlarının belirli bir oranda düşmesini sağlayacaktır. Çünkü oranın değişken olması, konut finansman kurumlarına faiz oranı riskini kredi kullananlar ile paylaşma imkanı vermektedir. Bu durum kredi kullananların daha düşük faiz oranları ile borçlanmalarına imkan verecektir. Fakat kredi kullananlar faiz oranı riskine açık bir hale gelecektir (Hassler, Chiquier and Lea, 2004: 11).

## 2.8. Mortgage Krizi'nin Nedenleri

Mortgage sisteminin temeli para ve sermaye piyasasına dayanmaktadır. Dolayısıyla sistemdeki bozulmalar doğrudan bu piyasaları etkilemekte ve bu durum aynı zamanda finansal istikrarsızlığa da sebep olmakta veya var olan krizi derinleştirmektedir.

ABD'de yaşanan mortgage krizinde, borçlulardan, kredi veren kuruluşlara, menkul kıymet ihraç edenlerden kredi derecelendirme ve yatırımcılara kadar tüm mortgage piyasası taraflarının rolü bulunmaktadır. Özellikle sorunlu kredilerin büyük kısmını oluşturan subprime mortgage kredilerinin hükümet tarafından desteklenmesi ve batık kredilerin hükümet politikaları gereği fonlanması, değerlendirme ve ölçümü zor olan bir sistemin oluşmasına neden olmuştur. Özel amaçlı kurumlar ve serbest fonlar gibi yeni finansal kurumların sistem içindeki paylarının artması ve bu kurumların karmaşık yapıdaki CDS, CDO gibi kredi türev ürünlerini kullanmaları, ABD'de başlayan sorunların diğer ülke piyasalarında domino etkisi yaratmasına neden olmuştur (Hürriyet, 2008).

ABD'de konut fiyatlarındaki artışlar, 1978 yılından 1990'lı yılların sonuna kadar oldukça düşük düzeylerde kalmıştır. Ancak konut fiyatlarındaki yükselişler 1998 ve 1999 yıllarında % 7-8, 2000-2003 yılları arasında % 9-11, 2004-2005 yıllarında ise % 15-17 arasında olmuştur. Bu rakamlar son on yıl içerisinde ABD'de konut fiyatlarında çok ciddi artışların yaşandığını ortaya koymaktadır. Konut fiyatlarını belirleyen temel faktör, piyasalarda geçerli olan tarihsel ilişkilerdir. FED'in uyguladığı para politikalarının ise, konut fiyatlarındaki artışlar üzerinde çok sınırlı bir etkisi bulunmaktadır. Dolayısıyla konut fiyatlarındaki artışların asıl belirleyicisi, konut piyasalarında geçmişte oluşan fiyatlardır (Bernanke, 2001: 4) .

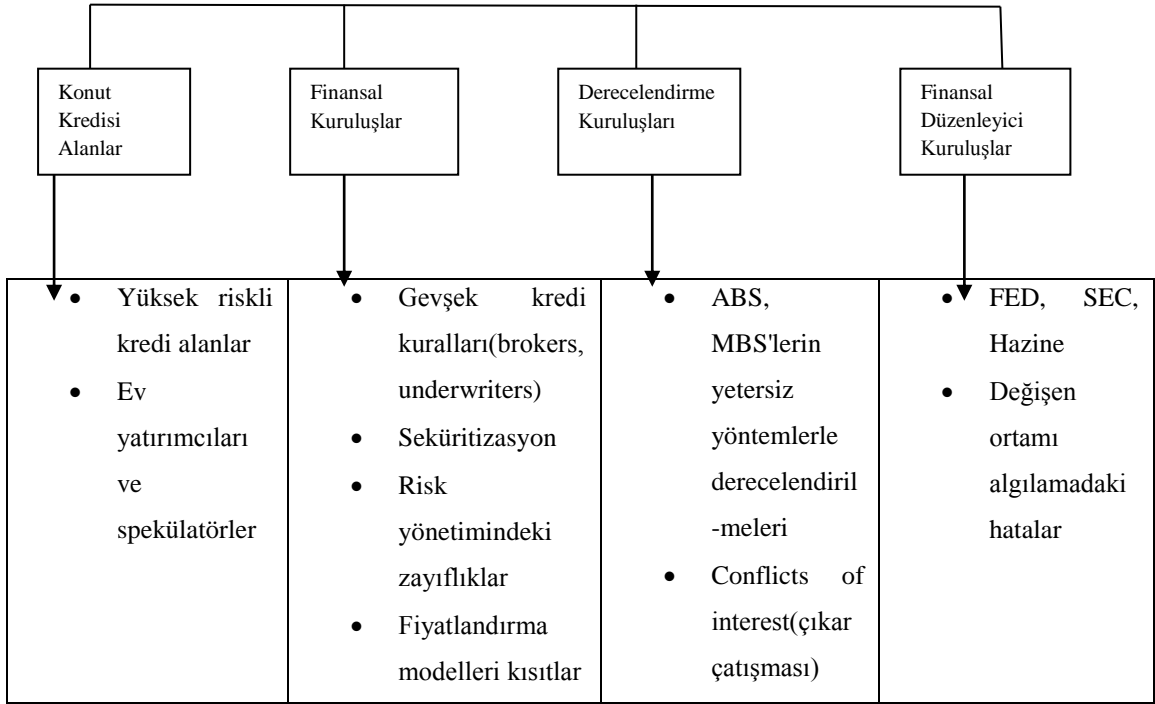
Bununla birlikte finansal piyasaları denetleme ve düzenleme yetkisine sahip olan kuruluşların yetki sınırlarında yaşanan çakışmalar, sorunların belirlenmesinde geç kalınmaya yol açmış, yasal düzenlemeler arasındaki farklılıklar ABD'de önemli uygulama eksiklikleri yaratmıştır.

2008 yılında Amerika'da başlayan ve tüm dünyaya yayılan krizin temel nedenlerine yer verilmiştir; (Demir ve öte., 2008: 49).



1. Mortgage kredilerinin yapısının bozulması,
2. Faiz yapısının uyumsuzlaşması,
3. Konut fiyatlarındaki balon artışlar,
4. Menkul kıymetlerin fonlanmasında yaşanan sıkışıklık,
5. Kredi türev piyasaların genişlemesi,
6. Kredi derecelendirme sürecindeki sorunlar.

Şekil 2.1’de Mortgage Krizi'nin nedenleri incelenecektir.



**Şekil 2.1: Mortgage Krizi'nin Nedenleri**

**Kaynak:** Demir F. ve öte. (2008). “ABD Mortgage Krizi”. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*. Ankara. s.52.

Şekil 2.1’e göre, Mortgage Krizi’nin dört temel sebebi bulunmaktadır. İlk olarak konut kredisi alanları ele alacak olursak, burada iki ana sorunla karşılaşmaktayız. Yüksek riskli konut kredisi alan kişilerin konutların fiyatları düşmeye başlaması ve konut satışlarının durma noktasına gelmesiyle birlikte vadesi gelen borçlarını zamanında ödeyememeleri sonucunu doğurmuştur. Öte yandan yatırım yapanların ve spekülörlerin konut piyasasında meydana gelen fiyat düşüşlerinden ciddi şekilde zarar etmelerine sebep olmuştur. İkinci olarak, finansal kuruluşların daha fazla

kar elde etme içgüdüyle hareket edip kredi vermede kolaylıkları sağlaması, sekürütizasyon (bilançonun dönen varlıklar bölümünde stok halindeki uzun vadeli ancak taksitlere dayanan alacakların likit hale dönüştürülmesi işlemi) sonucunda bilanço aktiflerinin düşmesi, finansal kuruluşların karlılıklarını korumak amacıyla risk yönetimlerini gözardı etmeleri ve konutların fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan kısıtlı yöntemler sebebiyle konutun değerinin üstünde paha biçilmesine neden olmuştur. Üçüncü olarak, derecelendirme kuruluşlarının ABS ve MBS'leri yetersiz yöntemlerle yanlış değerlendirmeleri ve bu kuruluşların aralarında yaşadıkları çıkar çatışmaları etkili olmuştur. Dördüncü olarak ise, finansal piyasaları düzenleyen kuruluşlar olan FED, SEC ve Hazine'nin değişen ve bozulan piyasaları düzenlemek adına uyguladıkları yanlış politikalar sonucunda kriz kendini göstermiştir.

### ***2.8.1. Kredilerin Yapısının Bozulması***

Mortgage sistemi ABD'de uzun yıllardır uygulanan ve 20-30 yıla kadar uzayan vadelerle ev sahibi olma imkanı sunan bir ev kredisi sistemidir. Bu sistemde ev almak isteyenler tarafından kredi kuruluşlarından alınan krediler sabit ya da değişken faizlerle geri ödeme yoluyla planlanmaktadır.

ABD'de yaşanan krizde mortgage kredilerinin toplam değeri 10 trilyon dolara yükselmiştir. Bu hacimdeki likiditenin yaklaşık 3.5 trilyon dolarını ise değişken faizli krediler oluşturmaktadır. Bu doğrultuda ülkede genel faiz oranlarının artışı, kredi borcu olan kişinin de faizi ve yükümlülüklerini arttırmaktadır. İlgili kredilerin verildiği kesimde genellikle nispeten düşük geliri kişiler olduklarından krizin temel hareket noktası olarak görülebilmektedir.

Kriz, faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen subprime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle birlikte temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamış ve bu durum karmaşık türev araçlarla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmasıyla başlamıştır. 2007 yılının ikinci çeyreğinden sonra krize dönüşen bu süreçte mortgage kredilerinin geri ödemelerinde

yaşanan aksaklıklar sistemin tamamını olumsuz etkilemiştir (Demir ve öte., 2008: 56).

### ***2.8.2. Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması***

ABD’de özellikle düşük gelirli aileleri hedef alan konut edindirmeye yönelik politikalar nedeniyle her türlü esneklik sağlanması sonucu subprime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış olmuştur. Fakat bu noktada ABD tarafından destek verilen bu programlar doğrultusunda, tüm yatırımların hükümet aracılığıyla yapılacağı düşüncesiyle yatırımcılarca doğru bir planlama yapılmadan konut alımları gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda kullanılan konut kredilerinden de özellikle değişken faizli olan mortgage kredilerinin geri ödeme tutarları, faiz oranlarının artması nedeniyle oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Örnek olarak 2005 yılında değişken faizli subprime mortgage kredisi kullanan bir kişi, bu kredilere tanınan ilk 2 yıla ilişkin sabit faiz ödemesini 2005-2007 Eylül döneminde yaklaşık % 3.75 faiz puanı üzerinden yaparken, bu süre sonunda değişken faize geçtiğinde faizlerin % 5.75’e çıkmasıyla birlikte mortgage kredisine ilişkin faiz oranının da yükselmesiyle kredi geri ödemelerinde güçlük yaşamıştır (Demir ve öte., 2008: 56).

Bu noktada yükselen faiz dalgası, kredisini değişken faize bağlamış olan subprime borçlularını ödeme açısından bağlamıştır. Kredi borcunu ödeyemeyen yüksek riskli borçlular borcun tamamına karşılık ipotek edilen konut gösterildiği için ellerindeki konutu bankaya geri verdiler. Bankaların ellerinde yüksek miktarda hacizli konut olduğundan ve bankalarda bu konutları satmaya çalıştıklarından konut fiyatlarında düşüşler yaşanmaya başladı (Crotty, 2009: 567).

Bu doğrultuda ABD’deki ipotekli kredilerin yaklaşık yarısına sahip olan Fannie Mae ve Freddy Mac tahvilleri değer kaybederek değerlerinin önemli bir kısmını yitirdiler.

Kredi faiz oranları arttığında, değişken faizli kredi kullananlarının faiz yükü dolayısıyla taksit tutarları artmıştır. 2000’li yılların başında değişken faizli mortgage kredileri yüksek oranda kullanılmıştır. Bu dönemde faiz oranları ortalama % 1.5-2 bandında seyretmiştir. 1997-2008 dönemi içinde

30 yıllık sabit faizli mortgage oranları ortalama % 6.85 ve 15 yıllık sabit faizli mortgage oranları % 6.42 ve 1 yıllık değişken faizli mortgage oranları % 5.49 ve mortgage sözleşmelerinde belirtilen mortgage sözleşme oranları % 6.67 olarak gerçekleşmiştir. Kredi faiz oranlarının % 1.5'ten % 6.5'e yükselmesi 200.000 dolarlık kredi kullanıcısına ortalama yıllık 6.400 dolar ek maliyet getirmiştir. 20 yıl vadeli yıllık % 1.5 faiz üzerinden aylık taksit tutarı 964 \$ iken aynı koşullarda faizin % 6.5'e yükselmesi taksit tutarını 1490 \$'a yükseltmektedir. ABD'de yıllık kişi başı gelirin 46.000 \$ olduğu dönemde bu rakamların faizli konut kredisi kullanan düşük gelirli kesim için ne kadar önemli olduğu anlaşılacaktır (Demir ve öte., 2008: 57).

2007 yılında ABD'de finans, sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere reel sektörde görülen büyüme hızının yavaşlaması, ekonomik büyümenin de düşmesine neden olmuştur (Kobal, 2009:2). FED'in faiz oranlarını kriz öncesi iki yıllık dönemde 17 defa arttırması kredi piyasalarını daraltıcı bir tesirde bulunmuş, sektörden kredi kullananları özellikle de değişken faiz kullanan kişileri zora sokmuştur. Bunun sonucunda kredi sağlayan mali kurumlar iflas etmişlerdir (Öztürk, 2009: 16).

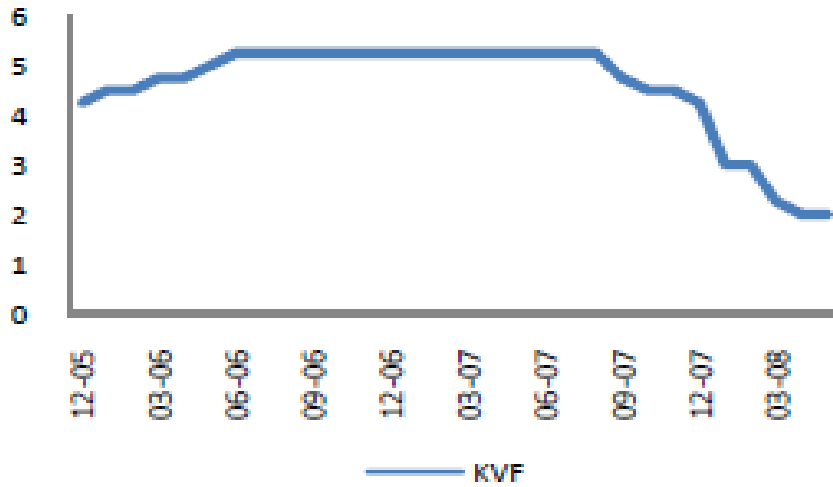
### ***2.8.3. Konut Fiyatlarındaki Anormal Artışlar***

ABD'deki mortgage sisteminde ipotek edilen konutun borcun tamamına karşılık gösterilmesi ve çok düşük veya sıfır peşinat ile sisteme girilebilmesi gibi iki önemli handikap bulunmaktaydı. Bu iki açık, konut fiyatlarının düşmesi karşılığında sistemi fazlası ile hassas hale getirdi (Alakbarov, 2009: 19). Sistemdeki sorun gayrimenkul fiyatlarındaki yükseliş ve düşük kredi notlu müşterilerin yüksek faizler alabilmesiyle başladı. Çünkü kredi ödenmese bile ev satılarak ciddi kazançlar elde edilebiliyordu.

Bu noktada risk ön plandaydı ve risk ne kadar yüksekse, o oranda yüksek faiz oranlarıyla kredi veriliyordu. İlk ödemeler düşük tutularak kredi almak özendiriliyordu. Bu noktada kredi alanların çıkış noktası aldıkları nokta, emlağın değerinin belli bir süre sonra daha da yükselmesi ve yüksek ödeme dönemine girmeden emlağın elden çıkarılması ile kar elde edilmesiydi.

Konut fiyatlarının düşüşü, konutun fiyatını borçların altına çekti. Kredi kuruluşları bu kişilerin konutuna el koymaya başladı. Kredi borcunu ödeyemeyen pek çok aile konutsuz kaldı. El konulan konut sayısında yaşanan büyük artış ve kredi kuruluşlarının bu konutları satıp nakde çevirmek istemesi, konut fiyatlarındaki düşüşü daha da artırdı. Bu noktada ortaya çıkan durum, gayrimenkul sektöründe oluşmaya başlayan yüksek fiyatların patlaması ve sektörün durma noktasına gelmesidir. İnşaat sektöründe yaşanan durgunluk, bununla bağlantılı birçok sektöre de yansdı. ABD’de başlayan kriz rüzgarı, Avrupa mortgage piyasalarında da etkisini hissettirdi (Öztürk, 2009: 16).

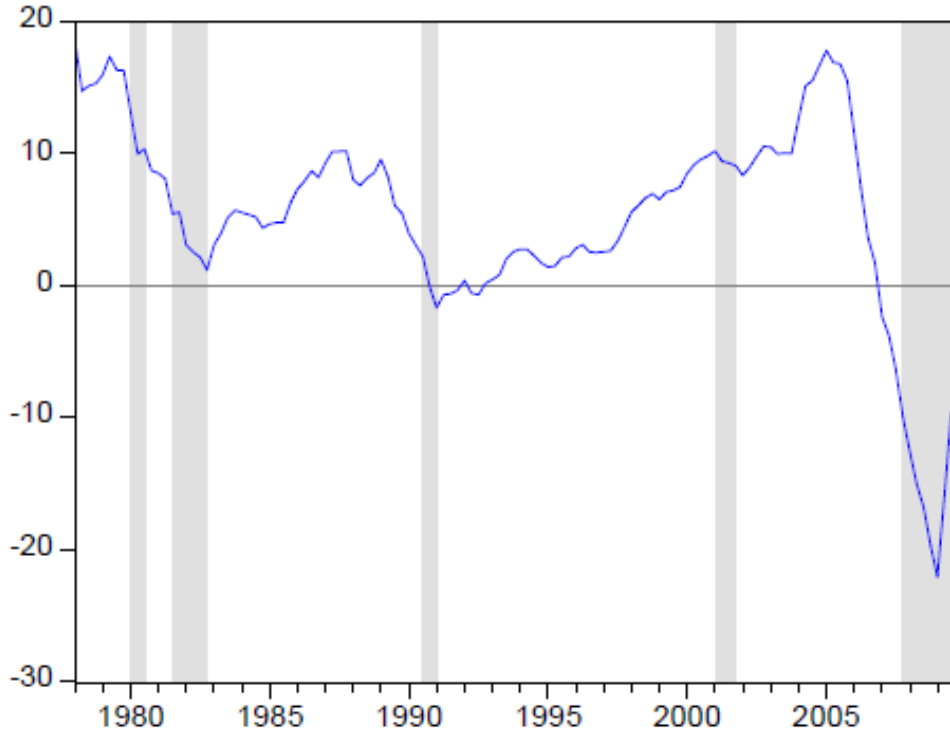
Kısa vadeli dolar faizlerinin yükselmesiyle birlikte, sürekli yükselen konut fiyatları yaşanan durgunlukla birlikte düşmeye başlamıştır. Aşağıda yer alan grafikte bu durum görülmektedir. Fiyatların daha da yükseleceği düşüncesiyle yüksek faizlere katlanan tüketiciler için beklentilerinin tersine gelişmeler ortaya çıkmıştır.



**Şekil 2.2: Konut Fiyatları ile Kısa Vadeli Faiz Oranlarındaki Gelişim (2005-2008)**

**Kaynak:** Demir, F. ve öte. (2008). “ABD Mortgage Krizi”. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*. Ankara. s.51.

Şekil 2.2'ye göre, değişken faizli subprime mortgage kredilerinin piyasa üzerinde baskı oluşturması neticesinde FED tarafından faiz oranlarına müdahale edilmiş ve bu süreçte kısa vadeli faiz oranlarına müdahale edilmiştir. FED politika faizlerini düşürmüş, bu da teminat karakterinde olan konutların değerini de azaltmıştır. Konut değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin düşük risk grubunda değerlendirilerek yatırımcılara sunulmasının ardından teminat niteliğindeki konut değerlerinin ani düşmesiyle yüksek zararlar kaydedilmiştir (Baydemir, 2005: 26). Şekil 5.1'de ise ABD'de 1978-2009 yılları arasında konut fiyatlarındaki artış oranları gösterilmiştir.



**Şekil 2.3: Konut Fiyatlarındaki Artış Oranları (1978-2009)**

**Kaynak:** Bernanke, B. S. (2010). “Monetary Policy and the Housing Bubble”, Board of Governors of the Federal Reserve System at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta. p.27.

Yukarıdaki grafikte ele alınan 31 yıllık süreçte, 2005 yılında tavan yapan konut fiyatlarının 1978 seviyelerini yakaladığı görülmektedir. Bu arada kriz sonrası dönemde ise konut fiyatlarının tarihin en düşük seviyelerine geldiği görülmektedir.

Mortgage piyasasıyla yakından ilişkili olan sigortacılık sektöründe, endeks değerleri, ABD ve Avrupa ülkelerinde, 2004 - 2007 arasında artarken, mortgage krizi sonrasında düşmeye başlamıştır. Mortgage krizinin ABD ekonomisini etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, inşaat ve sigortacılık başta olmak üzere konuta bağlı sektörlerde başlayan yavaşlamanın hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansımalarıdır. Özellikle hükümet politikalarının tüketime dayalı politikalar üzerine kurulması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne dayandırılması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim, kısa sürede ekonomik ve finansal göstergeleri olumsuz yönde etkilemiştir. S&P Case/Schiller Konut Fiyatları Endeksi, 2007 yılında tarihinin en büyük yıllık düşüşünü yaşamıştır. S&P'nin endeksine göre 1990 ve 1991 yıllarında yaşanan resesyon döneminde bile konut fiyatlarındaki yıllık düşüş % 2.8 olarak gerçekleşmiştir. 2008 Şubat ayı itibarıyla, S&P Case/Schiller Endeksine göre ölçüldüğünde konut fiyatları, ABD'de bir önceki yılın aynı dönemine nispetle % 13 oranında düşüş göstermiştir (Demir ve öte., 2008: 57).

2000-2006 döneminde ABD'de yaşanan balon konut fiyatları artışlarının nedenleri aşağıda yer almaktadır (Yalçınar, 2006: 97):

1. 2001 sonrası dönemde FED'in politika faizlerini düşürmesi,
2. Küresel tasarruf fazlası nedeniyle uzun vadeli faizlerin düşük kalması,
3. Geleneksel olarak ABD'de uygulanan konut destekleme politikaları ve bu sektörde görülen kolaylaştırıcı vergi uygulamaları,
4. Subprime krediler dışında da gözlemlenen, denetleme ve düzenleme eksikliğinin borç vermeyi kolaylaştırması,
5. Finansal yenilikler/menkul kıymetleştirme nedeniyle ortaya çıkan aşırı borç verme faaliyetleri ve düşük kredi standartları,
6. Konut fiyatlarının artmaya devam edeceğine dair oluşan yanlış beklentiler.

Erarslan'a göre, geleneksel olarak bilinen olgu, konutların hisse senedi gibi finansal bir yatırım aracı olmadığıdır. Ancak küresel kriz öncesi dönemde ABD'de konut talebinde yaşanan patlama, bu anlayışı da

değiştirerek yatırım amaçlı konut satın almak isteyen spekülâtif yatırımcıların da piyasaya girmelerine yol açmıştır. Yani konut alanların bir kısmı ihtiyaç dışında bu alımı yapmışlardır. Bu durum ABD’de konut piyasasında ortaya çıkan spekülasyon, yaşanan finansal çöküşün de hazırlayıcısı olmuştur (Erarslan, 2014: 74).

#### ***2.8.4. Menkul Kıymet Fonlamasındaki Problemler***

Menkul kıymetleştirme, daha önce satılmış olan finansal varlıkların, özellikle de mortgage tabanlı kredilerin finansal kurumlar tarafından birleştirilip bir paket haline getirilerek yeniden satılması sürecidir (Baydemir, 2005: 26).

Mortgage kredilerine bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının temel fon kaynağı olan mortgage kredileri geri ödemelerinin aksaması sonucunda ikincil piyasanın fonlanmasında sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur (Öztürk, 2009: 16).

Kredi kuruluşları, alacaklarını teminat gösterme yoluyla hacmi trilyon dolarları bulan emlak piyasası tahvillerini piyasaya satmışlardır. Bu tahvillerin getirileri, Amerikan hazine bonosunun çok üzerinde olduğu özellikle riskli ve yüksek getiri hedefleyen hedge fonların bu tahvillere yönelmesine etkili olmuştur.

Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirdikleri için mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla alan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa olmadığından tüm mali sistem yükselen faizler karşısında zora girmiştir. Kredi veren kuruluşlar, karmaşık yapıdaki bu yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etmişlerdir. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar için yeni birer alternatif haline gelmiştir. Hedge fonlar fon büyüklüğünden, daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır. Ancak ABD’de işler tersine dönünce bu fonların varlıklarında ciddi eksilmeler olmuş ve fon



büyükliklerindeki ciddi kayıplar sonrası gelen fon satış taleplerini karşılayamamıştır (Alakbarov, 2009: 19).

