

## ULUSLARARASI FİNANSAL PİYASALARDA BULAŞMA: MORTGAGE KRİZİ VE AVRUPA BORÇ KRİZİ İLİŞKİSİ

Sayfa (58-79)

**Adem Özkan DURMAZ**

İskenderun Teknik Üniversitesi (İSTE),  
Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı  
Yüksek Lisans Öğrencisi  
ORCID: 0000-0002-1898-8040  
ademdurmaz.sbe19@iste.edu.tr

**Doç.Dr. Sertaç HOPOĞLU**

İskenderun Teknik Üniversitesi (İSTE),  
Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Bölümü  
ORCID: 0000-0002-9541-2352  
sertac.hopoglu@iste.edu.tr

### Öz

1980’li yıllardan itibaren uygulamaya konulan finansal liberalizasyon politikaları son yıllarda özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ciddi krizlere neden olmuştur. ABD konut piyasasında ortaya çıkan balonun patlaması ile finansal sistemde kendini gösteren Mortgage Krizi 2008 ve 2009 yıllarında gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere bulaşarak yayılmış, küresel bir nitelik kazanmış ve tüm finans piyasalarını ciddi şekilde etkilemiştir. Kriz yıkıcı etkisini ilk etapta ABD ve Avrupa Birliği ülkeleri üzerinde göstermiş, bu ülkeler ile ekonomik ve ticari ilişkileri içinde olan hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme, dış ticaret ve istihdam alanlarında farklı sorunların gelişmesine sebebiyet vermiştir. Bu bağlamda finansal krizlerin ülkeler arasında nasıl yayıldığını anlamak önem kazanmıştır. Bu çalışmanın amacı, 2008 yılında ABD’de patlak veren Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine dönüşmesi sürecini finansal bulaşma ekseninde ele almak, sonrasında krizin Birlik Üyesi ülkelerin ekonomileri üzerinde yarattığı olumsuz etkileri detaylarıyla incelemek ve Avrupa Birliği’nin bu krize karşı geliştirdiği önlemlere değinmektir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Krizler, Bulaşma Etkisi, Mortgage Krizi, Avrupa Borç Krizi.

### CONTAGION IN INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS:

### THE RELATIONSHIP BETWEEN THE MORTGAGE CRISIS AND THE EUROPEAN DEBT CRISIS

#### ABSTRACT

Financial liberalization policies, which have been implemented since the 1980s, have caused serious crises in recent years, especially in developing economies. The Mortgage Crisis, which manifested itself in the financial system with the explosion of the bubble that emerged in the US housing market, spread to developed and developing economies in 2008 and 2009, gained a global character and seriously affected all financial markets. The crisis had its destructive effect on the USA and the European Union countries in the first place, and caused different problems in economic growth, foreign trade and employment in both developed and developing countries, which have economic and trade relations with these countries. In this context, it has become important to understand how financial crises spread among countries. The aim of this study is to consider the process of transformation of the Mortgage Crisis that broke out in the USA in 2008 into the European Debt Crisis, and to examine the negative effects of the crisis on the economies of the European Union members in detail and to review the measures developed by the European Union against the crisis.

**Keywords:** Financial Crises, Contagion Effect, Mortgage Crisis. European debt crisis

## 1.Giriş

Finansal kriz kavramı, genel anlamda akla finansal istikrarsızlıklar ve başarısızlıklar sonucu ortaya çıkan ekonomik gidişatın kötüleşmesi durumunu getirmektedir. Finansal krizin daha bilimsel bir tanımı ise finansal piyasaların dengesini bozan negatif gelişmelerin, finansal kurumların performansını düşürmesi sonucu başta kaynak tahsisi olmak üzere ekonomide dengeleri bozması şeklinde yapılabilir (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004).

1980'li yıllarda yaygınlık kazanan finansal küreselleşmeyle birlikte dünya ekonomisi hızlı bir dönüşüm süreci yaşamış, soğuk savaş döneminin sona ermesiyle o döneme kadar varlığını koruyan iki kutuplu düzenin değişerek, aniden ABD'nin başı çektiği tek kutuplu yeni bir düzene evrilmesine yol açmıştır. Küresel değişimi hızlandıran olaylar dünya üzerinde dengelerin değişmesine ve dünya ekonomilerinin giderek birbirine ve küresel sisteme daha bağımlı bir hale gelmesine neden olmuştur (Turan, 1994).

Finansal piyasalardaki küreselleşme eğilimi piyasaların liberalleşmesi için "bırakınız geçsinler" politikalarının üretilmesi, vadeli ve türev piyasaların oluşması ve portföy çeşitlendirilmesinin risk yönetiminde önem kazanması gibi yenilikleri beraberinde getirmiştir.

Bu süreç ulusal ekonomileri dış yatırımcılara erişilebilir bir hale getirirken, uygun koşullarda krediye ulaşmayı olanaklı hale getirmiş, borçlanma maliyetlerinde yaşanan düşüşle birlikte özellikle düşük tasarruf oranına sahip gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi destekleyici bir rol üstlenmiştir. Ancak yaşanan bu olumlu gelişmeler karşısında finansal piyasaların kurallardan arındırılmasının neticesi olarak ortaya çıkan kuralsızlığın getirdiği denetimsizlikler sonucu ortaya çıkan riskler, bir ekonomide meydana gelen finansal krizin çok kısa bir sürede başka bir ekonomiye bulaşmasına ve gelişme sürecindeki ekonomilerde kısa dönemde ciddi sermaye giriş-çıkışlarının yaşanarak bu ekonomilerin hasar görmesine yol açmıştır (Yüksel Mermud 2011).

Bu anlamda 1990'lı yıllarda birbiri ardına meydana gelen Avrupa Para Krizi, Meksika Krizi ve Güneydoğu Asya Krizi ekonomiye sermaye girişinin faydalarının hızla tersine çevrilebileceğini ve ekonomiye ciddi zarar verebilecek bir risk faktörü haline gelebileceğini göstermiştir. Aynı zamanda bu krizler bir ekonomide meydana gelen finansal krizin diğer bazı ekonomilere bulaşabileceği yönündeki çalışmalara da öncülük etmiştir (Polat, 2018). İlk etapta böylesi bir aktarım kanalının varlığı iktisatçılar tarafından sorgulamaya başlanmış, geline noktada finansal krizlerin aktarımına ilişkin çok sayıda teorik ve deneysel çalışma literatüre kazandırılmıştır (Korkmaz, 2011). 2008 küresel finansal krizinin ekonomik nedenleri farklı olsa da, bir finansal piyasadaki istikrarsızlığın başka piyasalar üzerinde etkisini güçlü bir biçimde yansıtabileceğini göstermektedir (Ahlgren ve Antell, 2010). 2008 yılında ABD'de eşik altı (*subprime*) ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri içeren fonların çöküşüyle başlayan kriz, bulaşıcı etkilerini Avrupa Birliği (AB) ekonomilerinde göstermiş, Euro bölgesi kriz nedeniyle 2009 yılında % 4.1 oranında küçülerek tarihinin en şiddetli daralmasını yaşamıştır. Mevcut kriz süreci birçok birlik üyesi ülkelerin kamu açıklarında ve borç stoklarında ciddi bir artışa neden olurken, pek çok üye ülkede kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmuştur (Kouretas ve Vlmias, 2010).

