

**T.C.  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ  
İKTİSAT BÖLÜMÜ**

**LİSANS BİTİRME ÇALIŞMASI**

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ**

**EMİR KEREM TEMEL  
22031054**

**TEZ DANIŞMANI  
ÖĞR. GÖR. DR. TEKİN ÖZÜBEK**

**2025**

**T.C.  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ  
İKTİSAT BÖLÜMÜ**

**LİSANS BİTİRME ÇALIŞMASI**

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ**

**EMİR KEREM TEMEL  
22031054  
ORCID NO: 0009-0000-6733-3502**

**TEZ DANIŞMANI  
ÖĞR. GÖR. DR. TEKİN ÖZÜBEK**

**HAZİRAN / 2025**

[Adı SOYADI] tarafından hazırlanan “[Tezin Adı]” başlıklı çalışma, [GG/AA/YYYY] tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda [oybirliği / oyçokluğu] ile başarılı bulunmuş ve jürimiz tarafından [İlgili] Ana Bilim Dalı [İlgili] Programında [DOKTORA / YÜKSEK LİSANS / SANATTA YETERLİLİK] tezi olarak kabul edilmiştir.

**Danışman**

**İmza**

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

**Jüri Üyeleri**

**İmza**

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

## ÖZET

### 2008 Küresel Finans Krizi

2008 yılında ABD’de ortaya çıkan ve kısa sürede küresel ölçekte etkilerini hissettiren finansal kriz, dünya ekonomilerinde derin yaralar açmıştır. Bu çalışmada, 2008 küresel finansal krizinin oluşum süreci, nedenleri ve ekonomik etkileri detaylı biçimde ele alınmıştır. Krizin temel nedenleri arasında likidite bolluğu, kontrolsüz verilen mortgage kredileri, menkul kıymetleştirme uygulamaları, derecelendirme kuruluşlarının hataları ve düzenleyici kurumların yetersizliği yer almaktadır.

Araştırmada öncelikle ekonomik kriz kavramı ve kriz türleri teorik çerçevede incelenmiş, ardından 2008 ABD krizinin gelişimi ve etkileri analiz edilmiştir. Konut fiyatları, büyüme oranları ve işsizlik gibi makroekonomik göstergeler üzerinden krizin ekonomik etkileri değerlendirilmiştir. Son olarak, ABD ve Avrupa Birliği gibi önde gelen ekonomilerin krize karşı aldıkları önlemler ve izledikleri politikalar karşılaştırmalı olarak ele alınmıştır.

Bu çalışmada finansal krizlerin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda kurumsal sorumlulukla da yakından ilişkisi olduğunu açıkça ortaya koymuştur. 2008 krizinde, finansal kurumların gözetimindeki zafiyetler ve sorumluluk bilincinden uzak kredi politikaları, küresel finans sisteminin ne kadar savunmasız olduğunu göstermiştir.

**Anahtar Kelimeler:** 2008 ABD Krizi, Finansal Kriz, Ekonomik Etki

## **ABSTRACT**

### **The Global Financial Crisis of 2008**

The financial crisis that originated in the United States in 2008 quickly escalated into a global economic downturn, causing severe disruptions across world economies. This study examines the development, causes, and economic consequences of the 2008 global financial crisis in detail. The main causes of the crisis include excess liquidity, uncontrolled subprime mortgage lending, securitization practices, rating agency failures, and the inadequacy of regulatory institutions.

The research first explores the concept and types of economic crises within a theoretical framework, then analyzes the evolution of the 2008 U.S. crisis and its economic impacts. The effects of the crisis on macroeconomic indicators such as housing prices, economic growth, and unemployment rates are evaluated. Lastly, the crisis response measures and policies implemented by major economies such as the United States and the European Union are compared.

This study has clearly revealed that financial crises are not only economic phenomena but are also closely linked to institutional responsibility. In the 2008 crisis, the supervisory weaknesses of financial institutions and irresponsible lending practices demonstrated how vulnerable the global financial system truly is.

**Keywords:** 2008 Crisis,, Financial Crisis, Economic Impact

## ÖN SÖZ

Küreselleşmenin artması sonucunda dünyanın bir ucunda olan bir gelişme, dünyanın diğer ucunda ülkeleri etkileyebilir hale gelmiştir. Bu durumun en çarpıcı örneklerinden biri, etkileri günümüzde bile tartışılmaya devam eden 2008 Küresel Ekonomik Krizidir. Bu sebeple 2008 krizinin çıkış nedenleri ve alınan önlemleri analiz etmek önem kazanmıştır.

Tez çalışmamda bana gösterdiği destek ve sabrı için danışman hocam Dr. Tekin Özübek'e, kaynak bulmam konusunda yardım eden Yaren Süülker'e teşekkür ederim.

Emir Kerem Temel

06, 2025; İstanbul

## İÇİNDEKİLER

|   |     |
|---|-----|
| ÖZET .....  | iv  |
| ABSTRACT .....  | v   |
| ÖN SÖZ .....  | vi  |
| İÇİNDEKİLER .....   | vii |
| TABLOLAR LİSTESİ .....  | ix  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....  | x   |
| KISALTMALAR LİSTESİ .....   | xi  |
| GİRİŞ .....   | 1   |
| 1. BÖLÜM EKONOMİK KRİZLER .....   | 3   |
| 1.1. Kriz Kavramı .....   | 3   |
| 1.2. Ekonomik Kriz Kavramı .....  | 4   |
| 1.3. Ekonomik Kriz Türleri .....  | 6   |
| 1.3.1. Reel Sektör Krizleri .....   | 7   |
| 1.3.2. Finansal Krizler .....   | 8   |
| 1.3.2.1. Dış Borç Krizi .....   | 8   |
| 1.3.2.2. Döviz Krizi .....  | 9   |
| 1.3.2.3. Bankacılık Krizi .....   | 9   |
| 1.3.2.4. Borsa Krizi .....  | 10  |
| 1.4. Finansal Krizlerin Modelleri .....   | 10  |
| 2. BÖLÜM 2008 KÜRESEL KRİZ GELİŞİMİ .....   | 12  |
| 2.1. 2008 Küresel Krizin Gelişimi .....   | 12  |
| 2.1.1. 2008 Krizin Nedenleri .....  | 17  |
| 2.1.1.1. FED'in Gevşek Para Politikası ve Faiz Piyasalarında Dengesizlik ..                         | 18  |
| 2.1.1.2. Likidite Fazlalığından Kaynaklı Özensiz Krediler ve Konut Fiyatlarında Balon Oluşumu ..... | 20  |
| 2.1.1.3. Mortgage Fonlarının Menkul Kıymetleştirilmesi .....  | 24  |
| 2.1.1.4. Türev Piyasaların Kontrolsüz Gelişimi .....  | 26  |

|  |    |
|--|----|
| 2.1.1.5. Şeffaflık Eksiği .....  | 30 |
| 2.1.1.6. Denetleyici ve Düzenleyici Kurumlar.....  | 31 |
| 2.2. Kriz Süreci ve Krizin Yayılması .....   | 32 |
| 2.2.1. Finansal Piyasalara Etkisi .....  | 32 |
| 2.2.1.1. Lehman Brothers'ın İflası .....   | 35 |
| 2.2.1.2. Avrupa'da Bankacılık Çöküşleri.....   | 37 |
| 2.2.2. Konut Fiyatları Üzerindeki Etkileri .....   | 39 |
| 2.2.3. Büyüme Üzerindeki Etkileri .....  | 40 |
| 2.2.4. İşsizlik Üzerindeki Etkileri .....  | 41 |
| 3. BÖLÜM DÜNYA EKONOMİLERİNİN 2008 KRİZİNE KARŞI ALDIĞI<br>ÖNLEMLER VE İZLENEN POLİTİKALAR ..... | 43 |
| 3.1. Krize Karşı Alınan Önlemler .....   | 43 |
| 3.1.1. Finansal Sektöre Yönelik Önlemler .....   | 43 |
| 3.1.1.1. Sermaye Destekleri .....  | 45 |
| 3.1.1.2. Mevduata Verilen Güvence.....   | 46 |
| 3.1.1.3. Likidite Destekleri.....  | 47 |
| 3.1.1.4. Bankaların Borçlarına Garanti Verilmesi.....  | 47 |
| 3.1.1.5. Bankaların Sorunlu Aktiflerin Alınması .....  | 48 |
| 3.1.2. Reel Sektöre Yönelik Önlemler .....   | 49 |
| 3.2. Kriz Sonrası ABD ve Avrupa Birliğinin İzlediği Politikalar .....                            | 50 |
| 3.2.1. ABD'nin İzlediği Politikalar .....  | 50 |
| 3.2.2. Avrupa Birliği'nin (AB) İzlediği Önlemler .....   | 52 |
| 3.2.2.1. Faiz Politikası.....  | 53 |
| 3.2.2.2. Bilanço Politikası .....  | 54 |
| SONUÇ .....  | 56 |
| KAYNAKÇA.....  | 58 |



## **TABLÖLAR LİSTESİ**

|  |    |
|--|----|
| Tablo 1. ABD'deki 12 Finans Kuruluşunun Haziran 2008 Zararları .....                     | 33 |
| Tablo 2. Kriz Sonucunda Bazı Ülkelerin Finansal Kuruluşların Durumu (2008-2009)<br>..... | 34 |
| Tablo 3. Bazı Borsaların Aralık 2007- Aralık 2008 Dönemi Değer Kayıpları .....           | 35 |
| Tablo 4. Büyüme Oranları .....   | 41 |
| Tablo 5. İşsizlik Oranları (%).....  | 42 |
| Tablo 6. Ülkelerin Aldıkları Önlem Kategorileri.....                                     | 44 |
| Tablo 7. Ülkelerin Açıkladıkları Kurtarma Paketleri.....                                 | 46 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|  |    |
|--|----|
| Şekil 1. Ekonomik Krizlerin Çeşitleri .....                              | 7  |
| Şekil 2. ABD Mortgage Kredileri (Milyar \$).....                         | 14 |
| Şekil 3. ABD'deki Finans Krizinin Ekonomik Etkileri (2006-2010).....     | 16 |
| Şekil 4. ABD Faiz Oranları.....  | 19 |
| Şekil 5. Mortgage ve Mortgage Dışı borçlar (1996 Yılına Endeksli) .....  | 22 |
| Şekil 6. ABD'de Konut Ruhsatları Değişimi (Çeyreklik %).....             | 23 |
| Şekil 7. Mortgage İpoteklerine Dayalı İhraç Edilen Menkul Kıymetler..... | 25 |
| Şekil 8. Global CDO İhraç Verileri.....                                  | 27 |
| Şekil 9. CDS İşlem Hacimleri.....  | 28 |
| Şekil 10. Lehman Brothers'ın Hisse Senedi Performansı .....              | 36 |
| Şekil 11. ABD Konut Fiyat Endeksi .....                                  | 39 |
| Şekil 12. AMB Bilanço Büyüklüğü, Enflasyon ve Faiz Oranları .....        | 54 |

## KISALTMALAR LİSTESİ

|      |   |
|------|---|
| AB   | : Avrupa Birliği  |
| BDDK | : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu                        |
| CDO  | : Teminatlı Borç Senetleri (Collateralized Debt Obligation)       |
| CDS  | : Kredi Risk Primi (Credit Default Swap)                          |
| ECB  | : Avrupa Merkez Bankası   |
| FED  | : ABD Merkez Bankası  |
| GSYH | : Gayri Safı Yurtiçi Hasıla                                       |
| IMF  | : Uluslararası Para Fonu  |
| KOBİ | : Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler                           |
| LTRO | : Uzun Vadeli Refinansman Operasyonu                              |
| MBS  | : Mortgage'a Dayalı Finansal Ürünler (Mortgage-Backed Securities) |
| MRO  | : Temel Refinansman Operasyonu                                    |
| SMP  | : Tahvil Piyasaları Programı                                      |

## GİRİŞ

21. yüzyılın en yıkıcı ekonomik olaylarından biri olarak kabul edilen 2008 küresel finansal krizi, yalnızca ABD ekonomisini değil, küresel ölçekte birçok ülkeyi derinden etkilemiştir. Krizin temelinde finansal sistemdeki yapısal bozulmalar, denetim eksiklikleri, kurumsal sorumsuzluk ve yüksek riskli kredi politikaları yer almaktadır. Küreselleşmenin etkisiyle ekonomik sınırların kalktığı bu dönemde, bir ülkede başlayan krizin kısa sürede diğer ülke ekonomilerine sıçraması kaçınılmaz hale gelmiştir.

Bu çalışmanın amacı, 2008 yılında ABD’de başlayan ve küresel ölçekte etkileri hissedilen finansal krizin nedenlerini incelemek, bu kriz sürecinde finansal kurumların ve düzenleyici otoritelerin rolünü analiz etmek ve krizlerin yalnızca piyasa dinamiklerinden değil, aynı zamanda kurumların ve otoritelerin sorumluluk eksikliklerinden de kaynaklandığını ortaya koymaktır. 2008 krizi, başta yatırım bankaları olmak üzere birçok finansal kuruluşun yüksek riskli kredi ürünlerini bilinçsizce dağıtması, kredi derecelendirme kuruluşlarının hatalı değerlendirmeleri ve denetleyici kurumların piyasalardaki aşırı gevşeklik karşısındaki kayıtsızlığı gibi unsurların bir araya gelmesiyle derinleşmiştir. Bu bağlamda yapılan bu çalışma, krizin yapısal nedenlerine ışık tutarken, kurumsal denetim ve sorumluluk mekanizmalarının eksikliğinin sistemik riskleri nasıl büyütebildiğini ortaya koymaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, ekonomik kriz olgusu kuramsal bir çerçevede ele alınmıştır. Öncelikle "kriz" ve "ekonomik kriz" kavramları tanımlanarak konuya dair bir temel oluşturulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde, 2008 yılında ABD’de patlak veren küresel finansal krizin gelişim süreci ve bu krizin dünya ekonomileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Öncelikle krizin temel nedenleri ele alınmıştır. Ardından krizin süreci ve makroekonomik etkileri incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, 2008 küresel finansal krizine karşı dünya ekonomilerinin geliştirdiği politika tepkileri ve alınan önlemler ele alınmıştır. İlk

olarak finans ve reel sektörlere yönelik alınan müdahale önlemleri değerlendirilmiş, ardından reel sektöre yönelik destekleyici politikalar incelenmiştir. Bölümün devamında, kriz sonrası dönemde ABD ve Avrupa Birliği'nin izlediği ekonomik politikalar karşılaştırmalı bir biçimde ele alınmıştır.

# 1. BÖLÜM

## EKONOMİK KRİZLER

### 1.1. Kriz Kavramı

Kriz kelimesi, Yunanca “krinein” fiilinden türeyen “krisis” sözcüğüne dayanmaktadır. Aynı kök, Latince’de de benzer bir anlam taşımakta olup, “karar verme” veya “ayrım yapma” gibi anlamlara gelmektedir (Önder, 2001: 45). Günümüzde sosyal bilimler literatüründe kriz kavramı; “buhran”, “bunalım”, “aniden ortaya çıkan olumsuz gelişme” ya da “büyük çaplı sıkıntı” gibi terimlerle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Topallı, 2006: 4).

Bununla birlikte, sosyal bilimler yönünden inceleyecek olursak kriz kavramını kesin ve evrensel bir şekilde tanımlamak oldukça güçtür. Krizin varlığı ve etkisi, büyük ölçüde algıya bağlıdır; yani bir olayın kriz olarak değerlendirilip değerlendirilmediği, bireylerin ve toplulukların bu olaya yükledikleri anlama göre değişiklik gösterebilir. Bu nedenle, herhangi bir olgunun kriz olarak nitelendirilebilmesi için belirli temel unsurların ya da karakteristik özelliklerin tanımlanması gerekmektedir (Polat, 2016:12).

Kriz, önceden öngörülmemeyen ya da bilinmeyen bazı olayların; makro düzeyde devletleri, mikro düzeyde ise işletmeleri ciddi biçimde etkilemesiyle ortaya çıkan olağanüstü durumlardır. Ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin kriz olarak nitelendirilmesi yerinde olacaktır. Zira olağan süreçler içerisinde meydana gelen her sorun, kriz kapsamında değerlendirilmemelidir. Kriz, bu yönüyle, beklenmedik biçimde ortaya çıkan ve ciddi sonuçlar doğuran bir durum olarak sıradan problemlerden ayrılmaktadır. Krizin ayırt edici özelliği; oluşumunun ani olması ve önceden kestirilememesidir (Polat, 2016: 12).

Krizlerin bir diğer önemli özelliği ise yalnızca tehdit ve tehlike içermemeleri, aynı zamanda bazı durumlarda yeni fırsatlar da barındırabilmeleridir. Bu yönüyle kriz, tamamen olumsuz bir olgu olarak değerlendirilmemelidir. Krizler, süresine bağlı

olarak kısa vadeli ya da uzun vadeli olabilir. Krizin etkisinin süresi ise, alınacak önlemlerin zamanında uygulanıp uygulanmamasına ve bu sürecin etkin biçimde yönetilip yönetilemediğine bağlı olarak şekillenir (Polat, 2016: 12).

## **1.2. Ekonomik Kriz Kavramı**

Ekonomik kriz, ekonomik yapıyı oluşturan temel mekanizmaların işlevini yitirmesi sonucu ortaya çıkan bir bozulma süreci olarak tanımlanabilir (Şen, 2009: 142). Bu bağlamda, ekonomik krizler sadece ekonomik göstergelerdeki bozulmayı değil, aynı zamanda üretim, istihdam, yatırım ve mali istikrar gibi temel alanlarda sistematik aksaklıklara yol açan durumları da ifade eder. Bir diğer tanıma göre ekonomik kriz; ekonomide ani ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan gelişmelerin, makro düzeyde ülke ekonomisini, mikro düzeyde ise işletmeleri ve bireyleri derinden etkileyerek ciddi sonuçlar doğurmasıdır (Aktan & Şen, 2001: 1226). Bu etkiler çoğunlukla ekonomik büyümede yavaşlama, işsizlikte artış, yatırımlarda azalma ve finansal piyasalarda istikrarsızlık şeklinde gözlemlenir. Kibritçioğlu (2001) ise ekonomik krizi; mal ve hizmet piyasaları, üretim faktörleri piyasası ya da döviz piyasalarında, fiyat ya da miktar düzeylerinde kabul edilebilir dalgalanma sınırlarını aşan sert ve düzensiz hareketler olarak tanımlamaktadır. Bu tanım, ekonomik krizleri daha çok piyasa dinamiklerindeki ani şoklara ve bu şokların neden olduğu belirsizlik ortamına vurgu yaparak açıklamaktadır.

Finansal krizler, genellikle finansal araçlar ve piyasalarla ilişkili olarak ortaya çıkan; bir ülkenin finansal sisteminde başlayarak, zamanla diğer ülkeleri de etkileyebilecek nitelikteki krizlerdir. Bu tür krizler, küreselleşen finansal sistemin doğası gereği, sermaye hareketlerinin serbestliği ve ülkeler arası ekonomik entegrasyon nedeniyle hızla yayılabilmektedir. Mishkin finansal krizi; "verimli yatırım fırsatları sunan finansal piyasaların, ahlaki tehlike ve ters seçim gibi sorunların giderek kötüleşmesi sonucunda, fonları etkin bir biçimde yönlendirememesiyle ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulma" olarak tanımlamaktadır. Bu tanım, finansal krizlerin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda bilgi asimetrisi ve piyasa davranışlarıyla da ilişkili olduğunu vurgular (Işık, Duman & Korkmaz, 2004: 45–69).

Nobel ödüllü ekonomist Paul Krugman ise, kriz dönemlerinde gelişmiş ülkelerin uyguladığı politikaları eleştirerek, özellikle uluslararası ekonomik ilişkilerde karşılaştırmalı üstünlükler ilkesinin göz ardı edilmemesi gerektiğini belirtmiştir.

Krugman'a göre, krizlerin etkileri yalnızca iç ekonomik dinamiklerle sınırlı kalmamakta, aynı zamanda küresel ekonomik yapının işleyişiyle de doğrudan bağlantılıdır (Işık, Duman & Korkmaz, 2004: 45–69).

Kriz kavramını somutlaştırmak amacıyla bazı ekonomik olgular üzerinden değerlendirme yapmak faydalı olacaktır. Örneğin, enflasyon hem devletler hem de bireyler ve firmalar açısından önemli bir ekonomik sorun teşkil etmektedir. Ancak tek başına enflasyonun varlığı, her zaman bir kriz durumu olarak değerlendirilemez. Buna karşın, fiyatlar genel seviyesinin ani ve olağan dışı bir hızla artış gösterdiği hiperenflasyon durumu, kriz tanımına uyan bir gelişme olarak kabul edilmektedir. Zira hiperenflasyon, ekonomik istikrarı bozacak derecede ciddi ve beklenmedik etkiler doğurmaktadır. Benzer şekilde, fiyatlar genel seviyesinin sürekli düşüş eğilimi göstermesi olarak tanımlanan deflasyon da yapısal bir sorun olmakla birlikte, her durumda kriz niteliği taşımamaktadır. Ancak, ekonomik faaliyetlerde ani ve sert bir daralmanın yaşandığı, fiyatların hızlı ve beklenmedik biçimde düştüğü dönemler depresyon olarak adlandırılır ve bu durum, açıkça bir ekonomik kriz örneği olarak değerlendirilir (Kök, 2001: 1196).