Mortgage kredileri ile ilgili hacim hesabına bakarsak, 1996 yılında ABD’de mortgage kredilerine dayalı toplam 492.6 milyar \$ menkul kıymet ihraç edilmişken bu miktar 2007 yılında 2.050 milyar \$’a yükselmiştir. İkincil piyasada bu kadar geniş hacimli bir piyasa yaratılmış ve bu piyasanın fon kaynağı olan mortgage kredileri geri dönmeye başlayınca da tahvil geri ödemeleri yapılamamıştır. Finans kuruluşları bu noktada zarar etmeye başlamışlardır. Sonuç olarak piyasalarda panik havasının oluşması bankalardan nakit çekilmesine, sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olarak likidite sorunlarını ortaya çıkarmıştır. Vadesi gelmemiş mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymet tutarları ile ihraç tutarları dikkate alınarak hesaplanan itfa tutarlarının özellikle 2002 ve 2003 yıllarında arttığı görülmektedir. Bununla birlikte ihraç tutarlarının aynı oranda artmaması, bu yıllardan itibaren ikincil piyasada sorunların başladığına işaret etmektedir (Demir ve öte., 2008:55). Aşağıdaki tabloda 2000 - 2007 döneminde vadesi gelmemiş mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetler görülmektedir.

**Tablo 2.1: Vadesi Gelmemiş Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetler**

Milyar \$	GNMA	FNMA	FHLMC	TOPLAM	İTFA TUTARI
2000	611,6	1,057,8	822,3	2,491,7	282,2
2001	591,4	1,290,4	948,4	2,830,2	754,1
2002	537,9	1,538,3	1,082,1	3,158,3	1,116,3
2003	473,7	1,857,2	1,162,1	3,493,0	1,795,1
2004	441,4	1,895,8	1,209,0	3,546,2	964,2
2005	405,5	1,940,1	1,355,5	3,681,1	831,2
2006	410,3	2,079,1	1,477,0	3,966,4	613,9
2007	413,0	2,127,1	1,536,5	4,076,6	-

**Kaynak:** Demir, F. ve öte. (2008). “ABD Mortgage Krizi”. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*. Ankara. s.53.

Tablo 2.1'e göre, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerden vadesi gelmemiş menkul kıymetlerin bir önceki yıla göre artış oranının, özellikle 2004 yılından başlayarak sürekli olarak, ihraç edilen menkul kıymetlerin bir önceki yıla göre artış oranından fazla olduğu gözlenmektedir. 2004 yılında bir önceki yıla göre % 49.5 oranında daha az devlet garantili menkul kıymet ihraç edildiği halde, vadesi gelmemiş menkul kıymetlerin oranında % 1.5 artış gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetlerin gelişimi görülmektedir.

**Tablo 2.2: Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi**

(Milyar\$)	Devlet Garantili MBS	Devlet Garantili CMO	Diğer MBS	Toplam	Devlet MBS(%)		Diğer MBS(%)	
					İhraç	Vadesi Gelmemiş	İhraç	Vadesi Gelmemiş
2000	2.491.7	664.1	410.0	3.565.8	-34.2	8.7	-27.3	7.9
2001	2.830.2	801.3	495.9	4.127.4	149.8	13.6	112.0	21.0
2002	3.158.3	926.0	602.1	4.686.4	36.5	11.6	21.9	21.4
2003	3.493.0	1.003.4	742.2	5.238.6	37.3	10.6	30.8	23.3
2004	3.546.2	1.024.2	885.4	5.455.8	-49.5	1.5	16.9	19.3
2005	3.681.1	1.117.1	1.118.4	5.916.6	-3.9	3.8	59.9	26.3
2006	3.966.1	1.254.1	1.284.1	6.504.3	-8.0	7.7	19.7	14.8
2007	4.545.9	1.343.5	1.320.9	7.210.3	12.9	14.6	12.2	2.9

**Kaynak:** Demir, F., ve öte. (2008). "ABD Mortgage Krizi". *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*. Ankara. s.54.

Tablo 2.2'ye göre, 2000 yılından 2007 yılına kadar devlet garantili MBS'ler ve CMO'lar ve diğer MBS'ler artış göstermiştir. Bu bağlamda ipotekli menkul kıymetlerin yıldan yıla arttığı gözlenmektedir.

Hedge fonlar genellikle vadeli piyasalarda işlem yapan, özellikle yüksek riskli yatırımlar yaparak, yüksek karlar elde etmeyi amaçlayan fonlardır. Bu fonlar vadeli piyasalarda yüksek getiriyle hızlı hareket eden fonlardır.

Hedge fon konusunda bir örnek vermek için yatırımcısının, 10 \$ ödeyerek 100 \$ tutarında bir petrol hedge fonu satın aldığını varsayalım. Burada 100 \$ ile temsil edilen değer, aslında, belli bir petrol miktarına tekabül etmektedir. Buna karşın hedge fon adı altında satılan/satın alınan şey, söz konusu petrolün kendisi değil, yalnızca bu miktardaki petrolün piyasada oluşacak değişim değeri farkıdır. Hedge fonu satın alan kişi ya da kurumlar bu fonu satın aldıkları anda sattıkları anda oluşan iki fiyat arasındaki farkı ya kazanmış ya da kaybetmiş olurlar. Bu bağlamda eğer hedge fon sahibi kişi ya da kurumlar petrol fiyatındaki % 10'luk bir artışı müteakiben ellerindeki fonu satarlarsa elde edecekleri para yatırdıklarına oranla yükselir. Bu aynı zamanda elinde hedge fon bulunduranların yatırımlarının % 100 büyüdüğü anlamına gelir. Ancak söz konusu yatırımın 100 \$ değil; 10 \$ olduğu hatırlanacak olursa hedge fon satışından elde edilecek miktarın da 20 \$ ile sınırlı olacağı açıktır. Yani piyasa beklentilerin doğrultusunda hareket edilirse önemli miktarda para kazanılır, aksi taktirde çok büyük zarar edilir (Ercan, 2009: 6).

Mortgage krizi hedge fonları da etkilemiştir. Çünkü mortgage kredilerinde ödeme sıkıntıları baş gösterince bankalar likidite dağıtımını kesmiştir. Daralan likidite konut satışlarını durdurmuştur. Azalan talep konut fiyatlarını düşürmüştür. Bu doğrultuda mortgage borçluları konutlarını satmaya yönelince fiyatlar iyice baskı altına girmiş ve piyasaya tahvil olarak satılan kağıtların teminatı olan konutlar, kağıtların parasal değerini karşılayamayacak duruma gelmiştir. Değerlendirme kuruluşları bu tahvillerin notlarını düşürünce kağıtların fiyatları daha da düşürmektedir. Bu noktada riskli hedge fonlara para yatıranlar, paralarını çekmek isteyince hedge fonlar yatırım yaptıkları varlıkları paraya çevirmek için satışa geçmiştir. Bu durumda tüm piyasalarda artan satış baskısı menkul kıymetleri düşüğe geçirmiştir. Riskten kaçan para, daha sağlam varlıklara yönelmiştir ve ekonomiyi durağanlaştırmıştır (Alakbarov, 2009: 19).

### ***2.8.5. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi***

ABD’de mortgage sisteminde yaşanan büyüme, likiditenin aşırı birikimi ile ilgilidir. İnşaat sektörü üretken bir yapıya sahip olsa da kullanılan sermaye ve emek bir varlık olarak konut gayri menkulünün kendisi üretken bir yatırım değil, nihai bir tüketim malıdır. Diğer yandan ABD bankacılık sisteminin, kredi talebinde bulunan firmalar arasında tercih yapma şansının çok azalması biriken fonları, özünde üretken bir yatırım olmayan ve ABD özelinde popülaritesi tarihsel ve kültürel olarak yüksek olan konut biçimindeki gayri menkul yatırımlarına doğru genişletmek zorunda kalmıştır.

Kredi sağlayan kurumlar alacaklarını teminat göstererek büyüklüğü trilyon doları bulan konut tahvillerini piyasaya satmışlardır. Bu tahvillerin getirileri, Amerikan hazine bonosunun çok üzerinde olduğu için özellikle riskli ve yüksek getiri hedefleyen serbest fonların bu tahvillere yönelmesinde etkili olmuştur. Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirdikleri için mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla kredi kullanan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa olmadığından tüm finansal sistem artan faizler karşısında dalgalanma dönemine girmiştir (Ercan, 2009: 7).

Kredi veren kuruluşlar, CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir. Serbest fonlar yüksek riskler bulunduklarından getirileri de yüksek olmaktadır. Ancak ABD’de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişince bu fonların varlıklarında ciddi kayıplar olmuş, bu da fon satış taleplerini ve likidite sorununu ve daralma problemini beraberinde getirmiştir. Böylece bankalar riskli müşterilerine borç vermeyi durdurmuş, likidite krizi oluşmuş ve merkez bankaları piyasaya para enjekte etmeye başlamıştır.

Mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmeleri nedeniyle CDO piyasasında toplam ihraç bedeli 2008 Ocak itibarıyla toplam 11 trilyon 710 milyar \$ olmuştur. Mortgage piyasasında yaşanan kriz sonrasında, RMBS, CMBS, CMOs, ABS ve CDOs ağırlıklı olan yapılandırılmış finansman teminatlarına dayalı CDO ihraçları, 2005 yılında toplam ihracın % 65'i iken, 2008 Ocak ayında % 40.4 oranına gerilemiştir (Demir ve öte., 2008: 56).

### ***2.8.6. Kredi Değerlendirme Sürecindeki Problemler***

Mortgage sisteminin en temel eylemlerinden olan menkulleştirme işlemi, tüm finans kuruluşlarının risk almadan komisyon kazanmasını sağlaması nedeniyle, ipotek başvurularını yeterince incelemeyen kabul etmelerini sağlamıştır. Bununla birlikte konut ile ilgili ipotek değerlemesini yapan kuruluşlar, konut piyasasındaki balondan fayda sağlamış, konut kredisi veren bankalar kredi riskine değil ipotek bonolarından kazanacağı komisyona odaklanmışlardır. İpotek bonolarını teminatlandırılmış kredi paketlerine çeviren yatırım bankalarının yüksek komisyonlar kazanmaları bazı riskleri görmelerini engellemiştir (Erarslan, 2014: 74).

Bu süreçte RMBS ve CDO'ları inceleyen kredi derecelendirme kuruluşlarının ücretlerini ihraç yapan kurumlardan almasının bir çıkar çatışmasına neden olması nedeniyle bazı riskler atlanmıştır.

Mortgage sisteminde ilk etapta peşinatı düşük ve kredibilitesi kötü olan subprime mortgage kredilerine dayalı subprime mortgage tahvilleri üretilmektedir. Bu tahviller, kredi kaynağının özelliklerine bakılmadan, ihraç eden kuruluşun yapısına göre geniş bir aralık olan AAA'dan derecesiz gruba kadar 6 kademedede derecelendirilmektedir. Dayanak varlığın subprime mortgage kredileri olmasına rağmen bu tahvillerin % 81'ine AAA, % 11'ine AA ve % 4'üne A olmak üzere toplamda % 96'sına A grubundan kredi derece notu verilmiştir. % 3'lük kısmına ise BBB notu uygun görülmüştür. İhraç edilen bu tahvillere dayalı olarak ikinci aşamada 2 dilimde olmak üzere CDO sözleşmeleri düzenlenmektedir. Bu sözleşmeler:

1. Yüksek getirili ABS'ler, % 96'luk A grubu derece notuna sahip subprime mortgage tahvillerine dayalı CDO'lardır.

2. Teminatsız finans kaynaklı ABS'ler ise, % 3'lük BBB derece notuna sahip subprime mortgage tahvillerine dayalı CDO'lardır.

Sistemdeki, derecelendirmenin yapısına bakıldığında, subprime mortgage kredilerine dayalı tahvillerin % 96'sına A grubu notlar verilmesi sistemin temelini sorunlu olarak kurulduğu göstermektedir. Eğer kredi türü itibarıyla başta sorunlu olan subprime kredilerine dayalı tahvillere yüksek notlar verilmeseydi CDO sözleşmeleri de aşırı yüksek getiri marjlarıyla oluşturulamazdı. Bununla birlikte yapılan hatalı derecelendirmeler neticesinde, % 3'lük BBB notuna sahip tahvillere dayanak alınarak teminatsız finans kaynaklı ABS CDO sözleşmeleri yazılmakla birlikte, bu sözleşmelerin AA ve A notlarına sahip % 14'lük kısmı için yeni sözleşmeler düzenlenmiştir (Demir ve öte., 2008: 57). CDO sisteminin geniş aralıkta ve gereğinden fazla yüksek notlarla derecelendirilmesi, aşırı teminatlandırmanın yapılması, mortgage piyasasında çıkan kriz sonrasında büyük finansal kuruluşların bilançolarından yüksek oranlarda varlık silmelerine neden olmuştur. Özellikle mortgage piyasalarında ortaya çıkan kriz sonrasında derecelendirme kuruluşlarının hızlıca not düşürmeleri, CDO kapsamında yapılması gereken ödemelerin yüklü miktarlarda olması piyasada likidite krizini artırmıştır (Erarslan, 2014: 74).

Mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notu sürekli olarak kredi derecelendirme kuruluşları tarafından düşürülürken, paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zor bir hal almıştır. Aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Bu da yatırım araçlarının fiyatlarını oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir.

## **2.9. Mortgage Krizi'nin Etkilerini Azaltmaya Yönelik Önlemler**

Mortgage Krizi'nin ortaya çıkardığı yıkıcı etkileri azaltmak için bir dizi önlem alınması zorunlu olmuştur. Bu sayede oluşan panik havasının daha fazla ekonomiye zarar vermesi engellenmek istenmiştir. Bu bölümde

meydana gelen kriz sonucunda ABD’de politika yapıcıların krizi hafifletmek için aldığı önlemlere değinilecektir.

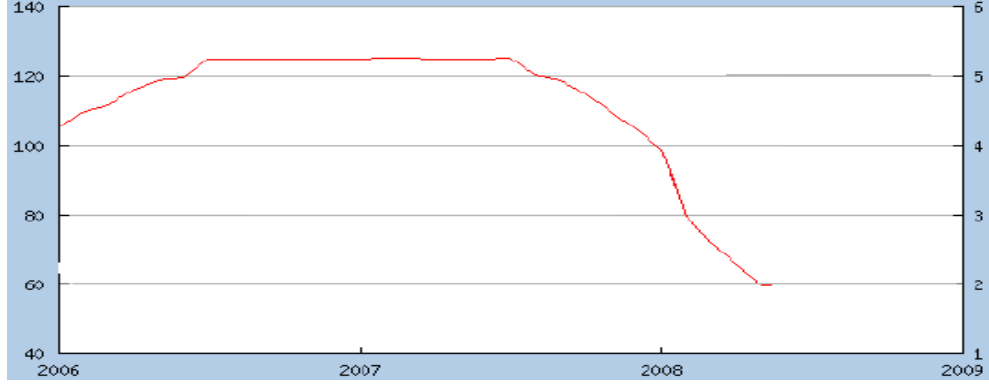
### ***2.9.1. Iskonto Faiz Oranlarının Düşürülmesi***

Iskonto faiz oranı finans kuruluşlarının bölgesel merkez bankalarının kredi verme kolaylığından yararlanması sürecinde uygulanan faiz oranıdır. Iskonto penceresi; genellikle sağlam bir finansal duruma sahip mevduat kuruluşlarına çok kısa dönem için (genellikle gecelik) verilen birincil kredi, finansal durumu birincil krediye uygun olmayan mevduat kuruluşlarına verilen ikincil kredi ve dönemsel fonlama ihtiyacı duyan görece küçük mevduat kuruluşlarına verilen dönemsel kredi olmak üzere üç şekilde yapılmaktadır (Yılmaz, 2008: 6).

Vadeli ihale kolaylığı (Term Auction Facility) birincil kredi almaya uygun tüm mevduat kuruluşlarının katılabildiği, verilen kredilerin tamamen teminatlandırıldığı, sabit tutarda, faiz oranı ihale sürecinde belirlenen ve tekliflerin bölgesel merkez bankalarına telefonla yapıldığı bir para politikası aracıdır.

FED, 12 Aralık 2007’de vadeli ihale kolaylığı programını uygulayacağını açıklamış ve 17 Aralık 2007’de 28 gün vadeli, 20 milyar dolar tutarındaki ilk ihale gerçekleştirilmiştir. Vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı haftalık kredi kolaylığı sağlayan, Hazine kağıtları ve diğer teminatların likiditesini arttıran ve böylece finansal sistemin işlerliğini sağlamlaştıran bir uygulamadır. Bu sistemde FED piyasa yapıcılarına Hazine menkul kıymetlerini belirlenen uygun teminatlarla 28 gün vadeli olarak değiştirebilmelerine izin vermektedir (Demir ve öte., 2008: 57).

Teminat olarak verilen bu menkul kıymetler, ipotekli konut finansmanına dayalı menkul kıymetler ile bireysel krediler, taşıt kredileri, öğrenci kredileri gibi üçlü repo anlaşmalarına uygun tüm menkul kıymetleri içermektedir. Piyasa yapıcıları hazine kağıtları ile ellerindeki menkul kıymetleri değiştirerek daha likit varlıklara sahip olmaktadırlar. 11 Mart 2008’de FED Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı Programını oluşturmuş ve 27 Mart 2008’de haftalık ihaleler başlamıştır. Şekil 6.1’de FED’in 2006-2008 döneminde Uyguladığı Faiz Oranları gösterilmiştir.

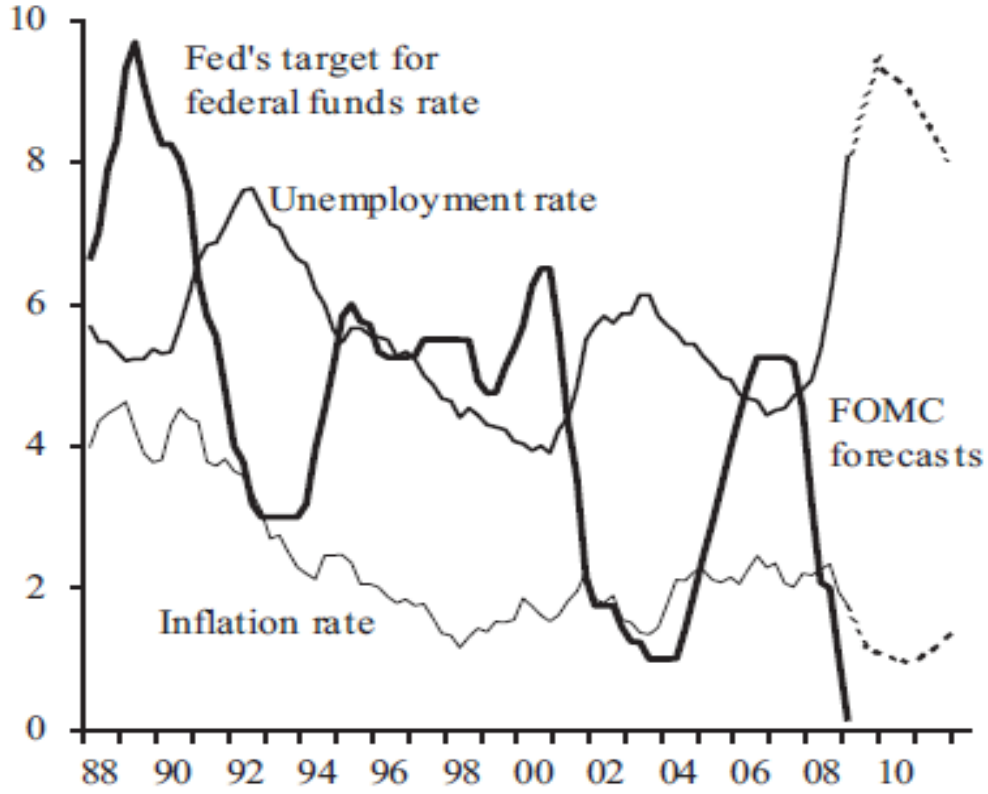


**Şekil 2.4: FED'in Uyguladığı Faiz Oranları (2006-2008)**

**Kaynak:** Taylor, J. B. (2009). "The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", <http://www.nber.org/papers/w14631.pdf>, p. 21, (Erişim Tarihi: 12.04.2015).

Yukarıdaki şekilde FED'in, politika faiz oranlarını ekonomik krizin başladığı 2007 yılının ortalarına kadar arttırdığı görülmektedir. FED'in faiz oranlarını 2005-2007 döneminde arttırması, finansal kurumların likidite sıkıntısı içine düşmesine yol açmıştır. Bu durum ise finansal krizi öncelemiştir. Ancak FED, finansal krizin başlamasıyla birlikte daha önce izlediği yüksek faiz politikasından vazgeçerek, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren faiz oranlarını azaltmıştır. Böylece 2006 yılının son çeyreğinde % 5'leri aşan politika faiz oranları, 2008 yılında % 2'lere kadar düşmüştür. Şekil 7.1'de 1988-2010 döneminde ABD'de faiz, işsizlik ve enflasyon oranlarının gelişimi gösterilmiştir.





**Şekil 2.5: ABD’de Faiz, İşsizlik ve Enflasyon Oranlarının Gelişimi (1988-2010)**

**Kaynak:** G.D. (2009). “The Fed’s Monetary Policy Response to the Current Crisis”, <http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2009-17.pdf>, p. 16, (Erişim Tarihi: 29 Mart 2015).

Şekil 2.5’e göre, ABD ekonomisinin resesyona düştüğü ve işsizlik oranlarının giderek arttığı 1991, 2001 ve 2008 yıllarında, FED’in ilk tepkisi hedeflediği faiz oranlarını düşürmek olmuştur. Böylece reel büyümeyi uyararak, işsizlik oranlarındaki artışları frenlemeyi amaçlamıştır. Buna ilave olarak şekilden izlenebileceği gibi, FED’in faiz oranlarını düşürdüğü dönemlerde enflasyon oranlarında da azalmalar gözlenmiştir. Bu bağlamda faiz oranlarının işsizlik oranları ile ters yönlü, enflasyon oranları ile ise doğru yönlü bir ilişki gösterdiği söylenebilir (Rudebuch, 2009: 1).

Piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı, piyasa yapıcılara belirlenmiş teminatlara gecelik fonlama sağlamaya ve bu doğrultuda finansal sistemin işlerliğini arttırmaya yönelik bir uygulamadır. Bu uygulama, 16 Mart 2008’de 6 aylık bir dönem için uygulanmaya başlanmıştır. Piyasa Yapıcılığı

kredi kolaylığı oranı birincil kredi oranı ile aynı olup, teminatlar arasında yatırım derecesine sahip menkul kıymetler, varlığa ve ipotekli konut finansmanına dayalı menkul kıymetler de yer almaktadır. FED'in yeni uygulamalarında vadeli ihale kolaylığı ile piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı arasındaki fark vadeli ihale kolaylığının mevduat kuruluşlarına 2 haftada bir 28 gün vadeli olarak sabit tutarda borçlanma imkânı sunmasıdır. Piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı ise, uygun piyasa yapıcılarına ıskonto faiz oranından 120 güne kadar borçlanma imkânı sağlamaktadır.

FED tarafından ilk etapta ıskonto faiz oranlarının düşürülmesinin nedeni, likidite desteğine ihtiyaç duyan kuruluşları reeskont penceresinden kredi almaya teşvik etmektir. Piyasaya likidite desteğinde bulunmak için reeskont penceresinin açık piyasa işlemlerine tercih edilmesi, açık piyasa işlemlerinde sadece hazine kağıtları teminat olarak kabul edilirken, reeskont penceresinde mevduat bankalarıyla doğrudan işlem yapılmasından kaynaklanmaktadır. Bu doğrultuda likidite ihtiyacı olan bankaların, bu ihtiyaçlarını çeşitli teminatlarla karşılaması beklenmiştir. Ancak FED'in reeskont penceresinden sınırsız kredi desteği vereceği güvencesine rağmen; bu imkanın 2 türlü dezavantajı ortaya çıkmıştır. Bunlardan ilki bankaların, finansal durumlarına dair piyasada negatif bir algılama oluşması ve kredibilitelerinin düşmesi korkusuyla (stigma problemi) bu imkandan ilk yararlanmak istememiş olması, ikincisi ise reeskont penceresinden finansal kuruluşlara verilen likidite nedeniyle piyasadaki faiz oranının FED'in belirlediği gösterge faiz oranının aşağısında oluşma ihtimalinin olmasıdır. Bu nedenle FED reeskont penceresinden sınırsız kredi verebileceğini açıklamasına rağmen bu yöntemle sınırlı destek verebilmiştir (Taylor, 2009: 52).

Faiz oranları düşürülerek hatta sıfırlanarak yaratılan ortamda merkez bankalarının ekonomiyi etkileme gücü sınırlanmıştır. Ekonomik krizin başlamasıyla birlikte tüm dünyada merkez bankaları, faiz oranlarını indirme yarışına girdiler ve nihayetinde faiz oranları sıfırlanmıştır. Ancak merkez bankaları ekonominin likidite hacmini genişletmek isterken, faiz silahını da kaybetmiştir. Çünkü son yaşanan kriz, kapitalizmin şimdiye kadar yaşadığı

en büyük kriz olan 1929 Dünya Bunalımı'ndan bile daha kötü bir krizdir. Ancak henüz kriz sona ermediğinden, krizin tüm olumsuz etkilerinin değerlendirilmesi mümkün olmamaktadır. Faiz oranlarının merkez bankalarının ekonomiyi etkileme de kullandıkları en önemli araç olduğu dikkate alındığında, kriz devam ederken faizlerin sıfırlanması, merkez bankalarının yaşanan krize karşı bundan sonraki müdahale araçlarının ne olacağını akla getirmektedir. Dolayısıyla merkez bankalarının faizleri sıfırlayarak, iktisadi birimlerin bekleyişlerini etkileme şanslarını azalttıkları söylenebilir (Mishkin, 2010: 3).