Sonuç olarak Mortgage Krizi AB ekonomilerinin borç yükünü artırmış, alınan sıkı politikalar düşük kamu harcamaları şeklinde hanehalkına yansımış, vergi gelirlerinde düşüşe neden olan bu durum sonucunda hükümetlerin artan borçları ödeyebilme kapasitesi ise daralmıştır. Ayrıca, özellikle Yunanistan ve Portekiz'in borçlarını ödeyebilme güçleri konusunda piyasalarda oluşan negatif beklentiler, bu ülkeler için risk primini (ve dolayısıyla faiz oranlarını) artırarak, bu ülkeleri kapasitelerinin çok üzerinde bir borçla baş başa bırakmıştır.

Mali sistemin önemli aktörleri olan bankaların borçlarını tazmin edebilmek için Avrupa Komisyonu tarafından 2008-2011 tarihleri arasında yaklaşık 4,5 trilyon Euro tutarında bir tedbirler paketi onaylanmış, bu rakam AB gayrisafi yurtiçi hâsılasının (GSYH) yaklaşık %37'sine denk gelmektedir. Bunlara ek olarak, daralan ekonomilerde işsizliğin artması, işletmelerin kapanması ve kamu hizmetlerinin özelleştirilmesi sonucu birçok sosyal sorun baş göstermiştir (TNI, 2012).

Uluslararası sistemden kaynaklanan krizler, küresel bağımlılık nedeniyle çok çabuk yayılabilmekte ve gerek az gelişmiş, gerek gelişmiş ülkelerde ciddi ekonomik ve sosyal sonuçlar doğurabilmektedir. Bu nedenle bu krizlerin küresel sistem içinde ülkeler arasında nasıl yayıldığını anlamak önem arz etmektedir. Bu çalışma, 2008 Mortgage Krizinin Avrupa ekonomilerine nasıl yayıldığı ve nasıl bir borç krizine evrildiğini araştırmaktadır. Böylece küresel krizlerin yayılma mekanizmaları hakkında ipuçları elde edilebilecektir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde krizler ve bulaşma ile ilgili literatürden seçilen çalışmaların bir özeti verilmektedir. Üçüncü bölümde finansal krizlerin bulaşma kanalları irdelenmiştir. Mortgage Krizinin nasıl ortaya

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

çıkacağı bir sonraki bölümde ele alınmış, beşinci bölümde ise krizin nasıl bir Avrupa Borç krizi haline geldiği açıklanmaya çalışılmış ve en çok etkilenen Avrupa ülkelerinde krizin gelişimi incelenmiştir. Altıncı bölümde AB'nin krize karşı geliştirdiği önlemler incelenmiştir. Sonuç bölümünde finansal krizlerin ekonomik önemine ve kaçınma önlemlerine değinilmiştir.

**2.Literatür Özeti**

Yazarlar/Yıl	Argüman
Lowell v.d. (1998)	Finansal krizlerin diğer ekonomilere bulaşma nedenlerini incelemişlerdir. Aralarında Türkiye'nin de yer aldığı 17 gelişmekte olan ekonomi ile finans merkezi konumunda olan ülkelere ilişkin oluşturulan veri setinden faydalanarak yapılan analizde ampirik sonuçlar, krizin gerek coğrafi gerek birbirine daha yakın ve sıkı ekonomik ilişkiler içerisinde yer alan benzer ekonomik sorunlara sahip ülkeler arasında yayıldığını ortaya koymaktadır.
Glick ve Rose (1999)	Finansal krizlerin yayılım kanalları incelenmiştir. Yatay kesit verilerle ve probit modeli kullanılarak 161 ülkede kriz dönemlerinde krizin yayılmasında ticaret kanalının etkisi incelenmiş, analiz bulguları; uluslararası ticaret faktörünün ülkeler arasında makroekonomik etkileri ve spekülasyon saldırıları bulaştırıcı etkiye sahip olduğu ileri sürülmüştür.
Horta v.d. (2008)	2008 krizinin G7 ülkeleri ve Portekiz'in hisse senedi piyasalarında bulaşma etkilerini incelemişlerdir. Analiz bulguları Kanada, Japonya, İtalya, Fransa ve İngiltere'de bulaşıcılık etkisinin Almanya'ya göre daha fazla olduğu göstermiştir. Kanada ise bulaşmanın en yüksek yoğunlukta görüldüğü ülke olmuştur.
Yalama ve Çelik (2009)	2008 krizinin ABD'den Türkiye üzerine bulaşıcılık etkisini, İngiltere'nin krizin transferinde öncü olduğunu test ederek incelemişlerdir. Ampirik sonuçlar; küresel krizinin transfer yolunun ticari ilişkilerden kaynaklanması olasılığının düşük olduğuna ve finansal yolla transferinin ihtimalinin daha güçlü olduğunu göstermiştir.
Hwang, In ve Kim (2010)	Krizin uluslararası hisse senetleri piyasası üzerine etkisini seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için incelemişlerdir. DCC-GARCH modelini kullanarak yapılan analiz neticesinde krizin sadece gelişmiş piyasaları değil, gelişmekte olan piyasaları da etkilediği gözlemlenmiştir.
Berberoğlu (2011)	2008 krizinin AB'ye üye ülkeler ile Türkiye'yi ne derecede etkilediğini incelemiştir. 2006-2009 yıllarına ait makroekonomik verileriyle çok değişkenli kümeleme metodolojisi kullanılarak yürütülen çalışmada analiz bulguları AB'ye üye ülkelerin hepsinde kriz döneminde cari fiyatlarla GSYH'lerde düşüş yaşandığı ve Türkiye'nin AB'ye üye ülkeler ile aynı seviyede etkilendiği ortaya konulmuştur.
Mazurek (2011)	2008 küresel krizin Çek Cumhuriyeti'ne olan bölgesel etkilerini incelemiştir. Çek Cumhuriyeti'nin 14 bölgesini benzer gruplara (kümelere) bölerek k-ortalımalı kümeleme yöntemi ile küme analizi metodolojisi kullanılarak yürütülen çalışmada analiz bulguları; krizin