Özetleyecek olursak ani ve beklenmedik şekilde gerçekleşen olumsuz gelişmeleri "kriz" kavramı ile ifade etmek yerinde bir yaklaşımdır. Ancak her ekonomik kriz, tüm ülkeler veya tüm piyasa aktörleri üzerinde aynı düzeyde etki yaratmaz. Bir ülkede veya bölgede ciddi sonuçlara yol açan bir kriz, başka bir ülkede benzer bir etki yaratmayabilir ya da kriz olarak dahi tanımlanmayabilir. Bu durum, ekonomilerin yapısal farklılıkları, dışa açıklık düzeyleri, kurumsal dayanıklılıkları ve piyasa hassasiyetleriyle doğrudan ilişkilidir. Dolayısıyla, bir gelişmenin kriz olarak adlandırılabilmesi için, ilgili piyasanın bu gelişmelere karşı duyarlılık göstermesi gerekmektedir.

Yukarıda tanımlanan kriz kavramı çerçevesinde, ekonomik krizlerin genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Aktan & Şen, 2001: 1225–1226):

- Krizler, genellikle önceden tahmin edilemeyen ve beklenmedik bir zamanda ortaya çıkar. Bu durum, krizi olağan piyasa dalgalanmalarından ayıran temel unsurlardan biridir.
- Makro düzeyde devletin ekonomik yapısını, mikro düzeyde ise firmaların faaliyetlerini ciddi biçimde sarsabilecek etkilere sahiptir.

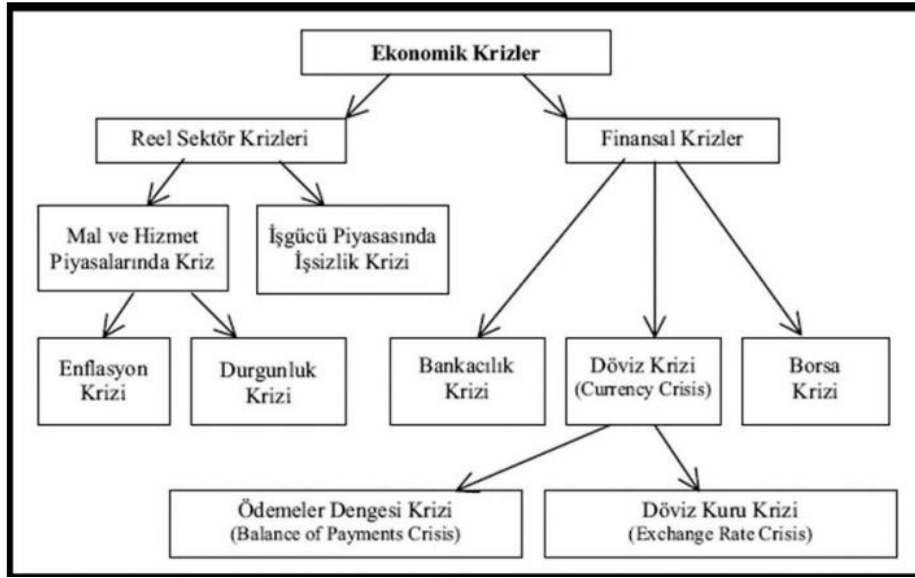


- Krizlerin süresi kısa vadeli olabileceği gibi uzun vadeye de yayılabilir. Bu süre, büyük ölçüde krize karşı alınan önlemlerin zamanlaması ve etkinliğine bağlı olarak değişkenlik gösterir.
- Krizler çoğunlukla tehdit olarak görülse de bazı firmalar ve organizasyonlar için yeni fırsatların doğmasına da zemin hazırlayabilir. Bu bağlamda kriz, sadece yıkıcı değil, aynı zamanda dönüştürücü bir süreç olarak da değerlendirilebilir.
- Bir sektörde ortaya çıkan kriz, diğer sektörleri de etkileyebilir. Ekonomik sistemin birbirine bağlı yapısı nedeniyle, krizlerin etkisi zamanla yayılabilir ve sistemik boyut kazanabilir.

### **1.3. Ekonomik Kriz Türleri**

Zamanla değişen ekonomik koşullar, krizlerin ortaya çıkış biçimlerinde ve nedenlerinde de önemli dönüşümlere yol açmıştır. Tarihsel olarak bakıldığında, geçmişte gelişmiş ülkelerde krizler daha çok sanayi sektörü kaynaklı yapısal sorunlar üzerinden şekillenmekteyken; günümüzde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde krizler daha farklı dinamiklerden beslenmektedir. Krizlerin nedenleri de çeşitlenmiş; yalnızca üretim yetersizliği ya da üretim fazlalığına bağlı ekonomik dalgalanmalar değil, aynı zamanda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, cari işlemler açığı, sabit döviz kuru uygulamaları gibi unsurlar da krizleri tetikleyen başlıca faktörler haline gelmiştir. Bu değişen yapıya rağmen, ekonomik krizleri sınıflandırma konusunda genel kabul gören yaklaşım, reel krizler ve finansal krizler olarak iki başlık altındadır (Demirci, 2005: 9).

**Şekil 1. Ekonomik Krizlerin Çeşitleri**



*Kaynak: Aykut Kibritçioğlu, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001,*

Ekonomik krizler temelinde yukarda bahsedilen gibi reel krizler ve finansal krizler olarak ikiye ayırabiliriz. Finansal Krizleri ise; döviz krizi, bankacılık krizi ve mali kriz olarak üç ana başlık altında inceleyebiliriz. Şimdi bunları sırasıyla inceleyecek olursak:

### **1.3.1. Reel Sektör Krizleri**

Reel sektör krizleri; mal, hizmet ve işgücü piyasalarında meydana gelen ani daralmaların bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu tür krizler genellikle ani ekonomik şoklar, fiyat dengesizlikleri, siyasi belirsizlikler ve doğal afetler gibi öngörülemeyen gelişmelerle tetiklenmektedir. Söz konusu gelişmeler, makroekonomik göstergelerde istikrarsızlığa neden olurken; talep daralması, finansmana erişimde zorluk, dış pazarlara bağımlılık gibi yapısal kırılganlıklar reel sektörde küçülmeye, üretim düşüşlerine ve iflaslara yol açabilmektedir (Cicioğlu & Yıldız, 2018: 26). Bu tür durumlar, genel olarak "reel sektör krizi" olarak adlandırılır.

Genel anlamda, mal ve hizmet piyasalarında üretim hacminde meydana gelen belirgin daralmalar, resesyon (durgunluk) krizleri olarak nitelendirilmektedir. İşgücü piyasasında ise işsizlik oranında artış, istihdam düzeyinde azalma ve benzeri makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar sonucunda ortaya çıkan krizler, işsizlik krizleri olarak tanımlanır. Bunun yanı sıra, mal ve hizmet piyasalarında fiyatların

sürekli ve yüksek oranlarda artması ve bu artışların belirli bir eşiğin üzerine çıkması, enflasyon krizleri olarak adlandırılır (Kibritçioğlu, 2001: 175).

### **1.3.2. Finansal Krizler**

Finansal krizler; döviz ve hisse senedi piyasalarında aşırı fiyat dalgalanmaları ya da bankalarda geri ödenmeyen kredilerin ciddi biçimde artmasıyla ortaya çıkar. Bu krizler, ekonomideki temel yapının bozulmasıyla ilgilidir. Kamu açıklarının, cari işlemler açıklarının ve tasarruf yetersizliğinin artması, ekonomiyi zayıflatır ve kriz riskini artırır. Bu açıkların nedenlerinden biri, genişletici para ve maliye politikalarıdır. Yani devletin harcamaları artırması ya da vergileri azaltması gibi uygulamalar, tasarrufları azaltıp faiz oranlarını yükseltebilir. Bu da yerli paranın değer kazanmasına yol açar. Ancak açıkların fazla büyümesi, piyasada devalüasyon (yerli paranın değer kaybı) beklentisini artırır. Bu beklenti döviz talebini yükseltir, döviz kuru hızla artar ve sonunda finansal krize yol açar (Kibritçioğlu, 2001: 175).

Finansal krizleri üç ana başlık altına inceleyebiliriz: Dış borç krizi, bankacılık krizi ve döviz krizi.

#### **1.3.2.1. Dış Borç Krizi**

Dış borç krizleri hem kamu kesiminin hem de özel sektörün dış borçlarından kaynaklanabilir. Bu tür krizler, alınan yabancı kaynaklı borçların geri ödenememesi durumunda ortaya çıkar. Özellikle hükümetlerin dış borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesi ya da yeni dış kredi bulamaması, dış borç krizinin temel nedenleri arasındadır. Ayrıca, dış borçların yeniden yapılandırılamaması, yeni ödeme planlarına bağlanamaması ya da borçların sürekli ertelenmek zorunda kalınması da dış borç krizine zemin hazırlar. Bu durum, ülkenin uluslararası finansal güvenilirliğini zayıflatır ve ekonomik istikrarı tehdit eder.

Dış borçların ekonomik olarak verimli alanlara yönlendirilmemesi, geri ödeme riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Özellikle alınan borçlar, uzun vadede getiri sağlayabilecek ancak kısa vadede yüksek risk içeren alanlara yatırıldığında, borcun vadesi geldiğinde ödeme güçlüğü ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda hükümetler, mevcut borçların ertelenmesini veya yeni borç verilmesini talep edebilir. Ancak borç verenler, böyle bir durumda bulunan ülkelere yeni kredi sağlama konusunda tereddüt yaşamakta ve bunu yüksek riskli bir karar olarak değerlendirmektedirler. Bu tür

gelişmeler, ilgili ülkelerde dış borç krizi yaşanmasına neden olabilmektedir (Delice, 2003: 61).

#### **1.3.2.2. Döviz Krizi**

Para krizleri, yerli paranın yabancı para karşısında ani ve ciddi biçimde değer kaybetmesiyle ortaya çıkan ekonomik sorunlardır. Bu tür kriz dönemlerinde, ekonomik aktörlerin yerli para talebi azalırken, yabancı para talebi hızla artar. Bu eğilim, genellikle ödemeler dengesinin bozulacağı ve merkez bankası rezervlerinin tükeneceği beklentisiyle birlikte spekülasyon davranışları sonucu oluşur. Merkez bankası, bu duruma karşı koymak amacıyla faiz oranlarını artırabilir veya rezerv satışlarıyla döviz talebini dengelemeye çalışabilir (Yay, 2001: 4). Ancak bu önlemlere rağmen döviz talebinin resmi rezervlerle karşılanamaması durumunda, ülke zorunlu devalüasyona gitmek zorunda kalabilir.

Devalüasyon hem yerli hem de yabancı ekonomik aktörler açısından mali kayıplara neden olabilir. Bu süreç, para krizinin temel dinamiklerinden biri olarak değerlendirilir ve genellikle ekonomik istikrarın ciddi biçimde sarsıldığı dönemlerle örtüşür.

#### **1.3.2.3. Bankacılık Krizi**

Bankacılık krizleri, finansal sisteme duyulan güvenin zayıflamasıyla ortaya çıkar. Tasarruf sahiplerinin bankalardaki mevduatlarını aynı anda çekmek istemeleri, bankalar üzerinde ani ve yoğun bir likidite baskısı yaratır. Bu durum, halk arasında "bankalara hücum" olarak da adlandırılır. Eğer bankalar bu ani para çekme taleplerini karşılayamazsa, piyasada belirsizlik ve panik ortamı oluşur. Bu süreç, finansal sistemin genel işleyişini bozarak bankacılık krizine yol açar (Seyidoğlu, 2001: 583).

Bu tür bankacılık krizlerinin en çarpıcı örneklerinden biri, 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizdir. ABD'de subprime (yüksek riskli) mortgage kredilerinin geri ödenememesi, bankaların bilançolarında büyük zararlar doğurmuş; birçok finans kuruluşunun iflas etmesine veya devlet müdahalesiyle kurtarılmasına neden olmuştur. Finansal sisteme duyulan güvenin sarsılması, küresel ölçekte likidite krizine ve bankacılık sisteminde ciddi daralmalara yol açarak krizin dünya geneline yayılmasına neden olmuştur. Bu krizler bir sonraki bölümlerde detaylı olarak incelenecektir.

#### **1.3.2.4. Borsa Krizi**

Borsa krizi, menkul kıymetler piyasasında fiyatlarda meydana gelen ani ve sert dalgalanmalar, özellikle de hızlı düşüşler neticesinde ortaya çıkan finansal bir çalkantıdır. Bu tür krizler yatırımcı güvenini sarsmakta ve piyasalarda geniş çaplı ekonomik etkiler yaratabilmektedir. Tarihteki en çarpıcı örneklerden biri, 1929 yılında yaşanan ve küresel ölçekte etkileri hissedilen Büyük Buhran'dır.

Borsa krizlerinin ortaya çıkmasında rol oynayan başlıca faktörler şu şekilde sıralanabilir (Erdem, 2010: s.136–137):

- Siyasal istikrarsızlıkların derinleşmesi ve hükümetin geleceğine ilişkin belirsizliklerin artması,
- Borsada işlem gören şirketlerin bilanço yapılarında bozulmalar meydana gelmesi,
- Makroekonomik dengelerde yaşanan ciddi sapmalar,
- Küresel piyasalarda hammadde ve emtia fiyatlarında gözlemlenen yüksek oynaklıklar.

#### **1.4. Finansal Krizlerin Modelleri**

Finansal krizler; para krizleri, borç krizleri veya finans sektörü krizleri şeklinde farklı biçimlerde ortaya çıkabilmektedir. Bu krizlerin ortaya çıkış biçimleri ve etkileri, ülkelere ve bölgelere göre önemli farklılıklar göstermektedir. Bu nedenle, farklı kriz türlerini açıklamak için farklı konseptlere ihtiyaç duyulmuştur. Bu modeller; birinci nesil kriz modelleri, ikinci nesil kriz modelleri ve üçüncü nesil kriz modelleri olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

Birinci nesil kriz modelleri, 1979 yılında Paul Krugman tarafından geliştirilmiştir. Bu modeller, özellikle sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde, bütçe açıkları ve sürdürülemez para politikalarının sonucu olarak ortaya çıkan krizleri açıklamaktadır. İkinci nesil kriz modelleri, 1994 yılında Maurice Obstfeld tarafından ortaya konmuştur. Bu modeller, hükümetlerin uyguladığı iktisat politikalarında ani yön değişikliklerinin olasılığına odaklanır. Son olarak üçüncü nesil kriz modelleri ise finansal sektördeki kurumsal yapıların ve aktörlerin davranışlarına odaklanır. Bu modeller, özellikle bankalar ve finansal kuruluşların ahlaki risk (moral hazard) taşıyan

kararlarının, finansal istikrarsızlığa nasıl yol açabileceğini incelemektedir. Kredi genişlemesi, aşırı risk alma eğilimi ve denetim eksiklikleri bu modelin temel unsurları arasında yer alır (Ateş, 2023: 14).

Bu çerçevede, 2008 Küresel Finansal Krizi, üçüncü nesil kriz modelleriyle büyük ölçüde örtüşmektedir. Kriz, finansal piyasalarda artan risk alma davranışları, düşük denetim düzeyi, ahlaki tehlike içeren kredi genişlemeleri ve karmaşık finansal araçların kontrolsüz kullanımı sonucunda ortaya çıkmıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ve finansal sistem geneline yayılması, kriz dinamiklerinin üçüncü nesil modellerde tanımlanan zayıflıklarla doğrudan ilişkili olduğunu anlayabiliyoruz.

## **2. BÖLÜM**

### **2008 KÜRESEL KRİZ GELİŞİMİ**

Bu bölümde tüm yönleriyle 2008 ABD krizi incelenecektir. İlk olarak 2008 krizin ortaya çıkış nedeneleri ele alınacak ve yaşanan bu krizin sadece çıkış noktası olan ülkeyi değil, dünya ekonomilerini de nasıl etkileyebileceği incelenecektir. En önemlisi likidite bolluğu, kontrolsüz kredi genişlemesi, menkul kıymetleştirme uygulamaları ve denetim mekanizmalarındaki eksiklikler nasıl büyük bir krize yol açtığı değerlendirilecektir.

#### **2.1. 2008 Küresel Krizin Gelişimi**

2007 yılı itibarıyla, dünya ekonomisinin en büyüklerinden biri olan ABD'de konut piyasasında yaşanan sorunlar, kısa sürede küresel ölçekte etkisini gösteren bir finansal krize dönüşmüştür. Konut fiyatlarındaki aşırı artış, finansal yatırım araçlarında yaşanan ciddi kayıplar ve özellikle yüksek riskli konut kredileri (subprime mortgage) bu krizin temel nedenleri arasında yer almaktadır. Söz konusu süreçte, çok sayıda finansal kuruluş büyük zararlar yaşamış, bazıları iflas etmiş, bazıları ise devlet müdahalesiyle ayakta tutulabilmiştir (Sertkaya & Dilber, 2016: 12).

ABD’de başlayan finansal kriz, kısa sürede Avrupa Birliği (AB) ülkelerine de yayılmış ve böylece küresel bir boyut kazanmıştır. Bu kriz, 1929 Büyük Buhranı’ndan sonra kapitalizm tarihindeki en şiddetli ekonomik çöküntü olarak kabul edilmektedir. Küresel kriz süreci iki aşamada gerçekleşmiştir. İlk aşama, ABD’nin önde gelen yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers’ın iflası ile başlamış ve ipotekli konut kredilerindeki (subprime mortgage) sorunlara dayandığı için literatürde genellikle “Mortgage Krizi” olarak adlandırılmıştır. İkinci aşamada ise, krizin etkileri Avrupa’ya yayılmış ve başta Yunanistan olmak üzere bazı AB ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülemez hale gelmesiyle birlikte “Avrupa Borç Krizi” yaşanmıştır. ABD Merkez Bankası (FED), 2007 yılında başlayan mortgage krizine karşı çeşitli önlemler almaya çalışmışsa da ABD ekonomisinin küresel ölçekteki büyüklüğü ve AB ile olan güçlü ticari ve finansal bağları nedeniyle krizin etkileri kısa sürede Avrupa’ya ve diğer ülkelere de yayılmıştır (Bostan & Bölükbaş, 2011: 104; Erarslan, 2021: 63).

Ekonomik koşulların etkisiyle subprime (yüksek riskli) ipotekli konut kredilerinde büyük bir hacim artışı yaşanmış, bu krediler menkul kıymetleştirilerek finansal piyasalarda işlem görmeye başlamıştır. Bu süreçte yüksek risk içeren menkul kıymetlerin yoğun şekilde ihraç edilmesi, finansal sistemdeki kırılganlığı artırmıştır. Artan güvensizlik ortamı nedeniyle bankalar birbirlerine borç vermekten kaçınmış, bu da kredi piyasalarında ciddi bir daralmaya yol açmıştır. Ayrıca, dünya genelindeki yatırımcıların bu riskli menkul kıymetleri yüksek teminatlı ürünler olarak değerlendirmeleri, krizin uluslararası piyasalara yayılmasını kolaylaştırmıştır. Başlangıçta yalnızca ABD konut piyasasını etkileyen bu gelişmeler, kısa sürede diğer ülke ekonomilerini de etkisi altına alarak küresel kriz boyutuna ulaşmıştır. Krizin etkisiyle pek çok ülke ekonomik küçülme yaşamış; istihdam, büyüme ve sosyal refah alanlarında ciddi toplumsal ve ekonomik sorunlar ortaya çıkmıştır (Kutlu & Demirci, 2011: 42).