### ***2.9.2. Ortak Eylem Programlarının Uygulanması***

Finansal kriz sürecinde kuruluşların yaşadığı temel sorun olan likidite ihtiyacı nedeniyle, merkez bankaları faiz indirim kararlarına ek olarak, bazı yapıcı kararlar almaya çalışmışlardır. Buna yönelik olarak FED, Avrupa, İngiltere, Kanada ve İsviçre Merkez Bankaları kısa vadeli finansman piyasalarındaki baskıyı azaltmak amacıyla ortak eylem paketi açıklamışlardır.

FED, ortak eylem paketi kapsamında Vadeli İhale Kolaylığı programını düzenleyeceğini ve Avrupa, İsviçre Merkez Bankalarıyla döviz swap hattı kuracağını açıklamıştır. Aralık 2007'den Mayıs 2008'e kadar olan dönemde vadeli ihaleler ile piyasaya 490 milyar dolar tutarında likidite desteğinde bulunulmuştur. Ortak eylem paketinde kararlaştırılan döviz swap hatlarının amacı ise libor faiz oranlarını düşürmektir. Kurulacak swap hatlarına göre, FED'in Avrupa ve İsviçre merkez bankasına sırasıyla 20 milyar dolar ve 2 milyar dolar aktarması kararlaştırılmış, daha sonra G-10 ülkelerinin merkez bankalarıyla yapılan toplantılarda bu rakamlar 50 milyar ve 6 milyar dolar düzeyine yükseltilmiştir. Merkez bankalarının kendi piyasalarına aktaracakları bu dolar cinsinden kaynakların libor oranlarını düşürmesi beklenmiştir (Demir ve öte., 2008: 63).

### ***2.9.3. Libor Oranlarının Düşürülmesi***

Libor oranlarının düşürülmesinde hedeflenen olgu, bileşik faizin düzeyinin FED'in açıkladığı gösterge faiz oranlarına göre değil de libora

endeksli olması, FED'in yaptığı faiz indirimlerinin libora yansımaması nedeniyle istenilen etkiyi oluşturmamasıdır.

Mevduat kabul etmeyen fakat yaşadıkları sıkıntılar nedeniyle sistemi tehdit eden diğer finansal kuruluşların risk yaratma ihtimalleri FED'i alternatif likidite desteği kanalları bulmaya yönlendirmiştir. Böylece reeskont penceresi ve vadeli ihalelerden yararlanamayan mevduat kabul etmeyen finansal kuruluşlar FED'in likidite desteğinden faydalanma imkânı bulmuşlardır. Vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı bu amaçla uygulanmış bir programdır. Buna göre FED, piyasa yapıcılarına Fannie Mae ve Freddie Mac'in konut ipoteğine dayalı menkul kıymetleri ve bu kuruluşlar tarafından garanti edilmeyen menkul kıymetleri karşılığında Hazine kâğıtları vereceğini açıklamıştır. Programın vadesinin 28 gün olacağı ve toplamda piyasaya 200 milyar dolar tutarında Hazine kâğıdı aktarılacağı duyurulmuştur. Böylece FED, kuruluşların bilânçolarındaki 200 milyar dolar tutarındaki sorunlu varlığı kendi bilânçosuna aktarır, hem şirketlerin bilânçolarını temizlemeyi hem de piyasadaki likiditeyi Hazine kâğıdı vererek dolaylı yoldan artırmayı öngörmüştür (Taylor, 2009: 52).

Dalgalanma döneminde FED'in likidite takviyesi olarak yaptığı en sıra dışı destek, Bear Stearns yatırım bankasına reeskont penceresinden kredi kullandırması olmuştur. Bear Stearns'in likidite sıkışıklığına girdiğini açıklamasının ardından FED, JP Morgan aracılığıyla şirkete 28 gün vadeli likidite sağlayarak son borç verme mercii görevini mevduat kuruluşu olmayan bir banka için kullanmıştır. FED'e bu yetki 1932 yılında Büyük Depresyon'dan sonra yürürlüğe konulan bir madde ile sağlanmıştır. Bu hükme göre mevduat kuruluşları dışındaki kuruluşlara verilen krediler olağanüstü dönemlerde ve Federal Açık Piyasa Kurulu'nun (FOMC) 5 üyesinin onayıyla verilebilmektedir. Bear Stearns'e verilen kredide bir üyenin seyahatte olması sebebiyle 4 üye ile karar verilmiştir. FED'in uzun zamandır kullanmadığı bu yetkiyi kullanması ve diğer üyeyi beklemeden 4 üye ile karara varması dalgalanmanın boyutunu göstermesi açısından önemlidir. FED'in bu müdahalesi riskliliğini bilmediği bir kuruluşun riskini

üzerine alması bakımından eleştirilmekle beraber batmak ahlaki tehlike problemini azaltması nedeniyle olumlu bulunmuştur.

#### ***2.9.4. Likidite Desteği Sağlanması***

Mortgage krizi sürecinde finans kuruluşlarının likidite sıkışıklığı nedeniyle yaşadığı sorun FED özellikle piyasa yapıcılara yönelik olmak üzere günlük likidite sağlama yolunda çalışmalara yönlendirmiştir. Bu amaçla piyasa yapıcısı kolaylığı programı uygulamaya geçirilmiştir. Program ıskonto faiz oranı üzerinden piyasa yapıcılara repo yoluyla gecelik fon sağlamaktadır. Kabul edilen teminatlar olarak açık piyasa işlemlerinde kullanılan teminatlar, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, yatırım derecesine sahip ticari menkul kıymetler ve yerel yönetim tahvillerinin olacağı açıklanmıştır.

Programın hedef kitlesinin piyasa yapıcılarının seçilmesinin sebebi ise, söz konusu kuruluşların hem FED'in açık piyasa işlemleri yoluyla para politikasını yürütmesinde hem de Hazine'nin borçlanmasında önemli bir role sahip olmaları, dolayısıyla finansal sistemin tümü için taşıdıkları önemdir. Piyasa yapıcılığı kolaylığı programının reeskont penceresi ve vadeli ihale kolaylığından farkı, mevduat bankalarına değil de piyasa yapıcılara likidite desteğinde bulunulması, vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığından farkı ise, piyasaya günlük likidite desteğinde bulunulmasıdır (Yamak, 2007: 44).

FED'in finansal krizle mücadelede aktif şekilde kullandığı birisi de reeskont penceresidir. Bu işlemlerin iki önemli avantajı bulunmaktadır. Bunlardan ilki mevduat bankalarında direkt işlem yapılabilmesi, diğeri ise tüm varlıkların teminat olarak kabul edilebilmesidir. Kriz ortamında reeskont penceresi yönteminin uygulanmasını isteyen FED, ödünç fonların vadesini 30 güne çıkarmıştır. Fakat bankalar piyasalarda kendilerine yönelik beklentileri olumsuzla çevireceği ve gelecekteki yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine ilişkin bir algı oluşturacağı gerekçesiyle bu uygulamalardan yararlanamamışlardır (Erarslan, 2014: 83).

FED, kriz sürecinde piyasaya büyük miktarlarda kredi vererek, ekonomiye yeni bir düzen kazandırmak istemiştir. FED'in 2008 yılı Mart

sonu itibariyle yaklaşık 1 trilyon dolarlık bilânçosunun yarısından daha fazlasını yeni tasarlanan programlar oluşturmaktadır.

Yapılan işlemler arasında aşağıdaki uygulamalar yer almaktadır:

1. 100 milyar \$ vadeli ihale kolaylığı,
2. 100 milyar \$ ipotekli konut finansmanına dayalı 28 günlük repo,
3. 200 milyar \$ vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı,
4. 36 milyar \$ döviz swapları,
5. 29 milyar \$ Bear Stearns'in satışını desteklemeye yönelik kredi,
6. 30 milyar \$ piyasa yapıcısı kredi kolaylığı (Demir ve öte., 2008: 59).

FED'in aldığı önlemlerin yetersiz kalması ve durgunluğa girme beklentilerinin artması üzerine ABD hükümeti, ekonomiyi yeniden canlandırmak, durgunluk bekleyişlerinin önüne geçmek amacıyla genişletici maliye politikası tedbirleri de almaya başlamıştır. Bu kapsamda 150 milyar dolar tutarında ekonomik büyüme paketi açıklanmıştır.

### **2.10. ABD Mortgage Krizi'nin Gelişimi**

2007 yılı ortalarında ABD de konut piyasalarında oluşan balonun patlaması ve ABD kredilerinde yaşanan hızlı düşüş ve Lehman Brothers'in iflası ile başlayan "subprime mortgage" krizi, 2007 yılı ve 2008 yılının sonlarında küresel finans piyasalarını ciddi şekilde etkisi altına almıştır. Daha sonra söz konusu kriz AB ülkelerini de etkisi altına almıştır. Euro bölgesindeki ülkelerde hala varlığını sürdüren finansal krizin varlığı ciddiyetini korumaktadır. 1929 krizinden bu yana bakıldığında durumun ciddiyeti daha net anlaşılmış olacaktır.

Kriz öncesi dönemde 1990'lı ve 2000'li yılların başında Dünya'daki ekonomik ve finansal gelişmelere bakacak olursak, krize sebebiyet veren iki faktör göze çarpmaktadır. İlk olarak, 1990'lı yıllar boyunca artmakta olan finansal istikrarsızlık ve gelişmekte olan ekonomilerden gelişmiş ekonomilere özellikle ABD'ye akan sermaye akımlarıdır. İkinci olarak ise gelişmekte olan ekonomilerde yükselen tasarruflar ve ABD finansal varlıklarına yükselen talebe paralel olarak ABD'nin hisse senedi fiyatları ve dolar akışı yükselmiştir. Daha sonraki süreçte FED'in gevşek para politikası

reel faiz oranlarının düşmesi olgusu ABD finans sektöründe kredi koşullarını hafifletmiştir. Böylece artan konut kredisi talebi konut fiyatlarını ABD’de 1998-1999 yıllarında % 7-8, 2000-2003 yıllarında % 9-11, 2004-2005 yıllarında % 15-17 oranında yükseltmiştir. Bu ise ABD’de bankaların riskli yatırım kararları almalarına açmıştır. Sub-prime mortgage kredilerinin yaygınlaşması, yoksul kesimin konut sahipliğine imkan vermek amacıyla oluşturulmuştur. Ancak bu kredilerin giderek artması finansal riskleri giderek arttırmıştır (Arı, 2014: 2).

ABD’de meydana gelen finansal kriz öncesi dönemde göze çarpan iki önemli makro ekonomik gelişme olmuştur. Bu durumlardan birincisi 2000’li yılların başında vergi oranlarında geniş çaplı indirimler yapılması neticesinde net kamu borç stokunun aşırı miktarda yükselmesidir. İkincisi ise ABD’de 2000’li yıllarda cari işlemler hesabındaki açıkların giderek artmasıdır. Bu durum kamu borçlarının ve cari işlemler açıklarının nasıl finanse edileceği sorusunu gündeme getirmiştir. Böylece finansal piyasalarda ciddi bir panik başlamış ve büyüme oranları % 2’nin altına düşmüştür. ABD’de yaşanan Sub-Prime Mortgage Finansal Krizi, 2007 yılının Ağustos ayında başlamıştır. Söz konusu dönemde sub-prime mortgage kredilerinin geri ödenme oranlarının beklentilerin oldukça altında kalması ve konut fiyatlarında yaşanan hızlı düşüş eğilimleri beraberinde bankaların zarar açıkladıklarını duyurmalarına, likidite sıkışıklığı içerisine girmelerine, kredi sözleşmelerindeki risklerin artmasına ve kredi piyasasının fonksiyonunu yitirmesine yol açmıştır. Finansal piyasalarda baş gösteren panik ortamı ve güven kaybı, kısa zamanda reel ekonomiye de yansımıştır. Böylece ABD’de reel üretim ve istihdam gerileme trendine girerek büyüme oranlarını düşürmüştür ve ekonomiyi ciddi şekilde derin bir makro ekonomik krize sürüklemiştir (Reinhart and Rogoff, 2008: 1-2).

ABD’de 1996 yılında, mortgage kredilerine dayalı toplam 492.6 milyar \$ menkul kıymet ihraç edilmiş, 2007 yılı sonunda ise bu tutar 2.050 milyar \$’a yükselmiştir. Mortgage kredilerinin geri dönmemeye başlaması üzerine, yaratılan menkul kıymetlerin geri ödemeleri yapılamamıştır. Bunun sonucunda Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin risklerini yok

edemeyen finans kuruluşları zarar açıklamaya başlamışlardır. Sonuçta piyasalarda panik havasının oluşması bankalardan para çekilmesine, sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olarak likidite sorunlarını gündeme getirmiştir (Afşar, 2011: 151). Tablo 4.1’de Mortgage Krizi'nin Likidite Krizi'ne Dönüşüm Sürecindeki gelişmeler tarihsel süreçler çerçevesinde gösterilmiştir.

**Tablo 2.3: Mortgage Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci**

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

**Kaynak:** Altuntepe, N. (2009). “Küresel Krizinin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi”, <http://edergi.sdu.edu.tr/index.php/sduvd/article/viewFile/1372/1460>, s.134, (Erişim Tarihi: 30.03.2015).

2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasalardaki likidite sürekli artış göstermiştir. Kriz öncesinde bollaşan bu likiditenin karlı



yatırımlara kanalize edilmesi banka sisteminin önüne geçmekte zorlandığı sorunlardan birisi olmuştur.

Bu sorunların başında konut kredilerinin varlığı bulunmaktadır. Kredi kullanmak isteyenler öncelikle kredi geçmişlerine göre derecelendirilmektedirler. Kredi notu kötü olanlar kredi notu iyi olanlara göre daha yüksek faiz ödemek zorundadırlar. “Subprime mortgage” sisteminde geçmişi iyi olmayan kişilere de yüksek faizli kredi kullandırılarak bu kişileri riskli sisteme dahil etmektedirler (Urhan, 2008: 17).

Bankalar herhangi bir geliri veya varlığı olmayan kişilere bile ciddi şekilde kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak adlandırılan bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artışına sebebiyet vermiştir. Konut kredilerindeki geri ödenmeme sorunu banka portföylerindeki hacizli konut sayısını arttırmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe neden olmuştur. Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki konut değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır (Afşar, 2011: 151).

Daha sonra fazla kredi verebilmek için bankalar, bu riskli gruba verilen kredilerden doğan alacaklarını teminat göstererek, emlak tahvilleri çıkarıp bunları piyasadaki benzerlerine göre daha yüksek faizle yatırmışlardır (Susam ve Bakkal, 2008: 74). Bu nedenle karşılaşılan zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine sirayet ederek büyümüş ve finansal kuruluşların iflasına yol açmıştır (Alantar, 2008: 2).

İpotekli gayri menkuller üzerinden, emlak fiyatlarının artan kısmına yeni ipotekler yapılarak, yeni kredilerin alınması reel karşılığı olmayan kredi hacmini arttırmıştır. Bunun yanında kredi alan insanların ödeme ve masraflarını gösterir bilgilendirme yapılmaması asimetric enformasyon sorununu beraberinde getirmiştir.

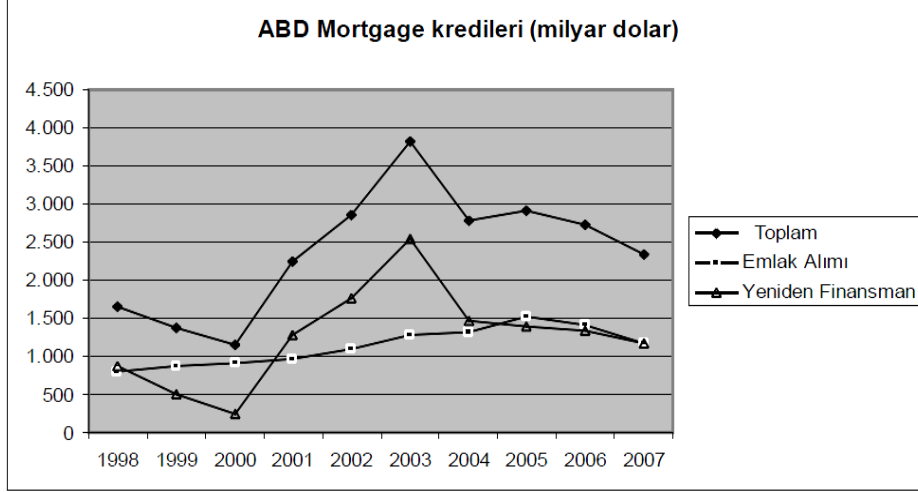
ABD gayrimenkul piyasasının doyum noktasına ulaşip durgunluk içine girmesi ile konut fiyatlarındaki düşüş ve FED’in faiz artırımına gitmesi,

özellikle değişken faizli kredi alan ve konut fiyatlarındaki artışa güvenenleri zor durumu sokmuştur. Mortgage kredilerinin geri ödenmesindeki aksaklık sonucu bankalar verdikleri kredilerde daraltmaya gidince konut talebi ve fiyatları düşmüştür.

Mortgage borçlularının paniğe kapılarak konutlarını satmaları ya da ödeme gücünü nedeni ile bankaya bırakmaları fiyatları daha da düşürmüştür. Böylece finansal piyasalarda oluşan güvensizlik ortamı bankaları borç verme konusunda çekingenliğe itmştir.

Yaşanan küresel krizin ardında aşırı tüketim eğiliminin varlığı ve piyasalardaki ciddi kredi patlamasıyla oluşan dengesizlikler yatmaktadır (Selçuk, 2008: 335). ABD’de mortgage sistemi uzun yıllardır uygulanan 20-30 yıla kadar olan vadelerle konut alma imkanı sunan bir kredi sistemidir. Bu sistemde kredi alan insanlar kredileri sabit ve değişken faizlerle geri ödemektedirler. Bu kredilerin yaklaşık üçte birinin değişken faizli kredilerle geri ödenmesi piyasaları zor duruma sokarak riskli hale getirmiştir.

ABD’deki mortgage piyasasının büyüklüğü yaklaşık olarak 12 trilyon dolardır. Aşağıdaki grafikten anlaşılacağı üzere mortgage piyasasının böylesi bir hacme ulaşmasında son dönemdeki yüksek riskli mortgage kredilerinin katkısı son derece büyük olmuştur. Sadece dar gelirlilerin kullandığı ‘‘yüksek riskli krediler’’ in boyutu 1.5 trilyon dolar düzeyine ulaşmıştır (Birdal, 2009: 1). Aşağıdaki şekilde ABD Mortgage Kredilerinin Yıllara göre dağılımı verilmiştir.



**Şekil 2.6: ABD Mortgage Kredilerinin Yıllara Göre Dağılışı**

**Kaynak:** Birdal, M. (2009). “ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, *Anadolu International Conference in Economics*, s. 2.

Şekil 2.6’ya göre, 1998’den 2000 yılına kadar toplam kredi ve yeniden finansman kredileri düşme eğilimi gösterirken emlak alımları artış trendi göstermiştir. 2000’li yıllardan sonra toplam kredilerde ve yeni finansman kredilerinde artış gözlemlenmiştir. 2003 yılında toplam kredi ve yeniden finansman kredileri zirve yapmıştır.

2003 yılından sonra toplam kredi ve yeniden finansman kredileri düşme eğilimine girmiştir. 2005 yılına kadar emlak alımları ufakta olsa artarken 2005ten sonra riskli kredilerin geri ödenme vadelerindeki sorunlar nedeniyle gittikçe düşerek bir kısır döngü meydana getirmiştir. Özellikle son dönemde mortgage kredilerine yönelik artan yoğun ilginin bir diğer nedeni ise emlak fiyatlarındaki hızlı artıştan faydalanmak isteyen bireylerin spekülasyon saikiyle yaptıkları emlak yatırımlarının varlığıdır. Emlak değerlerindeki tırmanışın kalıcılığına ikna olan bireyler düşük peşinatlı ve cazip başlangıç faizlerine sahip kredilerle konut satın almaktaydılar (Birdal, 2009: 3).

Emlak balonunun zirvesinde iki yıl kadar kısa bir süre içerisinde bazı evlerin % 50’lere varan oranda değerlendirildiği düşünülürse, bireylerin iki yıl kadar kısa bir süre sonunda konutları satıp krediyi kapatarak ne denli büyük karlar elde ettiği anlaşılmaktadır. İşin daha da cazip yanı bu yatırımların fazla bir öz sermaye gerektirmemesi ve son dönemde ortaya çıkan kredi

olanakları sayesinde yüksek kaldıraç oranları ile gerçekleştirilebilmesidir. Bu sayede faiz oranlarının ciddi artış göstermesi, emlak fiyatlarının ise hızla düşüşe geçmesi karşısında spekülasyon güdüsüyle yapılan, dış finansman kaynaklarına dayalı bu yatırımlarında önu ciddi şekilde kapanmış oldu.

Emlak piyasasında en çok tartışılan konulardan biri de menkul kıymetleştirmeye gidilmesinin en önemli göstergelerinden olan riskli yüksek kredilerin varlığıdır. Tablo 5'te ABD'de Mortgage Kredilerinin Oranları gösterilmiştir.

**Tablo 2.4: ABD Mortgage Kredilerinin Oranları**

Yıl	Mortgage Kredileri (milyar dolar)	Menkul kıymetleştirme Oranı(%)	Yüksek Riskli Krediler (milyar dolar)	Yüksek Riskli Kredilerin Oranı (%)	Yüksek Riskli Kredilerin Menkul kıymetleştirme Oranı (%)
2001	2215	60,7	160	7,2	60
2002	2885	63	200	6,9	61
2003	3945	67,5	310	7,9	65,5
2004	2920	62,6	530	18,2	79,8
2005	3120	67,7	625	20,0	81,3
2006	2980	67,6	600	20,1	80,5

**Kaynak:** Birdal, M. (2009). “ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, *Anadolu International Conference in Economics*, s. 8.

Tablo 2.4'ten anlaşılacağı üzere mortgage kredileri faiz oranlarının düştüğü yıllarda, menkul kıymetlerin değerinde bir düşüş gözlenir. Aksine faizlerin yüksek olduğu zamanlarda ise, kredilerin geri ödenme vadesi oldukça uzar. Bu durumda finansman bulma imkanı sıkıntılı bir şekilde durma noktasına gelerek vadesinden önce ödenen krediler yüzünden ikincil piyasanın da büyümesi engellenmiş olur.

ABD'de yaşanan finansal krizin en önemli nedeni ise, finansal piyasalarda aşırı bir menkul kıymetleştirmeye izin verilmesiydi. Mortgage fonlarının farklı türev araçlarının denetimsiz şekilde aşırı artışıyla birlikte, gerçekte kredi verilmemesi gereken kişilere kredilerin dağıtılması sorunlu (toxic) varlıkların artmasına neden oldu. Bu duruma özel sektörün risk

yönetimi uygulamalarının ve kamusal düzenleme (regülasyon) ile denetleme (supervision) fonksiyonlarının yetersizliği de eklenince, bir süre sonra varlık piyasalarının çökmesi ve finansal kriz kaçınılmaz hale gelmiştir. Burada FED'in başlangıçtaki düşük faiz politikası, kredi talebini cezbederek yalnızca tali bir rol oynamıştır. Bu bağlamda ABD'de finansal kriz öncesindeki asıl problem, gevşek para politikası ve faiz oranlarının düşük seviyede olmasından ziyade finansal denetimsizlik ve yüksek riskli kredi programlarıdır (Bernanke, 2010: 20). Tablo 2.5'te ABD'nin Temel Ekonomik Göstergelerine yer verilmiştir.

**Tablo 2.5: ABD'nin Temel Ekonomik Göstergeleri**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sanayi Üretim Endeksi	99,5	101,3	104,6	108,6	111,7	113,8	111,8
İşsizlik (yüzde değişim)	5,7	5,7	5,4	4,8	4,4	5,0	5,1
Enflasyon(%)	1,6	1,9	2,7	3,4	2,5	4,1	4,0
Cari açık (milyon \$ )	384,6	459,4	522,1	640,1	754,9	811,5	-
Cari açık/GSYİH	3,7	4,2	4,5	5,1	5,7	5,9	-

**Kaynak:** Demir, F. ve öte. (2008). "ABD Mortgage Krizi". *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*. Ankara. s.35.

Tablo 2.5'ten göre ABD'de cari açıklar 2002 yılından itibaren sürekli artmıştır. 2007 yılı itibariyle ABD'nin cari açığı 811.5 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari açıklarının GSYİH'a oranı ise % 5.9 olmuştur. Diğer taraftan ABD'de enflasyon oranları da % 4'e yükselmiştir.

Küresel finansal piyasalardaki sıkı bağlantılar göstermiştir ki; mortgage krizi ABD finans piyasalarında başlayan daha sonra likidite krizine dönüşmüştür. boyutuna ulaşan bir hal almıştır. ABD bankalarının yabancı yatırımcılara borç verme riskini önemli ölçüde arttırdığından AB ülkelerine yayılmış ve Avrupa Borç Krizini tetiklemiştir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ÜLKE DENEYİMLERİ ÇERÇEVESİNDE AVRUPA BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ

Bu bölümde, AB'yi etkisi altına alan Mortgage Krizi'nin etkileri üzerinde durulacaktır. Euro bölgesindeki kırılganlık Mortgage Krizi sonucunda yavaşlayan ekonomik etkinliklerle beraber gün yüzüne çıkmıştır. Bunun yanı sıra AB'de kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan sebeplerden dolayı daha da kırılgan bir yapı arz eden dört ülke (Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya) krizin başlayıp derinleşmesine neden olmuştur. Ayrıca bu ülkelerin krize sebebiyet verdiği ampirik bulgularla desteklenmiştir.