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

	etkisinin bölgeler arası endüstriyel farklılık nedeniyle gösterdiği sonucu elde edilmiştir.
Samarakoon (2011)	Dünya piyasalarındaki hisse senetlerindeki düşüşlerin küresel krizden kaynaklanıp kaynaklanmadığı araştırılmıştır. 22 gelişmekte olan piyasa ve 40 gelişmiş piyasa için toplam 62 ülkenin günlük piyasa endeksleri kullanılmış, ayrıca ABD'den dış pazarlara, dış pazarlardan da ABD'ye yönelen şokların transferini tahmin etmek adına VAR modeli oluşturulmuştur. Kriz öncesinde Asya ülkelerinden ABD'ye herhangi bir etkiye rastlanılmazken, kriz dönemlerinde ABD'ye ciddi etkiler olduğu görülmüştür. ABD finansal krizi gelişmiş piyasalara gelişmekte olan piyasalardan daha fazla kriz dönemlerinde bulaşıcılık etkisi göstermiştir.
Syllignakis ve Kouretas (2011)	Orta ve Doğu Avrupa pazarında 7 gelişmekte olan ülkenin hisse senedi piyasalarının haftalık getirileri ile değişken zamanlı koşullu korelasyonunu incelemiştir. Özellikle kriz döneminde ABD ve Almanya hisse senedi getirileri ile CEE ülkeleri hisse senedi getirileri arasındaki şartlı korelasyonda istatistiksel olarak anlamlı bir yükseliş olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Aloui v.d. (2011)	ABD ile seçilmiş bazı yükselen ekonomilerde krizin boyutları ve bulaşma etkileri incelenmiş ve BRIC piyasaları ile ABD piyasaları arasındaki bağımlık sınanmıştır. Ampirik sonuçlar; Brezilya ve Rusya'nın Çin ve Hindistan'a göre emtia fiyatları üzerinden ABD ile daha kalıcı ve yüksek bir bağımlılık ilişkisi olduğunu ortaya koymuştur.
Göçer ve Özdemir (2012)	2008 krizinin nedenleri ve yayılma aşamaları incelenmiş, seçilen ülke ekonomilerine olan etkiler 1980-2010 yıllarına ait veriler kullanılarak analiz edilmiştir. Ampirik sonuçlar; krizin seçilen tüm ülke ekonomilerinde farklı düzeylerde olumsuz etkileri olduğunu ve krizden en çok Yunanistan, İtalya ve ABD'nin etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.
Yılmaz (2013)	2008 krizinin, kırılgan AB ekonomileri ve Türkiye ekonomisine etkileri incelenmiştir. Ampirik sonuçlar; seçilen ülkelerin hepsinin küresel ekonomik krizden negatif şekilde etkilendiğini göstermektedir.
Tagkalakis (2013)	2008 krizinin 20 OECD ülkesinin borç stoku üzerindeki etkilerini incelemiştir. Havuzlanmış OLS, sabit etkiler (IV-FE) modeli ile dinamik panel verisi tek adımlı sistem GMM yöntemi kullanılarak yürütülen çalışmada finansal krizlerin borç stoku/GSYH oranını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.
Baur (2012)	25 büyük ekonomi ile ve gelişmekte olan ekonomiler için ve 10 sektör temelinde küresel mali krizin bulaşıcılığını hisse senetleri piyasası yönünden incelemiştir. Asimetrik GARCH yönteminin kullanıldığı çalışmada bulgular; küresel mali krizin hisse senetleri piyasası arasında ve mali sektör hisse senetleri arasında güçlü bir bulaşma etkisinin olduğunu göstermiştir.

## ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-

Kenourgios v.d. (2013)	2008 Mortgage krizinin değişik bölgeler arasında birden fazla varlık piyasasında bulaşma etkisini incelemişlerdir. DCC-Garch modeli kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada ele alınan piyasalar arasında bulaşmayı ve krizden kaçınmayı gösteren korelasyonlar gözlemlenmiştir.
Nikkinen v.d. (2013)	Çalışmada mortgage krizinin BRIC ülkeleri finansal ve endüstri sektörü hisse senetleri üzerine krizin bulaşma derecesi incelenmiştir. Çok değişkenli GARCH analizi metodunun kullanıldığı çalışmada analiz bulguları mortgage krizinin tüm BRIC ülkeleri üzerinde bir yayılma gösterdiğine işaret etmiştir.
Mercan (2014)	2008 krizinin Türkiye ile Türkiye Cumhuriyetlerine olan etkileri incelenmiştir. 1990-2012 yıllarına ait veriler kullanılarak gerçekleştirilen panel veri analizi neticesinde, ampirik sonuçlar; serilerin durağan olmadığı başka bir ifadeyle şokların etkilerinin kalıcı olduğunu ve meydana gelen krizlerin incelenen ülkelerin ekonomilerini ciddi oranda etkilediği gösterilmiştir.
Çenberci ve Gövdere (2017)	2008 krizinin ve AB'nin geleceğine olan etkileri incelenmiştir. Ortak para birimini kullanan on beş Avrupa Birliği üye ülkesinin makroekonomik verilerine küresel krizin etkileri panel veri yöntemleriyle araştırılmış ve krizin incelenen ülkelerin büyüme oranlarını negatif olarak etkilediği sonucuna varılmıştır.
Adabağ (2019)	2008 krizinin Türkiye ve AB ülkelerinin makro ekonomik dengelerine etkilerini incelemiş, betimsel tarama yönteminin kullanıldığı çalışmada analiz sonuçları; ABD merkezli finansal kriz olarak gelişen krizin, ilerleyen süreçte küreselleşmenin etkisiyle yayılarak, 2009 yılında AB ülkelerinde bir borç krizini tetiklediği ortaya konmuştur.

### 3.Finansal Krizlerde Bulaşma ve Bulaşma Kanalları

Bulaşma etkisine ilişkin tam anlamıyla ortaya konulan tutarlı bir tanımından bahsetmek zor olsa da finansal bulaşma bir ülkede yaşanan ekonomik krizin beklentilerdeki değişiklikler nedeniyle diğer ülkelere yayılması ve ülkenin temel makroekonomik göstergeleriyle hiçbir ilgisinin olmaması biçiminde karşılık bulmaktadır. Moser (2003)'e göre bulaşıcılık bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkede krize yol açması olarak değerlendirilmekte ve finansal krizi tetikleyen olumsuz şokların, piyasalar arası bir transferi olarak tanımlanmaktadır. Dornbusch v.d. (2000)'e göre ise bulaşıcılık; piyasa istikrarsızlığının döviz kurları, yatırım araçları ve sermaye akışları yoluyla bir ülkeden diğerine yayılması biçiminde tanımlanmaktadır. Dünya Bankası<sup>1</sup> tarafından yapılan geniş tanıma göre ise bulaşıcılık yaygın şoklara ek olarak, şokların bir ülkeden diğerine uluslararası ilişkiler veya ara bağlantılar yoluyla aktarılmasını ifade etmektedir. 2 Temmuz 1997'de Tayland'da başlayıp, bölgedeki diğer ekonomilere de sıçrayan Asya krizi, krizin bir ekonomiden diğerine oldukça hızlı bir şekilde yayılabileceğini göstermiştir. Ekonomiler arasında yaşanan krizlerin yayılması sürecinde Muson Etkisi (*Monsoonal Effect*) olarak adlandırılan süreç ilk grupta yer almaktadır. Bu süreç ile sanayileşmiş ülkelerin yaşadığı şokların, gelişmekte olan ülkelerde krizleri tetiklediği savunulmaktadır. 1973 ve 1979'da yaşanan petrol şokları bu türe örnek gösterilmektedir. Bu kategoride bu ülkelerin genişleyen kırılma noktaları, gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı yanlış politikalarından çok, dış borç miktarı, bankacılık sisteminin kesintiye uğraması, bütçe açıkları gibi nedenlere bağlanmaktadır (Mason, 1998). Karşılıklı bağımlılık nedeniyle gelişmekte olan ülkeler arasındaki etkileşim, "yayılma" olarak adlandırılan ikinci tür olarak kabul edilmektedir. Krizlerin genellikle aynı coğrafi bölgedeki komşu ülkeleri aynı anda etkilemesi, yayılma (*spillover*) etkisi olarak kabul edilir. Aralarında ticaret veya bölgesel yakınlık gibi doğrudan ilişki bulunan

<sup>1</sup> Definitions of Contagion, The World Bank, <http://go.worldbank.org/JIBDRK3YC0> (Erişim Tarihi: 08.03.2021)

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

ülkelerin birinde yaşanan krizin, ilişki içinde olduğu diğer ekonomilerin makroekonomik ölçeği üzerinde ciddi etkiler oluşturmasıdır (Edwards, 2000).