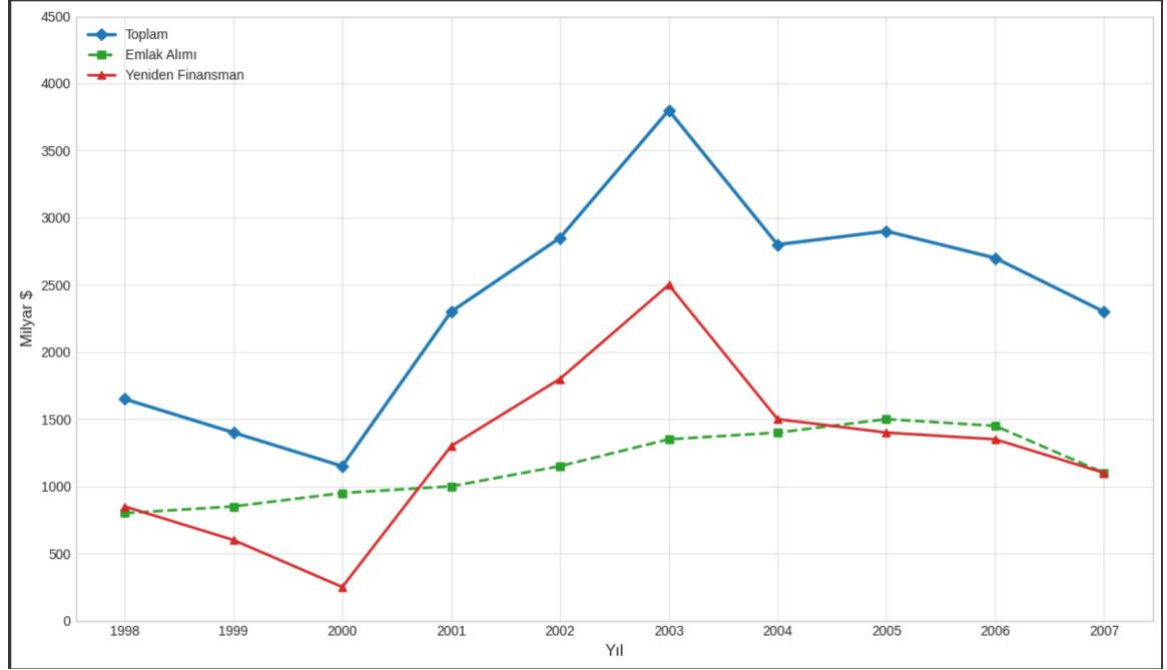
2000'li yıllardan itibaren ABD'de konut fiyatlarında yaşanan artışa paralel olarak, mortgage kredi piyasaları da hızla büyümüştür. Bu süreçte kredi kuruluşları, geri ödeme riskini yeterince dikkate almaksızın düşük gelirli ve kredi notu zayıf bireylere borç vermeyi sürdürmüş, böylece Mortgage Krizi'ne zemin hazırlanmıştır. Ancak 2007 yılında konut fiyatlarının düşmeye başlamasıyla birlikte, kredi borçlularına ait gayrimenkullerin piyasa değeri, kullandırılan kredilerin altında kalmaya başlamıştır. Bu durum, kredilerin geri ödenmesini zorlaştırmış ve teminat olarak gösterilen konutların finansal güvenliğini ortadan kaldırmıştır. Artan belirsizlik ortamı, yatırımcıların ellerindeki menkul kıymetlere olan güvenini sarsmış ve sermayelerini geri çekme eğilimini artırmıştır. Öte yandan, kredi borçlularının ödeme konusundaki isteksizliği ve ödeme gücünün zayıflaması, kredi piyasalarının likidite krizine sürüklenmesine neden olmuştur (Engin & Göllüce, 2016: 30).

Mortgage krizinin temel nedenlerinden biri, ABD Merkez Bankası'nın (FED) 2001–2004 döneminde uyguladığı gevşek para politikalarıdır. Bu dönemde faiz oranlarının düşürülmesiyle birlikte, bankaların elinde önemli miktarda likidite birikmiştir. Bankalar, bu likidite fazlasını değerlendirmek amacıyla, uzun vadeli ve düşük faizli ipotekli konut kredileri (subprime mortgage) vermeye yönelmişlerdir. Subprime mortgage kredileri, normal şartlarda kredi kullanma yeterliliğine sahip olmayan; kredi notu düşük, düzenli gelirini belgeleyemeyen ya da yeterli peşinat sağlayamayan kişilere sunulan riskli kredilerdir (Öztürk & Gövdere, 2010: 384). Bu dönemde kredi



hacmi hızla artarken, kredi kalitesindeki düşüş göz ardı edilmiştir. Şekil 2’de, 1998–2007 yılları arasında ABD’deki mortgage kredilerinin hacmindeki değişim grafiksel olarak gösterilmektedir.

**Şekil 2. ABD Mortgage Kredileri (Milyar \$)**



*Kaynak: Birdal, “Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”*

Şekil 2’de, 1998–2007 yılları arasında ABD’de verilen ipotekli konut kredileri hem emlak alımı hem de yeniden finansman (refinansman) açısından değerlendirilmiştir. Özellikle 2000–2004 döneminde, mortgage kredilerinin emlak alımı amacıyla kullanımı dikkat çekici ölçüde artmıştır. Bu artış, büyük ölçüde FED’in 2001–2004 yıllarında uyguladığı gevşek para politikaları ve düşük faiz oranlarının sonucudur.

Bu dönemde, subprime mortgage kredilerinde hızlı bir büyüme yaşanmış; riskli kredi gruplarına erişim kolaylaşmıştır. Ancak, FED’in 2004–2006 döneminde parasal genişlemeyi durdurması ve faiz oranlarını yükseltmesi, kredi kullanan düşük gelirli bireylerin borçlarını geri ödemesini zorlaştırmıştır. Bunun sonucunda, konut fiyatlarında düşüş başlamış; konut balonu patlamış ve mortgage sistemine olan güven hızla azalmıştır. Artan temerrüt oranları, başta yatırım bankaları olmak üzere finansal kurumlarda büyük zararlar doğurmuş ve ABD ekonomisi, 2007 yılında derin bir finansal krizin içine girmiştir (Acar, 2008: 8).

FED'in 2004–2006 döneminde faiz oranlarını artırmasıyla birlikte, değişken faizli mortgage kredilerinin geri ödeme tutarları yükselmiştir. Bu durum, özellikle düşük gelirli bireylerin kullandığı subprime mortgage kredilerinde ciddi geri ödeme sorunlarına yol açmıştır. Artan faiz yükü, borçluların kredi taksitlerini ödemekte zorlanmasına neden olmuş; bu da bankaların likidite sıkışıklığı yaşamasına yol açmıştır. Bankalar, temerrüde düşen borçluların konutlarını icra yoluyla satışa çıkarmaya başlamış; bu uygulama piyasada panik havasını artırmış ve konut fiyatlarının hızla düşmesine neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki bu düşüş, bankaların teminat olarak ellerinde tuttukları varlıkların değer kaybetmesine ve dolayısıyla zararlarının katlanarak artmasına yol açmıştır. Bu bağlamda, FED'in önce faizleri düşürerek kredi genişlemesini teşvik etmesi, ardından faizleri hızla artırarak maliyetleri yükseltmesi, tutarsız bir para politikası görünümü oluşturmuş ve finansal krizin derinleşmesinde belirleyici bir rol oynamıştır (Sakal & Şahin, 2009: 62).

ABD'de ortaya çıkan Mortgage krizi, kısa sürede Avrupa Birliği (AB) ülkelerine sıçrayarak bir borç krizine dönüşmüştür. Mortgage krizinin ABD'de milli geliri azaltması, dış ticaret ilişkisi içinde olduğu AB ülkelerinin ihracat gelirlerinde düşüşe yol açmıştır. Bu durum, Avrupa ekonomilerinde yavaşlamaya neden olmuştur. Öte yandan, birçok AB ülkesinde halihazırda yüksek düzeyde olan kamu borç stoku ve sürdürülemez bütçe açıkları, bu dış ticaret şokuyla birleşerek ekonomik kırılganlığı artırmıştır. Böylece, ABD'de başlayan finansal kriz, kısa sürede Avrupa Borç Krizi'ne dönüşmüştür (Ege & Şahin, 2018: 383). Şekil 3, ABD'deki Mortgage krizinin Avrupa'ya hangi ekonomik ve finansal kanallar aracılığıyla yayıldığını göstermektedir.



### 2.1.1. 2008 Krizinin Nedenleri

Ekonomik krizlerin ne zaman ortaya çıkacağı ya da ne ölçüde etkili olacağı genellikle öngörülemezdir. Zamanlama veya yoğunluğun önceden tespit edilememesi, krizlerin etkilerinin azaltılmasını ya da tamamen önlenmesini güçleştirmektedir. Nitekim, 2008 Küresel Finansal Krizi öncesinde bazı Amerikalı iktisatçılar hem ABD hem de dünya ekonomisinin bir resesyona girebileceğine dair uyarılarda bulunmuşlardır. Ancak bu krizinin küresel ölçekte bu denli derin ve yaygın etkiler yaratacağı, hiçbir iktisatçı tarafından net biçimde öngörülememiştir (Eroğlu, 2012: 8). Finansal krizin temelinde, iki katmanlı bir yapı olan mortgage piyasası yer almaktadır. Bu yapı, risk düzeyine göre kredilerin verildiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin işlem gördüğü ikincil piyasaları kapsamaktadır. Kriz, ilk olarak ABD gayrimenkul piyasasında başlamış, ardından finansal piyasalarda likidite sorunu şeklinde etkisini göstermiştir. Krizin dönüm noktalarından biri, ABD'nin önde gelen yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers'ın iflasıdır. Bu gelişme, finansal sistemde güveni derinden sarsmış ve kriz kısa sürede küresel boyuta ulaşmıştır (Bernanke, 2016)

ABD'de konut fiyatlarını etkileyen önemli faktörlerden biri de yurtdışından gelen sermaye girişleridir. Küresel ölçekte yüksek tasarruf oranlarına sahip ülkeler, getiri arayışıyla bu birikimlerini uluslararası piyasalara yönlendirmiştir. Bu süreçte, tasarruf fazlası olan birçok ülkenin sermayesi ABD'ye akmıştır. Özellikle Çin gibi yükselen piyasa ekonomileri, para birimlerinin değerini düşük tutarak ihracatı artırmaya, ithalatı ise sınırlamaya çalışmıştır. Bu dış ticaret fazlaları, büyük miktarlarda döviz rezervi birikimine yol açmıştır. Çin, bu rezervleri değerlendirmek amacıyla yüz milyarlarca dolar tutarında Amerikan hazine bonosu ve borç senedi satın almıştır. Bu yatırımların önemli bir bölümü ise mortgage teminatlı menkul kıymetler gibi riskli finansal ürünleri içermekteydi (Bernanke, 2016: 118).

2008 yılında ABD'de ortaya çıkan küresel finansal krizin nedenleri birçok araştırmacı ve kurum tarafından çeşitli boyutlarıyla ele alınmıştır. Krizin temel nedenleri genel olarak aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Işık, 2015: 32):

- Fed'in uyguladığı gevşek para politikası,
- Likidite bolluğu nedeniyle bankaların kredi verirken yeterli özen göstermemesi ve bunun sonucunda konut fiyatlarının balon şeklinde artması,

- Menkul kıymetleştirme uygulamalarının yaygınlaşması ve kredi türev piyasalarının denetimsiz biçimde büyümesi,
- Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının kredi ürünlerini hatalı değerlendirmeleri,
- Finansal sistemde şeffaflık eksikliği,
- Denetleyici ve düzenleyici kurumların yetersizliği ile yapısal denetim eksiklikleri.

Birçok uzman ve kurum, krizin doğrudan nedeni olarak ABD'deki subprime mortgage piyasasındaki bozulmaları göstermektedir. ABD'de ekonomik büyümeyi teşvik etmek amacıyla, özellikle düşük gelirli ve düşük kredi notuna sahip bireylere konut kredisi sağlanması, finansal sistemin aşırı risk yüklenmesine yol açmıştır. Bu durum, kredi geri ödemelerinde sorunlara neden olmuş ve kriz zincirleme şekilde tüm finansal sisteme yayılmıştır (Işık, 2015: 32).

#### **2.1.1.1. FED'in Gevşek Para Politikası ve Faiz Piyasalarında Dengesizlik**

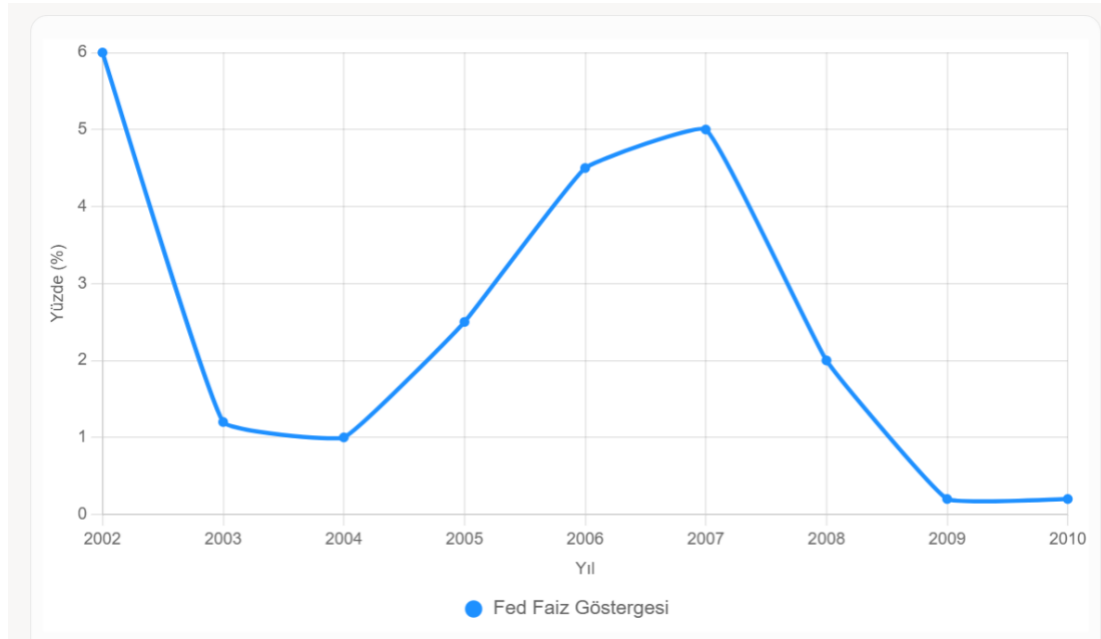
1997–1998 yılları arasında, Amerika Birleşik Devletleri'nde finansal piyasalarda dikkat çeken en önemli gelişme, hisse senedi yatırımı yapan bireylerin büyük ölçüde kazanç elde etmesiydi. Bu dönemde piyasalarda oluşan olumlu hava, yatırımcıların hisse senetlerine olan talebini artırmış; artan taleple birlikte hisse senedi fiyatlarında sürekli bir yükseliş gözlemlenmiştir. Bu durum, varlık balonu niteliği taşıyan bir sürecin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Yatırımcıların daha fazla hisse senedi satın almasıyla birlikte fiyatlar spekülatif biçimde artmaya başlamış ve bu da piyasaya akan fon miktarının hızla yükselmesine neden olmuştur. Hisse senedi fiyatlarının zirveye ulaştığı dönem, 2000 yılının ortaları olarak kabul edilmektedir (Duignan, 2025)

Hisse senedi piyasasında oluşan balonun ardından, bu kez konut piyasasında benzer bir balonlaşma süreci başlamıştır. ABD Merkez Bankası (Federal Reserve) Başkanı Alan Greenspan, regülasyonlara ve devletin piyasalara doğrudan müdahalesine karşı mesafeli bir tutum benimsemiş; bu doğrultuda serbest piyasa mekanizmasını ve düşük faiz politikasını savunmuştur. Başkanlığı süresince izlediği düşük faiz politikası, özellikle konut piyasasındaki balonun oluşmasında belirleyici bir etken olmuştur. 2003 yılı itibarıyla ABD'de faiz oranları hem FED'in gevşek para politikası hem de başta Çin olmak üzere yabancı ülkelere gelen yoğun sermaye girişleri nedeniyle tarihsel

olarak en düşük seviyelere gerilemiştir. Bu düşük faiz ortamı, konut kredilerinin maliyetini azaltarak konut piyasasında ciddi bir genişlemeye ve adeta bir konut patlamasına yol açmıştır. Bu gelişme, aynı zamanda ABD ekonomisinin 2001 resesyonunun ardından yaşadığı durgunluktan çıkmasına katkı sağlamıştır. Ancak konut piyasasında yaşanan bu hızlı büyüme sürecinde, finansal kuruluşlar giderek artan düzeyde risk almaya başlamışlardır. Bu risk iştahının arkasındaki temel motivasyon, FED'in olası bir piyasa çöküşünde müdahale edeceği ve zararları telafi edeceği yönündeki beklentiydi. Bu durum, literatürde “Greenspan Putu” olarak adlandırılan olguyu ortaya çıkarmıştır (Polat, 2018: 188)

Aşağıdaki grafikte görüldüğü gibi, 2001 yılının ortasında yaklaşık %6 seviyesinde olan Federal Fonlar Etkin Faiz Oranı, 2001 yılının sonuna gelindiğinde sert bir düşüşle %2 seviyesine kadar gerilemiştir. Bu düşüşün temel nedeni, 2001 yılında yaşanan ekonomik durgunluk ve 11 Eylül terör saldırıları sonrasında Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) uyguladığı gevşek para politikasıdır. 2002–2004 döneminde faiz oranlarındaki düşüş eğilimi devam etmiş ve oran 2004 yılının başlarında yaklaşık %1 seviyesine kadar inmiştir. Bu dönem, likidite bolluğunun en yoğun yaşandığı ve düşük faiz ortamının sürdüğü bir zaman dilimi olmuştur.

**Şekil 4. ABD Faiz Oranları**



*Kaynak: Board of Governors of the Federal Reserve System  
(US) via FRED®*

2004 ortasından itibaren ise FED, enflasyon risklerine karşı önlem olarak faiz oranlarını kademeli biçimde artırmaya başlamış ve bu sıkılaştırma politikası 2006 yılına kadar devam etmiştir. Faiz oranı 2006 ortalarında yaklaşık %5 seviyesine ulaşmış, 2007 başında ise %5.25 düzeyine çıkarak grafikteki en yüksek ikinci seviyeye ulaşmıştır. Bu faiz artış süreci, konut piyasasında aşırı borçlanmayı ve varlık fiyatlarındaki balonları kontrol altına alma çabasının bir parçası olarak değerlendirilmelidir.

2008 Küresel Finansal Krizinin patlak vermesiyle birlikte, uzun yıllar boyunca Amerikan para politikasını yönlendiren Alan Greenspan, kamuoyu nezdinde eleştirilerin odak noktası haline gelmiştir. Her ne kadar kriz ortaya çıktığında ABD Merkez Bankası (FED) başkanlığı görevini Ben Bernanke yürütmekte olsa da Greenspan döneminde uygulanan gevşek para politikalarının ve düzenleme karşıtı yaklaşımın, krizin temel sebepleri arasında yer aldığı yönündeki değerlendirmeler yoğunluk kazanmıştır. Krizin ardından Bernanke de selefi Greenspan gibi finansal piyasalara yoğun likidite sağlayarak balonun etkilerini hafifletme yoluna gitmiştir. Böylece literatürde “Greenspan katkısı” olarak adlandırılan merkez bankası müdahaleleri, bu dönemde yerini “Bernanke katkısı”na bırakmıştır. Bu politikalar, finansal varlık fiyatlarının daha da şişmesine ve piyasalarda aşırı risk iştahının yeniden tetiklenmesine neden olmuştur. 2007 yılı yaz aylarında, krizin ilk sinyalleri belirmeye başladığında hem FED hem de Avrupa Merkez Bankası (ECB), finansal sistemdeki tıkanıklıkları gidermek amacıyla olağanüstü düzeyde likidite enjeksiyonları gerçekleştirmiştir. Ağustos ayının ilk iki haftasında ECB yaklaşık 274 milyar dolar, FED ise yalnızca 2007 yılı ağustos ayı başında 38 milyar dolar likidite sağlamıştır (Polat, 2018: 189). Kriz tam anlamıyla patlak verdiğinde, yukarıdaki şekil 4’te görüleceği üzere FED piyasalara yoğun likidite sağlayarak faiz oranlarını sıfıra yakın seviyelere indirmiştir.

#### **2.1.1.2. Likidite Fazlalığından Kaynaklı Özensiz Krediler ve Konut Fiyatlarında Balon Oluşumu**

Piyasalarda ortaya çıkan likidite fazlası, bankacılık sistemine yönelen nakit girişlerinin, merkez bankasının piyasadaki çektiği likidite miktarını sürekli olarak aşması durumunu ifade etmektedir. Bu tür bir dengesizlik, genellikle para arzının talep edilen seviyenin üzerine çıkmasıyla sonuçlanır ve çeşitli ekonomik sonuçlar

doğurabilir. Likidite fazlasının ortaya çıkış nedenleri oldukça çeşitlidir. Gelişmekte olan ülkelerde, son yıllarda artan makroekonomik istikrar ve yatırım ortamına duyulan güvenin yükselmesiyle birlikte, uluslararası yatırımcıların risk algılarındaki değişim, bu ülkelere yönelen yüksek hacimli döviz girişlerine yol açmıştır. Bunun yanı sıra, özellikle petrol ve diğer doğal kaynakları ihraç eden ülkelerde, ihracat gelirlerindeki artış da önemli bir likidite kaynağıdır. Ayrıca, özel ya da kamu sektörünün dış borçlanmaları, doğrudan yabancı yatırımlar, özelleştirme gelirleri ve yurtdışında yaşayan vatandaşların ülkeye gönderdiği döviz transferleri (havaleler) gibi unsurlar da piyasadaki döviz ve dolayısıyla likidite akışını artıran faktörler arasında yer almaktadır (Taner, 2008: 5).

Bir ekonomide likidite fazlasının başlıca kaynakları ise şu şekilde özetlenebilir:

- Merkez bankasının uluslararası döviz rezervi biriktirmesi,
- Merkez bankasının hükümete doğrudan kredi sağlaması (diğer bir ifadeyle parasallaştırma),
- Bankacılık sistemine yönelik kredi genişlemesi,
- Özelleştirme gelirleri,
- Dış ticaret fazlasına bağlı olarak oluşan oynak ihracat gelirleri.