#### 3.1. Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne Etkileri

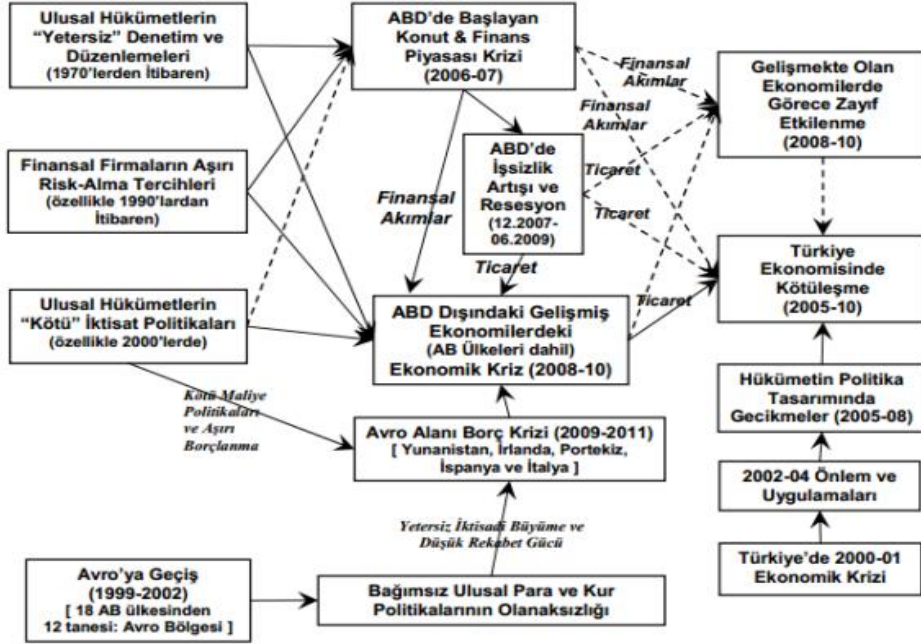
ABD'de 2007'de konut piyasasında ortaya çıkan kriz 2007-2009 yıllarında önce finans sektörüne oradan da reel sektöre yayılarak, ABD ekonomisini işsizlik ve resesyon sorunuyla baş başa bırakmıştır. Bu kriz finansal ilişkilerdeki güçlülük nedeniyle dünyanın diğer gelişmiş ekonomilerine ve özellikle AB ülkelerine finans kanalıyla sıçramıştır. Artan belirsizlik ortamı ve yitirilen güven nedeniyle kredi mekanizmalarının çalışması durmuş, reel kesimin borçlanma imkanı sınırlanırken işsizlik oranları da hızla artmıştır (Erdil, 2012: 51).

Krizin etkilerinin diğer ülkeleri etkisi altına alarak yayılmasına bakacak olursak temelde finans kanalıyla çıkan bu krizin diğer ülkelere yayılmasının kredi ve ticaret kanallarının varlığı ile olduğunu söyleyebiliriz. Mortgage kriziyle sorunlu fonlara yapılan yatırımlar finans kuruluşlarını ciddi zararlara sokmuş ve AB ülkelerini de finansal yoldan etkisi altına almıştır.

Mortgage kriziyle hemen hemen herkesin mevduatlarını çekmesiyle kredi miktarları ciddi kayıplara uğramıştır. Ekonominin durgunluğa sürüklenmesi ve kredilerin azalmasıyla kredi hacminin daralması AB ülkelerine de etki etmiştir.

2007 yılında mortgage krizi olarak başlayan bu kriz, başlangıçta küresel bir nitelik taşımamasına rağmen daha sonra finansal sistemlerindeki

çözülemeden problemlerin varlığı nedeniyle küresel bir likidite krizine dönüşmüştür. Likidite krizine dönüşen bu kriz başta AB ülkeleri olmak üzere giderek tüm dünyayı etkisi altına almaya başlamıştır. Şekil 3.1'e göre ABD Mortgage Krizi'nin ekonomik etkileri gösterilmiştir.



**Şekil 3.1: ABD Mortgage Krizinin Ekonomik Etkileri**

**Kaynak:** Kibritçioğlu, A. (2011). “2006-2011 Küresel Ekonomik Krizinin Bileşenleri ve Karmaşıklığı”, <https://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/33515>, s. 6, (Erişim Tarihi: 22.03.2015).

ABD ile AB ülkeleri arasında güçlü ticaretin varlığı da mortgage krizinin borç krizine dönüşmesinde etkili olmuştur. AB ülkelerinin ihracatının azalması reel üretiminin gerilemesine ve ekonominin daralmasına yol açarak AB ülkelerini de kriz ortamına sürüklemiştir.

Mortgage krizinin Avrupa borç krizine dönüşmesinin ardında yatan en önemli neden ABD ile AB arasındaki güçlü finansal ilişkilerin varlığı bulunmaktadır. Aslında temelde finans, kredi ve ticaret kanalı olmak üzere 3 temel aktörün varlığından söz etmek mümkündür:

1. *Aşırı-riskli varlık ticareti kanalı* (birinci finans kanalı): Kriz öncesinde ABD ile arasında var olan uluslararası finansal

bağlantıların güçlü oluşu ABD'de yaşanan krizin AB üyesi ülkelere etki etmesine neden olmuştur (Kibritçiöglü, 2011: 7).

2. *Kredi kanalı* (ikinci finans kanalı): Kriz nedeniyle daralan uluslararası kredi kanalının varlığı fon akışını azaltarak AB ülkelerini krize sürüklemiştir. Küresel likiditedeki daralma bankaların şirketlerin dış finansman sorunu yaşamalarına ve geri ödeme vadesinde ödenmeyen kredilerin kısa vadeli kredilerle kapatılması yurtiçi kredilerin daralmasına sebebiyet vermiştir.
3. *Ticaret kanalı*: ABD'de başlayan finansal kriz, en büyük ticaret ortağı olan AB'ye ihracat ve ithalat miktarlarının düşmesiyle sıçramıştır. Şöyle ki ABD'nin milli geliri kriz nedeniyle azaldığından AB ülkelerinin ABD'ye olan ihracatı yavaşlamıştır. Bu da AB ekonomilerinin küçülmesine neden olmuştur.

Mortgage krizinin AB ülkelerine yayılmalarında ve borç krizine dönüşmesi her ülkenin farklı ekonomik sorununun olduğu görülmektedir. Bu durum her ülkenin ekonomik ve finansal yapılarının birbirinden farklı olduğunu açıkça göstermektedir. Her ülkenin kredibilitesinin farklılığı, krize karşı aldığı makroekonomik önlemlerin denetimsiz ve zayıflığı ayrıca bunlara birde asimetrik bilgi yetersizliği eklenince, bu ülkelerin krize yakalanmaları kaçınılmaz hale gelmiştir. Ülkeler verdikleri tepkinin ve aldıkları önlem ve politikaların ne şekilde sonuç doğuracağını önceden öngörme imkanına sahip olamadıkları için, Mortgage krizinin Avrupa Borç Krizine dönüşmesine engel olamamışlardır. Bu bağlamda bakacak olursak başta Yunanistan olmak üzere İspanya, İtalya, Portekiz gibi ülkelerde kriz farklı şekillerde hissedilmiştir.

Tablo 3.1'de AB ülkelerinde yaşanan borç krizinin çıkış nedenleri gösterilmiştir.



**Tablo 3.1: AB Ülkelerinde Krizin Çıkma Nedenleri**

ÜLKE	Krizin ortaya çıkış sebebi	YIL	Kamu Net Borç Stoku(%)	Yapısal Açık GSYİH(%)	GSYİH Büyüme Oranı (%)	Faiz Oranları(%)	
						2012 Nisan	2013 Nisan
Yunanistan	Yüksek Bütçe Açıkları ve Cari Açıklar Sonucu Büyük Ölçüde Artan Kamu Borç Stoku	2012	155,38	-3,74	-6,4	21,48	11,58
		2013	176,12	-0,42	-4,2		
		2014	172,21	0,61	0,6		
İspanya	Bankacılık Sektöründeki Hızlı Kredi Artışları ve Konut Fiyat Balonu	2012	71,93	-5,70	-1,4	5,79	4,59
		2013	79,13	-4,54	-1,6		
		2014	84,66	-5,08	0,7		
Portekiz	Son 10 yılda AB Ülkelerinin Gerisinde Kalan Düşük Büyüme Oranı	2012	111,55	-4,02	-3,2	12,01	6,15
		2013	114,99	-2,90	-2,3		
		2014	116,52	-1,65	0,6		
İtalya	Borç Stoku Düzeyinin Yüksekliği ve Düşük Büyüme Beklentileri	2012	103,20	-1,29	-2,4	5,68	4,28
		2013	105,75	-0,19	-1,5		
		2014	106,04	-0,30	0,5		

**Kaynak:** Tunçsiper, B. ve Biçen, Ö. (2013).“Avrupa Borç Krizinin Türkiye'nin İhracatı Üzerindeki Etkileri”, *International Conference ON Eurasian Economies*, s. 488.

Yukarıdaki tabloda borç krizi yaşayan başta Yunanistan olmak üzere, İspanya, Portekiz ve İtalya gibi ülkelerin krize neden girdiklerini ve kamu kesimi borcunun sürdürülebilirliğini son 3 yıldaki değerlerini göstermektedir. Tablodan anlaşılacağı üzere her ülkenin krize girme nedenleri farklılık göstermektedir.

Tablodaki verileri incelediğimizde AB ülkelerinde kamu borç stokunda ciddi artışların yaşandığı gözlenmektedir. Kamu borç stokları 2012, 2013, 2014 yılları itibariyle artış gösterirken, büyüme rakamları ciddi şekilde

düşerek negatif değerler almıştır. Yine faiz oranları da bunlara paralel olarak son 3 yılda ciddi şekilde artma eğilimine girmiş ve yüksek seyretmiştir.

2012 yılında AB ülkeleri ciddi şekilde küçülürken, 2013 yılında ise söz konusu ülkeler negatif büyümüşlerdir. Yüksek borç stoklarını düşük büyüme oranlarıyla karşılamak kısa vadede halledilemeyecek problemlerin başında gelmektedir. Ülkelerin yaşadığı bütçe açıkları ve yapısal sorunların varlığıyla bu sorunların kısa vadede atılması güç görünmektedir.

AB ülkelerinin kriz deneyimleri heterojen bir yapı göstermektedir. Krize yakalanan ülkelerde başı Yunanistan çekmektedir. Yunanistan'da krizin çıkma sebebi, yüksek bütçe açıkları ve cari açıklar sonucu büyük ölçüde artan kamu borç stokunun ülkenin GSYİH'ı ile karşılanamamasıdır. Buna paralel olarak Yunanistan'dan sonra krizin derin bir etki gösterdiği İspanyada ise finansal krizin nedeni, bankacılık sektöründeki hızlı kredi artışları ve konut fiyat balonunun patlamasıdır. Portekiz'de ise son 10 yılda AB ülkelerinin gerisinde kalan düşük büyüme oranıdır. İtalya'da ise finansal kriz, borç stoku düzeyinin yüksekliği ve düşük büyüme beklentileri nedeniyle çıkmıştır.

Yunanistan'ın yakalandığı borç krizi sonucunda İspanya, Portekiz ve İtalya gibi Avrupa Birliği ülkelerinde de benzer krizlerin baş göstermesi, AB'nin geleceği hakkında tartışmaları gündeme getirmiştir. Yüksek cari açıklarını finanse edemeyen Yunanistan'da yeterli mali disiplinin olmayışı, AB ülkeleri arasında bir güvensizlik ortamı yaratmıştır. Bu güvensizlik ortamı bütünleşme sürecinde olan diğer AB ülkelerine de etki etmiştir. Bu ülkelerin birbirleriyle olan kuvvetli ekonomik bağlarının olması sonucu kriz adeta domino etkisi göstererek, AB ülkelerinde borç krizine sebebiyet vermiştir.

Yunanistan'da yaşanan kriz kamu sektörüne bağlı olarak ortaya çıkarken, Portekiz'de cari açığın oldukça yüksek seviyelerde olması ve bankacılık sektörüne ilişkin riskler kriz nedenlerini oluştururken, İspanya'da ise yetersiz iç ve dış talep nedeniyle ekonomik faaliyetlerin oldukça düşük seviyelerde seyretmesi ve işsizlik oranının % 20'ler civarında olması kırılganlığı arttırmıştır. İtalya'da ise kamu kesiminin mali açıdan zayıf oluşu

kırılganlığı arttırarak ekonomiyi kriz döneminde zor durumda bırakmıştır (Şahin, 2012: 51).

ABD’de 2007 yılında konut piyasasında başlayan panik havası ve çöküntü ortamı, finansal piyasalarda büyük bir istikrarsızlığa neden olarak daha sonra da likidite krizine dönüşerek dünyaya yayılmıştır. Bu bağlamda finansal kriz AB ülkelerine de etki ederek küresel krize zemin hazırlamıştır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 394). Bu bağlamda bakacak olursak başta Yunanistan olmak üzere İspanya, İtalya, Portekiz gibi ülkelerde de kriz farklı altyapılarının olması yüzünden her ülkede farklı şekilde yaşanmıştır. Tablo 8.1’de AB ülkelerinin borç yükü oranı gösterilmiştir.

**Tablo 3.2: Bazı AB Ülkelerinin Borç Yükü Oranları(2009)**

Ülkeler	Bütçe Açığı (GSYİH ya Oranla)	Kamu Borcu (GSYİH ya Oranla)
<b>Yunanistan</b>	-13,6	115,1
<b>İspanya</b>	-11,2	53,2
<b>Portekiz</b>	-9,4	76,8
<b>İtalya</b>	-5,3	115,8

**Kaynak:** Kutlay, M. (2011). “Krizdeki Birlik Euro Bölgesinin Borç Sarmalı ve AB’nin Geleceği” Uşak AB Araştırmalar Merkezi Uşak Raporları, Uşak, s. 16.

AB borç krizi ülkelerin bütçe açığı ve kamu borç seviyeleri çok farklıdır. Dolayısıyla bu ülkelerin çözüm öncelikleri ve birlikte karar almaları pek mümkün gözükmemektedir. AB üyesi ülkelere bazılarının için olumlu olan çözüm önerisi diğer ülkelerin öncelikleriyle çelişebilmekte yada aynı politika iki ayrı ülkede farklı sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir. Bu nedenle AB’nin borç yükünü birlikte değerlendirmek ve tamamına çözüm önerisi sunmak pratik olmayacaktır.

Tablodan da anlaşılacağı üzere bütçe açıkları ve kamu borç stokları krize giren AB ülkelerinde oldukça yüksektir. Özellikle İspanya, Yunanistan, Portekiz gibi ülkeler % 10-15 bandında bütçe açık vermişler ve ekonomik büyümelerini sürdürmek için daha fazla dış kaynağa bağımlı hale gelmişlerdir.

Euro kullanan ülkelerde, bütçe açıklarının GSYİH'ya oranı % 3'ü ve kamu borç stoklarının da GSYİH'ya oranı % 60'ı geçmemelidir. Buna karşılık Yunanistan'da 2009 yılında bütçe açıklarının GSYİH'ya oranı % 15,4'e İspanya'da % 11,2'ye Portekiz'de % 9,3'e ve İtalya'da % 5,3'e ulaşmıştır. Bu da Euro bölgesindeki mali baskınlığın oldukça yüksek olduğu anlamına gelmektedir (Erarslan, 2013: 103).

Avrupa Borç Krizi'nden etkilenen bir çok AB ülkesi olmakla beraber bunlar içerisinde en çok etkilenen başta Yunanistan olmak üzere İspanya, İtalya ve Portekiz gibi ülkelerin yaşadığı deneyimler aşağıda sırasıyla ele alınmıştır.

### **3.2. Avrupa'da Borç Krizi Yaşayan Ülkelerin Deneyimleri**

Bu bölümde Mortgage Krizi'nden büyük ölçüde etkilenen ve AB'de bir borç krizinin ortaya çıkmasında etkili olan dört ülke (Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İtalya) üzerinde durulacaktır. Bu ülkelerin kriz öncesi ekonomik durumları ve kriz sürecinden nasıl etkilendikleri açıklanacaktır.

#### **3.2.1. Yunanistan**

Yunanistan, Avrupa Birliği üyelik müzakerelerine resmi olarak 1976'da başlamıştır. Yunanistan, 1981 yılında Avrupa Birliği üyeliğine hak kazanmıştır. O dönemde şu an olduğu şekilde birliğe aday olan ülkelerin katılım öncesinde uymak zorunda olduğu Kopenhag kriterleri henüz kabul edilmemişti. Kopenhag kriterleri, 1993 yılında ortaya konulmuş olup; siyasi, ekonomik ve topluluk müktesebatı olmak üzere üç ana başlık altında toplanmıştır.

Bu kriterler arasından ekonomik kriterleri ele aldığımızda, birlik içinde rekabet edebilme kapasitesine hakim etkin bir pazar ekonomisinin varlığının şart koşulduğu görülmektedir. Ancak Yunanistan için gerçekleştirilmesi zor olan bu kriter, Yunanistan'ın birliğe girişinden yaklaşık on iki yıl sonra ortaya konulduğundan, normal şartlarda bu kriterleri karşılayamayacak olan Yunanistan birliğe üye olduğundan ötürü maddi kaynakları ve yardımlarıyla Maastricht kriterlerinin sağlamaya çalışmıştır. Ayrıca Yunanistan'ın birliğe üye olduğu 1981 yılında 9 bin dolar olan kişi başına düşen milli gelirin

2009 yılında 30 bin dolara yükselmesi birliğin parasal desteğinin etkisi açıkça hissedilmektedir (Çenberci, 2014: 35).

Yunanistan, 2001 yılında Avrupa Birliği ortak para birimi olan Euro'ya geçmiştir. Ekonomisi uyumlu olmamasına rağmen Euro bölgesine dahil edilen Yunanistan ekonomisinde rekabete düşmüş ve bu da beraberinde borçlanmayı getirmiştir. Maastricht kriterlerine göre bütçe açığının % 3'ü geçmemesi gerekirken, Yunanistan'ın söz konusu kriterleri hiç bir zaman sağlayamadı. Bu da Yunanistan'ın cari açıklarını kapatabilmesi için devalüasyon yapmasını gerektirmekteydi. Fakat Yunanistan, Euro bölgesine dahil olduğundan yani parasal yetkisi tamamen Avrupa Merkez Bankası'na devretmiş olduğundan bunu gerçekleştirememektedir. Bu yüzden Yunanistan'da Euro bölgesinden çıkma fikri açıkça tartışılmaya başlanmıştır.

Yunanistan işleri yoluna koyuncaya kadar Euro bölgesinden çıkıp ekonomi yolunda gitmeye başladıktan sonra tekrar Euro bölgesine dahil edilebilir; fakat bunun sonuçları ve maliyetinin ne kadar olacağı tahmin edilememektedir. Ayrıca krizin önüne geçemeyip krizde olan ülkeyi Euro bölgesinden çıkarmak gibi bir çözüm bulmak AB'nin prestijini de sarsabilir (Akhan, 2012).

Krize sebebiyet veren mali disiplin sorunu ise, daha ziyade ülkenin bütçe gelirlerinin Avrupa Birliği ortalamalarının oldukça gerisinde kalması ve yüksek askeri harcamaların varoluşuyla ilgilidir. Ülkede yolsuzlukların ve kayıt dışı ekonominin OECD ortalamasının çok üstünde olması vergi kaçaklarının yüksek şekilde seyretmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda ülkenin dünyanın en fazla silah ithalatı ve askeri harcama yapan ülkelerden birisi olmasının da mali disiplin sorununda rol oynadığı varsayılır. Oysa malî disiplin sorununun en önde gelen nedenleri arasında personel giderleri ve sosyal harcamalar gösterilmiş olmakla beraber, malî disiplini sağlamak adına emek kesiminin gelirlerinin bastırılması ve sosyal haklarının kısıtlanması krize karşı alınan tedbirlerin birincil unsurları olmuştur (Dağdelen, 2011: 22).

Yunanistan 2000’li yıllar boyunca yıllık olarak GSYİH’nın yaklaşık % 10’u civarında çok büyük cari açıklarla karşı karşıya kalmıştır. 2007 ve 2008 yıllarında bu oran % 15’e yaklaşmıştır. Yüksek cari açık sorunu olan Yunanistan, ciddi miktarlarda sermaye ithalatı ile uğraşan bir ülke konumundadır. Avrupa Birliğine katıldıktan sonra Yunanistan’da sanayinin anahtar sektörlerindeki rekabet gücü kaybının % 85’i birlik içindeki ülkelere karşı olurken bunların yaklaşık % 15’inin üçüncü ülkelere karşı olması ihracat kayıplarının varlığını önemli ölçüde ortaya koymaktadır (Erdem ve Atbaşı, 2011: 47).

Yunanistan’ın yüksek cari açığının bir diğer nedeni ise, ülkenin süreklilik arz eden yüksek dış ticaret açıklarının varlığıdır. Yunan ekonomisi büyüdükçe ithalatı da artış göstermiş, ihracat ve ithalat arasındaki fark giderek açılmıştır. Nitekim 1995-2004 dönemi dikkate alındığında, 2001 yılı hariç net ihracatın büyümeye katkısı negatif olmuştur. Ülke ekonomisinde ihracatın ithalatı karşılama oranı giderek düşmüş ve giderek genişleyen dış ticaret açığı, cari açığı yükselten bir diğer unsur haline gelmiştir (Akçay, 2012: 19).

Cari işlemler dengesindeki giderek büyüyen açık (2004’te %6.3 iken, 2008’de %14.7), yabancı doğrudan yatırımların düşmesi ile özel yatırımların ve AR-GE harcamalarının hem toplam yatırım içindeki hem de GSYİH’deki azalan payı ekonominin rekabetçi yapısındaki bozulmayı net bir şekilde açıklamaktadır. Birçoğu AB standartlarına göre küçük ölçekli olan Yunanistan işletmeleri için yurt içi ve yurt dışı piyasalarda rekabetçi kalabilmek giderek daha da imkansız hale gelmiştir. Sonuç olarak ihracattaki büyüme azalmış bununla birlikte piyasa payları düşmüştür. Yunanistan’ın son on yılda Euro Bölgesi ortalamasından sürekli olarak daha yüksek enflasyon oranlarına sahip olması ise, ekonomik sorunları gittikçe derinleştirmiştir (Köse ve Karabacak, 2011: 296).

Yunanistan’ın kamu borcunun büyük bir çoğunluğunun yabancı kreditorlere ait olması bu yayılma etkisini hızlandırmaktadır. Bir başka deyişle ortak faiz oranı ve döviz kuru kanalları ile krizin yayılabilmesi, AB bölgesindeki krizi derinleştirmiştir. Yunanistan’daki borç krizinin nedenleri

olarak gelir toplama mekanizmalarının son derece gevşek oluşundan kaynaklanan harcamaların ciddi şekilde yüksekliğinden kaynaklanan “seçim veya politik döngü” etkisi ve vergileri toplama, harcamaları kontrol etme ve verileri kaydetmeye ilişkin yaygın yapısal yetersizlikler ve eksikliklerden kaynaklanan “yapısal etki” gibi faktörlerin varlığını çok rahat ortaya koyabiliriz (Yavuz, Şataf ve Kır, 2013: 140).

Erarşlan’a göre, Yunanistan’da artan ikiz açıklar, kamu kesimi borçlarının aşırı boyutlarda genişlemesine neden olmuştur. Bu da kamu kesimi borçlarının finanse edilmesini zorlaştırarak ekonomiyi borç krizine sürüklemiştir. Avrupa borç krizine yakalanan ülkeler arasında kamu kesimi borçları/GSYİH oranının, en fazla arttığı ülke Yunanistan olmuştur. Bu bağlamda Yunanistan’da borç krizinin artan kamu borçlarından kaynaklandığı açıkça görülmektedir (Erarşlan, 2013: 107). Aşağıdaki tabloda Yunanistan’ın 2009-2012 yılları arasındaki GSYİH ve kamu kesimi verileri ele alınmıştır.

**Tablo 3.3: Yunanistan GSYİH ve Kamu Kesimi Verileri(2009-2012)**

	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH(milyon Euro)</b>	231,081	222,151	208,532	193,749
<b>Bütçe dengesi(milyon Euro)</b>	-36,127	-23,719	-19,834	-19,360
<b>Bütçe dengesi/GSYİH (%)</b>	-15,6	-10,7	-9,5	-10,0
<b>Kamu harcamaları/GSYİH (%)</b>	54,0	51,4	52,0	54,8
<b>Kamu gelirleri/GSYİH (%)</b>	38,3	40,6	42,4	44,7
<b>Kamu borç stoku(Milyon Euro)</b>	299,685	329,515	355,172	303,918
<b>Kamu Borç stoku/GSYİH (%)</b>	129,7	148,3	170,3	156,9

**Kaynak:** Erarşlan, C. (2013). *Küresel Finansal Krizin Evrimi*. İstanbul: Der yayınları, s.107.

Tabloya göre 2009 yılında Yunanistan’ın GSYİH, 231,081 milyon Euro iken kamu borç stoku 299.685 milyon Euro’dur. Bu da göstermektedir ki Yunanistan’ın 2009 yılı GSYİH kamu borç stokunu karşılamaya yetmemektedir. Yine aynı şekilde 2010, 2011 ve 2012 yıllarında da aynı durum gözlenmektedir. Bu oranlar bize Yunanistan’daki kamu harcamalarının kamu gelirleriyle finanse edilemediğini ve bu yüzden de bütçe açıklarının varlığının kaçınılmaz olduğunu açıkça göstermektedir.

İlgili yıllarda kamu borç stokundaki artışlar devam etmiştir. Buradan anlamamız gereken şey, Yunanistan'ın yüksek bir kamu borç stokuna sahip olduğudur. Tablodaki veriler bize göstermiştir ki, Yunanistan'ın krize girmesi bütçe açıklarından kaynaklanmaktadır.