Bulaşıcılığı olanaklı kılan uluslararası ekonomik ilişkiler başta olmak üzere, politik, kültürel ve coğrafi yakınlık gibi faktörler olabilmektedir. Ticari ilişkiler, ekonomi politikaları, benzer ekonomik yapı ve şokların ortak reel ve finansal etkileri, ülkeler arasında karşılıklı bağımlılığın artmasına neden olmuştur (Liag ve Willet, 2009). Genel olarak, uluslararası sermaye piyasası, özellikle ekonomik durgunluk ve refah dönemlerinde gelişmekte olan ekonomilerde kırılıgandır. Nitekim 1990'ların ikinci yarısında yaşanan krizde Asya ülkelerine giren kısa vadeli yabancı sermayenin hızla çekilmesi bu ülkelerin paralarının hızla değer kaybetmesine ve borsalarında çöktüşlere neden olmuştur. Daha da ilginç olarak, 1999'da toparlanmaya başlayan sermaye akışındaki küçük artış, bu ülkelerdeki yapısal reform sürecini yavaşlatarak durgunluğa neden olmuştur (Dornbush v.d., 2000).

Meksika, Güneydoğu Asya, Rusya ve 2008 Küresel krizleri finansal bulaşma olgusunu küresel ölçekte daha önemli hale getirmiştir. 2008 küresel krizi sonucunda ABD ve Avrupa başta olmak üzere diğer gelişmekte olan ülkelerin GSYH'sında düşüşler yaşanmış, işsizlik artmış ve enflasyon yükselmiştir (Alantar, 2008). Dolayısıyla, küresel sistemin ülkeler arasındaki bağımlılığı artırdığı günümüzde finansal krizlerin nasıl ülkelere bulaştığının anlaşılması önem taşımaktadır. Finansal krizlerin yayılma kanalları aşağıdaki gibidir:

### 3.1. Ticaret Kanalı ve Rekabetçi Döviz Kuru

Dış ticaret akımları krizlerin ihracında doğrudan bir rol oynayabilmektedir. Ülkeler arası yürütülen doğrudan veya dolaylı ticari ilişkiler veya döviz kuru rekabeti olan ülkelerin birinde yaşanacak bir kriz, diğer ülke veya bölgelerin ekonomik göstergelerini etkileyerek krize neden olabilmektedir. A ve B gibi iki ülke arasında yüksek bir ticaret hacmi olduğunu varsayalım. B ülkesi arasındaki ticaret hacminin yüksek olduğunu farz edelim. Fiyatların yapışkan olma eğiliminde olduğu bir ekonomik ortamda, A ülkesinde yaşanan bir krizin sonucu olarak ülkenin ulusal parasının değer kaybetmesi, ülkede üretilen malların dış fiyatlarını düşürürken, aynı zamanda bu ülkede üretilen yabancı malların fiyatlarını da pahalı hale getirmektedir. Krizin etkisi altında yabancı mallara olan talep düşecektir. A ülkesiyle ticarete rekabet gücünü kaybetmek istemeyen B ülkesi de parasının değerini düşürmek durumunda kalabilir. Bu nedenle, herhangi bir döviz kuruna dönük başarılı bir spekülasyon saldırı, para biriminin fiilen değer kaybetmesine neden olacak ve bu da ülkenin dış ticaret kapasitesini artıracaktır. Bu durum ülkeyle ticaret ortaklığı kuran ikinci ülkede ticaret açığına yol açar ve neticede ülkenin merkez bankasının uluslararası rezervlerinin düşmesine sebep olur (Glick ve Rose, 1999).

### 3.2. Sürü Davranışı

Sürü davranışı, bulaşma nedenlerinden biri olarak düşünülmektedir. Sürü davranışında, tüm şirketler pazar liderini takip etmekte gizli bilgileri tamamen reddetmektedir. Menkul kıymetler piyasasının küreselleşmesi, bilgi toplama motivasyonunu zayıflatmakta ve bu nedenle optimal sürü davranışının sonucu olarak sermaye akışlarında yüksek volatiliteye neden olmaktadır. Sürü davranışı durumunda ülkeler aynı anda hasta durumuna gelmektedirler. Çünkü bu durumda söz konusu ülkeler, eksik bilgilendirilmiş yabancı yatırımcıların yatırımları azaltma kararının kurbanlarıdır. Sermaye piyasasında sürü davranışı, yatırımcıların yatırım portföylerini yeniden dağıtma ve yatırım portföylerinin çoğunu daha güvenli alanlara aktarma çabaları biçimini almaktadır (Calvo ve Mendoza, 1998).

### 3.3 Likidite Kanalı

A ve B bankası iki finansal kurumun olduğunu varsaydığımızda bu bankaların kredi portföyünde x ülkesi, y ülkesi ve z ülkesi gibi üç ayrı ülkeye sunulan kredi olduğunu düşündüğümüzde, x ülkesinde meydana gelecek devalüasyon durumunda bu ülkedeki mevcut kredi kullanıcılarının borçlarının geri ödeme gücünü düşürecektir. x ülkesinde kredilerin geri ödenmesindeki zorluk, bankanın kredi portföyünün kalitesini düşürecektir ve bankanın zararıyla sonuçlanacaktır. Bu durumda banka, x ülkesinden kaynaklı kayıplarını telafi etmek ve sermayesini yeniden yapılandırmak için diğer iki ülkedeki kredilerin bir kısmını çekmek zorunda kalacaktır (Pesenti ve Tille, 2000).

### 4.ABD'de Mortgage Krizinin Gelişimi

ABD'de 2007 yılı ortalarında konut piyasasında ortaya çıkan balonun patlaması ve ABD kredilerinde hızlı bir ivme kazanan düşüşler sonrası, 5 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers isimli Amerikan yatırım bankasının 600 milyar doların üstünde borçla çöktüşü ile başlayarak kısa bir zaman diliminde finans ve reel sektöre yayılan kriz kısaca "Mortgage Krizi" olarak adlandırılmıştır (Arı, 2014).