2006 yılından itibaren finansal piyasalarda yaşanan bu likidite bolluğu, düşük faiz oranlarıyla birleşerek kredi kullanımını cazip hale getirmiştir. Bu süreçte, özellikle emlak kredileri, düşük faizli ve kolay erişilebilir olmaları nedeniyle yoğun talep görmüştür. Ekonomi literatüründe subprime kredi olarak adlandırılan bu riskli krediler, ödeme zorluğu yaşayan bireyler tarafından kullanılmış ve krizin derinleşmesiyle birlikte bankalara geri dönmeye başlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda, bankaların hacizli kredi oranı hızla artmış, geri alınamayan krediler sistemdeki kırılganlığı büyütmüştür. Bankalar, bu teminatlı konutları likiditeye çevirmek amacıyla hızla piyasaya arz etmiş, ancak aynı dönemde FED'in faiz artırma politikası nedeniyle konut fiyatlarında sert bir düşüş yaşanmıştır. Bu durum, kredilerini ödemeye devam eden konut sahiplerini dahi etkilemiş; birçok durumda evlerin piyasa değeri kredi borcunun altına düşmüştür. Böylece sadece temerrüde düşenler değil, düzenli ödeme yapanlar da finansal zarara uğramıştır. Zararların bankacılık sisteminin geneline yayılması, birçok mali kuruluşun bilançosunu olumsuz etkilemiş ve iflaslar gündeme gelmiştir (Dergan, 2023: 29) Şekil 5'te, bu dönemde



yaşanan kredi genişlemesini ve konut piyasasına yansıyan etkileri görsel olarak ortaya koymaktadır.

**Şekil 5. Mortgage ve Mortgage Dışı borçlar (1996 Yılına Endeksli)**



*Kaynak: (Mian ve Sufi, 2008)*

*Borç verileri 1996 yılı baz alınarak endekslenmiştir (1996 = 1).*

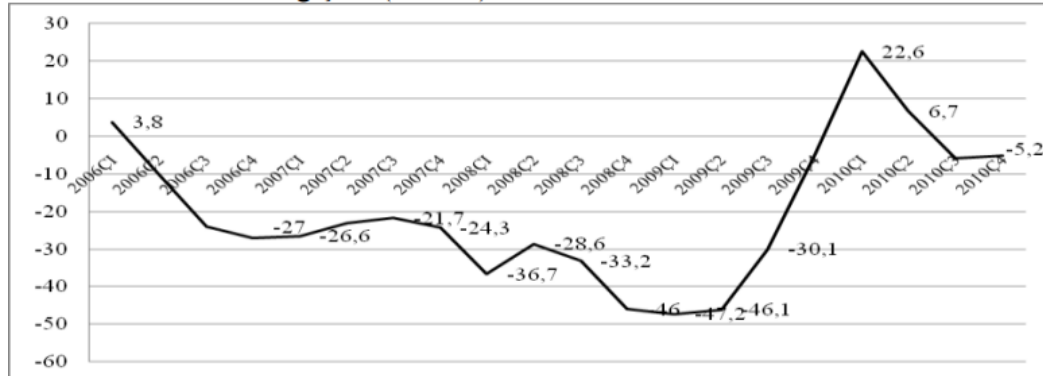
*Mortgage dışı borçlara öğrenci kredileri, taşıt kredileri, tüketici kredileri ve kredi kartı bakiyeleri dâhildir.*

Not: —Ödenmemiş mortgage kredileri    × Ödenmemiş mortgage dışı krediler

Şekil 5'te, ABD'deki kredi genişlemesi süreci kapsamında ödenmemiş mortgage kredileri ve mortgage dışı krediler karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir. Grafikte, ödenmemiş mortgage kredileri koyu çizgiyle, mortgage dışı krediler (tüketici kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı bakiyeleri vb.) ise kesik çizgiyle temsil edilmiştir. Yatay ekseninde yıllar (1992–2008 arası), dikey ekseninde ise kredi türlerine göre ödenmemiş kredi oranları (%) yer almaktadır. Grafik, özellikle 2006 yılından itibaren likidite bolluğunun etkisiyle özensiz kredi verme uygulamalarının arttığını ve bunun sonucunda hem mortgage hem de mortgage dışı kredilerde ödenmeme oranlarının yükseldiğini göstermektedir.

ABD’de, kurumsal yapı ve hukuki düzenlemeler çerçevesinde konut sektöründe uygulanan bazı politikalar, 2008 krizine zemin hazırlayan unsurlar arasında yer almıştır. Konut sahiplerini korumaya yönelik geliştirilen bu düzenlemeler, kısa vadede faydalı ve teşvik edici görünse de uzun vadede sorunlu mortgage kredilerinin yaygınlaşmasına neden olmuştur. Bu sistemde, konut kredisi geri ödenmediği takdirde kredi veren kurum doğrudan konutun mülkiyetini devralabilmekte, ancak konut sahibinin borç nedeniyle uğradığı zararın tazmini için herhangi bir dava hakkı bulunmamaktadır. Bu durum, konut sahiplerinin ödeme güçlüğüne düştüklerinde yasal bir yükümlülük altına girmeden konutu terk edebilmelerine olanak tanımıştır. Böylece, özellikle düşük gelirli gruplar arasında risk algısı zayıflamış, ödeme niyeti ve disiplini azalmış ve sorunlu kredilerin oranı artmıştır (Deniz, 2013: 52). Şekil 6’da, 2006–2010 döneminde ABD’de konut ruhsatlarındaki değişim oranlarını göstermektedir. Bu veri, konut piyasasında kriz öncesi ve sonrası yaşanan talep daralmasının izlerini yansıtmaktadır.

**Şekil 6. ABD’de Konut Ruhsatları Değişimi (Çeyreklik %)**



*Kaynak: Sancak ve Demirbaş, 2011*

Kriz döneminde, bankaların elinde satılmayı bekleyen çok sayıda konut birikmiştir. Şekil 6 incelendiğinde, ABD’de konut ruhsat sayılarında, 2006 yılı boyunca tüm çeyreklerde düzenli bir küçülme yaşanmıştır. 2007 yılının ilk üç çeyreğinde ise geçici bir büyüme eğilimi görülmüş, ancak yılın son çeyreğiyle birlikte yeniden küçülme süreci başlamıştır. Bu düşüş, 2008 yılının son çeyreğinde %46 oranına ulaşarak dikkat çekici boyutlara ulaşmıştır. 2009 yılının ilk çeyreğinde, konut ruhsatlarındaki küçülme %47,2 ile en düşük seviyeye ulaşmış, ancak takip eden üç çeyrekte belirgin bir toparlanma gözlemlenmiştir. 2010 yılına gelindiğinde, ilk çeyrekte %22,6 oranında bir

büyüme gerçekleşmiş; ancak yılın son iki çeyreğinde sırasıyla %5,7 ve %5,2 oranlarında yeniden küçülme yaşanmıştır. Aynı dönemde bankalar, ellerindeki konut stokunu azaltmak amacıyla piyasaya daha fazla konut arz etmeye başlamış, bu da arz fazlasını beraberinde getirmiştir. Özellikle 2009 yılı boyunca her çeyrekte konut değişim oranının artması, konut piyasasında belirgin bir dalgalanmanın göstergesidir. Ancak hacizli konutların satılamaması, konut fiyatlarının daha da düşmesine yol açmıştır. Bankaların yoğun şekilde konut satış ilanları yayımlaması da fiyatlar üzerindeki baskıyı artırmış, böylece konut fiyatlarında oluşan balon patlamış ve fiyatlar olması gereken seviyelere gerilemiştir. Bu süreçte, kredi kullanarak konut satın alan bireyler, konutlarının piyasa değeri kredi borcunun altına düştüğü için ciddi finansal kayıplarla karşı karşıya kalmış ve büyük bir kısmı kredi borçlarını ödeyemez hale gelmiştir (Eroğlu, 2012: 13).

#### **2.1.1.3. Mortgage Fonlarının Menkul Kıymetleştirilmesi**

Küresel krizin temel nedenlerinden biri olarak, ABD'deki finansal kurumlar tarafından mortgage fonlarının yaygın şekilde menkul kıymetleştirilmesi gösterilmektedir (Demir & Eken, 2015: 56). Bu durum, 2008 ABD krizini geçmiştaki birçok finansal krizden ayıran belirleyici bir unsur olmuştur. Menkul kıymetleştirme, likit olmayan varlıkların (örneğin mortgage kredileri, kira ödemeleri, kredi kartı alacakları) ihraç edilebilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi sürecini ifade eder. Bu kıymetler daha sonra sermaye piyasalarında alım satıma konu edilebilmektedir. ABD’de mortgage teminatlı menkul kıymetleştirme uygulaması ilk olarak 1970 yılında Hükümet Mortgage Birliği (Government National Mortgage Association-Ginnie Mae) tarafından başlatılmıştır. Bu sistemde, çeşitli kredi alacakları bir havuzda toplanmakta, daha sonra bu havuzlara dayalı menkul kıymetler oluşturularak yatırımcılara sunulmaktadır (Erdönmez, 2006: 75).

Kriz öncesi dönemde, mortgage kredi uygulamaları kapsamında menkul kıymetleştirme, sermaye piyasalarının temel fonlama kaynaklarından biri haline gelmiştir. Ancak, bireylerin kullandığı mortgage kredilerinde geri ödemelerin aksaması, bu kıymetlere dayalı işlemlerin sürdürüldüğü ikincil piyasalarda ciddi fonlama sorunlarına yol açmıştır. Bu süreçte, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin, başlangıçta sermaye piyasalarını geliştirmek amacıyla uygulanmış olmasına rağmen, uygulamada finansal sistemi zayıflattığı ve

istikrarsızlığa yol açtığı belirtilmektedir (Işık, 2015: 38). Kredi geri dönüşlerinin güvenilir olmaması, yatırımcıların bu ürünlere olan güvenini sarsmış ve sistemin çökmesine zemin hazırlamıştır. Şekil 7, 2001–2008 yılları arasında ipotekli konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin hacmini göstermektedir. Bu veri, menkul kıymetleştirme uygulamalarının kriz öncesi ne denli yaygınlaştığını sayısal olarak ortaya koymaktadır.

**Şekil 7. Mortgage İpoteklerine Dayalı İhraç Edilen Menkul Kıymetler**



*Kaynak: Işık, 2015*

*MBS: Mortgage'a Dayalı Finansal Ürünler*

Şekil 7'ye göre, 2001 yılında toplam 1.671,3 milyar dolar tutarında menkul kıymet ihraç edilmiştir. Bu değer, 2007 yılında 2.050,1 milyar dolara yükselmiştir. 2001–2007 yılları arasında ihraç edilen menkul kıymetlerin hacmindeki bu artış, paralel biçimde genişleyen bir ikincil piyasanın oluşmasına neden olmuştur. Ancak bu piyasanın temel fon kaynağını oluşturan mortgage kredilerinde taksit ödemelerinin aksaması, tahvillere dayalı menkul kıymetlerin de geri ödemelerinde ciddi sorunlar doğurmuştur. Bu durum, söz konusu menkul kıymetlerin güvenilirliğini zedelemiş ve yatırımcıların sermaye piyasalarından çekilmesine yol açmıştır. Mortgage kredilerinin merkezinde yer aldığı bu yapı, menkul kıymetleştirme yoluyla riskin dağıtılmasını amaçlamış; fakat kredi geri dönüşlerinin durmasıyla birlikte bu mekanizma kriz yayıcı bir araç hâline gelmiştir. Bu süreçte, menkul kıymetleri ihraç eden ya da bu ürünleri portföylerinde bulunduran birçok finansal kuruluş zarar açıklamış, piyasalarda panik havası oluşmuştur. Bunun sonucunda sermaye hareketlerinde azalma, mevduatların

ani şekilde bankalardan çekilmesi ve likidite sıkışıklığı yaşanmıştır. Ayrıca tabloda dikkat çeken bir diğer veri, 2003 yılında menkul kıymet ihracının zirveye ulaştığı ve toplam 3.071,1 milyar dolarlık ihraç gerçekleştirilmiştir. Bu durum, krizin finansal sistemde nasıl birikimli şekilde geliştiğini gözler önüne sermektedir (Işık, 2015: 39).

#### **2.1.1.4. Türev Piyasaların Kontrolsüz Gelişimi**

Türev ürünler, değeri temelini oluşturduğu başka bir varlığın (emtia, hisse senedi, endeks, altın, faiz oranı veya döviz kuru gibi) değerine bağlı olarak belirlenen finansal araçlardır. Bu ürünler, çeşitli finansal varlıklar üzerine yapılandırılarak riskten korunma, spekülasyon veya arbitraj amacıyla kullanılmaktadır (Işık ve Tünen, 2011: 19)

Türev ürünler, özellikle risk yönetimi alanında tüm piyasa aktörlerine çeşitli stratejik alternatifler sunmaktadır. Ancak son yıllarda bazı büyük sanayi kuruluşları, ticari işletmeler, finansal kurumlar ve yerel yönetimlerin türev piyasalarda yaşadığı kayıplar, bu piyasaların yalnızca profesyonel yatırımcılar tarafından değil, aynı zamanda etkin strateji seçimi ve güçlü bir iç denetim mekanizması olmaksızın kullanıldığında ciddi mali zararlara yol açabileceğini gözler önüne sermiştir. Türev ürünlerin kullanım amaçları arasında; farklı ülkelerdeki finansal piyasalardaki arbitraj imkânlarından yararlanarak finansman maliyetlerini azaltmak, faiz ve döviz kurlarındaki ani dalgalanmalara karşı korunmak, borçlanma kapasitesini ve likiditeyi artırmak, mevcut varlık ve yükümlülükleri ya da kesin döviz ödemelerini riskten korumak, yurtdışındaki bağlı ortaklıklara yapılan yatırımları güvence altına almak, spekülatif kazanç elde etmek amacıyla vadeli işlemlerden faydalanmak, sermaye piyasalarının işleyişini desteklemek ve fiyat sinyallerinin daha sağlıklı oluşmasına katkı sağlamak şeklinde sıralanabilir. (Işık ve Tünen, 2011: 19).

Yatırımcıların, daha yüksek risk karşılığında daha yüksek getiri talep etmeleri, finansal mühendislik ürünlerine olan ilgiyi artırmış ve bu durum, teminatlı borç senetlerinin (Collateralized Debt Obligation – CDO) piyasa hacminde kayda değer bir büyümeye yol açmıştır. "CDO'lar (Collateralized Debt Obligation), çeşitli varlıklardan oluşturulan bir havuza dayanan kredi türev araçlarıdır ve en yaygın kullanılan türev ürünlerden biri olarak öne çıkmaktadır. Bir CDO; bireysel krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartı borçları ve tüketici kredileri gibi farklı finansal varlıkları bir araya getirerek yapılandırılmakta ve yatırımcılara sunulmaktadır. Bu yapı sayesinde, kredi

riski farklı risk profillerine göre sınıflandırılarak yatırımcılara dağıtılmakta, böylece riskin yayılması sağlanmaktadır. CDO'ları (Collateralized Debt Obligation – Teminatlı Borç Senetleri) bankalardan satın alan yatırımcılar, bu menkul kıymetlerin güvenilirliğinden emin olmak istemekteydiler. Bu noktada devreye kredi derecelendirme kuruluşları girmiş ve söz konusu menkul kıymetlere yüksek kredi notları vererek güvenilir olduklarını belgelemeye çalışmışlardır.

**Şekil 8. Global CDO İhraç Verileri**

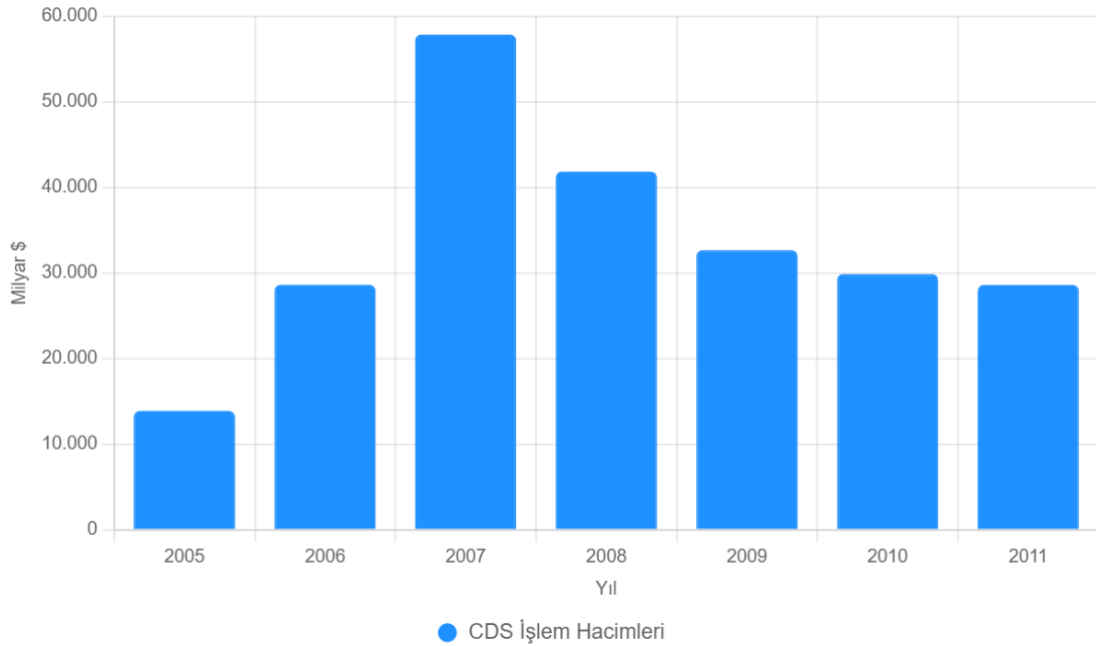


*Kaynak: SIFMA, Research Quarterly 4Q and Full Year 2009*

Şekil 8, 2001–2009 dönemine ait varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarındaki gelişimi göstermektedir. 2001 yılında yaklaşık 300 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen ihraç hacmi, finansal piyasalardaki genişleme ve düşük faiz politikalarının etkisiyle 2005 ve 2006 yıllarında 700 milyar doların üzerine çıkmıştır. Bu dönemde menkul kıymetleştirme faaliyetleri, özellikle ipoteğe dayalı menkul kıymetler (MBS) aracılığıyla hız kazanmıştır. Ancak 2007 yılında ABD mortgage piyasasında yaşanan bozulmaların tetiklediği finansal kriz ile, menkul kıymet ihraçlarında belirgin bir daralma gözlemlenmiştir. 2007–2008 yıllarında ihraç hacmi önce 500 milyar dolar seviyelerine, ardından 2009 yılı itibarıyla 100 milyar doların altına gerilemiştir.

American International Group (AIG) gibi büyük sigorta şirketleri, bu menkul kıymetlerin temerrüde düşme riskine karşı kredi temerrüt takası (Credit Default Swap – CDS) olarak bilinen türev ürünleri sunmaktaydı. Credit Default Swap (CDS), bir borçlunun temerrüdü riskine karşı koruma sağlayan bir tür kredi türev ürünüdür. En basit tanımıyla CDS, alacaklıyı olası bir temerrüt kaybına karşı belirli bir prim karşılığında sigortalayan finansal bir sözleşmedir (Akarçay, 2008: 24). Bir CDS sözleşmesinde koruma alıcısı, referans alınan tahvil veya kredi temerrüde düşerse oluşacak zararı tazmin etmek üzere koruma satıcısından teminat satın alır; karşılığında düzenli prim ödemeleri yapar. Bu yönüyle CDS’ler, kredi riskini başlangıçtaki kredi ilişkisinden üçüncü taraflara transfer etmeyi mümkün kılarak bankalar, sigorta şirketleri, hedge fonlar gibi kuruluşların risk yönetiminde önemli bir rol oynamıştır. 2000’lerin ortalarına gelindiğinde CDS piyasası, tezgahüstü (OTC) türev piyasaların önemli bir parçası haline gelmiştir. Bankalar portföylerindeki kredi riskini CDS yoluyla devrederek sermaye yeterliliklerini iyileştirmeye çalışırken, yatırımcılar ve spekülâtörler de CDS’leri temel alan varlıkların temerrüt riskine karşı pozisyon almak veya bu riski üstlenerek getiri elde etmek amacıyla yaygın biçimde kullanmıştır (Vause, 2010).

**Şekil 9. CDS İşlem Hacimleri**



*Kaynak: Akarçay, 2008*

Kredi türev piyasası, özellikle CDS (kredi temerrüt takası) ürünlerinin öncülüğünde, 1996 yılında yaklaşık 40 milyar dolar olan işlem hacmiyle sınırlı bir büyüklüğe sahipken, sonraki yıllarda yıllık ortalama %80 oranında artış göstermiş ve yukarıdaki grafikte görülebileceği üzere 2007 yılı itibariyle yaklaşık 58 trilyon dolara ulaşmıştır (Akarçay, 2008: 32). 2008 sonunda 41-42 trilyon \$ seviyesine gerilemiştir – bu yaklaşık %28’lik bir daralmaya tekabül eder. Piyasa tarihinde ilk kez, CDS kontratlarının toplam açık pozisyon miktarında yıllık bazda ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün arkasında, kriz sırasında CDS piyasasında yaşanan sistemik sarsıntılar bulunmaktadır. Öncelikle, 2008 boyunca büyük finansal kurumların iflası veya zor duruma düşmesi CDS’lerin itibarını sarstı. Özellikle koruma satıcısı konumundaki bazı kurumlar (örneğin büyük sigorta şirketi *AIG*), üstlendikleri devasa CDS yükümlülüklerini karşılayamayacak hale geldiler ve teminat tamamlama çağrılarını yerine getirememeleri devlet müdahalesini gerektirdi. Bu gibi olaylar, piyasa aktörlerinde CDS kontratlarındaki karşı taraf riski korkusunu ön plana çıkardı ve bir panik ortamı yarattı. Sonuç olarak, bir yandan yeni CDS sözleşmeleri yapmak isteği azalırken diğer yandan mevcut kontratların önemli bir kısmı ya erken sonlandırıldı ya da temerrüt olayları nedeniyle tetiklenerek kapandı (Gethard, 2024, Investopedia).