### **3.2.2. Portekiz**

Portekiz'de kamu ekonomisindeki problemler, Yunanistan kadar aşırı boyutlarda olmamakla beraber uzun süredir ciddi şekilde etkisini hissettirmektedir. 2001 yılında istikrar ve büyüme paktı kurallarını ihlal eden ilk Euro bölgesi ülkesi Portekiz'dir (Yavuz, Şataf ve Kır, 2013: 144).

Euro'ya geçiş süresince Portekiz % 4'lük büyüme göstererek AB ülkeleri içerisinde en hızlı büyüme potansiyeline sahip ülkelerden biri haline gelmiştir. Faiz oranları ise % 6 civarlarına inmiştir. Gevşek mali politikalar ve düşük faiz oranları, tüketim harcamaları ve sermaye yatırımlarının artmasına sebebiyet verdi. İnşaat sektörü ciddi şekilde büyüdü. Cari açık 1995'te sıfırları bulurken 2000'lerde artarak bu oran % 9'lara ulaşmıştır. Buna paralel olarak üretim aynı oranda artış göstermemiştir. Portekiz'in hane halkı tüketim artışı 2001-2008 yıllarında % 1.5 ile % 3.5 arasında kalarak, Yunanistan, İspanya ve İrlanda'nın atında gerçekleşmiştir. Bu bağlamda GSYİH büyümesi de % 0.8 ile daha düşük düzeylerde olmuştur. Portekiz'de ücret artışları 1995–2002 yıllık olarak % 6 ile AB ortalamasının iki katı olmuştur. Birim emek maliyetine bağlı olarak reel döviz kurları bu dönemde % 12 oranında değerlendirildi. İç talebin artması ihracat sektörlerinde rekabet kaybı yaşanmasına olanak sağladı. Doğrudan yabancı sermaye girişi azalarak AB ortalamasının altına düşmüştür (Öztürk ve Aras, 2011: 147-148). Tablo 10.1'de Portekiz'in Makroekonomik göstergelerine yer verilmiştir.



**Tablo 3.4: Portekiz'in Temel Makroekonomik Göstergeleri**

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Büyüme</b>	1,4	2,4	0,0	-2,5	-1,5
<b>Kamu Borcu/GSYİH</b>	63,9	68,3	71,6	83,0	93,0
<b>Bütçe Açığı/GSYİH</b>	-4,1	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1
<b>Faiz Oranı</b>	3,91	4,42	4,52	4,21	5,40

**Kaynak:** Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: “Euro Rekabet Paketi”” [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro\\_plus\\_pact.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact.pdf), s. 4, (Erişim Tarihi: 23 Mart 2015).

2000 yılından itibaren Portekiz'in GSYH'sındaki değişimin, hızlı iniş çıkışlarla istikrarsız bir seyir izlediği görülmektedir. Ancak krizden hemen sonra 2009 verileri dikkate alınır, diğer krize giren ülkeler arasında ekonomik daralmanın en az olduğu ülkenin Portekiz olduğu görülmektedir (Oğuz ve Güreşçi, 2021: 6).

Tablodaki verilere bakacak olursak Portekiz ekonomisi, 2006 ve 2007 yıllarındaki büyüme oranlarında az da olsa gelişme kaydederken, 2008'li yıllarda bu oran sıfırlanmış ve daha sonrada giderek düşmüştür. 2006 yılından bu yana Portekiz'in GSYİH'sı bütçe açıklarına yetmemektedir. Faiz oranları ise çok ciddi şekilde artış göstermiştir. Bu da ülkedeki yatırımların varlığını azaltmış ve giderek artan kamu borçlarını karşılamaya yetmemiştir. Böylece bir kısır döngü meydana gelmiş ve Portekiz'i kriz ortamına sürüklenmiştir.

### **3.2.3. İspanya**

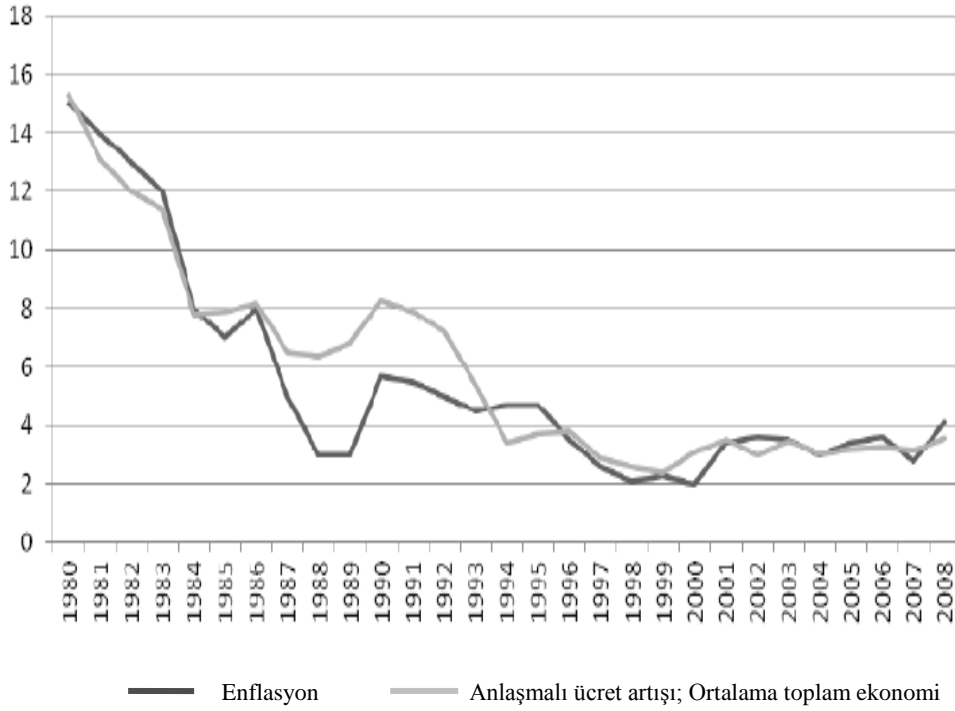
2000'li yılların başından itibaren İspanya'da yaşanan hızlı büyüme, konut fiyatlarının hızla düşmesi ile 2009 yılında sona erdi. Küresel krizin çıkışıyla keskin bir şekilde yatırımlar, ihracat ve özel tüketim azalırken, birde bunlara zayıf ithalat ve % 20'leri bulan işsizlik oranları da eklenince İspanya'nın krize girmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. İspanya'nın Yunanistan ve Portekiz'e benzer bir cari açığı vardır. İspanya'da krizin başladığı 2009 yılında devlet bütçesi GSYİH'nın % 11.2'si kadar açık vermekteydi. İspanya rekabet gücünü kaybetmiş ve yapılan protestolar üzerine başbakan

Jose Zapotero, 2011 yılında genel ve bölgesel seçimleri kaybetmiştir (Sandoval, 2011: 6).

Bir taraftan petrol fiyatlarındaki yükselişler diğer taraftan artan faiz oranları, 2010 yılında yapılan GSYİH'ın azalmasına neden olmuştur. Bu olumsuz şoklara rağmen artan ihracat sebebiyle 2011 yılında GSYİH artışı yukarı yönlü revize edilirken, beklentilerin tersine GSYİH yeterince artmamıştır. Beklenen yüksek faiz oranları özel sektörün finansman maliyeti üzerinde bir baskı oluşturmuştur. İspanya'nın yükselen piyasalarla gelişmiş ticari ilişkileri sebebiyle birim işgücü maliyetlerindeki gerileme, İspanya ekonomisinin rekabet gücünün artmasından kaynaklanmaktadır. İspanya ihracatının % 70'ini AB üyesi ülkelerle gerçekleştirmiştir. AB dışı ülkelerle yapılan ihracatın toplam ihracata katkısı 2010 yılında önemli ölçüde artmış olmakla birlikte görece düşüktür (AB Genel Sekreterliği, 2011: 36-37).

Bir diğer neden olarak 2008 yılındaki patlak veren krizin daha iyi anlaşılması adına İspanya'nın bankacılık sektörüne bakmak yararlı olacaktır. İspanya'daki bölgesel tasarruf ve kredi bankaları, oransal olarak bankacılık sisteminin yarısına isabet etmektedir. Bankalar halka açık olmayıp yerel yöneticiler tarafından kontrol edilmektedir. Bu bankaların müşterileri ise KOBİ'ler başta olmak üzere ödeme güçlüğü yüksek olan kesimdir.

Söz konusu bankaların borç karşılığı teminat, geri ödeme karnesi, kredi tutarının gayrimenkul değerine oranı gibi bilgileri bildirmek zorunda olmaması, hükümetin kriz öncesi bu bankaların durumu hakkında bilgi sahibi olmasının önüne geçmiştir. 2009 yılına kadar söz konusu bankalar ülkedeki mortgage kredilerinin % 56'sına sahip hale gelmiştir. Dolayısıyla 2009 yılında konut piyasası çöküp borçlular iflas ettiğinde bundan en büyük zararı gören bu bankalar olmuştur. Bankalara milyonlarca Euro borçlanan inşaat firmaları birbiri ardına iflas etmeye başlamıştır. Bu dönemde İspanya Bankası 2010 ortalarına kadar ödenmeme riski bulunan borcun 180,8 Milyar Euro olduğunu açıklamıştır (Akçadağ, 2012). Şekil 10.1'de İspanya'da Enflasyon Oranları ve Anlaşmalı Ücretler gösterilmiştir.



**Şekil 3.2: İspanya'da Enflasyon Oranları ve Anlaşmalı Ücretler(1980-2008)**

**Kaynak:** GODİNO, Alejandro and Oscar Molina, “Failed Remedies and Implications of the Economic Crisis in Spain”, [http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Godino\\_Molina\\_2011\\_OSEResearchPaper6.pdf](http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Godino_Molina_2011_OSEResearchPaper6.pdf), s. 7, (Erişim Tarihi: 03.04. 2015).

İspanyol ekonomisinin yanı sıra diğer Güney Avrupa ülkelerinde de aşırı ücret artışları gözlenmektedir. Krediyeye oluşan aşırı güven sonucu düşük ücret ve istihdam koşulları, sendikalar ve işveren örgütlerini ek mali kaynak aramaya sevk etmiştir. Güney Avrupa ülkelerinin pazarlık koordinasyon güçlerinin olmaması nedeniyle ekonominin rekabet gücü azalarak birim işgücü maliyetlerinin artışı ile sonuçlanmıştır. Bu da son yıllarda İspanya’da cari işlemler dengesini önemli ölçüde kötüleştirmiştir. Hükümet ücret artışlarını dizginlemek için pazarlık sürecinin sonuçlarına bakmaktadırlar. 1990’ların sonlarından beri anlaşmalı ücret artışları üretmişlerdir.

İspanya ekonomisi 2010 yılında % 0.6 oranında büyümüştür. 2011 yılının birinci ve ikinci çeyreğinde ise büyüme oranları sırasıyla % 0.2 ve % 0.3'lere inmiştir. İspanya’da bir diğer etkinin varlığı da yüksek işsizlik oranlarıdır. İspanya’da işsizlik oranları 2007 yılında % 8.3 iken bu oran

2008'den sonra artarak % 20,1'lere kadar yükselmiştir. Euro bölgelerindeki ortalama işsizlikte % 10'ları bulmuştur. İspanyol ekonomisinin borç krizine yakalandığı 2009 yılında ise % 18'e çıkmıştır (Carballo-Cruz, 2011: 310).

2009 yılında % 11.1 olan bütçe açığı hükümetin hedefi olan % 9,3'ün altında bir rakama inerek 2010 yılında % 9,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu düşüş büyük oranda üretimden ve ithalattan elde edilen vergi gelirlerindeki yüksek artıştan kaynaklanmaktadır (AB Genel Sekreterliği, 2011: 38-39).

#### **3.2.4. İtalya**

Yunanistan'da yaşanan borç krizi Euro bölgesinin görünen yüzü olmasına rağmen, bu krizlerin yayılmasında siyasi istikrarsızlığın tetiklediği fay hattı olarak başı çeken bir diğer ülkede İtalya'dır. İtalya'da çıkan borç krizinin Yunanistan kadar etkili olduğunu söylemek doğru olmaz. Çünkü İtalya, Yunanistan ile kıyaslandığında güçlü bir finansal sistemi olan ve kontrol edilebilir bir bütçe açığına sahip bir ülke konumundadır (Kiper, 2013: 10).

1990'lı yılların son yıllarına kadar olumlu ilerleme gösteren İtalyan ekonomisi, 1985–1991 arasında % 2.7'lik büyüme sağlarken istihdamda da % 1'lik artış sağlamayı başarabilmiştir. 1996–2002 arasında ise GSYİH'da % 1.7 istihdamda ise % 1.2'lik artış sağlanmıştır. Ekonomide ve istihdamdaki büyümeye rağmen diğer ülkelerden farklı olarak ekonomik kararlar uygulamaya geçirilirken rasyonel yaklaşım göz ardı edilerek daha çok kamuoyunun tatmini ön plana çıkarılan kararlar alınmıştır. GSYİH'dan ayrılan pay içinde aktif emek piyasası politikaları için yapılan harcamaların payı 1996'da % 25 iken bu oran 2004'te % 50'lere dayanmıştır. Son ekonomik kriz ise İtalyan ekonomisinin durgunluğa girmesine yol açarak işsizlik oranlarında artışa neden olmuştur. 2008'de % 6.7'lere kadar gerileyen işsizlik oranlarının 2010 başlarında % 8.5'lara tırmanmıştır (Gençler, 2011: 15).

İyileşen mali piyasa koşullarının varlığına rağmen, halen kırılğan olan istihdam piyasası nedeniyle, özel tüketim 2010 boyunca azalmıştır. 2009'a göre özel tüketim genel olarak arttıysa da, 2009 sonuna kadar vergi teşviki

sağlanan enerji verimliliği sağlayan mallarda dahil olmak üzere dayanıklı tüketim malı harcamalarının düşüşe geçtiği gözlenmektedir. 2011-2012 yıllarında dış talepte yaşanan süreklilik sebebiyle toparlanma yaşanmasının ana unsuru olarak ihracat kabul edilmektedir. İtalyan ihracatının hızlı büyüme gösteren piyasalara doğru kaydığını öne sürenler olsa da Euro alanındaki ortakların talebine olan bağlılık devam etmektedir. Bu amaçla ihracat artış hızının küresel talebin gerisinde kalacağı aşıkardır. Zayıf iç talep nedeniyle 2011-2012 döneminde ithalatın ihracattan daha az büyümeye sahip olacağı öngörüldüğünden, net ihracat her iki yılda da reel GSYİH artışına küçükte olsa pozitif katkı sağlayacaktır (AB Genel Sekreterliği, 2011: 44). Tablo 11’de İtalya’da 2009-2012 dönemindeki GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi rakamları gösterilmiştir.

**Tablo 3.5: İtalya’da GSYİH ve Kamu Kesimi Mali Dengesi (2009-2012)**

	2009	2010	2011	2012
<b>GSYİH(Milyon Euro)</b>	1,519,695	1,551,886	1,565,497	1,565,916
<b>Bütçe Dengesi(Milyon Euro)</b>	-83,603	-69,267	-60,016	-47,633
<b>Bütçe Dengesi/GSYİH(%)</b>	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0
<b>Kamu Harcamaları/GSYİH(%)</b>	51,9	50,4	49,9	50,6
<b>Kamu Gelirleri/GSYİH(%)</b>	46,5	46,1	46,2	47,7
<b>Kamu Borç Stoku (Milyon Euro)</b>	1,769,254	1,851,252	1,907,392	1,988,658
<b>Kamu Borç Stoku/GSYİH(%)</b>	116,4	119,3	120,8	127,0

**Kaynak:** Erarslan, C. (2013). *Küresel Finansal Krizin Evrimi*. İstanbul: Der yayınları, s. 148.

Tablodan anlaşılacağı üzere İtalya’nın 2009, 2010, 2011 ve 2012 yıllarında kamu borç stoku sürekli olarak artmıştır. Buna paralel olarak da GSYİH’nin kamu borç stokuna oranı da aynı şekilde yükseliş göstermiştir. Bu bağlamda bakacak olursak İtalya’nın GSYİH sının kamu borçlarını

karşılayamadığı açıkça ortadadır. Bu ilişkiler bağlamında İtalya'nın aşırı yüksek kamu borcu olduğunu söylemek doğru olacaktır. Bu anlamda yaşanan krizin Yunanistan ile aynı sebeplerin varlığı nedeniyle gerçekleştiğini söyleyebiliriz.

### **3.3. Ampirik Analiz**

Bu bölümde panel veri analizi ve hangi yöntemin kullanılıp hangi testin yapılacağı öncelikle teorik olarak açıklanacaktır. Daha sonra örnek olarak alınan ülkelerin panel veri analizi aracılığıyla birbirlerine olan etkileri incelenip sonuçları analiz edilecektir. Panel veri analizinin kullanılmasının amacı, Mortgage Krizi'nin AB üyesi dört ülkenin(Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İtalya) üzerinde meydana getirdiği etkileri daha iyi görebilmektir.

#### **3.3.1. Panel Veri Analizi**

Ekonometrik çalışmalarda, genelde yatay kesit ya da zaman serisi verilerinin kullanıldığı görülmektedir. Zaman serileri ile ilgili çalışmalarda zaman boyutu üzerinde durulmakta, yatay kesit çalışmalarda ise kesit boyutu dikkate alınmaktadır. Ancak, 2000'li yıllardan itibaren panel veri çalışmalarının popülaritesi artmaya başlamıştır. Panel veri çalışmalarında ise, hem zaman boyutu hem de kesit boyutu birlikte dikkate alınmaktadır (Çetin ve Ecevit, 2010:171).

Panel veri  $n$  farklı değişkenin  $T$  farklı zamanda gözlemlenen verisi demektir. Panel veriyi simgelerken, hem birimleri hem de zamanı izlemek üzere ek bir gösterime ihtiyaç duyulur. İlk alt indis,  $i$ , gözlenen birimleri, ikinci alt indis,  $t$ , gözlemin yapıldığı zaman dönemini gösterir. Böylece  $Y_{it}$ ,  $Y$  değişkeninin  $i$ 'nci biriminin  $t$ 'inci zaman dönemindeki değerini gösterir (Stock and Watson, 2011:352-353).

Panel veriler farklı isimler alabilmektedir. Zaman serileri ve yatay kesit gözlemlerinin birleştirilmesi dolayısıyla zenginleştirilmiş veriler, karma veriler veya havuzlanmış veriler (pooled data) dendiği gibi; bir değişken veya denekler grubunun zaman boyunca gözlenmesi dolayısıyla uzun kesit veriler (longitudinal data) de denilmektedir. Her ne kadar ince farklılıklar

olsa da, bütün bu isimler, esasen yatay kesit birimlerinin zaman içindeki hareketlerini ifade eder. Bunun için, panel veri terimi diğer bütün terimleri kapsayacak şekilde genel anlamda kullanılmaktadır. Bu tip verilere dayalı regresyon modelleri panel veri regresyon modelleri olarak isimlendirilmektedir.

Panel veri analizi kesit veri ve zaman serisi gözlem büyüklüğüne bağlı olarak da farklı isimler almaktadır. Eğer kesit veri zaman boyutundan daha büyükse kısa panel, tersi durumda ise uzun panel olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca, dengeli ve dengesiz panel analizi ayrımı da vardır. Eğer, her bir yatay kesit birimi aynı sayıda zaman serisi gözlemlerine sahipse, böyle bir panel veri dengeli panel olarak isimlendirilir. Eğer panel üyeleri arasındaki gözlem sayıları farklı olursa, böyle bir panel dengesiz panel olarak isimlendirilir. Uygulamada çoğunlukla dengeli panel analizine gidilmektedir. Zira dengesiz panel analizi biraz daha karmaşık bir yapı arz etmektedir.

Panel veri analizi hem zaman serisi hem de yatay kesit veri analizlerine özgü özellikleri taşımakla birlikte, bu analizlere ait dezavantajları da ortadan kaldırmaktadır. Panel veri analizinin avantajları aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:

1. Panel veri analizi kesit birimlere özgü farklılığı (bireyler, firmalar ve ülkelerin farklı eğilim ve davranışlara sahip olması) dikkate alarak, bu farklılığın model içinde kontrolüne ve ölçülebilmesine izin vermektedir.
2. Yatay kesit gözlemleri ile zaman serilerini birleştirmekle, panel veri, daha aydınlatıcı bilgi, değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı, daha fazla serbestlik derecesi ve daha fazla etkinlik sağlamaktadır.
3. Tekrarlanan yatay kesit gözlemlerini incelemekle, panel veri, değişme dinamiklerini araştırmak için daha uygundur.
4. Panel veriler, pür zaman serisi verileri veya yatay kesit verilerinde kolayca gözlenemeyen etkileri daha iyi belirleyebilir ve ölçülebilir. Panel veri analizi, zamana göre değişmeyen ve kesit boyunca farklı olan gözlenemeyen

etkilerle birlikte zaman ve kesit boyuca değişen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki olası etkilerini de hesaba katabilmektedir.

5. Panel veri analizi, daha karmaşık davranış modelleri ile çalışabilme imkanı sunması açısından, zaman serisi ve yatay kesit verisi modellerine göre üstünlük sağlamaktadır.

Kısaca, panel veriler, sadece zaman serisi veya yatay kesit verileri kullanmakla mümkün olmayacak zenginlikte ampirik analiz yapabilme imkanı sağlamaktadır (Tarı, 2011:475-476).

Temel olarak ele alınan regresyon modeli;  $Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it}$  şeklindedir. Burada  $X_{it}$  içerisinde sabit terim dahil değildir. Bu şekliyle fonksiyon klasik bir regresyon şeklindedir. Eğer  $\alpha_i$ 'lerin tüm birimler için aynı olduğu varsayılırsa sıradan en küçük kareler  $\alpha$  ve  $\beta$  hesaplamalarını uygun ve tutarlı olarak sağlar. Bu modelde iki temel durum söz konusudur. İlk durum, regresyonda bir gruba ait sabit terim olarak  $\alpha_i$ 'yi ele alan sabit etkiler modelidir. İkinci durum karışık bir grubun  $\alpha_i$  olarak ele alındığı rassal etkiler modelidir (Baldemir ve Keskiner, 2004:47).

### 3.3.2. Sabit Etkiler Yaklaşımı

Sabit etkiler regresyonu, panel veride dışlanan değişken birimler bazında değiştirdiği halde zamana göre değişmediği durumda, dışlanan değişkenlerin kontrolü için kullanılan bir yöntemdir. Sabit etkiler regresyonu her bir birim için iki ya da daha çok zaman gözlemi olduğunda da kullanılabilir.

Sabit etkiler regresyon modelinin her mevcut birim için bir tane olmak üzere n tane farklı kesme katsayısı vardır. Bu kesme katsayıları bir ikili değişken (gösterge değişkeni) setiyle temsil edilebilir. Bu ikili değişkenler bir birimden diğerine değişen, ancak zaman içinde sabit olan dışlanan bütün değişkenlerin etkilerini içine alır (Stock and Watson, 2011:358).

Sabit etkiler regresyon modeli  $i = 1, \dots, n$  ve  $t = 1, \dots, T$  olmak üzere aşağıdaki gibidir.

$$Y_{it} = \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \alpha_i + \dots + u_{it} \quad (3.1).$$



Burada  $X_{1,it}$ ,  $t$  zamanındaki  $i$ 'inci birim için ilk açıklayıcı değişkenin değeri,  $X_{2,it}$ , ikinci açıklayıcı değişkenin değerini gösterir, ve bu şekilde devam eder  $\alpha_1, \dots, \alpha_n$  birime özgü kesme katsayılarıdır.

Bu gösterime denk olarak sabit etkiler regresyon modeli, ortak kesme katsayısı,  $X$ 'ler ve  $n-1$  ikili değişken aracılığı ile aşağıdaki gibi yazılabilir,

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + Y_2 D2_i + Y_3 D3_i + \dots + Y_n Dn_i + u_{it} \quad (3.2).$$

Burada  $i=2$  iken  $D2_i=1$ , değilse  $D2_i=0$ , vb. şekilde tanımlıdır.

### 3.3.3. *Rassal Etkiler Modeli*

Sabit etkiler modeli için zaman boyutunda değişmeyen değişkenlerin etkilerini modellemede yetersiz kalınması ve yetersizliğin yapay değişkenlerle giderilmeye çalışılması ya da  $\alpha_i$ 'nin bağımsız değişkenlerle korelasyonuna izin veren bir yapıda kurulması bazı sorunlara yol açmaktadır. Eğer yapay değişkenler doğru model hakkındaki bilgi eksikliğini temsil ediyorlarsa, niçin  $\alpha_{it}$  hata terimi bu durumu doğru ifade etmez. Bu, tam olarak hata bileşenleri modeli (HBM) veya rassal etkiler modeli (REM) tarafından önerilen bir yaklaşımdır.

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{it} + u_{it} \quad (3.3).$$

biçiminde modellenen bu eşitlikte,  $\beta_{0i}$ 'yi sabit olarak almak yerine  $\beta_0$ 'ın bir ortalama değeriyle bir rassal değişken olarak kabul edilir. Bir kesit biriminin sabit terim değeri aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\beta_{0i} = \beta_0 + \alpha_i, \quad i=1, 2, \dots, n \quad (3.4).$$

Burada  $\alpha_i$ , ortalaması sıfır ve varyansı  $\sigma^2_\epsilon$  olan, bir rassal hata terimidir (Tari, 2001:490).