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

2000' yıllardan sonra uluslararası finansal gelişmelerin ön plana çıkan özelliklerinden birisi de likidite koşullarındaki genişlemedir. Mortgage Krizi'nin en önemli tetikleyicisi bu genişleyen likidite olmuştur. Genişleyen likiditeyle, faiz oranlarını gerilemesi tüketicilerin kredilere ulaşım imkânını arttırmış, bu sayede ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde harcama eğilimlerinde önemli artışlar meydana getirmiştir. Bu gelişmelerin başında da konut kredileri gelmektedir. Bankalar geliri olmayan şahıslara bile kredi sunmaya başlamışlardır. Daha sonra kamuoyunda NINJA (*No Income, No Job, No Asset*) kredileri olarak bilinen bu uygulamalar, varlık fiyatlarının bilhassa da konut fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Mortgage kredilerinin % 60'lık bölümünden daha fazlası tahvilleştirilmiş, bunun içerisinde riski yüksek kredilerin payı da 2004 yılından itibaren önemli miktarda artmıştır (Özsoylu v.d., 2010). Sonraki süreçte ortaya çıkan kredi geri ödemelerindeki problemler banka portföylerindeki hacizli konut sayısını yükseltmeye başlamış, bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi sonucu konut fiyatları düşmüştür. Bu düşüşler neticesinde satın alınan bazı konutların değeri, kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinden bile daha düşük hale gelmiştir (Alptekin, 2019).

**Tablo 1: ABD Mortgage Piyasası Temel Göstergeleri.**

Yıllar	Mortgage Krediler (milyar dolar)	Menkulleştirme Oranı %	Yüksek Riskli Krediler (milyar dolar)	Yüksek Riskli Kredi Oranı %	Yüksek Riskli Kredilerin Menkulleştirme Oranı (%)
2001	2215	60.7	160	7.2	60
2002	2885	63	200	6.9	61
2003	3945	67.5	310	7.9	65.5
2004	2920	62.6	530	18.2	79.8
2005	3120	67.7	625	20.0	81.3
2006	2980	67.6	600	20.0	80.5

**Kaynak:** Özsoylu, Ünlükaplan ve Akdoğan Gedik (2010), s.46

Tablo 1'de; ABD'de mortgage piyasasının 2000'li yıllardan itibaren hızla gelişim gösterdiği ve uluslararası boyuta ulaştığı görülmektedir. Mortgage kredilerinin % 60'lık bölümünden daha fazlası tahvilleştirilmiş, bunun içerisinde riski yüksek kredilerin payı da 2004 yılından itibaren önemli miktarda artmıştır.

Mortgage Krizine neden olan faktörler içerisinde şüphesiz en önemli unsur genişleyen likiditedir. ABD'de düşük seyreden faiz oranlarının bir sonucu olarak piyasalarda likidite bolluğu oluşmuştur (Altınöz, 2012). ABD'de getiri riski yüksek olan varlıklarda ipoteye dayalı konut finansman kredilerinin artmasına da küresel likidite arzındaki artışın neden olmuştur. Diğer yandan, düşük seviyede tutulmaya çalışılan faiz oranları tüketim ve yatırım harcamalarını artmasına neden olmuştur.

2004 yılından sonra enflasyonu kontrol altında tutmak niyetinde olan ABD'nin yüksek faiz politikası uygulamaya başlaması konut talebinin azalması sonucunu doğurmuştur. Bu süreçte konut sahiplerini ödeme sıkıntısına düşüren asıl neden, değişken faizli konut kredileri olmuştur. Böyle bir durumda kredi sahiplerinin ödeme güçlüğü sonucunda önemli sayıda konut satışa sunulmuş ve bu durum konut fiyatlarında aşağı yönlü hareket oluşturmuştur. Sonrasında ise, konutların değeri baz alınarak fiyatlandırılması, oluşturulan menkul kıymetlerin fiyatlarının da aşağıya çekilmesine sebep olmuştur. Neticede yatırımcılar daha az risk taşıyan hazine tahvillerini tercih etmiş ve böylece piyasalarda sıcak para arzı daralmaya başlamıştır (Takım, 2011).

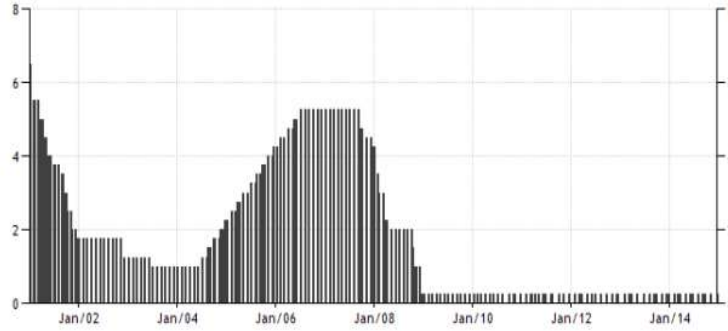
Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) tüm bu olumsuz gelişmelere karşı konut sektöründeki gelişmelerin tüm ekonomiyi etkilemeyeceği yönündeki politik duruşu da krize başlangıcında önlemler alınmayarak tüm finansal sisteme ve reel ekonomiye yayılmasına kolaylık sağlamıştır (Alantar, 2008; Işık ve Tünen, 2011).

2008'in ikinci yarısında enflasyon algısı etkinliği ön plana çıkmaktadır. 2009 yılı itibarıyla enflasyon algısı yerini resesyona bıraktığından politika faiz oranlarında keskin düşüş yaşanmıştır. 2008'in son çeyreği ile 2009'un üçüncü çeyreğini içeren dönemde enflasyondaki düşüşler aynı zamanda ekonomilerde büyüme oranlarının en fazla aşındığı bir dönemi olarak görülmektedir. Bu dönemde, piyasada meydana gelen talep eksikliği enflasyonu baskılamıştır.

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

Krizden önce ABD faiz oranlarında keskin düşüşler ve yükselişler göze çarpmaktadır. ABD’de faizler 2001’de % 6,5 düzeyinden 2004 % 0,98 düzeyine kadar önemli oranda aşağı çekilerek olmuştur (Grafik 1). Bu düşüşler beraberinde kredi kullanımındaki patlama nedeniyle konut fiyatlarını ciddi oranda yükseltmiştir.

**Grafik 1:** ABD'nin 2001-2014 Arası Faiz Oranlarının Değişimi.



**Kaynak :** Trading Economics

<http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate> [Erişim Tarihi: 15.03.2021]

Konut fiyatlarındaki aşırı yükselişin önüne geçmek amacıyla, faiz oranları 2004 yılından 2007 yılına kadar kademe kademe yükselttiler % 0,98’den, % 5,24 düzeyine çıkarılmıştır. Ancak kredi geri dönüşlerinde, bilhassa ayarlanabilir faiz oranlı ipotekli konut kredisi ödemelerinde yükselen maliyetler gecikmelerin yaşanmasına neden olmuştur. Faiz oranları, oluşan bu gecikmeler ve finansal piyasada likidite probleminin sorununun yaşanması nedeniyle tekrar keskin bir biçimde aşağı çekilmiş, 2007 yılında % 5,24 olan faiz düzeyleri, 2009 yılında % 0,21’e kadar gerilemiştir.

ABD’de Mortgage piyasasının önemli bir unsurunu oluşturan menkul kıymetleştirme olgusu; kredi sağlayıcıların, sunulan bu krediler üzerinden belli ölçülerde bir pay aldıktan ve gerekli sözleşmeler imzalandıktan sonra, krediyi ikincil piyasalara satma ve menkul kıymet ihraç edilmesine dayanan bir finansman modelinden oluşmaktadır. Bu modelde menkul kıymet üretilmesi yoluyla mevcut kredilerin, çoğunlukla özel yatırım bankalarına satılması ve bu yolla da tahvillere dönüştürülerek dünya pazarlarına ihraç edilmesi süreci işletilmektedir (Demir v.d., 2008).