Sonuç olarak, 2005-2011 arasındaki dönemde CDS işlem hacimlerindeki dalgalanma, finansal inovasyonun ve risk iştahının doruğa ulaştığı bir dönemden, kriz şoku ile temkinli bir küçülme ve yeniden yapılandırma sürecine geçişi yansıtmaktadır. Bu sonuçlar, türev piyasalarında kontrolsüz büyümenin yaratabileceği sistemik riskleri gözler önüne sermiş ve sonraki yıllarda daha sağlam bir piyasa altyapısının ve regülasyonun önemini ortaya koymuştur.

#### **2.1.1.4.1. Uluslararası Derecelendirme Kuruluşların Hataları**

Dünyada yatırım ve finans sektörüne yön veren başlıca derecelendirme kuruluşları olan Moody’s, Standard & Poor’s ve Fitch, 1997 Asya Krizi, 2000’li yılların başındaki finansal skandallar ve subprime krizlerinde olduğu gibi, 2008 ABD finansal krizini de öngörememiştir. Bu durum, kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği ve tarafsızlığı konusunda ciddi tartışmalara yol açmıştır. Kuruluşların, değerlendirme yaptıkları bankalar ve finansal kurumlar tarafından finanse ediliyor olması, çıkar çatışmalarına neden olmakta ve objektifliklerini sorgulatmaktadır. Ayrıca, bu kuruluşların finansal riskleri her zaman zamanında tespit edemedikleri, bazı



durumlarda ise mevcut sorunları ya geç fark ettikleri ya da yalnızca kısmen yansıtabildikleri belirtilmektedir (Işık, 2015: 40).

Kredi derecelendirme kuruluşları, küresel kriz öncesinde varlıkları ağırlıklı olarak kredi borcu riskine göre değerlendirmiştir. Bu durum, söz konusu kuruluşların kriz öncesi dönemde etkin bir şekilde çalışamamalarına ve finansal sorunları zamanında tespit edememelerine yol açmıştır. Oysa türev piyasalarda yatırımcılar açısından likidite ve piyasa riski büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda, kriz öncesinde yüksek notlar veren Moody's, Standard & Poor's ve Fitch gibi derecelendirme kuruluşları yoğun eleştirilere maruz kalmış; kriz sürecinde ise birçok finansal kuruluşa verdikleri notları düşürmek zorunda kalmışlardır (Dergan, 2023: 34).

Lehman Brothers'ın iflasından yalnızca bir gün önce, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kuruma verilen notun "AAA" seviyesinde olması, yani en yüksek güven derecesini taşıması dikkat çekicidir (Çevik Tekin, 2016: 198). Bu durum, derecelendirme kuruluşlarının piyasa risklerini doğru şekilde değerlendiremediğine dair ciddi eleştirilere yol açmıştır. Lehman Brothers'ın iflasına rağmen, son ana kadar yüksek kredi notlarıyla değerlendirilmesi, bu kuruluşların bağımsızlıkları, yöntemleri ve piyasa üzerindeki etkileri konusundaki güveni zedelemiş ve geniş çaplı bir kurumsal güven krizine neden olmuştur (Demir, 2014: 76).

#### **2.1.1.5. Şeffaflık Eksiği**

Gelişmiş ülkelerde, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde, neredeyse her bir finansal fonksiyon için özel olarak yapılandırılmış farklı finansal kurumlar ve araçlar geliştirilmiştir. Bu kurumlar ve araçlar, birbirleriyle sıkı biçimde bağlantılı olup oldukça karmaşık bir yapı arz etmektedir. Örneğin, faiz oranı türev piyasalarında forward sözleşmelerden dalgalı faizli swaplara kadar geniş bir yelpazede finansal enstrümanlar bulunmaktadır. Bu çeşitlilik ve teknik karmaşıklık, söz konusu finansal araçların anlaşılmasını güçleştirmekte ve özellikle bireysel yatırımcılar açısından takip edilebilirliğini azaltmaktadır. Finansal sistemin sürekli olarak yenilenen, çeşitlenen ve teknik özellikler bakımından farklılaşan yapısı, yatırımcıların bilgiye erişimini zorlaştırmaktadır (Işık, 2015: 39).

Finansal piyasalarda şeffaflık eksikliğinin önemli bir boyutu, "asimetrik bilgi" olarak adlandırılan yapısal bir sorundur. Asimetrik bilgi, piyasa aktörleri arasında bilginin eş zamanlı ve eşit şekilde dağılmaması durumunu ifade eder. Bu durum, yatırımcılara,

firmalara ve diğer ekonomik aktörlere bilginin farklı hızlarda ve farklı içeriklerde ulaşmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda, “insider trading<sup>1</sup>” asimetrik bilginin açık bir örneğidir. Her ne kadar bu tür işlemler yasal düzenlemelerle yasaklansa da hukuki sınırlar içerisinde kalan asimetrik bilgilendirme problemleri hâlâ önemli bir sorun olarak varlığını sürdürmektedir. Mahrez ve Kaufmann tarafından gerçekleştirilen ampirik bir çalışma, şeffaflık düzeyinin düşük olduğu ülkelerde finansal kriz yaşanma olasılığının daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgu, finansal krizlerle şeffaflık düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir: Şeffaflık arttıkça, finansal sistemin kırılganlığı ve kriz olasılığı azalmaktadır. Ancak, yaşanan bu son küresel krizde şeffaflığın en yüksek düzeyde olduğu varsayılan Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmıştır. Bu durum, krizin yapısal dinamiklerinin daha derinlikli şekilde ele alınması gerektiğini göstermektedir (Işık, 2015: 39).

Söz konusu kriz sürecinde, banka ve aracı kurumların ellerinde tuttukları varlık türleri, bu varlıkların gerçek değerleri ve bu varlıklara ilişkin karşı taraf riskleri yeterince açık şekilde kamuoyuna yansıtılamamıştır. Bu da şeffaflık eksikliğini krizin merkezine yerleştiren temel etkenlerden biri olmuştur. Özellikle karmaşık türev ürünler aracılığıyla gerçekleştirilen işlemler, Lehman Brothers gibi büyük finansal kuruluşların iflasıyla birlikte piyasadaki riskin ölçülmesini, değerlendirilmesini ve etkili biçimde yönetilmesini oldukça güçleştirmiştir (Wasserstrom, 2008, The New York Times).

#### **2.1.1.6. Denetleyici ve Düzenleyici Kurumlar**

2008 finansal krizini tetikleyen temel unsurlardan biri, ABD finans piyasalarında kriz öncesi dönemde uygulanan gevşek kredi standartları olmuştur. Hem düzenleyici kurumlar hem de finansal kuruluşlardaki risk yöneticileri, bu uygulamaların doğurabileceği sonuçları büyük ölçüde göz ardı etmiştir. Özellikle subprime mortgage kredileri, taşıt kredileri ve kredi kartları gibi ürünlerde kredi verme standartlarının düşürülmesi, borçluların temerrüde düşme olasılığını artırmış, bu da yüksek riskli kredileri içeren portföylerin değerinde hızlı bir düşüşe neden olmuştur. Ayrıca, düzenleyici ve denetleyici kurumların krize karşı önlem almakta geciktiği de dikkat

---

<sup>1</sup> Insider trading: “Sermaye Piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir.” (SPK)

çekicidir. Dönemin FED Başkanı Ben Bernanke, konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geneline yayılmasının beklenmediğini ve mortgage piyasasının – subprime dahil– sağlıklı çalışmaya devam edeceğini ifade etmiştir. Ancak pratikte bu öngörüler gerçekleşmemiş, yaklaşık 2,5 yıl içinde konut piyasasında ortaya çıkan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel sektörü etkisi altına almış, kriz küresel boyuta ulaşmıştır (Işık, 2015)

Bu dönemde, özellikle hedge fonlara yönelik regülasyon eksikliği de dikkat çeken bir diğer yapısal sorundur. ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC), 1 Şubat 2006 itibarıyla, Yatırım Danışmanlığı Kanunu kapsamında varlıkları 25 milyon doları aşan veya 15'ten fazla yatırımcıya hizmet veren hedge fon yöneticilerinin kayıt altına alınması yönünde bir düzenleme getirmiştir. Ancak SEC'in bu risk esaslı düzenlemesi, bir hedge fon yöneticisi tarafından mahkemeye taşınmış ve Haziran 2006'da Bölgesel Yüksek Mahkeme tarafından iptal edilmiştir (Işık, 2015).

## **2.2. Kriz Süreci ve Krizin Yayılması**

2008 krizinin etkileri en belirgin biçimde finansal piyasalarda hissedilmiştir. Likidite sıkışıklığı, güven erozyonu ve sistemik riskin hızla artması, özellikle bankacılık ve yatırım sektörlerini ciddi şekilde sarsmıştır. Bu süreçte, karmaşık türev ürünlerinin ve yetersiz düzenlemelerin finansal sistem üzerindeki kırılganlıkları nasıl derinleştirdiği ortaya çıkmıştır.

### **2.2.1. Finansal Piyasalara Etkisi**

2007 yılının ikinci yarısından itibaren ABD'de mortgage piyasasında başlayan finansal kriz, kısa sürede küresel bir boyut kazanmış ve yalnızca ABD'yi değil hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri finansal açıdan olumsuz etkilemiştir. Küresel finansal krizin ilk etkileri, özellikle faiz oranlarındaki dalgalanmalarla kendini göstermiştir. Düşük faiz oranlarının etkisiyle kredi kullanımının artması, konut satışlarında hızlı bir yükselişe yol açmış; bu da varlık fiyatlarının şişmesine ve balon oluşumuna zemin hazırlamıştır. Ancak mortgage kredilerinin geri dönüşlerinde yaşanan sorunlar nedeniyle finansal sistemde güven kaybı oluşmuş ve kriz ABD'den başlayarak hızla diğer ülke ekonomilerine yayılmıştır (Oktar, 2013). Bu süreçte, krizden ciddi şekilde etkilenen bazı finansal kuruluşlar iflas ederken, bazıları ise sistemik riskin yayılmasını önlemek amacıyla devlet tarafından kamulaştırılmıştır.

**Tablo 1. ABD'deki 12 Finans Kuruluşunun Haziran 2008 Zararları**

| Finans Kuruluşu      | Zarar (Milyar Dolar) |
|----------------------|----------------------|
| Citybank             | 42,9                 |
| Merrill Lynch        | 37,1                 |
| Bank of America      | 15,1                 |
| Morgan Stanley       | 14,1                 |
| JP Morgan            | 9,8                  |
| Washington Mutual    | 9,1                  |
| Lehman Brothers      | 8,2                  |
| Wachovia Corporation | 7                    |
| Goldman Sachs        | 3,8                  |
| Wells Fargo          | 3,8                  |
| Bear Sterns          | 3,2                  |
| National City        | 3,1                  |

*Kaynak: Işık, 2015*

2008 Küresel Finansal Krizi'nin ilk açık işaretleri, 12 Mart 2007 tarihinde, ABD'nin önde gelen ipotekli kredi kuruluşlarından biri olan New Century Financial Corporation'ın iflas başvurusunda bulunmasıyla ortaya çıkmıştır. Bu gelişme, subprime mortgage piyasasında biriken risklerin finansal sisteme zarar vermeye başladığını açıkça göstermiştir. Ardından, Temmuz 2007'de, yine ipotekli kredi sektöründe faaliyet gösteren Bear Stearns'in, subprime mortgage kredilerine yatırım yapan iki hedge fonunun çökmesiyle mali yapısı sarsılmıştır. Şirket, yaşadığı finansal sıkıntılar sonucunda JP Morgan Bankası tarafından satın alınmıştır (Işık, 2015). Tablo 2'de görüleceği üzere kriz derinleştikçe, Haziran 2008 itibarıyla ABD'deki 12 büyük finansal kuruluşun toplam zararı 153,6 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 2'de, 2008–2009 yılları arasında çeşitli ülkelerde iflas eden bankalar ve finansal kuruluşları göstermektedir.

**Tablo 2. Kriz Sonucunda Bazı Ülkelerin Finansal Kuruluşların Durumu (2008-2009)**

| Tarih    | Ülke       | Finansal Kuruluş  | Zarar             |
|----------|------------|---|-------------------|
| 7 Şubat  | İngiltere  | Northern Rock ulusallaştırıldı.   | 88 milyar sterlin |
| 14 Mart  | ABD        | Bear Stearns FED sübvansiyonundan sonra ticari bir banka tarafından alındı.   | 29 milyar dolar   |
| 7 Eylül  | ABD        | Freddie Mac ve Fannie Mae ulusallaştırıldı.   | 200 milyar dolar  |
| 15 Eylül | ABD        | Lehman Brothers iflas etmiştir.   | 613 Milyar dolar  |
| 17 Eylül | ABD        | AIG ulusallaştırıldı.   | 87 milyar dolar   |
| 18 Eylül | İngiltere  | Lloyd TSB HBOS'u satın aldı.  | 12 milyar pound   |
| 29 Eylül | Benelux    | Fortis kurtarıldı.  | 16 milyar dolar   |
| 29 Eylül | ABD        | Citibank Washoiva'ı aldı.   | 12 milyar dolar   |
| 29 Eylül | Almanya    | Hypo Gayrimenkul kurtarıldı.  | 71 milyar dolar   |
| 29 Eylül | İzlanda    | Glitnir kurtarıldı.   | 850 milyon dolar  |
| 29 Eylül | İngiltere  | Bradford&Bingley kurtarıldı.  | 32,5 milyar dolar |
| 30 Eylül | Belçika    | Dexia kurtarıldı.   | 9,2 milyar dolar  |
| 30 Eylül | İrlanda    | İrlanda bankaları kurtarıldı.   | 572 milyar dolar  |
| 7 Ekim   | İzlanda    | Lansbanki ulusallaştırıldı.   |                   |
| 9 Ekim   | İzlanda    | Kaupthing ulusallaştırıldı  | 864 milyon dolar  |
| 12 Ekim  | İngiltere  | HBOS, Royal Bank of Scotland, Llyods TSB ve Barclays kurtarıldı.  | 60,5 milyar dolar |
| 16 Ekim  | İsviçre    | UBS kurtarıldı.   | 59,2 milyar dolar |
| 19 Ekim  | Hollanda   | ING sermaye yardımı aldı.   | 10 milyar euro    |
| 20 Ekim  | Fransa     | Fransa hükümeti 6 büyük bankaya kredi açmıştır.   | 10,5 milyar euro  |
| 27 Ekim  | Belçika    | KGB   | 3,5 milyar euro   |
| 4 Kasım  | Avusturya  | Kommunalkredit ulusallaştırılmıştır. Constantine Privatbank ulusallaştırıldı ve 5 Avusturya bankasına 1 euro karşılığı satıldı. |                   |
| 11 Kasım | Kazakistan | Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etmiştir.   | 3,7 milyar dolar  |
| 24 Kasım | ABD        | Citigroup sermaye desteği almıştır.   | 40 milyar dolar   |

*Kaynak: Erdönmez, 2009*

ABD’de 2000–2007 yılları arasında toplam 27 banka iflas etmiştir. Buna ek olarak, 2001–2008 döneminde kapatılan banka sayısı 346’ya ulaşmıştır. Ancak bu sayılara, federal hükümetin müdahalesiyle kurtarılan veya başka finansal kurumlara devredilen bankalar dahil edilmemiştir (Deniz, 2013: 59).

Diğer taraftan kriz sadece bankalar ve finansal kuruluşlar üzerinde değil, sermaye piyasaları üzerinde de olumsuz etkileri olmuştur. Aşağıda gösterilen tablo 3’te bazı barosaların Aralık 2007 – Aralık 2008 dönemine ait değer kayıpları gösterilmiştir.

**Tablo 3. Bazı Borsaların Aralık 2007- Aralık 2008 Dönemi Değer Kayıpları**

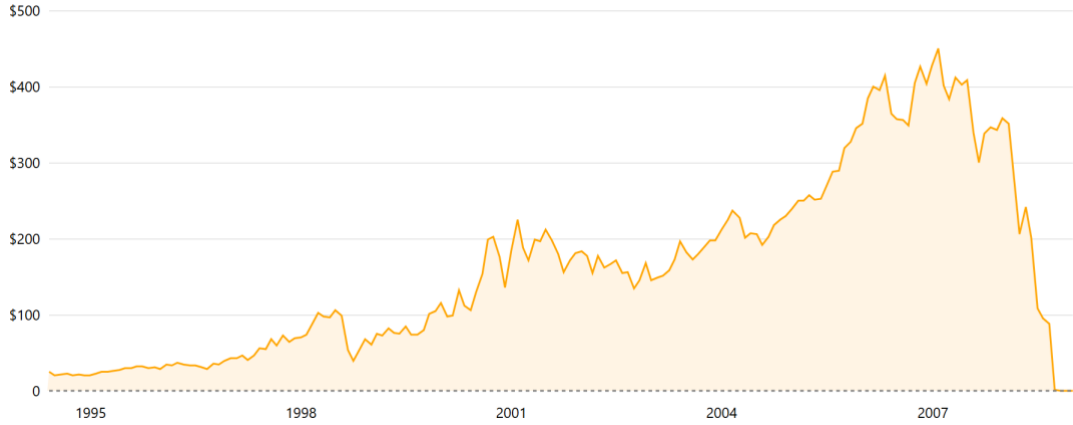
| Ulusal Borsalar | Değer Kaybı (Ulusal Para Birimi Cinsinden - %) | Değer Kaybı (ABD Doları Cinsinden - %) |
|-----------------|--|--|
| DJI             | -33,8  | -33,8                                  |
| Meksika. Borsa  | -24,2  | -40,5                                  |
| Brezilya        | -41,2  | -55,3                                  |
| Japonya Nikkei  | -42,1  | -27,7                                  |
| DAX-Almanya     | -40,4  | -42,8                                  |
| Euronext 150    | -48,9  | -51,2                                  |
| İrlanda         | -66,2  | -67,7                                  |
| Macaristan BUX  | -53,3  | -57,7                                  |
| IMKB-100        | -51,6  | -63,1                                  |
| Çin Shanghai    | -65,4  | -63,0                                  |

*Kaynak: Işık, 2015*

#### **2.2.1.1. Lehman Brothers'ın İflası**

2000'li yıllarda Lehman Brothers, yüksek kazanç peşinde finansal yapısını giderek daha riskli hale getirdi. Özellikle ABD konut piyasasındaki kredi patlamasından faydalanmak isteyen Lehman, ipoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage-backed securities) ve türev ürünlere büyük yatırımlar yaptı. Bu strateji başlangıçta başarılı görüldü: 2004-2006 arasında Lehman'ın sermaye piyasaları biriminin getirileri %56 arttı ve sadece 2006 yılında 146 milyar \$ tutarında mortgage kredisi menkul kıymetleştirildi (Lioudis, 2024). 2007 yılına gelindiğinde Lehman'ın bilançolarındaki ticari ve konut gayrimenkul bağlantılı varlıkların toplam değeri 111 milyar \$ ile bir önceki yılın iki katına ulaşmıştı ve bu tutar bankanın özkaynaklarının yaklaşık dört katına denk geliyordu. Böylece Lehman, sınırlı özsermayesine karşın çok büyük kaldıraç kullanarak kredi piyasasına aşırı maruz kalmış oldu. Bankanın kaldıraç oranı (varlıkların özkaynağa oranı) 2003'te yaklaşık 24:1 iken 2007'de 31:1 gibi olağanüstü bir seviyeye yükselmişti. Böylesine yüksek kaldıraç altında, varlık değerlerinde yalnızca %3-4'lük bir düşüş bile tüm özsermayesini silebilecek durumdaydı. Bu nedenle 2006 sonunda ABD konut balonunun patlamasıyla subprime mortgage krizinin başlaması, Lehman'ı doğrudan vuran bir gelişme oldu. Konut fiyatlarının düşüşe geçmesi ve riskli mortgage kredilerinde temerrütlerin artmasıyla Lehman'ın elindeki menkul kıymetlerin değeri hızla erimeye başladı. Banka, 2007'nin ikinci yarısından itibaren artan zarar riskine karşı bazı pozisyonları kapatmaya ve varlık satışıyla deleveraj (kaldıraç azaltma) yapmaya çalışsa da bilançosundaki riskli menkul kıymet stoğu nedeniyle piyasa güvenini korumakta zorlandı (Bakkar, 2023).