### 3.3.4. *Hausman Testi*

Panel Veri Regresyon Modeli'nin sabit ya da rassal etkilerden hangisi ile tahmin edileceği başka bir deyişle hangi tahmincinin model için uygun olduğu Hausman Testi ile tespit edilmektedir. Bu testte boş hipotez, bireysel etkilerin modeldeki diğer regresörlerle ilişkisiz olduğunu (rassal etkinin varlığını) göstermektedir. Boş hipotezin reddedilmesi durumunda modelin

sabit etkilere göre tahmin edilmesi gerekmektedir. Ki-kare dağılımı gösteren Hausman test istatistiği matris formatıyla aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$H=(\beta_{SE}-\beta_{RE})[\text{Var}(\beta_{SE})-\text{Var}(\beta_{RE})]^{-1}(\beta_{SE}-\beta_{RE})=X^2k \quad (3.5).$$

Buna göre, bu testte sabit etkiler ve rassal etkiler parametre tahmincileri arasındaki farkın önemi araştırılmaktadır. (3.4) numaralı eşitliğe göre, Hausman istatistiği, elde edilen tahmincilerin oluşturduğu katsayı matrisinin devriği ile varyans kovaryans matrisinin tersinin yine katsayı matrisi ile çarpımına eşittir. Hesaplanan  $X^2$  değeri, tablo değerinden küçükse boş hipotez kabul edilerek, modelin rassal etki ile tahmin edileceği sonucuna ulaşılmaktadır. Ters durumda ise, alternatif hipotez kabul edilmekte ve model sabit etki ile tahmin edilmektedir (Beşballı, 2013:190).

### **3.3.5. Veri Seti, Model ve Bulgular**

Mortgage Krizi'nin, Avrupa'da Borç Krizi'ne yol açmasında etkili olan dört ülkenin (İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan) ve ABD'nin 2004-2014 yılları arasındaki yıllık verileriyle panel veri oluşturulmuştur. İddia edilen hipotezin gerçekliğini ortaya koyabilmek için çalışmada iki ayrı analiz yapılmıştır.

Birinci analizde, ülkelerin büyüme oranları, bütçe açıkları ve cari açıklarının GSYİH'a etkisi aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

$$GSYIH = \beta_0 + \beta_1 GRW_{it} + \beta_2 BF_{it} + \beta_3 CARI_{it} + \epsilon_{it} \quad (3.6).$$

Modelde yer alan değişkenler sırasıyla aşağıda verilmiştir.

GSYIH=Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

GRW= Büyüme Oranı

BF= Bütçe Açığı

CARI= Cari Açık olarak ifade edilmektedir.

(3.6) numaralı denklemde bulunan  $\beta_0$  sabiti, diğer etkenlerden bağımsız olarak oluşan gayri safi yurtiçi hasılayı ifade etmektedir.  $\beta_1$  katsayısı, büyüme oranında meydana gelen meydana gelen % 1'lik değişimin gayri safi yurtiçi hasılaya etkisini göstermektedir.  $\beta_2$  katsayısı

bütçe açığı miktarındaki değişimin gayri safi yurtiçi hasılda oluşturduğu etkiyi göstermektedir.  $\beta_3$  katsayısı, cari açık miktarındaki bir değişimin gayri safi yurtiçi hasılda oluşturacağı yüzdesel etkiyi ifade etmektedir.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1611.054	155.6900	10.34783	0.0000
GRW	-10.41250	9.477827	-1.098617	0.2775
BF	0.498431	0.024986	19.94813	0.0000
CARI	-3.702811	0.575511	-6.433950	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
ABD--C	4879.031			
ITALYA--C	-853.9557			
YUNANISTAN--C	-1605.722			
ISPANYA--C	-868.2541			
PORTEKIZ--C	-1551.099			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.999074	Mean dependent var		3771.582
Adjusted R-squared	0.998936	S.D. dependent var		5686.403
S.E. of regression	185.4874	Akaike info criterion		13.41757
Sum squared resid	1617062.	Schwarz criterion		13.70955
Log likelihood	-360.9833	Hannan-Quinn criter.		13.53048
F-statistic	7243.357	Durbin-Watson stat		0.928538
Prob(F-statistic)	0.000000			

Her ülkenin sabit katsayısı farklı, eğim katsayısı aynıdır. Yapılan katsayı tahminleri anlamlıdır.

Yapılan birinci analizden elde edilen sonuçlara göre, seçili olan AB üyesi ülkelerde büyüme oranlarının düşmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumlu etkilemektedir. Aksi durumda ise, seçili olan AB üyesi ülkelerde

büyüme oranlarının yükselmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumsuz etkilemektedir.

AB üyesi seçili ülkelerde bütçe açıklarının artması ABD'nin GSYİH miktarını olumlu yönde etkilenmektedir. Aksi durumda ise, seçili AB üyesi ülkelerde bütçe açıklarının azalması ABD'nin GSYİH miktarını olumsuz yönde etkileyecektir.

Örnek olarak seçilen ülkelerde cari açık miktarının yükselmesi ABD'nin GSYİH miktarına pozitif etkisi vardır. Tam tersi durumunda ise, AB üyesi seçili ülkelerde cari açık miktarının düşmesi ABD'nin GSYİH miktarına negatif etki yapmaktadır.

Elde edilen bulgular ışığında, ABD'nin, Avrupa Borç Krizi'nden etkilenmediği görülmektedir. Buna karşın, Avrupa Borç Krizi'ne düşen dört ülkenin Mortgage Krizi'nden etkilendiği anlaşılmaktadır.

Aşağıda Hausman test istatistik sonucu gösterilmiştir.

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	137.106632	3	0.0000

Hausman Test istatistikleri sonucuna göre ilgili tahminde Sabit Etkiler Modeli geçerli olmaktadır.

İkinci analizde, ülkelerin faiz oranları, enflasyon oranları ve cari açıklarının GSYİH'a etkisi aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

$$GSYIH = \beta_0 + \beta_1 FAIZ_{it} + \beta_2 ENF_{it} + \beta_3 CARI_{it} + \epsilon_{it} \quad (3.7).$$

Modelde yer alan değişkenler sırasıyla aşağıda verilmiştir.

GSYIH=Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

FAIZ= Faiz Oranı

UNEM= İşsizlik Oranı

GRW=Büyüme Oranı olarak ifade edilmektedir.

(3.7) numaralı denklemde bulunan  $\beta_0$  sabiti, diğer etkenlerden bağımsız olarak oluşan gayri safi yurtiçi hasılayı ifade etmektedir.  $\beta_1$  katsayısı, faiz oranlarında meydana gelen meydana gelen % 1'lik değişimin gayri safi yurtiçi hasılaya etkisini göstermektedir.  $\beta_2$  katsayısı işsizlik oranlarındaki değişimin gayri safi yurtiçi hasılaya oluşturduğu etkiyi göstermektedir.  $\beta_3$  katsayısı, büyüme oranlarındaki bir değişimin gayri safi yurtiçi hasılaya oluşturacağı etkiyi ifade etmektedir.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3938.529	334.3841	11.77846	0.0000
FAIZ	-67.58605	42.69987	-1.582816	0.1202
UNEM	17.03060	23.29751	0.731005	0.4684
GRW	-45.74524	47.30953	-0.966935	0.3385
Fixed Effects (Cross)				
ABD--C	11135.35			
ITALYA--C	-1769.398			
YUNANISTAN--C	-3370.294			
ISPANYA--C	-2473.289			
PORTEKIZ--C	-3522.368			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.987100	Mean dependent var		3771.582
Adjusted R-squared	0.985178	S.D. dependent var		5686.403
S.E. of regression	692.2893	Akaike info criterion		16.05161
Sum squared resid	22525432	Schwarz criterion		16.34358
Log likelihood	-433.4192	Hannan-Quinn criter.		16.16452
F-statistic	513.7558	Durbin-Watson stat		0.281722
Prob(F-statistic)	0.000000			

Her ülkenin sabit katsayısı farklı, eğim katsayısı aynıdır. Yapılan katsayı tahminleri anlamlıdır.

Yapılan ikinci analizden elde edilen sonuçlara göre, seçili olan AB üyesi ülkelerde faiz oranının düşmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumlu yönde etkilemektedir. Tam tersi durumda ise, AB üyesi ülkelerde faiz oranının yükselmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumsuz yönde etkileyecektir.

Seçili AB ülkelerinde işsizlik oranlarının yükselmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumlu etkilemektedir. Aksi durumda ise, işsizlik oranlarının düşmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumsuz yönde etkileyecektir.

AB üyesi seçili ülkelerde büyüme oranlarının azalması ABD'nin GSYİH miktarına olumlu etki yapmaktadır. Aksi durumda ise, seçili AB üyesi ülkelerde büyüme oranlarının artması ABD'nin GSYİH miktarını olumsuz yönde etki yapacaktır.

Elde edilen sonuçlara göre, ABD'nin, Avrupa Borç Krizi'nden etkilenmediği görülmektedir. Buna karşın, Avrupa Borç Krizi'ne düşen dört ülkede ise, Mortgage Krizi'nin olumsuz etkilerinin oldukça fazla olduğu gözlenmiştir.

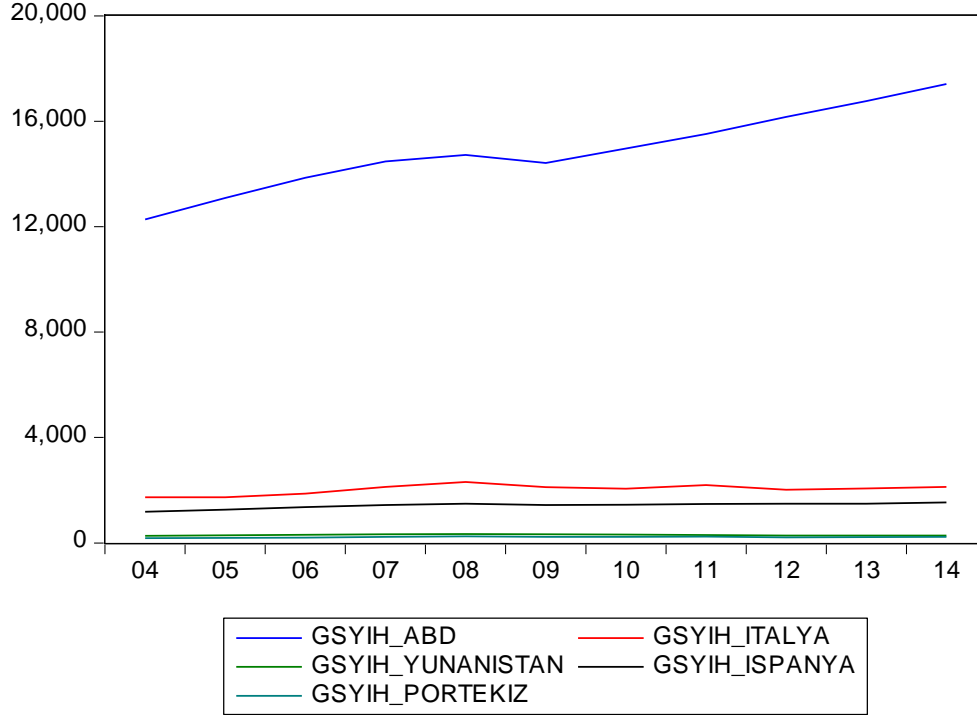
Aşağıda Hausman test istatistik sonucu gösterilmiştir.

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.260379	3	0.0165

Hausman Test istatistikleri sonucuna göre ilgili tahminde Sabit Etkiler Modeli geçerli olmaktadır.

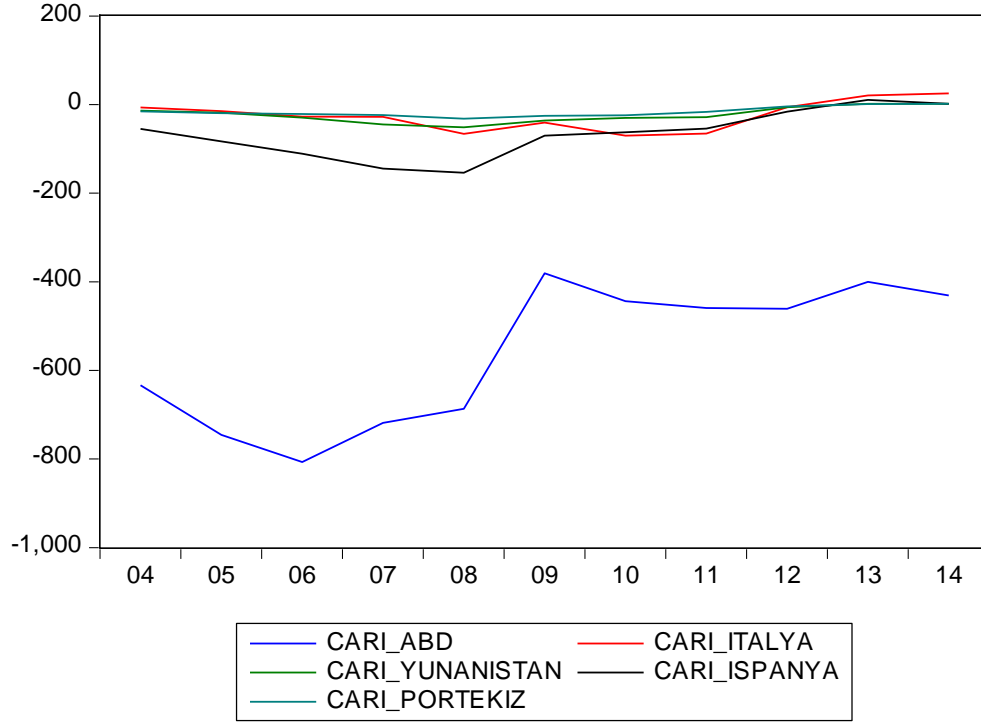
Yapılan iki analizi birlikte değerlendirmek gerekirse, ABD'de meydana gelen krizin seçilen dört ülke üzerinde makro ekonomik dengeleri bozucu ve krizi tetikleyici etkileri olduğu görülmektedir. Ayrıca AB'de meydana gelen borç krizi en büyük finansal ve ticari ortağı olan ABD'ye aynı oranda olumsuz bir etki yaratmamıştır.

Analizde kullanılan veriler şekil yardımıyla aşağıdaki gibi açıklanmıştır.



**Şekil 3.3:** Analiz’de Kullanılan Ülkelerin GSYİH Miktarları(2004-2014)

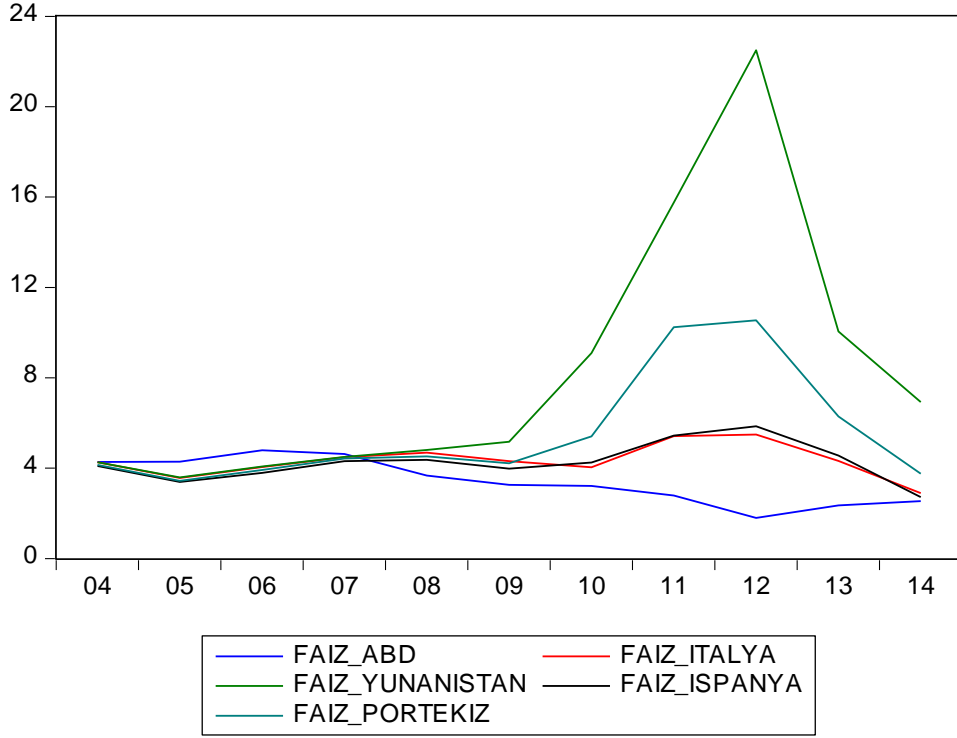
Şekil 3.3’e göre, ABD’de meydana gelen Mortgage Krizi GSYİH üzerinde sadece kriz döneminde azalmaya yol açmıştır. Bu dönemde alınan önlemler her ne kadar ekonomik daralma söz konusu olsa da GSYİH oranında büyük kayıpların önüne geçmiştir. Daha sonraki süreçte ABD ekonomisi GSYİH miktarı bakımından hızlı bir toparlanma sürecine girmiş ve yükselme eğilimini devam ettirmiştir. Avrupa ülkeleri açısından durumu değerlendirmek gerekirse, GSYİH oranları kriz döneminde bir miktar düşüş yaşamıştır. Meydana gelen kriz neticesinde hızlı bir toparlanma gerçekleştirememeleri GSYİH oranlarının artma eğilimine girmesini engellemiştir. Bunun neticesinde durağan bir seyir izlemiştir.



**Şekil 3.4:** Analiz’de Kullanılan Ülkelerin Cari Açık Miktarları(2004-2014)

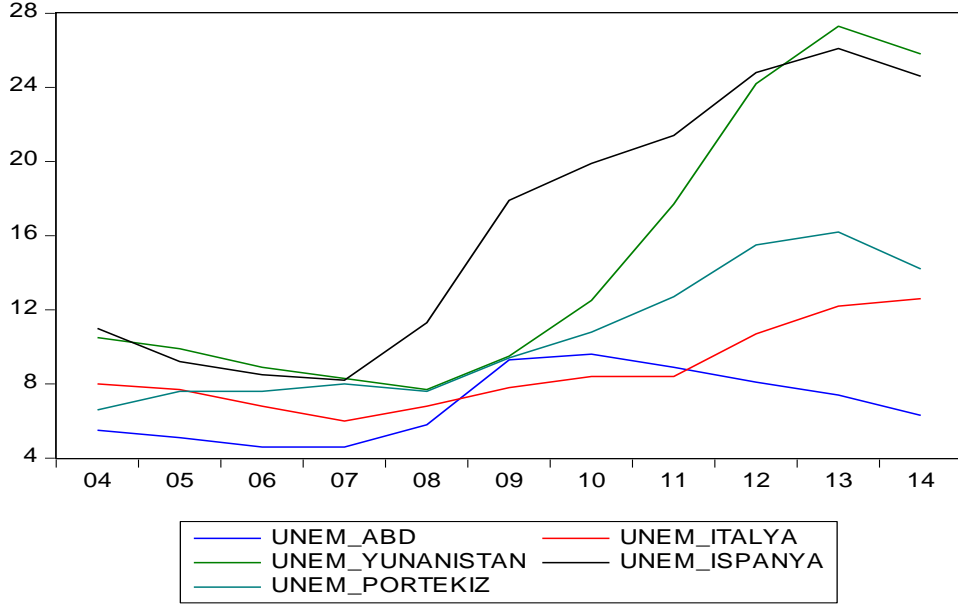
Şekil 3.4’e göre, Mortgage Krizi’nden önceki dönemde ABD’de artan bir cari açık trendi görülmektedir. Krizle birlikte ithalatında azalma meydana gelmiştir. Bu süreçte cari açık oranları hızla düzelmeye başlamıştır. Daha sonra krizin etkilerini hafifletmeye başlayan ABD ekonomisi tekrar cari açığını arttırmaya başlamıştır. Bundan sonraki dönemde de dengeli bir cari açık trendi gerçekleşmiştir. Avrupa ülkeleri açısından durumu değerlendirmek gerekirse, İspanya haricindeki ülkelerde cari açık oranı 0’a yakın seyretmiştir. İspanya ise, Mortgage Krizi’ne kadar ki süreçte diğer ülkelere göre cari açığı yüksek seyretmiştir. Bu krizden sonra cari açık oranı hızla düzelmeye başlamıştır. AB’de kriz meydana geldikten sonra ise, örnek olarak alınan ülkelerin cari açıkları 0 düzeyinde devam etmiştir. Hatta 2012-2013 yıllarında az bir miktar olsa da cari fazla verdikleri görülmektedir.





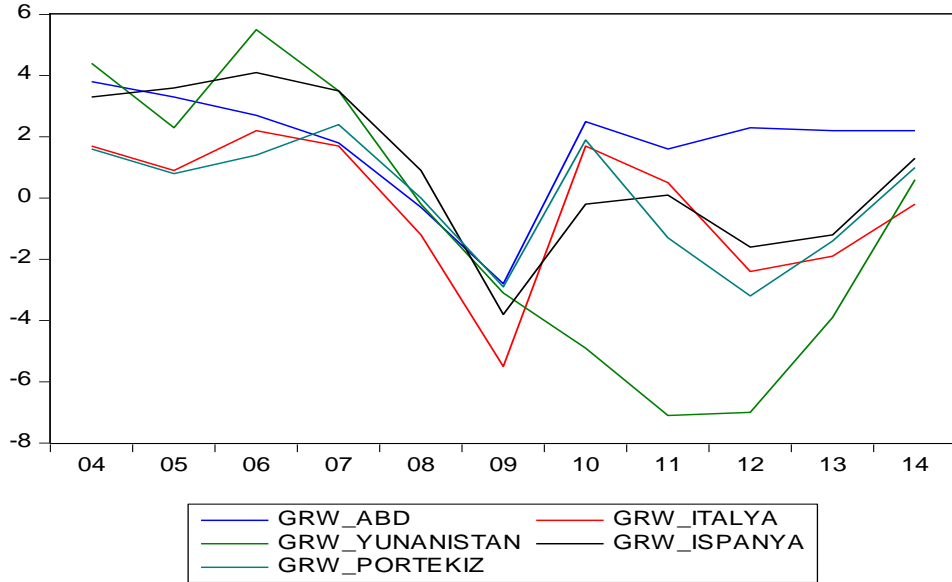
**Şekil 3.5:** Analiz’de Kullanılan Ülkelerin Faiz Oranları(2004-2014)

Şekil 3.5’e göre, ABD’de Mortgage Krizi meydana gelmeden önceki süreçte faiz oranları artış göstermiştir. 2006 yılından itibaren yaşanan ekonomik durgunluğu ortadan kaldırmak için faiz oranları aşağı çekilmeye çalışılmışsa da krizi engelleyememiştir. Krizden sonraki süreçte ise, ekonomik büyümeyi teşvik etmek amacıyla faizler aşağı yönlü seyretmiştir. 2012 yılından sonra ise düzelmekte olan ekonomik veriler çerçevesinde faiz oranları artış eğilimine girmiştir. AB ülkelerinde ise, 2005 yılına kadar aşağı yönlü seyreden faiz oranları 2005 yılından itibaren yükselmeye başlamıştır. Mortgage Krizi’nin meydana gelmesi ve bunun yanı sıra AB’de bir borç krizi meydana gelmesine rağmen AB’de faiz oranları yukarı yönlü olmuştur. Yunanistan’da krizin yıkıcı etkileri sonucunda meydana gelen likidite sıkışıklığı ve borç ihtiyacı yüzünden faiz oranları diğer ülkelere göre daha fazla olmuştur. Portekiz’in de borçlanma ihtiyacından dolayı faiz oranları yüksek seyretmiştir. Daha sonraki süreçte ise, ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için faiz oranları aşağı yönlü trend seyretmiştir.



**Şekil 3.6:** Analiz’de Kullanılan Ülkelerin İşsizlik Oranları(2004-2014)

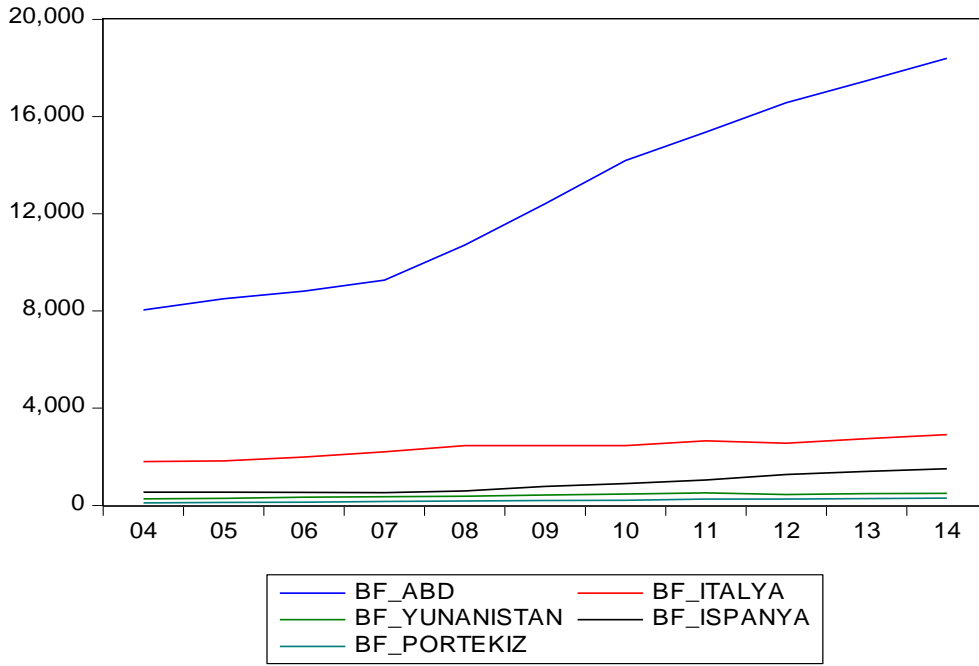
Şekil 3.6’ya göre, Mortgage Krizi’nin meydana geldiği 2007 yılından itibaren söz konusu AB ülkelerinde işsizlik oranı yükselmiştir. Bu trend 2013 yılına kadar devam etmiştir. Bu süreçten sonra işsizlik oranları azalmaya başlamıştır. Hatta İspanya ve Yunanistan’da işsizlik oranları aşırı boyutlara ulaşmıştır. ABD’de ise, 2009 yılından itibaren işsizlik oranları aşağı yönlü bir seyir izlemiştir.