Dolayısıyla, Mortgage Krizi açısından bakıldığında sektörde likiditesi yüksek, ancak reel olarak karşılığı bulunmayan yeni araçlar ve seçenekler yaratılmış ve bunlar ihraç edilmiştir. Kriz yıkıcı etkisini ilk etapta ABD üzerinde göstermiş, bu kıtadaki ülkelerin, diğer ülkeler ile ekonomik ve ticari ilişkileri içinde olmaları sebebiyle hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme, dış ticaret ve istihdam alanlarında farklı sorunların gelişmesine sebebiyet vermiştir (Akın ve Ece, 2009).

Kriz ilk etapta yıkıcı etkisini kısa dönemli borçları çevirme sistemine odaklı yatırım bankaları ve sigorta şirketleri üzerinde göstermiştir. Haziran 2008’de 12 büyük ipotek kuruluşunun zararı toplamda 153,6 milyar dolara ulaşmıştır (Kutlu ve Demirci, 2011). 2008 yılının Eylül ayında, ABD’nin önde gelen bazı büyük finans kuruluşlarının iflasıyla (Tablo 2) derinleşen krizin yarattığı belirsizlik ortamı küresel olarak büyümeyi ve ticareti yavaşlatmıştır (Öztürk, 2010). Etkiyi derin bir şekilde hisseden ABD ve AB ülkeleri başta olmak üzere, finans sektöründe yaşanan problemler sonrası büyüme oranlarında ciddi düşüşler yaşandığı ve bunun doğal bir neticesi olarak işsizlik rakamlarında da keskin biçimde artışlar meydana geldiği gözlenmiştir. Likiditenin daralmasıyla birlikte resesyonu önlemek için piyasalara trilyonlarca dolar enjekte edilmiş, ancak sisteme olan güvenin kaybolmasıyla birlikte kriz başta ABD ile yakın ticari bağları olan ekonomiler olmak üzere yayılmış ve tüm dünyayı etkilemiştir (Işık ve Tünen, 2011).

**Tablo 2:** ABD’de Finans Kuruluşlarının 2008 Haziran Zararları (Milyar Dolar)

Finans Kuruluşu	Zarar
City Bank	42.9
Merril Lynch	37.1



## ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-

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:** Kutlu ve Demirci, 2011.

Küresel ölçekte makroekonomik göstergelerin bozulmasına neden olan kriz süreci, bu etkiyi derin bir şekilde hissedilen ABD ve AB ülkeleri başta olmak üzere, finans sektöründe yaşanan problemler sonrası büyüme oranlarında ciddi düşüşler yaşandığı ve bunun doğal bir neticesi olarak işsizlik rakamlarında da keskin biçimde artışlar meydana geldiği gözlenmiştir. Likiditenin daralmasıyla birlikte resesyonu önlemek için piyasalara trilyonlarca dolar enjekte edilmiş, ancak sisteme olan güvenin kaybolmasıyla birlikte kriz başta ABD ile yakın ticari bağları olan ekonomiler olmak üzere yayılmış ve tüm dünyayı etkilemiştir (Işık ve Tünen, 2011).

2003-2006 kriz öncesi dönemde, dünya ekonomisi yıllık büyüme hızlarında bir artış gözlemlenirken, 2008-2009 yıllarında ise, tüm dünyada yıllık büyüme hızında ciddi oranda düşüş gerçekleşmiştir. Kriz döneminde büyüme hızındaki düşme en fazla AB ülkeleri ve Euro bölgesinde gözlemlenmiştir. 2008 küresel krizinden en az etkilenen ülke grubu ise, az gelişmiş ekonomiler olmuştur. Krizden çıkış sürecinde ise, 2010 yılı ile birlikte büyüme hızlı biçimde artmaya başlamıştır (Tablo 3).

**Tablo 3:** GSYH Büyüme Hızları (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ABD</b>	2.9	3.9	3.4	2.6	2.2	0.1	-2.5	2.8
<b>Dünya</b>	2.6	4.0	3.5	4.0	3.9	1.4	-2.3	4.2
<b>Euro Bölgesi</b>	0.7	2.2	1.6	3.2	2.9	0.3	-4.2	1.9
<b>AB</b>	1.4	2.5	1.9	3.3	3.2	0.2	-4.2	2.1
<b>Gelişmiş Ekonomiler</b>	2.0	3.2	2.6	2.9	2.7	0.1	-3.8	3.1
<b>Gelişmekte olan Ekonomiler</b>	9.6	7.6	7.3	8.3	8.9	6.0	1.9	7.8
<b>Az Gelişmiş Ekonomiler</b>	3.8	6.1	6.1	6.3	6.3	5.6	4.7	5.9

**Kaynak:** Dünya Bankası Veri Tabanından derlenmiştir:

<http://databank.worldbank.org>. [Erişim Tarihi: 18.03.2021]

Tablo 4’de de görüleceği gibi, 2003-2006 yılları arası kriz öncesi dönemde dünya genelinde GSYH’da artış gözlemlenirken, kişi başına refah düzeyi de yükselmiştir. Kriz döneminde ise, 2007 yılında özellikle AB ve Euro bölgesinde düşüş yaşanırken, 2008 yılında dünya genelinde düşüş yaşanmıştır. 2009 yılında krizden çıkış aşamasında kişi başına GSYH’nin büyüme hızı düşmeye devam ederken, 2010 yılındaki toparlanmanın etkisiyle de kişi başına GSYH’nin büyüme hızı artmaya başlamıştır.

**Tablo 4:** Kişi Başına GSYH Büyüme Hızları (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ABD</b>	1.9	2.8	2.6	1.9	0.9	-1.1	-3.4	1.7

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

<b>Dünya</b>	1.4	2.8	2.3	2.8	2.7	0.25	-3.4	3.0
<b>Euro Bölgesi</b>	0.1	1.5	1.1	2.6	2.4	-0.1	-4.6	1.6
<b>AB</b>	0.9	2.0	1.4	2.8	2.7	-0.1	-4.6	1.8
<b>Gelişmiş Ekonomiler</b>	1.3	2.5	1.9	2.2	1.8	-0.6	-4.5	2.4
<b>Gelişmekte olan Ekonomiler</b>	4.3	6.3	6.0	6.9	7.5	4.7	1.5	6.4
<b>Az Gelişmiş Ekonomiler</b>	1.6	3.8	3.8	4.1	4.2	3.5	2.5	3.7

**Kaynak:** Dünya Bankası Veri Tabanından derlenmiştir:  
<http://databank.worldbank.org>. [Erişim Tarihi: 18.03.2021]

Küresel krizden etkilenen bazı bölgelerde işsizlik oranları hızla artarken, bazı bölgelerdeki işsizlik oranları değişim göstermemiştir. Kriz sırasında ve krizden sonraki yıllarda krizin etkisinin artmasıyla birlikte özellikle Avrupa Birliği ve Euro Bölgesi'nde işsizlik hızla artmıştır (Tablo 5).