### Şekil 10. Lehman Brothers'ın Hisse Senedi Performansı



*Kaynak: Companies Market Cap*

2008, Lehman Brothers için finansal durumun hızla kötüleştiği bir yıl oldu. Mart 2008’de bir başka büyük yatırım bankası olan Bear Stearns’ün likidite krizi yaşaması ve son anda devlet desteğiyle kurtarılması, piyasalarda Lehman’ın da benzer bir sorun yaşayabileceği korkusunu tetikledi. Şekil 11, Lehman Brothers’ın hisse senedi fiyatının 2007 başından 2008 sonuna kadar gösterdiği seyir. 2007 yılında tarihi zirvelerini gören hisse fiyatı, 2008 boyunca mortgage piyasasındaki bozulmaya paralel olarak keskin bir düşüş yaşamış ve Eylül 2008’de Lehman’ın iflasına giden günlerde neredeyse sıfır düzeyine gerilemiştir. İlk şokun ardından Lehman yönetimi durumu kontrol altına almak için sermaye artırımı ve varlık satışı hamlelerine girişti. 2008’in ikinci çeyreğinde Lehman Brothers, tarihinde ilk defa çeyreklik bazda zarar açıkladı: finansal raporlar 2,8 milyar \$ net zarar gösterirken aynı anda bilançosunu desteklemek amacıyla yatırımcılardan 6 milyar \$ yeni sermaye toplandı (Belmont, Investopedia). Bu gelişmeler, bankanın mali yapısının ne denli zayıfladığını ortaya koymaktaydı. Nitekim 2008’in ilk yarısında Lehman hisseleri toplam %73 değer yitirerek yatırımcı güveninin ciddi ölçüde sarsıldığını gösterdi. Bu çöküş, yatırımcıların bankanın hayatta kalma şansına dair inancını büyük ölçüde yitirdiğini gösteriyordu. Güvenilirliğini yitiren Lehman, kısa vadeli fonlamasını sürdürmekte de zorlanmaya başladı; repo piyasalarında teminat olarak tuttuğu menkul kıymetlerin değeri düştükçe borçlanma imkânları daraldı. İronik bir şekilde, derecelendirme kuruluşları bu dönemde dahi Lehman Brothers’ın kredi notunu göreceli olarak yüksek seviyede tutuyordu. Örneğin Moody’s, Eylül 2008 ortasında –iflas başvurusundan hemen önce– Lehman’ın uzun vadeli notunu hâlâ A2 (yatırım yapılabilir seviye) olarak değerlendiriyordu

(Westbrook, Bloomberg). Nitekim şirket iflas başvurusunu yapar yapmaz kredi derecelendirme kuruluşları notları ardı ardına kırdı: Fitch, 15 Eylül 2008 sabahı Lehman'ın kredi notunu doğrudan "D (Temerrüt)" seviyesine indirdiğini açıkladı (Reuters).

Lehman Brothers'ın iflas süreci, hükümetin finansal kriz karşısındaki tutumunda da bir dönüm noktası oldu. ABD Hükümeti ve Fed, Mart 2008'de Bear Stearns'ün batışını engellemek için olağanüstü önlemler almış olsa da Lehman konusunda aynı şekilde müdahale etmekten kaçındı. Yetkililer, moral hazard (ahlaki tehlike) yaratmamak adına bu kez büyük bir finans kurumunun piyasa disiplinine bırakılmasını tercih ettiler. Hazine Bakanı Paulson ve Fed Başkanı Bernanke, Lehman'ın kurtarılmasının ileride diğer bankaları da aşırı risk almaya teşvik edeceğinden endişe ederek, doğrudan bir kamu desteği sunmadı. Ancak hükümetin Lehman'ı batmaya bırakma kararı, beklenenin aksine finansal piyasaları sakinleştirmek bir yana daha da kararsız hale getirdi. Zira Lehman büyüklüğünde bir kurumun iflas etmesine izin verilmesi, krizin derinleşmesine yol açacak sistemik sonuçlar doğurdu. Lehman'ın iflası sonrası finansal sistemdeki güven krizini durdurabilmek amacıyla ABD Hükümeti kapsamlı bir kurtarma paketi hazırlamak zorunda kaldı. 19 Eylül 2008'de Hazine, Toksik Varlıkların Kurtarılması Programı (TARP) adıyla bilinen 700 milyar \$ büyüklüğünde bir plan açıkladı.<sup>2</sup> Bu program, bankaların bilançolarındaki sorunlu varlıkların devletçe satın alınmasını ve finansal sisteme likidite enjekte edilmesini öngörüyordu. Özetle, Lehman Brothers'ın batışına müdahale etmeme kararı, kısa sürede çok daha kapsamlı ve maliyetli müdahalelerin gerekmesiyle sonuçlandı. Kamu otoriteleri, Lehman'ı kurtarmayarak vermek istedikleri disiplin mesajının aksine, finansal sistemi ayakta tutmak için çok daha geniş çaplı kurtarma adımlarını devreye sokmak zorunda kaldılar.

#### **2.2.1.2. Avrupa'da Bankacılık Çöküşleri**

2007-2008 Küresel Finansal Krizi, sadece ABD'deki yatırım bankalarını değil, Avrupa'daki pek çok bankayı da derinden sarstı. Avrupa genelinde birçok banka iflas etti veya ciddi şekilde zarar gördü, bazıları devletleştirildi ya da parçalara ayrıldı. Avrupa'da birçok banka kısa vadeli ve oynak kaynaklara aşırı güvenerek hızlı

---

<sup>2</sup> 1992-2018 The U.S. Financial Crisis: <https://www.cfr.org/timeline/us-financial-crisis#:~:text=Just%20a%20day%20after%20Lehman,and%20global%20financial%20systems>



büyümüştü. Pek çoğu, emlak ve yüksek riskli kredi balonlarına fazlasıyla maruz kalmış veya ABD kaynaklı “subprime” ipotekli menkul kıymetlere büyük yatırımlar yapmıştı (Treanor, The Guardian). Ayrıca yönetim hataları da belirgindi: agresif ve fahiş fiyatlı satın almalar veya zayıf risk kontrol kültürü bu bankaları kırılgan hale getirdi. Sonuçta 2008 krizinin şoku bu zayıflıkları açığa çıkardı ve söz konusu bankalar ya iflas etti ya da ancak devlet müdahaleleriyle ayakta kalabildi.

Northern Rock, küresel kriz sırasında iflas eden ilk büyük İngiliz bankası olarak tarihe geçti. Kriz öncesinde banka, mortgage kredilerini finanse etmek için mevduata değil büyük ölçüde toptan para piyasalarına güveniyordu. Kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli konut kredileri veren bu model, 2007 ortasında kredi piyasaları donunca bankayı aniden savunmasız bıraktı (Read, 2022). Eylül 2007’de banka İngiltere Merkez Bankası’ndan acil likidite desteği talep ettiğinin ortaya çıkmasıyla panik başladı. Mevduat sahiplerinin şubelere akın ettiği bir banka hücumu sonucunda Northern Rock ödeme gücünü yitirdi – bu, 19. yüzyıldan beri Birleşik Krallık’ta ilk gerçek banka hücumuydu. Banka, özel sektörde alıcı bulunamayınca Şubat 2008’de hükümet tarafından kamulaştırıldı. Sonraki soruşturmalar, Northern Rock yönetiminin stratejisindeki riskleri göremediğini ve kısa vadeli fonlama riskine karşı hiçbir “B Planı” hazırlamadığını ortaya koydu (Stuckler, Christopher ve King, 2008).

Hypo Real Estate (HRE), 2008 krizinde Almanya’da en ağır darbe alan banka olarak öne çıktı. Ticari gayrimenkul finansmanı ve kamu sektörüne kredi verme alanlarında faaliyet gösteren HRE, bilançosunu büyük ölçüde kısa vadeli borçlanmayla büyütmişti. Dahası, 2007 yılında İrlandalı Depfa Bank’ı devralarak riskini katladı. Depfa, uzun vadeli kamu projelerine kredi verip bunları günlük/haftalık vadeli piyasa fonlamasıyla finanse eden kırılgan bir modelde çalışıyordu. Küresel kriz derinleşip Eylül 2008’de piyasalarda kısa vadeli fonlar çekilince, Depfa bir anda fonlama bulamaz hale geldi ve HRE grubunu da ödeme krizine soktu (Kollewe, The Guardian). Alman hükümeti ve merkez bankası, HRE’nin batmasının tüm finans sistemine yayılmasından korkarak Ekim 2008’de banka için 50 milyar €’yu aşan bir acil kurtarma paketi açıkladı (Heller ve Donnell, 2008) Ancak banka yine de güven vermedi ve 2009 yılında çıkarılan özel bir yasayla Almanya, II. Dünya Savaşı sonrası ilk kez bir bankayı (HRE’yi) kamulaştırdı.

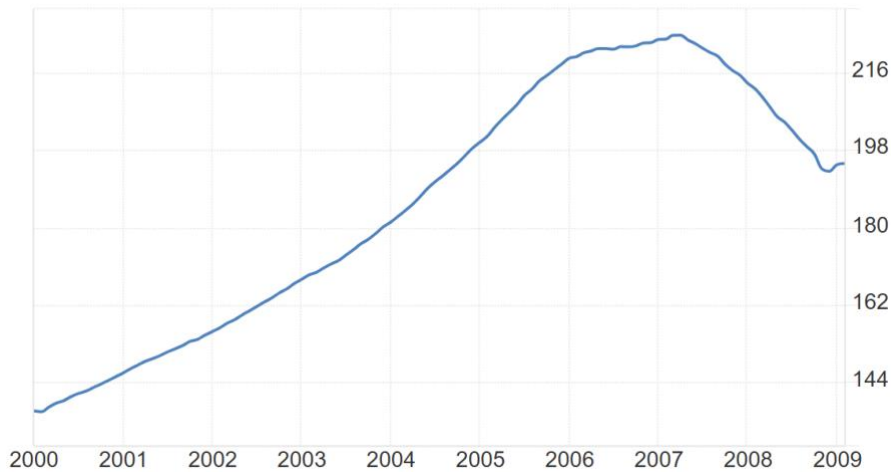
2008 küresel finansal krizi, Avrupa bankacılık sektöründe ikinci dünya savaşı sonrasının en büyük sarsıntısını yarattı. Birçok banka, ancak devlet destekleriyle yok

olmaktan kurtulabilirken, bazıları tamamen tarihe karıştı. İncelediğimiz örnekler, kriz öncesi dönemde Avrupa bankalarının ciddi yönetim hataları yaptığını ve piyasa koşullarına dair yanlış varsayımlarla aşırı risk biriktirdiğini gösteriyor.

### 2.2.2. Konut Fiyatları Üzerindeki Etkileri

2008 ABD finansal krizinin temel nedenlerinden biri konut fiyatlarındaki yapay artışken, aynı zamanda bu fiyatlar krizin en belirgin etkilerinden biri olarak da değerlendirilmektedir (Eroğlu, 2012: 18). Kriz öncesi dönemde ekonomik canlılık ve finansal genişleme, konut satışlarında ciddi bir artışı beraberinde getirmiştir. Konutlar daha önce de yukarıda bahsettiğimiz nednelerden ötürü genellikle uzun vadeli mortgage kredileri ile satın alınmış; talep yoğunluğu nedeniyle konut fiyatları, gerçek değerlerinin ve nominal ücret artışlarının çok üzerine çıkmıştır. Bu süreçte hem konut talebinde hem de fiyatlarında hızlı bir yükseliş yaşanmış, piyasada konut balonunun oluşmasına neden olmuştur. Balonun patlamasıyla birlikte, şişirilmiş konut fiyatlarında ciddi düzeyde düşüş meydana gelmiştir (Şentürk vd., 2016: 148). Özellikle kredi ile konut satın alanların, borçlarını ödeyememesi ya da ödeme gücünü kaybetmesi sonucu bankalar haciz yoluyla bu konutlara el koymuştur. Ardından bu gayrimenkullerin, piyasa fiyatlarının oldukça altında satışa sunulmasıyla konut fiyatlarında ani ve sert bir düşüş yaşanmıştır (Demir, 2015: 58).

**Şekil 11. ABD Konut Fiyat Endeksi**



*Kaynak: Tradingeconomics, House Price Index*

Şekil 10'da 2000–2009 yılları arasında ABD'de konut fiyat endeksinin yıllık seyri gösterilmektedir. Grafik, konut fiyatlarının 2000 yılından itibaren istikrarlı bir şekilde

arttığını ve özellikle 2004–2006 yılları arasında belirgin bir yükseliş eğilimine girdiğini ortaya koymaktadır. Bu dönemde yaşanan aşırı talep ve genişleyen kredi hacmi, konut fiyatlarının hızla yükselmesine neden olmuştur. Endeks, 2006 yılında zirve noktasına ulaşmış ve ardından 2007 itibarıyla düşüş eğilimine girmiştir. Bu düşüş, mortgage kredilerinin geri ödenememesi ve konut balonunun patlamasıyla birlikte hız kazanmıştır. 2007–2009 döneminde konut fiyatlarında ciddi bir gerileme yaşanmıştır. Grafikte 2008 yılı sonuna gelindiğinde konut fiyatlarında bir miktar toparlanma eğilimi görülse de bu toparlanma sınırlı kalmış ve konut piyasasındaki genel belirsizlik devam etmiştir.

### **2.2.3. Büyüme Üzerindeki Etkileri**

Küresel finansal krizin ardından finansal piyasalarda oluşan belirsizlik ortamı hem yatırım hem de tüketim harcamalarında önemli düşüslere yol açmıştır. Kriz sürecinde artan ekonomik belirsizlik, bireylerin ve işletmelerin tasarrufa yönelmesine, buna bağlı olarak da iç talebin keskin biçimde daralmasına neden olmuştur. Finansal piyasalarda başlayan bu kriz, kısa sürede reel ekonomiye yansımış ve özellikle ABD ile Avrupa başta olmak üzere hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında ciddi düşüşler yaşanmıştır (Işık, 2015: 55). Bu bağlamda, Tablo 4'te çeşitli ülke ve bölgeler için hazırlanan ekonomik büyüme oranları aşağıda gösterilmiştir. (Akın, 2009)

**Tablo 4. Büyüme Oranları**

| Projeksiyonlar                 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Dünya</b>                   | 4.7  | 5.3  | 5.3  | 2.9  | -0.4 | 5.2  |
| <b>Gelişmiş Ekonomiler</b>     | 2.8  | 3.1  | 2.8  | 0.3  | -3.4 | 3.1  |
| ABD                            | 3.5  | 2.8  | 2    | 0.1  | -2.6 | 2.7  |
| Japonya                        | 1.8  | 1.4  | 1.5  | -1.2 | -5.7 | 4.1  |
| Kanada                         | 3.2  | 2.6  | 2    | 1    | -2.9 | 3.1  |
| <b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b> | 6.9  | 7.8  | 8.1  | 5.6  | 2.6  | 7.2  |
| Çin                            | 11.4 | 12.7 | 14.2 | 9.6  | 9.4  | 10.6 |
| Hindistan                      | 7.9  | 8.1  | 7.7  | 3.1  | 7.9  | 8.5  |
| Brezilya                       | 3.2  | 4    | 6.1  | 5.1  | -0.1 | 7.5  |
| Meksika                        | 2.1  | 4.8  | 2.1  | 0.9  | -6.3 | 5    |
| Türkiye                        | 9    | 6.9  | 5    | 0.8  | -4.8 | 8.4  |
| <b>AB</b>                      | 2.2  | 3.8  | 3    | 0.4  | -4.5 | 2.1  |
| Almanya                        | 0.9  | 3.9  | 2.9  | 0.9  | -5.5 | 4.1  |
| Fransa                         | 2    | 2.9  | 2.5  | 0.3  | -2.7 | 1.8  |
| İngiltere                      | 2.7  | 2.4  | 2.6  | -0.2 | -4.6 | 2.2  |

*Kaynak: International Monetary Fund*

Küresel finansal kriz sonrasında, gelişmiş ülkelerin bir kısmında ekonomik büyüme oranları negatife dönmüş, gelişmekte olan ülkelerde ise büyüme hızında belirgin bir yavaşlama yaşanmıştır. Bu doğrultuda birçok ülke, kriz etkilerini hafifletmek amacıyla ekonomiye daha fazla müdahale etmeye başlamıştır (Ateş, 2011: 3).

#### 2.2.4. İşsizlik Üzerindeki Etkileri

Küresel finansal krizin önemli etkilerinden biri de işsizlik oranlarındaki artış ve istihdam düzeyindeki düşüş olmuştur. Kriz, özellikle emek piyasasını derinden etkilemiş ve birçok sektörde ciddi iş kayıplarına yol açmıştır. Ekonomik büyümenin durma noktasına geldiği bu dönemde, istihdam yaratan sektörlerde yaşanan küçülmeler, başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere dünya genelinde işsizlik oranlarının yükselmesine neden olmuştur (Demir, 2015: 64).

Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye özelinde değerlendirildiğinde, kriz öncesinde işsizlik oranlarında görece bir iyileşme söz konusuyken, 2008 yılı itibarıyla bu eğilim tersine dönmüştür. Aşağıdaki tabloyu incelediğimizde bu oranları rahatlıkla

görebiliriz. AB-27<sup>3</sup> genelinde ortalama işsizlik oranı 2006 yılında %8,2 iken, bu oran 2007’de %7,1’e ve 2008’de %7,0’a gerilemiştir. Türkiye’de ise işsizlik oranı 2006 ve 2007 yıllarında %9,9 seviyesinde gerçekleşmiş, 2008 yılında ise %10,6’ya yükselmiştir. Bu veriler, Türkiye’nin işsizlik oranlarının AB-27 ortalamasının üzerinde seyrettiğini göstermektedir. 2008 yılı itibarıyla işsizlik oranı en yüksek olan AB ülkesi %11,3 ile İspanya olurken, onu %9,5 ile Slovakya, %7,8 ile Fransa ve Macaristan, %7,7 ile Yunanistan ve Portekiz takip etmektedir. Aday ülke statüsündeki Hırvatistan ise %8,4’lük işsizlik oranıyla, Türkiye’den daha düşük bir seviyededir. Tablo 5’te, ABD, AB-27 ve Türkiye’ye ilişkin 2006, 2007 ve 2008 yıllarına ait işsizlik oranları gösterilmektedir (Akın ve Ece, 2009).

**Tablo 5. İşsizlik Oranları (%)**

| Ülkeler      | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------|------|------|------|
| ABD          | 4.6  | 4.6  | 5.8  |
| AB-27        | 8.2  | 7.1  | 7.5  |
| Euro Bölgesi | 8.3  | 7.5  | 7.5  |
| İspanya      | 8.5  | 8.3  | 11.3 |
| İngiltere    | 5.4  | 5.3  | 5.6  |
| Türkiye      | 9.9  | 9.9  | 10.6 |

*Kaynak: Akın ve Ece, 2009*

<sup>3</sup> AB-27 ülkeleri, Almanya, Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İsveç, İtalya, Güney Kıbrıs, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Macaristan, Malta, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya ve Yunanistan’dır.

### **3. BÖLÜM**

## **DÜNYA EKONOMİLERİNİN 2008 KRİZİNE KARŞI ALDIĞI ÖNLEMLER VE İZLENEN POLİTİKALAR**

#### **3.1. Krize Karşı Alınan Önlemler**

İlk bölümde ekonomik krizleri finansal ve reel krizler olarak ikiye ayımiştık. Dünya ekonomileride küresel finans krizine karşı hem finansal olarak hem de reel sektörlere yönelik birtakım önlemler almıştır.

##### **3.1.1. Finansal Sektöre Yönelik Önlemler**

2008 yılında ABD merkezli olarak başlayan ve küresel ölçekte derinleşen finansal kriz, dünya genelinde birçok ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. Krizden en çok zarar gören alanların başında finans sektörü gelmiş, bu nedenle öncelikli olarak finansal sistemi yeniden yapılandırmaya ve piyasalarda güveni tesis etmeye yönelik adımlar atılmıştır. Başlangıçta finansal nitelikli bir kriz olarak ortaya çıkan bu süreç, zamanla reel sektöre de ciddi zararlar vermiş, istihdam, büyüme ve tüketim üzerinde kalıcı etkiler bırakmıştır. Krizin etkilerini azaltmak amacıyla, birçok ülke tarafından genişletici maliye ve para politikası araçları devreye sokulmuştur. Bunlar arasında kamu harcamalarının artırılması, vergi indirimleri, merkez bankalarının faiz oranlarını düşürmesi ve piyasalara likidite sağlanması gibi önlemler öne çıkmaktadır. Tablo 7’de ülkeler tarafından uygulanan bu önlem ve politikalar yer almaktadır.