**Şekil 3.7:** Analiz’de Kullanılan Ülkelerin Büyüme Oranları(2004-2014)

Şekil 3.7’ye göre, Mortgage Krizi’nin meydana geldiği 2007 yılına kadar dalgalı bir seyir izlemiştir. 2007 ve 2009 yılları arası meydana gelen

iki krizi kapsayan aralık olduğu için bu dönem ekonomiler için küçülmeyle gerçekleşmiştir. Yunanistan haricindeki diğer ülkeler 2009-2011 arası büyüme gerçekleştirmiştir. Yunanistan ise, küçülmeye devam etmiştir. ABD ekonomisi krizin etkilerini üzerinden atlatabilmiş görülmektedir. Durağan da olsa bir büyüme trendi yakalamış ve büyüme istikrarını korumuştur. AB üyesi ülkeler için aynı durum söz konusu olamamaktadır. Dalgalı büyüme oranları göstermişlerdir. 2012 yılından itibaren AB üyesi ülkeler büyüme kaydetmeye başlamıştır.



**Şekil 3.8:** Analiz’de Kullanılan Ülkelerin Bütçe Açığı Miktarları(2004-2014)

Şekil 3.8’e göre, 2007 yılından itibaren ABD’de bütçe açıkları artan bir seyir izlemiştir. Hükümet krizin etkilerini azaltmak ve ekonomik canlılığı sağlamak için bütçe harcamalarını arttırmıştır. Ayrıca Mortgage Krizi’nde batan şirketlere yönelik kurtarma paketleri açıklaması bu eğilimi arttırmıştır. Duruma AB üyesi ülkeler açısından bakacak olursak, bütçe açıkları büyük değişiklikler göstermemektedir. Yaşanan iki krize rağmen bütçe açıklarının kapatılmasına yönelik bir çalışma yapılmadığı görülmektedir.

## SONUÇ

İnsanların en temel ihtiyaçlarından biri olan barınma ihtiyacını karşılamak için inşa edilen konutların finansmanı için birçok sistem bulunmaktadır. Mortgage sistemi, 21. yüzyılda konut sahibi olmak isteyen kişilerin kolaylıkla konut sahibi olmalarını sağlamaktadır.

Mortgage Sistemi'nin etkili bir şekilde işleyebilmesi için ekonomik koşullar ve gerekli hukuki ve politik güvencelerin alınması önemlidir. Aksi takdirde bu noktadaki boşluklardan faydalanan finansal kuruluşlar ve hane halkları aşırı kar güdüsüyle hareket ederek sistemin çökmesine sebebiyet vereceklerdir. Hükümetlerin, yasal düzenlemelerle, ya konut finansmanını doğrudan devletin sağlamakta olduğu ya da konut finansmanına ilişkin genel yapının ortaya konulduğu ve devletin denetleyici olduğu sistemlere sahip olması gerekmektedir.

Uzun vadeli ve düşük faizli fon talebinde bulunan konut alıcılarıyla, mevcut fonlarını sürekli getiriye dönüştürmek isteyen yatırımcıları bir araya getiren İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage)'nin en önemli yanı ipotekli gayrimenkullerin menkul değere dönüştürülmesi sürecidir. Menkul kıymetleştirme, işletmenin sahip olduğu ve likiditesi düşük olan aktiflerin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. İpotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ise, ipotek kredilerinin bir araya getirilerek ipotek grubu oluşturulması ve daha sonra bu gruba dayalı menkul kıymet ihracı olarak ifade edilebilir.

Taşınmazların konu edildiği konut finansman sisteminin en temel özelliği fon fazlası olanlardan gerekli olan fonları toplayarak bu fonları, fon talebinde bulunan dar gelirli kişilere aktarmaktır. Enflasyon oranlarındaki artış, konut politikalarındaki verimsizlik ve yüksek faiz olgusu neticesinde konut üretimi için yeterli sermaye birikimi gerçekleşmemektedir. Mortgage kredisinden söz edilebilmesi için mortgage piyasalarının bir bütün halinde bir arada olması gerekmektedir. İpotekli konut finansman sistemi olan Mortgage'ın başarılı şekilde uygulanabilmesi için, ikinci el piyasası ile sermaye piyasalarının oluşturulması ve enflasyonun % 10'un altına çekilmesi gerekmektedir.

ABD ekonomisinin en önemli göstergelerinden birisi konut sektörüdür. İnşaat sektörünün faaliyetlerinde istihdam edilen işçi, mühendis, müteahhitlerden, konutları pazarlayan bireysel emlakçılar ve büyük emlak şirketlerine, konut finansmanı için mortgage sağlayan şirket ve bankalara kadar tasarruflar ve faiz oranları ile tüketim harcamalarına doğrudan etkisi nedeniyle konut sektöründeki gelişmeler, ABD ekonomisinin gelişiminde önemli bir yer tutmaktadır.

ABD’de uzun yıllardır uygulama alanı bulan mortgage sistemi, finansal piyasalarda ve ikincil piyasalarda olumlu etkiler yaratmıştır. Normal şartlar altında sorun çıkartmadan işleyebilen bu sistem krize giden süreçte birtakım aksaklıklardan dolayı sekteye uğramıştır. Bu sebepten dolayı öngörülme veya öngörülme istenmeyen ağır sonuçlar doğuran bir kriz meydana gelmiştir.

ABD’de 1990’lı yıllarda, konut kredilerinin büyük kısmı, yüksek kaliteli müşterilere verilirken, zaman içinde krediler daha düşük kaliteli müşterilere de vermeye başlamıştır. Özellikle 2000’li yılların başından itibaren ABD’de düşük seviyelerde seyreden faiz oranları bunun en büyük sebebidir. Faiz oranlarındaki bu düşük seyir sonucunda ABD’de konut talep patlaması meydana gelmiştir. Bu durum konut fiyatlarının aşırı yükselmesine neden olmuştur. İpotek kredisi kullanarak konut sahibi olan kişilerin teminat değerleri olan konutların fiyatları yükseldiğinden, kredi kullanımlarını arttırmak zorunda kalmışlardır. Bu durum sonucunda riskli olarak görülen subprime kredilerin miktarı hızla yükselmiştir. 2008 yılı ortasında ABD’de subprime mortgage kredilerinin hacmi 1.5 trilyon dolara kadar yükselmiştir. ABD’de faizler geçmişte son derece düşük düzeylerde olduğundan, subprime mortgage kredilerini kullanan düşük gelirli gruplar, büyük ölçüde değişken faizli kredileri tercih etmişlerdir.

FED, 2004 yılından itibaren piyasaların aşırı ısınmasından ve enflasyonist baskılardan dolayı, faizleri sürekli arttırmaya başlamıştır. 2005 yılında yavaşlamaya başlayan konut talebi, 2006 yılından itibaren ani düşüş göstermiştir. Bu durum konut fiyatlarının düşmesine ve kredi kullanan kişilerin aldıkları kredileri geri ödeyememesine neden olmuştur.

Mortgage Krizi meydana gelmeden kendisini mali sistemdeki aksaklıklarla hissettirmiştir ancak bu krizin yaşanması 2007 yılında gerçekleşmiştir. 2007 yılında meydana gelen ekonomik kriz “likidite sıkışıklığı” gibi 1929 mali krizine benzese de bazı yapısal farklılıkları da içinde barındırmaktadır. Bu farklılıklar ülkelerin ekonomik krize gösterdiği tepkilerin niteliğinden kaynaklanmaktadır. 1929’de meydana gelen buhranda, ABD hükümeti en iyi politikanın piyasalara müdahale etmemek olduğunu benimsemiştir. Bunun sonucu olarak 1929’da yaşanan krizin etkileri uzun süre hissedilmiştir. 2006’dan itibaren hissedilmiş olsa da, ağırlıklı olarak 2007 yılında ABD’de meydana gelen Mortgage Kriz’i ile başlayan ve kısa sürede bütün dünyayı etkisi altına alan mali krizde ise tam tersi uygulamalar görülmüştür. ABD hükümeti, mali sisteme likidite sağlamış, faizleri aşağı çekmiş, bankalardaki mevduatlara kamu garantisi vermiş ve bankaları kamulaştırarak krizin atlatılmasına gayret sarf etmiştir.

ABD kaynaklı başlayan 2007 küresel krizi etkisini özellikle AB’de hissettirmiştir. Çünkü, ABD ve AB arasında sıkı ticari ve finansal ilişkiler mevcuttur. Bu nedenden dolayı kriz etkisini en çok AB üzerinde göstermiştir. Mortgage Krizi’ni, Avrupa Borç Krizi çerçevesinde ele alınacak olursa; krizin olumsuz etkileri sonucunda Euro bölgesi 2009 yılında % 4,1 oranında küçülerek tarihindeki en büyük daralmayı yaşamıştır. Yaşanan küresel kriz, AB ülkelerinde kamu açıkları ve borç stoklarının ciddi boyutlarda artmasına ve birçok üye ülkede kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin tehlikeye girmesine neden olmuştur. Ayrıca üye ülkelerin çoğunun Maastricht Kriterleri’ni yerine getirememesi de borç krizini yaygınlaştırmıştır. Bu durum da hem krizin etkisinin daha çabuk yayılmasını sağlamış hem de çözüme kavuşma sürecini uzatmıştır.

Krizden en çok etkilenen ülkeler açısından duruma bakacak olursak, Yunanistan’ın AB içindeki en zayıf halkalardan biri olduğu söylenebilir. Ülke ekonomisi yüksek bütçe açıkları ve cari açıklarla mücadele etmektedir. Rekabet gücünün diğer AB üyesi ülkeler karşısında zayıf olması da bu durumu destekler niteliktedir. Ayrıca Yunanistan, Maastricht Kriterleri’nin

hiç birisini gerçekleştirememiştir. Bu kriterlere uymak için gerekli önlemleri zamanında almadığı için mali disiplini de sağlayamamıştır.

Maastricht Kriterleri'ni ilk kez ihlal eden ülke Portekiz'dir. Portekiz Euro'ya geçiş sürecinde güçlü bir büyüme kaydetmiştir. Daha sonraki süreçte uygulanan gevşek maliye politikaları nedeniyle genişleyen iç talep inşaat sektöründe bir balon oluşmasını sağlamıştır. Ayrıca iç talep genişlemesi ülkenin makro ekonomik dengelerini olumsuz etkilemiştir. Bu durum yüksek cari açılara neden olmuştur. Bozulan bu dengeler ABD'den AB'ye ithal edilen krizle birlikte çevrilemez bir hal almış ve ülke krize sürüklenmiştir.

İspanya'da 2000'li yıllarda başlayan ve Mortgage Krizi ile sona eren bir büyüme süreci yaşamıştır. İspanya da diğer ülkeler gibi yüksek cari açıkları mücadele etmek zorunda kalmıştır. Ayrıca İspanya'yı diğer ülkelerden ayıran önemli bir nokta ise, İspanya'da bankacılık sektörünün bu krizden aşırı oranda etkilenmesidir. Bunun sebebi ise, İspanya'da bankacılık sektörünün yerel bazlı olması ve kredi kullananların genellikle ödeme güçlüğü çeken kişiler ve ödemelerinde sorun yaşayan KOBİ'ler olmasıdır. Ayrıca İspanya'da yüksek seyreden işsizlik oranları da ülkenin üretim kapasitesinin düşüklüğünü göstermektedir.

İtalya'da ise, güçlü bir finansal yapının varlığına rağmen işgücü piyasasındaki kırılganlıklar, yüksek kamu borç stoku ve siyasal istikrarsızlık ortamı kriz sürecini tetiklemiştir.

Ampirik bulgular ışığında konuyu değerlendirecek olursak Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'nin çıkmasında son derece etkili bir gelişme olduğu söylenebilir. Nitekim Mortgage Krizi'nin tetiklediği Avrupa Borç Krizi incelenen ülkelerin ekonomilerinde büyük bir yıkıma yol açtığı görülmektedir.

Yapılan analizlerden elde edilen sonuçlara göre, seçilen AB üyesi ülkelerde büyüme oranlarının düşmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumlu yönde etkilemektedir. AB ekonomilerinin küçülmesi ABD'nin piyasalara daha çok hakim olmasını ve etkinliğini arttırmasını sağlamaktadır. Bütçe açıklarının artması ABD'nin GSYİH miktarını olumlu yönde

etkilenmektedir. Artan bütçe açıkları harcama talebini tetikleyerek ABD'nin ihracatını yükseltmektedir. Cari açık miktarının yükselmesinin ABD'nin GSYİH miktarına pozitif etkisi vardır. Buradan anlaşılacağı üzere AB ekonomileri yüksek miktarda ABD'den ithalat yapmaktadır. Bu durumda AB üyesi seçili ülkelerde cari açıkların artması ABD'nin ihracat gelirlerini arttırıcı etki yapmaktadır. Seçili olan AB üyesi ülkelerde faiz oranının düşmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumlu yönde etkilemektedir. Bu durum, seçili ülkelerin ihtiyaç duydukları fonlara erişemediklerini ve ülkelerinden sermaye çıkışlarına neden olduğunu göstermektedir. AB ülkelerinden çıkan fonlar büyük ölçüde ABD piyasalarına gitmektedir. İşsizlik oranlarının yükselmesi ABD'nin GSYİH miktarını olumlu etkilemektedir. AB'de meydana gelen işsizlik oranları artışı GSYİH artışını yavaşlatmakta veya negatife çevirmektedir. Bu durumda ABD ve AB üyesi seçili ülkeler arasındaki makas daha çok açılmaktadır. Ayrıca seçili ülkelerin üretime yönelemediklerinin göstergesi olup ABD'nin bu ülkeler üzerindeki ekonomik gücünü arttırdığının işareti olmaktadır.

Bulguların sonuçlarına göre, ABD'nin, Avrupa Borç Krizi'nden etkilenmediği görülmektedir. Buna karşın, Avrupa Borç Krizi'ne düşen dört ülkede ise, Mortgage Krizi'nin olumsuz etkilerinin oldukça fazla olduğu gözlenmiştir. ABD için bu durum bir fırsat haline dönüşmüş ve bu ülkelerin piyasalarındaki etkinliğini arttırmasına imkan vermiştir.

Mortgage Krizi'nin etkilerini azaltmak için hem ABD hem AB üyesi ülkeler çeşitli önlemler almıştır. ABD'de para politikası araçlarının kullanılması ekonomik durgunluğu ortadan kaldırmamıştır. Aksine ekonomideki durgunluk beklentileri daha yüksek bir seviyeye gelmiştir. Bu durum ABD hükümetini maliye politikası uygulamaya yönlendirmiştir. ABD hükümeti yaklaşık 2 trilyon dolarlık kurtarma paketleri açıklamıştır. Ayrıca hükümet, düşük ve orta gelirli mükelleflerini ve yatırım yapmak isteyenleri teşvik etmeyi hedeflemiştir. Bu sayede ekonomide meydana gelen durgunluk süreci aşılmak istenmiştir. Buna ek olarak istihdamı da arttırmayı hedeflemiştir. Tasarlanmış olan bu ekonomik teşvik paketlerinin uygulanması ABD ekonomisini düzelme eğilimine sokmuş olsa da ekonomi



hala istikrarlı bir yapıya kavuşturulamamıştır. Ayrıca kamulaştırma politikaları gündeme gelmiştir. Bu politikaların amacı finansal sistemde daha büyük çöküşlerin önüne geçmektir. İlk olarak hükümet batmak üzere olan büyük finans kuruluşlarına kaynak enjekte etmiştir. Bu enjeksiyonlar istenen sonuçları sağlamayınca batan şirketleri kamulaştırmaya başlamıştır. Yapılan bu enjeksiyonlar ilerleyen süreçlerde daha da artmıştır. Bu süreçte kamu borçlarının GSYİH'a oranındaki aşırı artışlar ABD ekonomisi için bir risk unsuru oluşturmaktadır. AB'de de durum farklı olmamıştır. Mortgage Krizi'nin etkisiyle batan finansal kuruluşlara hükümetler tarafından mali destek sağlanmıştır. Mali desteklerin yetersiz kaldığı durumlarda kamulaştırılarak kurtarılmıştır.

Kriz öncesi dönemde FED tarafından aşırı ısınan ekonomiyi soğutmaya yönelik faiz oranları yükseltilmiştir. Mortgage Krizi'nin ortaya çıkmasıyla birlikte FED finansal piyasalara daha çok fon aktarılmasını sağlayabilmek için faiz oranlarını hızla düşürmeye başlamıştır. Bu sayede ekonomik canlanmayı sağlamayı hedeflemiştir. Fakat bu politik dalgalanma sonucunda ekonomiyi canlandırmaya yönelik adımlar istenilen sonuçları sağlamamıştır.

Meydana gelen kriz göstermiştir ki, finansal piyasalardaki derinlikte tek başına ekonomik dengelerin istikrarlı bir şekilde işleyebilmesi için yeterli olmamaktadır. ABD krizden çıkış sürecinde üretim eksenli politikalar benimsemelidir. Bu bağlamda reel sektörün gelişimine önem verilmedir. Çünkü üretim olmayan bir ülkenin ekonomik sağlamlığından söz edilebilmesi mümkün değildir. Hızlı bir ekonomik gelişme için özel sektör teşvik edilerek lokomotif haline getirilmelidir. Bunun sağlanabilmesi için ise, finansal piyasalarda çöküşe neden olan ve/veya batmak üzere olan firmaları desteklemek yerine reel sektörü desteklemek gerekmektedir. Çünkü finansal piyasalara yapılan yardımlar kısa vadede krizin etkilerini azaltmak veya ortadan kaldırmaya yönelik geri dönüş sağlamayacaktır. Fakat reel sektörün desteklenmesi makroekonomik dengelerin düzelmesi için daha etkili olacaktır. Bunun yanı sıra reel ücretler düşürülüp emek talebi teşvik edilmelidir. Mortgage Krizi öncesi süreçte ağırlıklı olarak inşaat sektörü gelişmiştir. Bu ekonomik gelişme sadece bir sektör üzerinden

değil birçok sektör üzerinden gerçekleştirilmelidir. Özellikle ihracata dayalı sektörlerin geliştirilmesi reel ekonominin güçlenmesi açısından önem arz etmektedir.

ABD’de politika yapıcıların önlem alması gereken bir diğer husus ise, bu krizle mücadele edebilmek için iyi bir mali mühendislik(fiscal engineering) yapmasıdır. Sektörel riskler, sigorta ve küresel yatırımlar gibi bazı mali araçların da yardımıyla dağıtılması, “subprime” gruba yönelik kredilerde şeffaflık ve ekonomik mantığı zorlayan yeniliklerin altyapı ve uygulama alanının da desteklenmesi gerekmektedir. Finansal piyasalarda mevcut durumda olan karmaşık kredi mekanizmaları ile mali altyapı uyuşmamaktadır. Bu uyumsuzlukları çözebilmek için ise finansal piyasalar sıkı denetim ve gözetime tabii tutulmalıdır. Bu bağlamda finansal sistemin denetiminin artırılması ve yasal altyapısının güçlendirilmesi gerekmektedir. Ayrıca finansal araçlar karmaşık yapıdan arındırılarak, daha sade bir şekilde herkes tarafından anlaşılır olmalıdır. Bunun yanı sıra, finansal piyasalarda aracılık yapan kuruluşlar ve bankaların bilançoları dikkatli bir şekilde incelenmelidir.

AB’de ise, Mortgage Krizi’nin ve Avrupa Borç Krizi meydana geldiği dönemde belirsizlik ortamı hakimdir. Bu durum piyasalara olan güven ortamını büyük ölçüde sarsmış ve finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir. Bunun yanı sıra, Avrupa Borç Krizi’nin kısa bir zamanda önemli boyutlara ulaşması neticesinde borç sorunlarının giderilmesi, AB’nin ve üye ülkelerin azalan rekabet gücünün artırılması ve AB’nin ekonomik yönetiminin tekrar güçlendirilmesine yönelik önlemler alınmıştır. Fakat bu önlemlerin AB üyesi ülkelerin ekonomilerinin yapısal farklılıklara sahip olması neticesinde kısa sürede sonuç vermesi zordur. Bu bağlamda, AB borç krizinin gerek bölgedeki diğer ülkelerle gerekse de bölgeyle yoğun ekonomik ilişkilere sahip ülkeleri etkilemesi kaçınılmazdır.

AB’de meydana gelen krize karşı güçlü maliye politikaları, mali disiplin ve geniş kapsamlı yapısal reformlara yer verilmediği sürece, AB piyasaları için gergin bir ortam olacaktır ve bu durum büyüme performanslarını olumsuz etkileyecektir. Dolayısıyla borç krizi ile para politikası

önlemlerinden ziyade mali ve yapısal reform yoluyla mücadele edilmesi daha etkin olacaktır.

ABD ekonomisi krizin olumsuz etkilerini hafifletmiş görünmektedir. İstihdam oranları yükselmiş ve ekonomik büyümesini belirli bir çizgiye getirmiştir. Fakat kriz döneminde yapılan kamulaştırmalar ve kurtarma paketlerinin getirdiği yük sırtında hala kambur olarak durmaktadır.

Çalışmada adı geçen AB üyesi ülkeler açısından kriz hala etkilerini sürdürmektedir. Yunanistan haricindeki diğer ülkeler bir miktarda olsa ekonomilerini düzeltmiştir. Fakat hala yeterli seviyede bir ilerleme kaydedememişlerdir. Yunanistan için durumu ayrı olarak ele alacak olursak, Yunanistan için durum daha da kötüye gitmiştir. Ülke defalarca iflasın eşiğine gelmiş ve AB üyesi diğer ülkeler tarafından oluşturulan yardım paketleri ve kredilerle ekonomisini ayakta tutmayı başarmıştır. Fakat ekonomide yapısal bir dönüşüm söz konusu olmadan krizin etkilerinden kurtulmaları mümkün gözükmemektedir. Söz konusu borç krizi AB için devam edecek gibi görülmektedir.

AB'de meydana gelen Borç Krizi'nin etkilerini azaltmak için çeşitli önlemlerin alınması gerekli olmuştur. Özellikle çalışmada sözü edilen ülkeler hem yapısal hem hukuki önlemler almak zorundadır. Bu alınacak önlemler serbest ticaret, parasal ve mali birlik ve AB ruhuna aykırı olabilir. Fakat makroekonomik dengeleri düzeltebilmek ve kaybolan rekabet gücünü yeniden tesis edebilmek için radikal önlemler bir zorunluluk olmuştur.

Söz konusu bu AB üyesi ülkeler yüksek cari açıklarla mücadele etmektedirler. Bu yüzden cari açıklarını kapatacak önlemler almaları zorunludur. Bu bağlamda ithalatı kısıtlayıcı tedbirlere yönelmeleri gerekmektedir. İthalat üzerindeki vergileri arttırmaları yerinde olacaktır. Bunun yanı sıra, ihracatı teşvik edici sübvansiyonlarda bulunmaları önemlidir. Cari açıkların kapatılabilmesi ve kısa vadede döndürülebilmesi için düşük faizli kredilere başvurulması gereklidir.

Çalışmada adı geçen AB üyesi ülkelerin yüksek kamu borçları mevcuttur. Bu borçların ödenebilmesi ve faiz dışı fazla verebilmeleri için kamu maliyesinde dönüşümlerde bulunulması gerekmektedir. Daraltıcı

maliye politikaları gündeme alınmalıdır. Şöyle ki; hükümet harcamaları ve sosyal yardımlar azami seviyeye çekilmelidir. Krizin etkileri ortadan kalkana kadar kamu yatırımları azaltılmalıdır.

Finansal piyasalardaki olumsuzlukları ortadan kaldırabilmek ve finansal piyasaların etkinliğini derinleştirebilmek için sıkı finansal denetim yapılmalıdır. Böylece krizdeki ülkelerin finansal piyasalarına duyulacak güven sayesinde ülkelere gelecek yabancı yatırımlar verimli alanlarda kullanılarak ekonomik büyüme sağlanabilecektir.

Krizdeki ülkelerde dış ticaret açısından ortadan kalkan rekabet gücünün yeniden tesis edilmesi gereklidir. Bu bağlamda rekabet gücünü arttırabilmek için, reel ücretlerin azaltılması ve çalışma saatlerinin yükseltilmesi gerekmektedir. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası'nın bu ülkelerin rekabet güçlerini desteklemek için parasal genişlemeye gitmesi olumlu etkiler doğuracaktır. Yunanistan için döndürülmesi zor bir noktada görülen bu rekabet gücünü yeniden sağlayabilmek için parasal birlikten ayrılması gündemdedir.

Ülkelerin Maastricht Kriterleri'ne uyup uymadıklarının denetimine daha fazla önem verilmelidir. Buna uymayan ülkelerin ya birlikten çıkartılmaları ya da ağır yaptırımlarla karşı karşıya bırakılmaları gereklidir. Ayrıca ülkelerde makroekonomik dengeleri korumak adına gerek ulusal bazda gerek birlik bazında sıkı hukuki denetim mekanizmaları kurulmalıdır.

AB'nin en etkin iki ülkesi olan Almanya ve Fransa, AB'deki mevcut etkinlikleri neticesinde birliğin ekonomik gidişatını kendi ekonomik durumlarına göre belirlemektedirler. Bu durum sadece kendilerine fayda sağlarken diğer ülkeleri olumsuz etkilemektedir. AB ekonomik anlamda bir politika belirlerken bu politikaları birlik üyesi her ülke için ayrı ayrı belirlemesi gerekmektedir. Böylece her ülke yerel bazda daha güçlü olacaktır. Bu sayede ülkesel olarak artan refah toplamda birliğin refahını ve etkinliğini arttıracaktır.