**Tablo 5:** İşsizlik Oranları (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ABD</b>	5.9	5.5	5.8	4.6	4.6	5.7	9.2
<b>Dünya</b>	6.5	6.4	6.3	6.0	5.7	5.9	6.0
<b>Euro Bölgesi</b>	8.8	9.1	8.9	8.3	7.4	7.4	9.4
<b>AB</b>	8.9	9.1	8.8	8.1	7.1	6.9	8.9

**Kaynak:** Dünya Bankası Veri Tabanından derlenmiştir:  
<http://databank.worldbank.org>. [Erişim Tarihi: 18.03.2021]

Tablo 6'da, enflasyon oranlarının değişimini görülmektedir. 2003-2006 kriz öncesi dönemde enflasyon oranı görece olarak düşük kalmıştır. 2007-2008 krizinde beklentilerin aksine enflasyon bir miktar yükselmiştir. Ancak, krizin ana etkisi olan kriz sırasında ve sonrasında Euro Bölgesi ve Avrupa Birliği'nde enflasyon oranları gerilemiştir.

**Tablo 6:** Enflasyon Oranları ( GSYH Deflatörü %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ABD</b>	1.86	2.7	3.1	3.0	2.7	1.9	0.8	1.2
<b>Dünya</b>	4.0	5.4	4.9	6.1	5.8	8.0	2.1	4.3
<b>Euro Bölgesi</b>	3.0	2.1	2.3	2.5	2.8	2.5	0.9	1.0
<b>AB</b>	2.9	2.4	2.4	2.7	3.1	3.1	1.1	1.3

**Kaynak:** Dünya Bankası Veri Tabanından derlenmiştir:  
<http://databank.worldbank.org>. [Erişim Tarihi: 18.03.2021]

### 5.Krizin AB Ülkelerine Etkisi

ABD merkezli 2008 Mortgage Krizi birçok ülkeyi olumsuz derecede etkilemiş, ABD'nin de ötesinde 2008 yılının ilk yarısında başta gelişmiş ülke ekonomilerine yayılmış, sonrasında ise, 2008 sonu ile 2009 yılının başlarında gelişmekte olan piyasalara hızla yayılarak ulusal ekonomileri etkisi altına almıştır. Gelişmiş ülkelerde GSYH büyüme oranları 2008 ve 2009'da ciddi bir şekilde düşmüş AB ülkelerinde GSYH büyüme oranları -%3,5 ABD'de -%2,8 Japonya'da -%5,5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Krizin AB ekonomisini etkilemesinde bütçe açıklarının payı ön plana çıkmaktadır. AB Ülkelerinin krizin etkisinden sakınmak amacıyla uyguladığı destekleme paketleri bütçe giderlerinde artışa neden olmuştur. Bununla birlikte vergi gelirlerinin büyük bir kısmını oluşturan inşaat sektöründeki krizle beraber daralma meydana gelince vergi geliri kayıpları kaçınılmaz olmuştur. Bütçe açıklarındaki büyüme arttıkça, paralelinde kamu sektöründeki borçları da artırmıştır. Batma ihtimaline önlem korunmaya alınan bankalara gerçekleştirilen para transferleri kamu borcunun yükselmesinde etkili görülmektedir.

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

2008 Mortgage Krizinin AB ekonomisi üzerinde etkisinin bu denli yüksek olmasının sebeplerinden birisi de Avrupa'da kriz öncesi dönemlerde ortaya çıkan belirtilerin Euro'ya geçişle birlikte canlanan piyasalarda gözden kaçmasıdır. Krizin ilk ortaya çıktığı andan itibaren AB'nin siyasi ve ekonomik organlarının aldığı tedbirler yetersiz kalmış neticede AB bir borç krizine doğru sürüklenmiştir (Öztürk ve Aras, 2011). Bu kapsamda AB'nin mali disiplininin yapısının bozulması Maastricht Kriterlerini uygulayamamasına yol açmıştır (Bağcı, 2016). Bilhassa son yıllarda yüksek düzeyde bütçe açığı veren ve bu konuda yapısal sorunları bulunan ülkeler, piyasalar tarafından daha riskli görülerek tahvil getirileri çok daha fazla artmış, başka bir anlatımla tahvil getirilerinin faiz dışı fazla ve bütçe gelişmelerine duyarlılığı yükselmiştir. Sonuç olarak, bir blok olarak güçlü bir ekonomi algısı yaratan AB ülkeleri arasında "riskli ülke" – "güvenli ülke" ayrımı ortaya çıkmıştır (TCMB, 2011).

### **5.1. Avrupa Borç Krizinin Gelişimi**

2007 yılında eşik-altı konut kredisi olarak başlayan fırtına, 2007-2009 yılları arasında ilk etapta finans sektörüne oradan da reel sektöre yayılarak, ABD ekonomisini işsizlik ve resesyon problemiyle karşı karşıya bırakmıştır. Bu kriz güçlü parasal ilişkiler nedeniyle finansal kanallar aracılığıyla başta AB ülkeleri olmak üzere dünyanın diğer gelişmiş ekonomilerine de sıçramıştır. Artan belirsizlik ve yaşanan güven kaybı, kredi mekanizmalarının işleyişini engellemiş, bu durum reel sektörün borçlanma imkânlarını kısıtlarken borçlanma maliyetlerinde de önemli bir artışa neden olmuştur (Kibritçioglu, 2010). Bu dönemde Euro Bölgesi üye ülkeleri, mevcut yüksek borç seviyeleri, varlık balonları ve standartlarını aşan yaşam tarzı alışkanlıkları nedeniyle daha ciddi mali sıkıntı içerisine girmişlerdir. Kriz öncesi dönemde Euro bölgesine üye ülkelerin krediye erişimi çok kolay ve ucuz olması bu ülkelerin borçlanmalarını büyük ölçüde artırmıştır (Sandoval vd.,2011). Dünyanın en büyük ticaret bloğunda yaşanan krizin temelinde iki faktörün önemli bir rol oynadığı söylenebilir. Birlik ekonomilerinin özellikle Yunanistan'ın var olan borç problemleri ve Avrupa bankacılık sisteminin kırılma yapısına Euro bölgesinin uzun vadeli büyüme problemleri de eklenince Euro bölgesinin üç aylık krizi denilen durum ortaya çıkarmıştır (Dadush v.d., 2010). Avrupa borç krizi 2009 yılında Yunanistan ile başlamıştır. Yaşanan gelişmeler sonucunda Euro Bölgesi'nde kamu maliyesi açısından, en ciddi sorunları yaşayan ve PIIGS ülkeleri (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan, İspanya) olarak adlandırılan üye ülkeler, Avrupa Borç Krizi'nin gelişim aşamasında en göze çarpan ülkeler olmuşlardır. Bu ülkelerin bono piyasaları Euro bölgesindeki krizle birlikte hareket etmeye başlamıştır. Kriz öncesi dönemde kolay erişim ve düşük kredi koşulları nedeniyle uzun vadeli genişleme yaşanmış ve genişleme sonrasında farklı sektörlerde meydana gelen balonların patlak vermesi nedeniyle bu ülkelerin bütçe dengesi büyük ölçüde sarsılmıştır (Gros, 2010). Mali kriz İspanya ve İrlanda'yı emlak sektöründeki balonların patlaması sonucu konut fiyatlarının ani düşüşleri yolu ile etkilerken, Yunanistan ve İtalya'yı bir türlü gerçekleştiremedikleri bütçe disiplini nedeniyle kamu borç krizine sürükleyerek etkilemiştir (Demirel ve Arslan, 2008). Ayrıca bu ülkelere Yunanistan ve Portekiz'in düşük yurtiçi tasarruf oranına sahip olması bu ekonomilerin borçlarını geri çevirmede yabancı sermayeye bağımlı olduğunu göstermektedir.