**Tablo 6. Ülkelerin Aldıkları Önlem Kategorileri**

| Kategori                             | Uygulama  |
|--------------------------------------|---|
| Para Politikası Araçları             | Zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yapılması |
|                                      | Faiz oranlarında değişiklik yapılması             |
|                                      | Döviz kuru müdahalesi                             |
| Finansal Sistem Kriz Önleme Araçları | Likidite desteği                                  |
|                                      | Mevduat garantisinin yükseltilmesi                |
|                                      | Banka borçlarına devlet garantisi                 |
|                                      | Bankalara sermaye desteği verilmesi               |
|                                      | Ticari tahvillere fon ayrılması                   |
|                                      | Kamulaştırma-Fona devir                           |
|                                      | İpotekli konut kredili tahvillerinin alınması     |
|                                      | Sorunlu varlıkların alınması                      |
| Uluslararası Kuruluşlar              | IMF   |
|                                      | Swap kanalı                                       |
| Diğer                                | Gruplarında hane halkına yapılan yardımlar        |
|                                      | Altyapı yatırımlarının, istihdamın artırılması    |

*Kaynak: Erdönmez, 2009*

Tablo 6'ya göre, küresel finansal krizden etkilenen ülkelerde para politikası aracı olarak faiz oranı ve zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yapılmış, ayrıca döviz piyasasına müdahaleler gerçekleştirilmiştir. Macaristan, Brezilya, Meksika, Arjantin ve İzlanda dışındaki birçok ülkede merkez bankaları faiz oranlarını eş zamanlı olarak önemli ölçüde düşürmüştü, bazı ülkelerde ise oranlar sıfır seviyesine kadar çekilmiştir. Bunun yanında, mevduatlara ilişkin zorunlu karşılık oranları azaltılmış, finansal kurumların sorunlu varlıkları satın alınmış, mevduat garantileri artırılmış, teminat olarak kabul edilen varlıkların kapsamı genişletilmiş, swap uzatma anlaşmaları yapılmış ve piyasalara düzenli olarak likidite sağlanmıştır. Bu önlemlerle merkez bankaları, bozulan nakit akışını dengelemek ve piyasalardaki güven kaybını gidermek istemiştir. Öte yandan, Japonya, İngiltere, Çin, İspanya, İsveç, Avustralya ve Brezilya gibi ülkelerde genişletici maliye politikaları uygulanmış; istihdama ve altyapı yatırımlarına öncelik verilmiş, KOBİ'lere destek artırılmış ve düşük gelirli hanelerin borçları yeniden yapılandırılmıştır (Erdönmez, 2009).

### 3.1.1.1. Sermaye Destekleri

Finansal sektöre yönelik olarak, kriz sonrası sermayelerinde ciddi kayıplar yaşayan bankalara, devletler tarafından önem derecelerine göre sermaye desteği sağlanmıştır. Özellikle büyük bankaların batmasının ekonomiyi daha da derin bir krize sürükleyebileceği düşüncesiyle, birçok ülkede finansal kuruluşlara doğrudan kamu kaynakları aktarılmış, bu sayede finansal sistemin çökmesi engellenmeye çalışılmıştır.

Kriz sonrası dönemde, birçok ülke bankacılık sektörünü desteklemek amacıyla önemli tutarda sermaye desteği sağlamıştır. ABD, toplam 700 milyar dolarlık kurtarma paketi kapsamında, bankaların sermaye yapılarını güçlendirmek üzere 250 milyar dolar tahsis etmiştir. İngiltere, üç büyük bankasına 60 milyar dolar, Almanya ise Commerzbank AG'ye 8,2 milyar euro destek vermiştir. İtalya'nın bankacılık sektörüne sağladığı sermaye desteği 30 milyar euro, İrlanda'nınki ise 10 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. İsveç hükümeti bankalarının tekrar kredi vermelerini sağlamak için bankalara 6 milyar dolar sermaye yardımı yapılacağını açıklamıştır. (Erdönmez, 2009: 93).

ABD'nin açıkladığı kurtarma paketinin ardından, diğer ülkeler de kendi ekonomik önlem paketlerini devreye sokmuştur. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomiler, küresel krize karşı çeşitli mali ve finansal tedbirler almıştır. Ödeme güclüğü yaşayan Pakistan, Ukrayna, Macaristan ve İzlanda gibi ülkeler, IMF ile stand-by anlaşmaları imzalamıştır. Avrupa Birliği ülkeleri de ABD'nin girişimlerine katılarak uluslararası iş birliğinin önemini vurgulamışlardır. Bu doğrultuda gerçekleştirilen zirvede, G-20 ülkeleri krize karşı ortak hareket etme kararı almıştır (Evlimoğlu ve Yenipazarlı, 2015: 101). Tablo 7'de ülkelerin finansal sektörde krizin derinleşmesini önlemek amacıyla açıkladıkları sermaye desteği ve garanti kapsamlı kurtarma paketleri yer almaktadır.



**Tablo 7. Ülkelerin Açıkladıkları Kurtarma Paketleri**

| Ülke       | Sermaye Enjeksiyonu | Garantiler    | Toplam Önlem Paket Tutarı     |
|------------|---------------------|---------------|-------------------------------|
| ABD        | 250 Milyar \$       |               | 1.487 Milyar \$               |
| Almanya    | 70 Milyar €         | 412 Milyar €  | 482 Milyar €                  |
| Fransa     | 40 Milyar €         | 320 Milyar €  | 360 Milyar €                  |
| İtalya     |                     |               | 40 Milyar €                   |
| İngiltere  | 50 Milyar €         | 250 Bin £     | 400 Milyar £                  |
| Avusturya  | 15 Milyar €         | 85 Milyar €   | 100 Milyar € + 26 Milyar \$   |
| Danimarka  |                     |               | 35 Milyar Kron + 18 Milyar \$ |
| Yunanistan |                     | 15 Milyar €   | 28 Milyar €                   |
| İrlanda    |                     | 450 Milyar €  | 450 Milyar €                  |
| Macaristan | 3 Milyar \$         |               | 3 Milyar \$                   |
| Kore       |                     | 100 Milyar \$ | 100 Milyar \$                 |
| Hollanda   |                     | 200 Milyar €  | 200 Milyar €                  |
| Portekiz   |                     | 20 Milyar €   | 20 Milyar €                   |
| İsveç      | 206 Milyar \$       | 200 Milyar \$ | 206 Milyar \$                 |
| İspanya    | 80 Milyar €         | 100 Milyar €  | 180 Milyar €                  |
| Japonya    |                     |               | 632 Milyar \$                 |
| Norveç     |                     |               | 57,4 Milyar \$                |
| Brezilya   |                     |               | 13 Milyar \$                  |
| Rusya      |                     | 50 Milyar \$  | 86 Milyar \$                  |
| Çin        |                     |               | 586 Milyar \$                 |
| Arjantin   |                     |               | 3,7 Milyar \$                 |

*Kaynak: Evlimoğlu ve Yenipazarlı, 2015*

Tablo 7’de görüldüğü üzere, birçok ülke küresel krizin derinleşmesini ve süresinin uzamasını engellemek amacıyla kapsamlı yardım paketleri açıklamıştır. En büyük destek paketini açıklayan ülke ABD olurken, onu sırasıyla İngiltere, Japonya, Çin ve Almanya takip etmiştir. Toplamda açıklanan destek paketlerinin büyüklüğü 5,5 trilyon doları aşmıştır. Bu durum, krizin yalnızca belirli bölgelerle sınırlı kalmayıp küresel ölçekte yayılım gösterdiğinin açık bir göstergesidir.

### **3.1.1.2. Mevduata Verilen Güvence**

Küresel finansal kriz sonrasında, bankaların iflas etme olasılığı karşısında mevduat sahiplerinin paniğe kapılması olasıdır. Bu tür bir panik, tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri alamama endişesiyle hızla para çekme eğilimine girmesine ve finansal sistemde daha büyük kırılganlıkların oluşmasına yol açabilir. Bankaların bu süreçte mevduat kaybına uğraması ise bilançolarını daha da zayıflatmaktadır. Bu nedenle, bazı ülkelerde kriz sonrasında mevduatlara sağlanan güvencelerin kapsamı genişletilmiş ve güvence tutarlarında artışa gidilmiştir.

Kriz öncesinde ABD’de 100 bin dolar seviyesinde olan mevduat güvencesi, krizle birlikte 250 bin dolara yükseltilmiştir. İzlanda ve İrlanda ise mevduatlara sınırsız garanti sağlanacağını açıklamıştır. Hollanda ve Belçika, mevduat garantisi alt sınırını 100 bin euro olarak belirlemiştir. Diğer Avrupa Birliği ülkelerinde de benzer önlemler alınmıştır. Almanya, Portekiz, Slovakya ve Yunanistan gibi ülkeler, bankacılık sektöründeki tüm mevduatlara tam garanti sağlamış; İngiltere ve İsveç ise mevduat güvencesi tutarlarını artırmıştır. Avrupa Birliği genelinde ise banka mevduatlarına asgari 50 bin euro düzeyine yükseltileceği açıklanmıştır. (Erdönmez, 2009: 91).

### **3.1.1.3. Likidite Destekleri**

Küresel finansal krizin yarattığı güvensizlik ortamı, para piyasalarında ciddi tıkanmalara yol açmış ve finansal işlemler neredeyse durma noktasına gelmiştir. Pek çok finansal kuruluş bu dönemde likidite sıkıntısı yaşamış ve borçlanma olanakları azalmıştır. Bu durumu aşmak amacıyla merkez bankaları ve hükümetler, doğrudan kredi sağlama ya da finansal kuruluşların likit olmayan varlıklarını satın alma yoluyla piyasaya likidite desteği sunmuşlardır. Bu destekler genellikle merkez bankalarının doğrudan kredi açması, varlığa dayalı menkul kıymetler, ticari senetler ve diğer finansal araçların alımı yoluyla gerçekleştirilmiştir (Durmuş, 2011: 99). Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası ile ABD Merkez Bankası başta olmak üzere çeşitli ülke merkez bankaları arasında swap anlaşmaları yapılarak da uluslararası likidite desteği sağlanmıştır (Erdönmez, 2009: 90).

Sağlanan desteklerin milli gelirle kıyaslandığında oldukça yüksek düzeylere ulaştığı görülmektedir. Örneğin, Norveç ve İngiltere’de krize karşı sunulan destekler ülkelerin Gayrisafi Yurt İçi Hasılası’nın (GSYH) %10’unu aşmıştır. G-20 ülkelerinde ise bu oran ortalama %5,5 seviyesindedir. İngiltere özelinde, likidite sıkıntısı yaşayan bankalara kısa vadeli fon temini amacıyla 87,2 milyar dolarlık destek sağlanmış; ayrıca hükümet, finansal kuruluşları desteklemek amacıyla 250 milyar sterlin tutarında kredi ve aynı miktarda likidite garantisi vermiştir (Erdönmez, 2009: 92).

### **3.1.1.4. Bankaların Borçlarına Garanti Verilmesi**

Küresel finansal kriz sonrasında para piyasalarında yaşanan sorunların giderilmesi ve bankacılık sistemine duyulan güvenin yeniden tesis edilmesi amacıyla, birçok ülkede bankaların borçlarına ve kredi işlemlerine yönelik çeşitli garanti mekanizmaları devreye sokulmuştur. Bu kapsamda, finansal kuruluşların karşı karşıya kaldığı likidite

sıkışıklığının aşılması ve borçlanma maliyetlerinin azaltılması hedeflenmiş; bu doğrultuda söz konusu kuruluşların ihraç ettikleri menkul kıymetler, tahviller ve bonolara devlet destekli garantiler sağlanmıştır.

Ülkelerin verdikleri garanti ve destekler kapsamında, Almanya'da federal düzenleyiciler ve bankalar iş birliğiyle Hypo Real Estate'ye 50 milyar dolarlık kredi garantisi sağlanmıştır. İngiltere hükümeti finansal yapılara olan güvenin yeniden tesis edilebilmesi amacıyla 685 milyar dolarlık bir garanti programı açıklamıştır. Plan neticesinde bankaların açtığı yeni kredilere 438 milyar dolarlık garanti verirken, ayrıca 88 milyar dolarlık özsermaye desteğinde bulunmuştur. Avrupa ülkeleri genelinde açıklanan 2,5 trilyon dolarlık destek paketi ise bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesine ve doğrudan kredilere yönelik garantileri içermektedir (Erdönmez, 2009: 92).

#### **3.1.1.5. Bankaların Sorunlu Aktiflerin Alınması**

Küresel finansal krizin temel nedenlerinden biri olarak bankaların bilançolarında yer alan sorunlu krediler öne çıkmaktadır. Krizin ardından hükümetler, bu kredileri sistemden temizleyerek bankaların bilanço yapılarını yeniden işler hale getirmeyi amaçlamışlardır. Kriz sonrası dönemde piyasa koşullarında değerlemesi zorlaşan ve finansal sistem açısından ciddi riskler barındıran bu tür varlıklar, literatürde "zehirli (toksik) varlıklar" olarak adlandırılmaktadır. Hükümetler, söz konusu varlıklara garanti vermek ya da doğrudan satın almak suretiyle finans sektörünü bu yükten arındırmaya yönelik müdahalelerde bulunmuşlardır.

Kriz sonrası dönemde bankaların bilançolarında yer alan sorunlu aktiflerin temizlenmesi amacıyla çeşitli ülkeler tarafından farklı uygulamalar hayata geçirilmiştir. Bu uygulamaların ilk örneği İsviçre'de görülmüştür. İsviçre Merkez Bankası, ülkedeki önde gelen finans kuruluşlarından UBS Bankası'nın portföyünde yer alan yaklaşık 60 milyar dolar tutarındaki mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleri devralmıştır. Benzer şekilde ABD'de, sorunlu aktifler Federal Rezerv tarafından finanse edilen iki ayrı kurum aracılığıyla satın alınmıştır. Bu kapsamda, sigorta devi AIG'den 22,5 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymet ile 30 milyar dolarlık teminatlı borç yükümlülüğü satın alınmıştır. Ayrıca bankaların elinde bulunan toplam 118 milyar dolar düzeyindeki toksik varlıkların birçoğuna devlet garantisi sağlanmıştır. ABD Hazinesi tarafından başlatılan TARP (Troubled Asset Relief

Program) kapsamında, hükümete toplam 700 milyar dolara kadar ipoteğe dayalı menkul kıymet alım yetkisi tanınmıştır. Öte yandan, Hollanda hükümeti de ABD kaynaklı ipotekli konut kredilerinden doğan 35,8 milyar dolar tutarındaki sorunlu varlıkların önemli bir bölümünü ING Group aracılığıyla satın alarak sisteme müdahalede bulunmuştur (Erdönmez, 2009: 91).

### **3.1.2. Reel Sektöre Yönelik Önlemler**

2008 küresel finans krizi sonrasında dünya genelinde yaşanan ekonomik durgunluk, neredeyse tüm ülkeleri etkisi altına almıştır. Krizden etkilenen ülkeler, yalnızca finansal sektöre yönelik kurtarma paketleriyle sınırlı kalmamış, aynı zamanda reel sektörü canlandırmak ve ekonomilerini resesyondan çıkarmak amacıyla para ve maliye politikalarında çeşitli düzenlemelere gitmişlerdir. Bu bağlamda genişletici maliye ve para politikaları, krizin etkilerini azaltmak amacıyla sıkça başvurulmuş araçlar olmuştur. Kriz döneminde kredi akışının yavaşlaması ve talepteki daralma, ekonomideki para miktarının azalmasına ve likidite sıkışıklığına yol açmıştır. Para arzındaki bu daralma ise deflasyonist baskıların ortaya çıkmasına neden olmuş, fiyatlardaki düşüş tüketici ve işletmelerin reel borç yükünü artırarak ekonomik daralmayı daha da derinleştirmiştir. Tüketim ve yatırım harcamalarının azalması ise resesyondan etkisini büyütülmüştür. Bu olumsuz döngüyü kırmak amacıyla uygulanan genişleyici para politikaları kapsamında merkez bankaları, faiz oranlarını düşürerek piyasaya para arzını artırmaya çalışmış, böylece bankaların kredi verme işlevlerine geri dönmeleri ve ekonomik faaliyetlerin yeniden canlanması hedeflenmiştir (Durmuş, 2011: 150-152).

Kriz sonrası dönemde birçok ülkenin merkez bankası, ekonomik durgunluğun etkilerini hafifletmek amacıyla agresif faiz indirimlerine gitmiştir. Bu kapsamda, ABD Merkez Bankası (FED) politika faiz oranını %0,25 seviyesine kadar düşürmüştür; Avrupa Merkez Bankası (ECB) %2,5 ve İngiltere Merkez Bankası ise %2,0 oranında indirim yapmıştır. Aynı şekilde İsveç, Kanada ve Çin Merkez Bankaları da faiz oranlarını azaltarak genişleyici para politikası uygulamıştır. Türkiye’de ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) verilerine göre, 2008 yılında %16,75 seviyesinde olan politika faizi, 20 Kasım 2009 itibarıyla %6,5 düzeyine çekilmiştir (BDDK, 2009: 16). Merkez bankaları, faiz oranlarını uzun vadede düşük seviyelerde tutabilmek ve piyasaya likidite sağlamak amacıyla hazine tahvili alımlarını artırmış,

bu da merkez bankası bilançolarının önemli ölçüde büyümesine neden olmuştur. Buna ek olarak, devletler ve merkez bankaları, finansal sistemdeki güveni yeniden tesis etmek amacıyla bireylerin ellerinde bulunan menkul kıymetleri ve işletmelerin portföylerinde yer alan tahvilleri satın almaya başlamışlardır.

### **3.2. Kriz Sonrası ABD ve Avrupa Birliğinin İzlediği Politikalar**

2008 ABD krizi, serbest piyasa ekonomisi ve modern kapitalist sistemin karşılaştığı en ciddi sınavlardan biri olarak kabul edilmektedir. 1970’li yıllardan bu yana küresel ölçekte benimsenen, piyasanın kendi kendini düzenleyebileceği yönündeki anlayış, bu krizle birlikte ciddi biçimde sorgulanmaya başlanmıştır. Kriz, özellikle para ve kredi politikalarının toplam talep üzerindeki etkilerini yeniden gündeme getirmiş; para arzının artırılmasıyla faiz oranlarının düşeceği ve bunun sonucunda toplam talebin artarak üretim ve istihdam düzeyini olumlu yönde etkileyeceği savunusu temelinde, Keynesyen iktisat yaklaşımı yeniden önem kazanmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığı ve varlık değerlemelerinde ortaya çıkan belirsizlikler, piyasalarda güvenin yeniden tesis edilmesini zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede birçok ülkede mevduat garantileri artırılmış, bazı ülkelerde ise tüm mevduatlara tam garanti sağlanmıştır. Bu başlık altında dünyadaki en büyük ekonomileri olan ABD ve AB’nin kriz sonrası izlediği politikalara yer verilmiştir.

#### **3.2.1. ABD’nin İzlediği Politikalar**

ABD’de krizin ortaya çıkmasının ardından, art arda çeşitli önlem paketleri açıklanmıştır (Karakurt, 2010: 182). FED tarafından alınan önlemlerin yetersiz kalması ve ekonominin durgunluğa girme riskinin artması üzerine, ABD hükümeti ekonomik aktiviteyi canlandırmak amacıyla genişletici maliye politikası tedbirlerine yönelmiş ve ekonomik büyümeyi destekleyici paketler hayata geçirmiştir (Demir, 2008: 78). ABD Başkanları George W. Bush ve Barack Obama, krize karşı farklı önlem ve paketler sunmuşlardır. Ancak her iki yaklaşımda da sorunlu ipotek kredilerine dayalı varlıkların satın alınması ve bankalara sermaye desteği sağlanması temel hedef olmuştur (Erdönmez, 2009: 89).

ABD Başkanı George W. Bush, 2008 krizinin başlangıcında 700 milyar dolarlık bir kurtarma paketi açıklamıştır. Bu paketin temel bileşenleri şunlardır:

- Arazi, konut sahipleri, enerji sektörü ve girişimcilere yönelik vergi indirimleri,

- Şirketlerin kaybolan piyasa değerlerinin yerine, sabit defter değerleriyle değerlendirilmesine olanak tanıyan muhasebe düzenlemeleri,
- Bankacılık sektöründe güvenin artırılması amacıyla mevduat güvencesi sınırının 100 bin dolardan 250 bin dolara çıkarılması.

Bush dönemindeki bu müdahalelere rağmen krizin etkileri derinleşmiştir. Barack Obama yönetimi göreve geldikten sonra daha kapsamlı bir önlem paketi açıklamıştır. Toplam 787 milyar dolarlık bu paketin temel başlıkları şunlardır:

- Düşük gelirli ailelere yönelik acil yardım desteği,
- İstihdamı artırmaya yönelik önlemler,
- Kredi borcu bulunanlara destek planı,
- Finansal sistemi istikrara kavuşturmak için her türlü aracın kullanılması.

Obama yönetimi tarafından açıklanan 787 milyar dolarlık teşvik paketi kapsamında çeşitli ekonomik önlemler hayata geçirilmiştir. Bu doğrultuda, yeni kurulacak şirketlere özel vergi kredileri sağlanmış, Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) krediye erişimini kolaylaştıran düzenlemeler getirilmiştir. Yatırımı teşvik etmek amacıyla sermaye üzerinden alınan vergiler tamamen kaldırılmış, istihdamı desteklemek için 2009 yılında 250 milyar dolarlık ek teşvik paketi açıklanmıştır. Ayrıca yol, okul gibi altyapı projelerine 25 milyar dolar kaynak ayrılmış ve bu sayede yaklaşık bir milyon kişiye istihdam sağlanmıştır. Otomotiv sektöründeki araştırma-geliştirme faaliyetlerine 50 milyar dolar destek verilmiş; çalışanlara yüzde 95 oranında vergi iadesi sağlanarak bireysel olarak 500 dolar, aileler için ise 1000 dolar doğrudan nakit desteği sunulmuştur. Mortgage borcunu ödeyemeyen emekli bireylere azami 10 bin dolar kredi imkânı tanınmış, konut kredisiyle ilgili planlama ve koordinasyon görevleri ABD Hazine Bakanlığı bünyesindeki Konut ve Kentsel Kalkınma Sekreterliği'ne devredilmiştir. İpotek vergilerinde kolaylık sağlamak amacıyla 10 milyon aileye destek verilmiş, ev sahiplerini korumak amacıyla İflas Kanunu'nda değişiklik yapılmıştır. Son olarak, kamu hizmetleri (itfaiye, emniyet, sağlık vb.) ve yeni yatırımlardan elde edilecek 25 milyar dolarlık vergi gelirinden vazgeçilmiştir (Yılmaz, 2009).