Mortgage Krizi ve Avrupa Borç Krizi, bize bir kere daha göstermiştir ki 21. yüzyılda özellikle finansal ve ticari bağlamda birbirine entegre olan ekonomilerin bir krizden kaçmaları imkansız hale gelmiştir. Bu sebepten

dolayı ülkelerin makro ekonomik göstergelerini kendi şartlarına uygun biçimde yapılandırmaları ve bu yapılandırmalara uygun politikalar benimsemeleri çok önemlidir. Aşırı kar güdüsüyle hareket eden özel sektör ile popülist politikalar benimseyen kamu sektörü yasal düzenlemelerle denetim altına alınmalıdır. Ayrıca finansal şirketlerin batmamaları için hükümetler tarafından desteklenmeleri finansal piyasalarda risk algısını ortadan kaldırarak bir güvence sağlamaktadır. Bu durum ise, finansal şirketlerin kriz öncesi dönemdeki yaptıkları riskli yatırımlardan ders almasının önünde büyük bir engeldir. Bu durum finansal piyasaların kriz dönemlerinde kendisini temizlemesini engellemektedir. Kriz dönemleri büyük yıkımlara yol açsalar da finansal piyasaların ilerleyen yıllara daha güvenle bakabilmeleri için güçsüz yapıdaki şirketlerin piyasadan çekilmesine izin verilmesi gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

AB Genel Sekreterliği. (2011). “Küresel Krizin AB Üyesi Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Gelecek Döneme ilişkin Beklentiler”, [http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/kuresel\\_krizin\\_ab\\_uyesi\\_ulke\\_ekonomilerine\\_etkileri\\_ve\\_gelecek\\_doneme\\_iliskin\\_beklentiler\\_\\_haziran\\_2011\\_.pdf](http://www.ab.gov.tr/files/EMPB/kuresel_krizin_ab_uyesi_ulke_ekonomilerine_etkileri_ve_gelecek_doneme_iliskin_beklentiler__haziran_2011_.pdf) (Erişim: 03 Nisan 2015).

Afşar, M. (2011). “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 6, S. 2, ss. 143-171.

Akçadağ, E. (2012). “Ekonomik Krizin Vurduğu Son Avrupa Ülkesi: İspanya”, [http://www.bilgesam.org/incele/59/-ekonomik-krizin-vurdugu-son-avrupa-ulkеси--ispanya/#.VPdHf\\_msUsp](http://www.bilgesam.org/incele/59/-ekonomik-krizin-vurdugu-son-avrupa-ulkеси--ispanya/#.VPdHf_msUsp), (Erişim: 04.04.2015).

Akçay, B. (2012). “Yunanistan Ekonomisinde Devlet Borç Krizi-Cari Açık İlişkisi”, *Maliye Dergisi*, S. 163, ss. 15-35.

Akgüç, Ö. (2009). “Kriz Nedenleri Ve Çıkış Yolları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 42, ss. 6-11.

Akhan, E. (2012). “Yunanistan’daki Ekonomik Krizin Nedenleri ve Genel Gidişati”, <http://www.tasam.org/tr>, (Erişim: 28 Şubat 2015).

Aktan, C. C., (2004). “Ekonomik Kriz”, <http://www.canaktan.org/yonetim/kriz-yonetim/genel-olarak.htm>, (Erişim: 17.02.2015).

Alakbarov, N. (2008). “Krizler Kapitalist Sistemin Sigortasıdır”, [http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem\\_2\\_Sayi\\_52\\_5.pdf](http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_2_Sayi_52_5.pdf), (Erişim: 25.03.2015).

Alantar, D. (2005). “Mortgage Sistemi: Temel Kurumları, İşleyişi ve Dünya Uygulaması”, *E-Yaklaşım Dergisi*, S. 20, ss. 12-27.

Alp, A. (1996). “İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi”. *Sermaye Piyasası Kurulu*. Ankara.

Alp, A. (2000). *Modern Konut Finansmanı*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayınları.

Alp, A. ve Yılmaz, M. U. (2000). *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*. İstanbul: İMKB Yayınları.

Altaş, G. (2007). “İpotekli Konut Finansman Sistemi”, *Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kurumları Birliği Dergisi*, S. 60 , ss. 16-17.

Altuntepe, N. (2009). “Küresel Krizin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi”, <http://edergi.sdu.edu.tr/index.php/sduvd/article/viewFile/1372/1460>. (Erişim Tarihi: 30.03.2015).

Arı, A. (2014). “The European Debt Crisis:Causes, Consequences, Measures and Remedies”, *Cambridge Scholars Publishing*, ss. 1-11.

Avrupa Birliği Genel Sekreterliği. (2011). “Avrupa Birliği’nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: “Euro Rekabet Pakti”” [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro\\_plus\\_pact.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact.pdf), (Erişim Tarihi: 23 Mart 2015).

Avcı, M. A. ve Altay, N. O. (2013). “Finansal Krizlerin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülmesi: Türkiye, Arjantin, Tayland ve İngiltere için Bir Analiz”, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S. 14, ss. 47-58.

Aydın, A. (2005). “Mortgage Sistemi ve Türkiye Uygulaması”, *Vergici ve Muhasebeciyle Diyalog Dergisi*, S. 210, ss.52-60.

Baldemir, E. ve Keskiner, A. (2004). “Devalüasyon, Para, Reel Gelir Değişkenlerinin Dış Ticaret Üzerine Etkisinin Panel Data Yöntemiyle Türkiye İçin İncelenmesi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C. 6, S. 4, ss. 44-59.

Baloğlu, B. ve öte. (2007). *100 Soruda Mortgage Uygulamaları*. İstanbul: İTO Yayınları.

Baydemir, M. (2005). *İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi*, İstanbul: Özuysal Yeminli Mali Müşavirlik Yayınları.

Berberoğlu, M. (2009). “Mortgage-İpotekli Konut Finansman-Sistemi ve Bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği”, [http://www.kenancelik.com/documents/7MURAT\\_BERBEROGLU.pdf](http://www.kenancelik.com/documents/7MURAT_BERBEROGLU.pdf), (Erişim Tarihi: 01.04.2015).

Bernanke, B. S. (2010). “Monetary Policy and the Housing Bubble”, *Board of Governors of the Federal Reserve System at the Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta.

Beşballı, S. G. (2013). *Nitel ve Nicel Ölçütleriyle Eğitim-İktisadi Büyüme İlişkisinin Panel Veri Analizi*, Doktora Tezi. Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli. <http://tez2.yok.gov.tr/> (Tez no. 345701).

Bilge, O. (2009). *Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri*, Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi, Ankara. <http://sosyalyardimlar.aile.gov.tr/data/54291802369dc32358ee29ad/Ekonomik%20Krizlerin%20Yoksulluk%20%C%9Czerine%20Etkileri%20Orhan%20Bilge.pdf>,(ErişimTarihi: 20.03.2015).

Birdal, M. (2009). “ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, *Anadolu International Conference in Economics*, s. 2.



Birinci, Y. (2001). “Finansal Krizler ve Uluslararası Finansal Piyasaların Yeni Mimarisi”, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayı II*, Sayı: 42, ss. 1249-1262.

Carballo-C. F. (2011). “Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long?”, *Panoeconomicus*, Vol. 3, s. 310.

Crotty, J. (2009). "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the new financial architecture", *Cambridge Journal of Economics*, ss. 563-580.

Çalışkan, Ö., V. (2003). “Uluslararası Finansal Krizler”, *Ekonomik Yaklaşım*, C. 14, S. 44-46, s. 226.

Çelik, S. ve Başkonuş Direkçi, T. (2013). “Türkiye’de 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemler için Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisi(1991–2010)”, *International Periodical For The Languages, Literature and History of Turkish or Turkic*, Vol. 8, No. 3, ss. 111-135.

Çenberci, E. (2014). “Euro’nun Geleceği ve Grexit” *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, C. 3, S. 6, ss. 32-38.

Çetin, M. ve Ecevit, E. (2010). “Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C. 11, S. 2, ss. 166-182.

Çolak, Ö. F., Ardor, H. N. ve Tunçay, M. (2001). “Finansal Kriz ve Bankalar: Türkiye’de 2000 ve 2001 Krizleri Örneği”, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayı II*, S: 42, ss.701-711.

Dağdelen, İ. (2011). “Avrupa Bütünleşme Sürecinde Yunanistan’ın Borç Krizi”, *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, C. 10, S. 2, ss.1-26.

Delice, G. (2003). “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, S. 20, ss.57-81.

Demir, F. ve öte. (2008). “ABD Mortgage Krizi”. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*. Ankara.

Dönmez, İ. (2005). “Konut Finansman Sistemi Kanun Taslağı”,[http://www.gyoder.org.tr/sunum/kf2s/13\\_Ibrahim\\_Donmez.pdf](http://www.gyoder.org.tr/sunum/kf2s/13_Ibrahim_Donmez.pdf), (Erişim Tarihi: 05.03.2015).

Durmuş, S. (2010). “Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar”, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S. 5, ss. 33-38.

Eğilmez, M. (2008). *Küresel Finans Krizi*, İstanbul:Remzi Kitapevi.

Emirkadı, Ö. (2005). “Gelişmekte olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine bazı Değerlendirmeler”, *Sosyoekonomi Dergisi*, ss. 38-39.

Erarslan, C. (2013). *Küresel Finansal Krizin Evrimi: Mortgage Krizinden Avrupa Borç Krizine Nedenleri, Etkileri ve Sonuçları*. İstanbul: Der yayınları.

Ercan, A. (2007). *Soru ve Cevaplarıyla Mortgage Sistemi*, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık.

Ercan, F. (2009). “Sermayenin Aşırı Birikim Ve Değersizleşme Krizi”, ss.6-7. <https://fuatercan.wordpress.com/2009/04/15/sermayenin-athiri-byrykym-ve-dedhersyzlethme-kryzy/>, (Erişim: 20.03.2015).

Erdem, N. ve Atbaşı, F. (2011). “Finans Sermayenin Kriz Döngüsü: Merkez – Çevre Yakınsaması”, *Ankara Üniversitesi S.B.F. Dergisi*, C. 66, S.4, ss. 33-66.

Erdil, Ş. (2012). “Türkiye’de Dış Borç Sorunu ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri”, *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, C. 4, S. 1, ss. 45-54.

Eren, A. ve Süslü, B (2001). “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı I*, S. 41, ss. 662-675.

Erkekoğlu, H. ve Bilgili, E. (2005). “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, S. 24, ss. 15-36.

Fabozzi, F. J. and Modigliani F (1992). “Capital Markets, Institutions and Instruments”, *Prentice Hall*, New Jersey.

Fabozzi, F.J. (2006). “*The Handbook of Mortgage – Backed Securities*”, Eight Edition: USA.

Galiatsos, C. (2005). “Mortgage Finance In A Declining Interest Rates Environment”, *Real Estate Financing and Turkey*, ss. 1-25.

Gençler, A. (2011). “Avrupa Birliği’nde Krizin İşsizliğe Etkisi ve İstihdam Teşvikleri”, *Çalışma İlişkileri Dergisi*, C. 2, S. 1, ss. 1-25

Godino, A. and Molina, O. (2011). “Failed Remedies and Implications of the Economic Crisis in Spain”, [http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Godino\\_Molina\\_2011\\_OSEResearchPaper6.pdf](http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Godino_Molina_2011_OSEResearchPaper6.pdf), (Erişim Tarihi: 03.04. 2015).

Hacıhasanoğlu, B., (2005). *Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi*, Ankara: Uzmanlık Yeterlilik Tezi, s. 12.

Hassler, O., Chiquier, L. and Lea, M. (2004). “Mortgage Securities In Emerging Markets”, <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3370>, (Erişim Tarihi: 10.03.2015).

Hepaktan, E. C. ve Çınar, S. (2011). “Mali Krizler ve Son Mali Krizin(2008) Reel Sektöre Etkileri”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S. 30, ss.155-168.

Hürriyet Gazetesi, <http://www.hurriyet.com.tr/index/ArsivNews.aspx?id=9589155>, (Erişim Tarihi: 15.03.2015).

Kabataş, Y. (2007). “İpotekli Konut Finansman (Mortgage) Sistemindeki Riskler ve Mortgage Sigortası”, *Marmara Üniversitesi İ. İ. B. F. Dergisi*, C. 22, S.1, ss. 189-199.

Kaplan, C. (2002). “Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, S.1, ss.1-30.

Karaçor Z. ve Alptekin V. (2006). “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, C. 13, S. 2, ss. 239-240.

Kaval, H. (2000). *Bankalarda Risk Yönetimi*. Ankara:Yaklaşım Yayınları.

KİBER, S. (2013). “Euro Bölgesi Krizi ve Euro’dan Ayrılma Süreci”, *Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*, S.35, s.10.

Kibritçioğlu, A. (2001). ‘‘Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001’’, *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı I*, S. 41, ss. 174-182.

Kibritçioğlu, A. (2011). ‘‘2006-2011 Küresel Ekonomik Krizinin Bileşenleri ve Karmaşıklığı’’, <https://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/33515>, (Erişim Tarihi: 22.03.2015).

Kobal, İ. (2009). ‘‘Küresel Krizin Küresel İstihdama Etkileri’’, <http://www.alomaliye.com/2009/ismailkobal%20kuresel%20kriz.htm>, (Erişim Tarihi: 02.04.2015).

Korkmaz, A., Duman, K. ve Işık, S. (2004). ‘‘Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması’’, *D.E.Ü.İ.İ.B.F Dergisi*, C. 19, S. 1, ss. 45-69.

Köse, Y. ve Karabacak, H. (2011). ‘‘Yunanistan Ekonomik Krizi Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme’’, *Maliye Dergisi*, S. 160, ss. 289-306.

Krugman, P. (1979). ‘‘A Model of Balance of Payments Crises’’, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 11, No. 3, ss. 311-325.

Kutlay, M. (2011). ‘‘Krizdeki Birlik Euro Bölgesinin Borç Sarmalı ve AB’nin Geleceği’’ Uşak AB Araştırmalar Merkezi Uşak Raporları, Uşak.

Mishkin, F. (1999). ‘‘Lessons From the Asian Crisis’’, <http://www.nber.org/papers/w7102>, (Erişim Tarihi: 18.02.2015).

Mishkin, F. (2010). ‘‘Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis’’, *ECB Central Banking Conference, Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis*, Frankfurt.

Odenbach, M. (2002). “Mortgage Securitization: What Are the Drivers and Constraints from an Originator's Perspective (Basel I/Basel II)”, *Housing Finance International Journal*, Vol. 17, No. 1, ss. 52-62.

Oğuz A. ve Güreşçi, G. P. “2008 Küresel Kriz Sürecinde Avrupa Birliği, Birlik Olabildi mi?” <http://teacongress.org/papers2012/OGUZ-PEHLIVAN.pdf>, (Erişim Tarihi: 07.04.2015).

Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2010). “Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler”, *İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 24, S. 2, ss. 1-22.

Oksay, S. ve Ceylantepe, T. (2006). “*Mortgage ve Mortgage Sigortaları*”, İstanbul: ITO Yayınları.

Önal, Y. B. ve Topaloğlu, M. (2007). *İpotekli Konut finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsak)*. Adana: Karahan Kitabevi.

Önder, İ. (2001). “Ekonomik Kriz”, *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayı I*, S. 41, ss. 45-55.

Özer, M. (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, no:1096.

Özgüven, A. (2001). “İktisadi Krizler”, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayı I*, S. 41, ss.56-64.

Öztürk, F. (2009). “Mortgage Krizi:Nedenleri, Etkileri ve Sonuçları”, <http://www.dunyabulteni.net/index.php?aType=haber&ArticleID=35395>, (Erişim Tarihi: 15.03.2015).

Öztürk, M. ve Aras, N. O. (2011). “Euro ve Kriz sonrası Dönemde Parasal İstikrar”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, C. 3, S. 2, ss. 143-155.

Öztürk, S. ve Gövdere B. (2010). “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 15, S. 1, ss. 377-397.

Reinhart, C. and Rogoff, K. S. K. (2008). “Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”, *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, pp. 339-344.

Rudebusch, G.D. (2009). “The Fed’s Monetary Policy Response to the Current Crisis”, <http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2009-17.pdf>, (Erişim Tarihi: 29.03.2015).

Sandoval, L., Beltran, E., Ulziikhuag, S. and Zorigt, T. (2011). “The European Sovereign Debt Crisis: Responses to the Financial Crisis”, *New Voices in Public Policy*, Vol. 5, p. 1-19.

Selçuk, B. ve Yılmaz, N. (2008), “Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye’ye Etkileri”, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/33.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.04.2015).

Serin, V. ve Bastı, E. (2001). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği”, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayı II*, S. 42, ss. 12-17.

Susam, N. ve Bakkal, U. (2008). “Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?”, *Maliye Dergisi*, S. 155, ss.72-88.

Stock, J., H. ve Watson, M., W. (2011). *Ekonometriye Giriş*, Bedriye Saraçoğlu, Ankara: Efil Yayınevi.

Şimşek, H. A. (2008). “Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, C. 13, S. 1, ss. 183-208.

Tanrıöven, C. ve Aksoy, E. E. (2009). “Krizlerin Reel Sektör İşletmeleri Üzerine Etkileri: İMKB'de Sektörel Bazda İnceleme”, *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 11 S. 2, ss. 79-114.

Tarı, R. (2011). *Ekonometri*. Kocaeli: Umuttepe Kitabevi.

Taylor, J. B. (2009). “The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, <http://www.nber.org/papers/w14631.pdf>, (Erişim Tarihi: 12.04.2015).

Teker, M. B. (1996). *Sermaye Piyasaları Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Tunca, Z. ve Karabulut, G. (2001). “Küreselleşme, Kriz ve Türkiye”, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayı II*, S. 42, ss. 932-939.

Tunçsiper, B. ve Biçen, Ö. (2013). “Avrupa Borç Krizinin Türkiye'nin İhracatı Üzerindeki Etkileri”, *International Conference ON Eurasian Economies*, ss. 486-495.

Turan, Z. (2011). “Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, *Niğde Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 4, S. 1, ss. 56-80.

Turgut, A. (2006). “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, *TÜHİŞ İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, C. 20, S. 4-5, ss. 35-39.



Türk Dil Kurumu, [http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.54ea7d4c931b90.34297607](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.54ea7d4c931b90.34297607), (Erişim Tarihi: 17.02.2015).

Ural, M. (2003). “Finansal Krizler ve Türkiye”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 18, S. 1, ss. 11-28.

Urhan, N. (2008). “Piyasaların Mortgage Krizi”, *Boryad*, s. 17.

Uzay, N. (2012). “Finansal Krizin Reel Sektör Üzerinde Etkileri ve Kriz Sonrası Temel Göstergelerdeki Değişim: Kayseri Örneği” *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 17, S. 2, ss. 121-143.

Yalçiner, K. (2006). *İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Yamak, Y. (2007). "Mülk Rehni, Mortgage Sistemi ve İşleyişi", *E - Yaklaşım Dergisi*, S. 44, s. 44.

Yavaş, A. (2005). “A’dan Z’ye Mortgage”, <http://www.tbb.org.tr/turkce/konferans/AZMortgage/Slides%20for%20TBB%20June%202005%20talk%20-%20Istanbul.pdf>, (Erişim Tarihi: 04.03.2015).

Yavuz, A., Şataf C. ve Kır, S. (2013). “Avrupa’da Borç Krizi ve Çözüm Arayışları”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, C. 15, S. 2, ss. 131-154.

Yay, G. G. (2001). “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayı II*, S. 42, ss. 1234-1248.

Yay, T., Yay, G. G. ve Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.

Yıldırım, Y. (2008). “Real Estate Market and Mortgage Securities”, *Real Estate Economics*, Vol, 36, No. 3, s. 18-35.

Yılmaz, D. (2008). “Küresel Kriz Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f471a408-b1fb-48a8-a8d1-8af1ccc150eb/TEK\\_27Aralik2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f471a408-b1fb-48a8-a8d1-8af1ccc150eb](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f471a408-b1fb-48a8-a8d1-8af1ccc150eb/TEK_27Aralik2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f471a408-b1fb-48a8-a8d1-8af1ccc150eb), (Erişim Tarihi: 13.03.2015).

Yılmaz, Ö., Kızıltan, A. ve Kaya V. (2005). “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, S. 24, ss. 77-96.

Yücel F. ve Kalyoncu H. (2010). “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, S. 159, ss. 53-69.



## EKLER

**EK 1: ABD Ekonomik Verileri**

ABD	GSYİH (Milyar \$)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	Faiz Oranı(%) (Uzun Vadeli Devlet Tahvili)	İşsizlik (%)	Büyüme (%)	Bütçe Açığı (Milyar \$)
2014	17416,25	-430,9	2,54	6,3	2,2	18391,56
2013	16768,05	-400,3	2,35	7,4	2,2	17472,31
2012	16163,15	-460,8	1,80	8,1	2,3	16567,23
2011	15517,93	-459,3	2,79	8,9	1,6	15362,75
2010	14964,40	-443,9	3,21	9,6	2,5	14186,25
2009	14418,73	-380,8	3,26	9,3	-2,8	12414,53
2008	14718,58	-686,6	3,67	5,8	-0,3	10715,13
2007	14477,63	-718,6	4,63	4,6	1,8	9265,683
2006	13855,90	-806,7	4,79	4,6	2,7	8812,352
2005	13093,70	-745,4	4,29	5,1	3,3	8497,811
2004	12274,93	-633,8	4,27	5,5	3,8	8040,079

**EK 2: İspanya Ekonomik Verileri**

İspanya	GSYİH (Milyar \$)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	Faiz Oranı(%)	İşsizlik(%)	Büyüme(%)	Bütçe Açığı (Milyar \$)
2014	1533,59	1,4	2,72	24,6	1,3	1512,12
2013	1488,79	10,6	4,56	26,1	-1,2	1397,974
2012	1485,05	-16	5,85	24,8	-1,6	1275,658
2011	1483,22	-54,2	5,44	21,4	0,1	1045,67
2010	1452,47	-62,3	4,25	19,9	-0,2	896,174
2009	1437,85	-70,4	3,98	17,9	-3,8	776,439
2008	1483,88	-154,1	4,37	11,3	0,9	596,5198
2007	1442,46	-144,3	4,31	8,2	3,5	523,613
2006	1357,83	-110,9	3,79	8,5	4,1	539,0585
2005	1265,77	-83,3	3,39	9,2	3,6	546,8126
2004	1183,85	-54,9	4,10	11	3,3	548,1226

**EK 3: Portekiz Ekonomik Verileri**

Portekiz	GSYİH (Milyar \$)	Cari İşlemler Dengesi( Milyar \$)	Faiz Oranı(%)	İşsizlik(%)	Büyüme(%)	Bütçe Açığı(Milyar \$)
2014	228,17	1,4	3,75	14,2	1	299,5872
2013	220,06	1,2	6,29	16,2	-1,4	283,6573
2012	212,26	-4,3	10,55	15,5	-3,2	263,4147
2011	238,11	-16,7	10,24	12,7	-1,3	257,635
2010	229,37	-24,3	5,4	10,8	1,9	215,6078
2009	234,73	-25,6	4,21	9,4	-2,9	196,469
2008	253,11	-32	4,52	7,6	0	181,4799
2007	232,08	-23,4	4,43	8	2,4	158,7427
2006	201,98	-21,6	3,92	7,6	1,4	128,6613
2005	192,18	-19,8	3,44	7,6	0,8	120,1125
2004	185,64	-15,5	4,14	6,6	1,6	106,743

**EK 4: Yunanistan Ekonomik Verileri**

Yunanistan	GSYİH (Milyar \$)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	Faiz Oranı(%)	İşsizlik(%)	Büyüme(%)	Bütçe Açığı(Milyar \$)
2014	284,32	1,7	6,93	25,8	0,6	495,2854
2013	277,96	1,8	10,05	27,3	-3,9	486,708
2012	284,86	-6,2	22,5	24,2	-7	447,7999
2011	300,83	-28,6	15,75	17,7	-7,1	512,3135
2010	317,29	-30,3	9,09	12,5	-4,9	470,5411
2009	329,76	-36	5,17	9,5	-3,1	427,6987
2008	337,87	-51,6	4,8	7,7	-0,2	381,4552
2007	332,08	-44,7	4,5	8,3	3,5	355,9898
2006	312,43	-29,6	4,07	8,9	5,5	335,8623
2005	287,28	-18,3	3,59	9,9	2,3	290,7274
2004	272,12	-13,5	4,26	10,5	4,4	269,1267

**EK 5: İtalya Ekonomik Verileri**

İtalya	GSYİH (Milyar \$)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	Faiz Oranı(%)	İşsizlik(%)	Büyüme (%)	Bütçe Açığı (Milyar \$)
2014	2129,28	25,5	2,89	12,6	-0,2	2910,726
2013	2071,96	20,5	4,32	12,2	-1,9	2745,347
2012	2014,38	-6	5,49	10,7	-2,4	2558,263
2011	2198,35	-65,6	5,42	8,4	0,5	2653,408
2010	2059,19	-70,3	4,04	8,4	1,7	2456,614
2009	2116,63	-41	4,31	7,8	-5,5	2463,757
2008	2318,16	-65,9	4,68	6,8	-1,2	2459,568
2007	2130,24	-27,6	4,49	6	1,7	2200,538
2006	1874,72	-27,5	4,05	6,8	2,2	1992,827
2005	1737,80	-15	3,56	7,7	0,9	1836,855
2004	1737,80	-6,7	4,26	8	1,7	1802,099