Obama döneminde bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve bilançolarda yer alan toksik varlıkların temizlenmesi amacıyla, dönemin Hazine Bakanı Timothy

Geithner tarafından kapsamlı bir plan açıklanmıştır. Bu plana göre, batık ve değersiz hale gelmiş finansal varlıkların iktisabı sürecinde ABD Hazinesi, özel yatırımcılarla birlikte hareket edecektir. Planın finansmanı, daha önce oluşturulan Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (TARP) bütçesinden karşılanacaktır. Ayrıca, Federal Tasarruf Fonu ve ABD Merkez Bankası, özel yatırımcıların bu toksik varlıkları satın almasını teşvik etmek amacıyla çeşitli destek mekanizmaları devreye sokacaktır. Bu destekler arasında düşük faizli kredi imkânları ve yatırım garantileri gibi uygulamalar yer almaktadır (Yılmaz, 2009).

### **3.2.2. Avrupa Birliği'nin (AB) İzlediği Önlemler**

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2008 finansal krizine karşı ilk dönemlerde nispeten temkinli bir yaklaşım sergilemiş ve aldığı önlemler piyasa tarafından hemen fark edilmemiştir. FED'in agresif ve hızlı müdahalelerine kıyasla ECB'nin tepkisi daha gecikmeli ve başlangıçta daha sınırlı kalmıştır. Bu durum, krizden etkilenen Avrupa ülkelerinde toparlanma sürecinin yavaş işlemesine neden olmuştur. Ancak ECB, özellikle 2011 yılından itibaren krizin etkilerini azaltmak amacıyla daha belirgin ve güçlü adımlar atmıştır. Bu dönemde üç önemli önlem hayata geçirilmiştir:

Birincisi, bankacılık sektörüne likidite sağlamak amacıyla Uzun Vadeli Refinansman Operasyonları (LTRO) başlatılmıştır. Bu program kapsamında bankalara düşük faizli ve uzun vadeli kredi imkânı tanınarak finansal sistemdeki nakit sıkışıklığının giderilmesi hedeflenmiştir.

İkinci olarak, Euro bölgesi devlet tahvillerinin faizlerindeki sert yükselişlerin önüne geçmek amacıyla Menkul Kıymet Piyasası Programı (Securities Markets Programme -SMP) devreye alınmıştır. Bu program sayesinde ECB, sorunlu ülkelerin devlet tahvillerini doğrudan piyasadan satın alarak piyasalara güven vermeyi ve faizleri düşürmeyi amaçlamıştır.

Üçüncü olarak ise 2012 yılında ECB Başkanı Mario Draghi'nin "Euro'yu korumak için ne gerekiyorsa yapacağız" (whatever it takes) sözüyle birlikte, ECB'nin sınırsız tahvil alım programı olan Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions -OMT) duyurulmuştur. Bu açıklama ve program, özellikle İtalya ve İspanya gibi ülkelerde tahvil faizlerinin kontrol altına alınmasına ve Euro Bölgesi'ne olan güvenin yeniden artmasına katkı sağlamıştır (Wyplosz, 2013: 12).

Küresel finansal kriz öncesinde ve kriz sürecinde Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) temel hedefi, enflasyon oranını ortalama %2 düzeyinde tutmak olmuştur. Ancak, Amerika Merkez Bankası (FED) ile kıyaslandığında ECB'nin faiz politikalarının etkisi daha gecikmeli gerçekleşmiştir. Bu durumun temel nedeni, krizin ABD'de başlamış olması ve Avrupa Birliği'nin daha merkeziyetçi bir yapıya sahip olmasıdır. Bu merkeziyetçi yapı, üye ülkeler arasındaki karar alma süreçlerini yavaşlatmıştır. Aşağıda kriz sonrasında Avrupa Merkez Bankası'nın izlediği para politikaları; bilanço politikası ve faiz politikası çerçevesinde değerlendirilmiştir.

### **3.2.2.1. Faiz Politikası**

Küresel krizin ilk aşamalarında Avrupa Merkez Bankası faiz oranlarını düşürme yönünde bir adım atmamıştır. Ancak ABD'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklamasının ardından, faiz indirimine yönelik karar alınmıştır. Lehman Brothers'ın iflası, birçok iktisatçı ve uzman tarafından küresel krizin başlangıç noktası ya da en azından krizin küresel boyuta taşınmasında bir dönüm noktası olarak değerlendirilmiştir. Bazı görüşlere göre, bu iflas krizin sembolik başlangıcı olarak kabul edilirken, bazılarına göre ise Lehman Brothers'ın kurtarılamaması krizin yayılmasını hızlandıran temel unsur olmuştur. Bu çöküş, yalnızca finansal piyasaları değil, aynı zamanda ABD kamuoyunu da etkilemiş; ülkede büyük bir panik ve güvensizlik ortamı oluşmuş, milyonlarca kişi işsizlik riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Dünyanın en köklü finansal kuruluşlarından biri olan Lehman Brothers'ın iflası, kriz sürecinin ciddiyetini gözler önüne sermiştir (Coşkun, 2011: 89).

Finansal kurumlar, Avrupa Merkez Bankası'nın belirlediği iki temel faiz oranını yakından takip etmektedir: Temel refinansman faizi (MRO) ve marjinal borç verme faizi. Temel refinansman faizi (MRO), Avrupa Merkez Bankası'nın haftalık olarak gerçekleştirdiği açık piyasa işlemlerinde uyguladığı faiz oranını ifade ederken; marjinal borç verme faizi, finans kuruluşlarının Avrupa Merkez Bankası'ndan gecelik borçlanmalarında uygulanan faiz oranıdır. Genel olarak "Avrupa Merkez Bankası faizi artırdı" veya "faizi indirdi" şeklinde medyada yer alan haberlerde kastedilen oran, temel refinansman faizidir. Ekim 2008 itibarıyla MRO %3,75, marjinal borç verme faizi ise %4,25 seviyesindeydi; yani aralarında 50 baz puanlık bir fark bulunmaktaydı. Ancak 2008 Ekim ile 2009 Mayıs arasındaki süreçte her iki faiz oranında da önemli ölçüde düşüşler gerçekleşmiştir. Mayıs 2009'dan 2011'e kadar MRO oranı %1



seviyesinde sabit tutulmuş, Kasım 2011'de bu oran %1'in üzerine çıkarılmış, ancak Aralık 2011'de yeniden %1'e indirilmiştir. Avrupa Merkez Bankası, Eylül 2014 itibarıyla MRO oranını %0,05'e, marjinal borç verme faizini ise %0,30'a kadar düşürmüştür. Bu süreçte faiz koridoru da 50 baz puandan 25 baz puana indirilmiştir. 1999–2015 yılları arasında Avrupa Merkez Bankası'nın bilanço büyüklüğü, faiz oranları ve enflasyon oranlarının seyri aşağıdaki şekilde gösterilmiştir (Çatak, 2020)

**Şekil 12. AMB Bilanço Büyüklüğü, Enflasyon ve Faiz Oranları**



*Kaynak: Çatak, A.E.(2020)*

### 3.2.2.2. Bilanço Politikası

Avrupa Merkez Bankası (AMB), özel sektör kuruluşlarını ve Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkeleri desteklemek amacıyla modern para politikası araçlarını devreye sokmuştur. Bu çerçevede, özel kuruluşlara yönelik olarak uygulamaya konulan Geliştirilmiş Kredi Destek (Enhanced Credit Support) programı kapsamında, üç ayrı Teminatlı Bono Alım Programı (Covered Bond Purchase Programme – CBPP) hayata geçirilmiştir. Öte yandan, AB üyesi ülkelerin kamu maliyesine ve devlet tahvili piyasalarına doğrudan müdahaleyi hedefleyen Menkul Kıymet Piyasaları Programı (Securities Markets Programme – SMP) ile Karşılıksız Mali İşlemler (Outright Monetary Transactions – OMT) programları uygulanmaya başlanmıştır. Bunlara ek olarak hem özel sektör kuruluşlarını hem de üye ülkeleri eş zamanlı olarak desteklemeyi amaçlayan Genişletilmiş Varlık Alım Programı (Expanded Asset Purchase Programme – EAPP) devreye alınmıştır (Çatak, 2020).

Geliştirilmiş Kredi Destek Programı kapsamında beş temel uygulama alanı belirlenmiştir. Bu uygulamalar, piyasalarda likidite krizinin etkilerini azaltmak ve finansal sistemin istikrarını sağlamak amacıyla tasarlanmıştır (Pattipeilohy, 2013: 16–17):

- Temel Refinansman İşlemleri (MRO) ve Uzun Vadeli Refinansman İşlemleri (LTRO) aracılığıyla, sabit faizli ve tam tahsisli ihaleler yoluyla sınırsız likidite sağlanmıştır.
- Teminat olarak kabul edilen varlıkların kapsamı genişletilmiş, özellikle özel sektör menkul kıymetlerinin payı artırılmıştır. Ayrıca, teminatların vade süreleri uzatılarak bankaların merkez bankası fonlarına erişimi kolaylaştırılmıştır.
- Uzun Vadeli Refinansman İşlemleri (LTRO) kapsamında sağlanan fonların vadesi, ilk aşamada altı ay olarak belirlenmiş; Haziran 2009 itibarıyla bu süre on iki aya çıkarılmıştır. Böylece finansal kuruluşların likidite planlamalarında yaşadığı belirsizliklerin azaltılması amaçlanmıştır.
- Amerikan doları ve İsviçre frangı gibi yabancı para birimlerinde likidite sıkıntısı yaşayan finansal kuruluşlara destek sağlanmıştır.
- İpotekli Tahvil Alım Programı (Covered Bond Purchase Programme – CBPP) ile, kriz nedeniyle likiditesi azalan ipotekli tahvil piyasasının yeniden canlandırılması hedeflenmiştir.

Avrupa Merkez Bankası, sorunlu borç piyasalarına yönelik müdahalelerini Mayıs 2010 ile Şubat 2012 tarihleri arasında uygulamaya koyduğu Menkul Kıymet Piyasaları Programı (Securities Markets Programme – SMP) aracılığıyla gerçekleştirmiştir. SMP'nin yürürlüğe girdiği 2010 yılında Avrupa Merkez Bankası; İrlanda, İtalya, Yunanistan, İspanya ve Portekiz gibi kamu borç yükü yüksek olan ülkelerin devlet tahvillerinden toplam 220 milyar euro tutarında alım gerçekleştirmiştir. Söz konusu tahvillerin vade sonuna kadar elde tutulacağı Avrupa Merkez Bankası tarafından açıkça belirtilmiştir (Claeys, 2014:8).

## SONUÇ

Ekonomik krizler, yalnızca çıktığı ülkenin sorunu olmaktan çıkmış; küreselleşmenin etkisiyle tüm dünya ekonomilerini tehdit eden bir yapıya dönüşmüştür. Yapılan bu çalışmada görülmektedir ki 2008 yılında ABD’de başlayan ve daha sonra küreselleşmenin etkisi ile tüm dünyaya yayılan 2008 krizi öncelikle ABD ekonomisini büyük darbe vurmuş ve birçok finansal kuruluşun iflas etmesine neden olmuştur. Bu kriz, etkilerini yalnızca finans piyasalarıyla sınırlı tutmamış; üretim yapısından istihdama kadar birçok alanda ciddi bozulmalar yaratmıştır. Özellikle dünya genelinde işsizlik oranlarının artması ve birçok ülkenin kemer sıkma politikalarına yönelmek zorunda kalması, krizin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda sosyal etkilerinin de ne denli ağır olduğunu göstermektedir. İşte bu neden dolayı bu krizi küresel krizi olarak tanımlamaktayız.

Yaşanan bu büyük krizi; yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması, finansal piyasalarda yaşanan kuralsızlaşma, finansal sistmlerin iç içe geçmesi sonucunda ortaya çıkan ve piysaları etkisi altına alan bir kriz olarak değerlendirebiliriz. Bununla birlikte, uluslararası finansal sistem içerisinde yer alan bazı denetleyici ve düzenleyici kurumların, kriz öncesinde finansal riskleri zamanında tespit edememeleri ve ilgili aktörleri yeterince uyaramamaları, krizin yayılmasında ve küresel bir boyut kazanmasında önemli rol oynamıştır. Özellikle Standard & Poor’s, Moody’s ve Fitch gibi üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun, krizden hemen önceye kadar ABD ekonomisini ve bankacılık sistemini en yüksek kredi notlarıyla değerlendirmeye devam etmeleri; hatta krizden doğrudan etkilenen İzlanda ve Yunanistan gibi Avrupa ülkelerine benzer şekilde yüksek notlar vermeleri, bu kurumların güvenilirliğini sorgulatmış ve kamuoyunun sert eleştirilerine neden olmuştur.

Bu da bize göstermektedir ki, yalnızca finansal araçların ve piyasaların teknik işleyişi değil, aynı zamanda bu sistemleri denetlemekle yükümlü kurumların etkinliği ve tarafsızlığı da krizlerin önlenmesinde belirleyici rol oynamaktadır. Denetim ve derecelendirme süreçlerindeki zaafılar, finansal sistemin kırılganlığını artırmakta; yatırımcı güvenini zedeleyerek krizlerin daha geniş alanlara yayılmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, finansal piyasalarda şeffaflığın sağlanması, düzenleyici kurumların bağımsızlığının ve hesap verebilirliğinin güçlendirilmesi, gelecekte benzer krizlerin önlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, 2008 ABD krizi ve onun küresel ölçekteki yansımaları, dünya ekonomileri açısından Bernanke'nin de belirttiği üzere önemli dersler barındırmaktadır. Kriz süreci, “moral hazard” (ahlaki tehlike) kavramının ne denli yapısal bir risk unsuru olduğunu açık biçimde ortaya koymuştur. Anlamsız ve ölçüsüz risklerin, yalnızca bu riskleri alan aktörleri değil, tüm finansal sistemi tehdit edebileceği bu süreçte net şekilde görülmüştür. Aynı zamanda, bu riskleri değerlendirmede yetersiz kalan ve sistematik sorunlara göz yuman kredi derecelendirme kuruluşları da ciddi biçimde itibar kaybına uğramış; finansal yönetimin ve gözetim boyutunun ne derece zayıf olduğu gözler önüne serilmiştir.

## KAYNAKÇA

- Acar, M. (2008). *Kriz Kimin Krizi: Piyasanın mı, Devletçiliğin ve Kumandacılığın mı?* Liberal Düşünce,
- Akın, F., & Ece, N. (2009). *Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörü İstihdamı Üzerindeki Etkileri*. Marmara Üniversitesi İİ BF Dergisi, 27(2), 153- 168.
- Aktan, C. C. & Şen, H. (2001). *Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri*. Yeni Türkiye, (42)
- Aktan, C. ve Şen H. (2001) *Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri*. Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, Kasım-Aralık 2001, Sayı 42,
- Aktan, Coşkun Can ve ŞEN, Hüseyin (2002), *Ekonomik Kriz: Nedenleri ve Çözüm Önerileri*, Yeni Türkiye Dergisi,
- Ateş, H. (2023) *Küresel Ekonomik Krizler ve Dış Ticaret: 2008 Krizi Sonrasında Türkiye'nin Dış Ticaretindeki Gelişmeler* Yüksek Lisans Tezi,
- Bernanke, B.S. (2016). *Karar Alma Cesareti*, Çev: Canan Feryat-Metin Demir sar,2.Baskı
- Bostan, A., ve Bölükbaş, M. (2011). *Küresel finansal kriz ve bankacılık sektörüne etkileri; Türkiye örneği*
- Cicioğlu, Ş., ve Yıldız, A. (2018). *Lale Krizinden Günümüze Ekonomik Krizler: Temel Yaklaşımlar ve Ortak Özellikler*
- Claeys, G., (2014). *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank Since 2008*, European Parliament, Directorate General For Internal Policies,
- Çatak, A.E. (2020). *Avrupa Birliği ve 2008 Krizi Sonrası Avrupa Birliğindeki Gelişmeler* Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Delice, Güven (Ocak-Haziran 2003), *Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*

- Demir, M. (2015). *2008 Küresel Krizinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Demir, M., ve Eken, M. H. (2015). *2008 Küresel Krizinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Anket Çalışması ile Analizi*, Maliye ve Finans Yazıları,
- Demirci, N. (2005). *Finansal Krizlerin Anatomisi: Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*,
- Deniz, G. (2013). *2008 Küresel Krizinin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para - Maliye Politikası Önlemleri*, Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas
- Dergan Ç. (2023) *2008 Abd Krizi ve Dünya Ekonomilerine Yansımaları*, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi.
- Duignan, B. (2025) *Dot-com bubble stock market*, The Editors of Encyclopaedia Britannica.
- Ege, İ. ve Şahin, S. (2015). *Uluslararası finans*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Engin, C., ve Göllüce, E. (2016). *2008 Küresel Finans krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları*, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,
- Erdem, E. (2010). *Para Banka ve Finansal Sistem*, Detay Yayıncılık: Ankara
- Erdönmez, P.A. (2006). *Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi*, TBB Bankacılar Dergisi, 57.
- Erdönmez, P.A. (2009). *Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi*, TBB Bankacılar Dergisi, 68, 85-101.
- Eroğlu, B.C. (2012). *2008 Küresel Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkisi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Evlimoğlu, U., ve Yenipazarlı, A. (2015). *Dünyada Yaşanan Son Ekonomik Krizlerin Ortak Paydası: Yayılma Etkisi ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme*. KAÜ İİBF Dergisi,
- Işık S. – Duman K., Korkmaz A. *Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması*

- Işık, S. (2015). *2008 Küresel Ekonomik Krizi Sonrası Türkiye'de Uygulanan Yeni Para Politikası Stratejisi ve Sonuçları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Işık, N. Ve Tünen, T. (2011) *Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizindeki Rolü*. AVRASYA ETÜDLERİ 39/2011-1 (7-48)
- Kibritçiöğlu, A. (2011). *Küresel Finansal Krizin Etkileri: Türkiye*. Münih Kişisel Repec Arşivi.
- Kibritçiöğlu, A., (2001), *Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001*, Yeni Türkiye Dergisi,
- Kök, Recep (2001), *İktisadi Krizlerin Konjonktürel Analiz ve Türkiye Özeline İlişkin Bir Deneme*,
- Kutlu, H. A., ve Demirci, S. (2011). *Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum*,
- Mian, A.R.,ve Sufi, A. (2008). *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis*
- Oktar, S., Eroğlu, N., ve Eroğlu, İ. (2013). *2008 global finans krizi, parasal aktarım kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (tcmb) deneysel politika çabaları*, Marmara University Journal of Economic & Administrative Sciences
- Önder, İ. (2001) *Ekonomik Kriz*, Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I, Eylül-Ekim 2001, Sayı 41, 45-56
- Öztürk, S., ve Gövdere, B. (2010). *Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
- Pattipeilohy, C., Van den End, J.W., Tabbae, M., Frost, J., ve de Haan, J. (2013). *Unconventional Monetary Policy of ECB During The Financial Crisis*. DNB Working Paper
- Polat, M. L (2016). *Türk Bankacılık Sektöründe 2008 Krizi Ve Kriz Sonrasında Alınan Önlemlerin Ekonomiye Etkisi*, Yayınlanmış Y.L. Tezi Gazi Üniversitesi, Ankara
- Sakal, M. ve Şahin, E.A. (2009). *Küresel Mali Kriz Ekonomide Paradigma Değişiminin Sinyali Mi?* Uluslararası Davraz Kongresi.

- Stuckler, D., Meissner, C.M. & King, L.P. *Can a bank crisis break your heart?*. *Global Health* 4, 1 (2008).
- Sertkaya, Y., ve Dilber, İ. (2016). *2008 Finansal Krizi Sonrası Türkiye’de Konut Fiyatlarının Belirleyicilerine Yönelik Analiz*
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası iktisat* (14. b.). İstanbul: Güzem Yayınları
- Şen, S. (2009) *Ekonomik Kriz, Mali Kar Üzerindeki Etkisi, Kriz Nedeniyle Oluşan Kur Değişimleri ile Atıl Kapasite Maliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi ve Vergi Kanunları Çerçevesinde Değerlendirilmesi*, Vergi Dünyası Dergisi, Mayıs 2009, Sayı:333, 149-151
- Şentürk, M., Kayhan, S., ve Bayat, T. (2016), *Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Ömer Halis demir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,
- Taner, E. (2008). *Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yönetimi ve Türkiye Örneği*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Ankara, Ekim 2008
- Topallı, N. (2006). *Finansal Krizler ve IMF’nin Kriz Politikaları* (Yayınlanmış Y.L. Tezi) Erciyes Üniversitesi, Kayseri
- Wasserstrom, Eric: *On the Financial Crisis: It’s Not Just Weak Oversight*, The New York Times, 2008
- Wyplosz, C., Gros, D., et al., (2013). *Non-Standard Monetary Policy Measures – An Update*. European Parliament,
- Yay, G.G. (2001) *1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler Ve Türkiye Krizi*, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, Kasım-Aralık 2001
- Yılmaz, D. (2009). *Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları*,