Düşük yurtiçi tasarruflar sadece krizin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamakla kalmamış, aynı zamanda krizin üstesinden gelmek için oluşturulan politikaları da etkisiz hale getirmiştir. Tasarruf oranının düşük olduğu bir ekonomik ortamda, mali düzenlemeler tek başına sorunu çözmemiş, kurtarma planının maliyeti de oldukça yüksek olmuştur (Gros, 2010).

### **5.2. Avrupa Borç Krizinin Yayılması**

#### **5.2.1. Yunanistan**

Yunanistan, Avrupa borç krizinin odağında bulunan ve Avrupa Birliği ülkeleri arasında uluslararası mali kuruluşlardan ekonomik yardım talebinde bulunan ilk ülkedir. Ekonomi yapısının zayıflatan ve yıkıcı türden bir finansal kriz meydana gelmesine sebep olan ana etken, Euro bölgesi içerisinde en yüksek kamu borç düzeyine ve bütçe açığına sahip ülke olmasıdır (Nelson v.d., 2010).

Yunanistan ekonomisini krize sürükleyen faktörlerin başında; yüksek düzeydeki mali borçlar, kamu harcamalarındaki düzensizlikler, devasa büyüklüğe ulaşan kamu borcu, sınırlı ihracat, rekabet ortamının minimum seviyeye düşmesi ve istihdamın istikrarlı bir düzeye ulaşamaması gibi unsurlar yer almaktadır. 2001' yılından 2007 yılına kadarki süreçte, yüksek miktarda Euro akışıyla beraber birlikte, Yunanistan'ın GSYH'si, hemen hemen Euro bölgesi ortalamasına eşit miktarda yükseliş göstermiştir. Ekonomik büyüme rakamlarına rağmen Yunanistan, borç krizi oluşumuna neden olan bazı ciddi kırılma noktaları ile karşı karşıya kalmıştır. İlk etapta, ekonomide sağlanan refahın büyük bir kısmı, sağlıklı işleyen bir üretim sürecinden öte, dış fonlar ile desteklenmiştir.

Yabancı kaynak girişi ile beraber Yunan hükümetinin çok daha yüksek kamu istihdamı yaratmasına ve sübvansiyon, emekli aylıkları ve bir diğeri daha fazla maaş ödemesine imkân vermiştir. Sosyal güvenlik sisteminde

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

erken emeklilik şeklinde genel maliyetlerin düşürülmesine olanak veren bazı kurumsal boşlukların mevcudiyetine rağmen kamusal transfer harcamalarının düşürülemediği bütçeye ciddi bir yük bindirmiştir (Bağcı, 2016). 2009 yılına gelindiğinde Yunanistan'da işbaşı yapan yeni hükümet daha önceki hükümetler zamanında yayımlanan ekonomik göstergelerin gerçeği yansıtmadığını açıklamış ve gizlenen ekonomik rakamları revize etmiştir. Yunanistan'ın yaptığı revize neticesinde ülkenin bütçe açığının GSYH'ye oranının % 12,7 olarak açıklanması, yani AB'nin Maastricht Kriterlerinde sınır belirttiği % 3'ün dört katından daha fazla olduğunun ortaya konulması ülkenin ciddi bir malî kriz yaşadığını gözler önüne sermiştir (Köse ve Karabacak, 2011).

**Tablo 7:** Yunanistan'ın Temel Makroekonomik Göstergeleri (2006-2010)

Kriterler/Yıl	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Maastricht Kriterleri
Kamu Borcu/GSYH	100	106.1	105.4	112.9	129.7	146	171.3	156.9	175	60%
Bütçe Açığı/GSYH	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.7	-11.1	-10.2	-8.7	-12.3	3%
Büyüme	5.7	3.3	-0.3	-4.3	-5.5	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	

**Kaynak:** Eurostat

Eurostat tarafından yayınlanan verilere bakıldığında 2006 yılında Yunanistan'ın Kamu Borcu/GSYH'ye oranı %100 iken, 2014 yılı sonuna gelindiğinde bu oranın %175'e çıktığı görülmüştür. Sürekli artış gösteren iç borçlarını kapatmak için AB'den sürekli mali destek talep edilmesi Yunanistan'ın kamu borcunun yükselmesinin bir nedenidir. 2006 yılındaki büyüme düzeyi %5.7 iken, krizin baş göstermesiyle birlikte süreç tersine dönmüş ve bütçe açıklarının etkisiyle kamu borçları katlanmıştır (Tablo 7).

Kısacası, Yunanistan'ın ekonomik büyüme sürecini dış borç kaynaklı sağlaması neticesinde uzun vadede oluşan bütçe açığı ve kamu açığı mali krizle birlikte hem ülkenin büyümesine sekte vurmuş, hem dış borcunu katlamış, hem de AB içerisinde birliğe dâhil olma kriterlerini karşılayamama durumuna gelerek büyük itibar kaybına neden olmuştur. Bütçe açıklarının devamlı olarak eksi seyir izlemesi, kriz döneminde bütçe açığının % 15'i geçmesi ülke ekonomisine olan güvensizliği de artırmıştır (ABGS, 2011).

### 5.2.3. İrlanda

1973 yılında İngiltere ve Danimarka ile birlikte AB'ye, 1999 yılında ise Euro Bölgesine dâhil olan İrlanda, Euro bölgesi içerisinde krizden kaynaklanan ekonomik daralmaları en derin hisseden ülkelerden birisi olmuştur. Krizin etkisiyle resesyona uğrayan ekonomi, işsizlik oranlarında zamanla keskin iniş ve çıkışlar meydana gelmiştir (Avellaneda ve Hardiman, 2010). İlk etapta Yunanistan üzerinde etkisini gösteren borç krizi kısa sürede İrlanda ekonomisine de bulaşmıştır. Kriz, Yunanistan'dan üzerinde sürdürülemez boyutlara ulaşan bütçe açıkları ve kamu borç stokları nedeniyle yıkıcı etkisini göstermişken, İrlanda'da krizin bulaşma yolu yine konut piyasası yoluyla olmuştur.

Kriz öncesi dönemde yatırımcıların olumlu beklentisine yol açan konut fiyatlarındaki artışın devam edeceği ve kredi maliyetlerinin düşeceği durumu, konut sektörünün canlanmasına neden olurken, bu canlılık haliyle konut fiyatlarının aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Ancak konut kredisi hacmindeki genişlemeyle birlikte özel sektör borç stokunun anormal yükselişi ekonomideki kırılma hızını artırmıştır. Nitekim ABD'de meydana gelen gelişmelerin bir benzeri, İrlanda ekonomisini de etkileyerek konut fiyatlarının aşağı yönlü hareketini tetiklemiştir. Bankaların bilançolarının giderek kötüleşmesi sonucu İrlanda hükümetinin 45 milyar euro tutarındaki kaynak aktarımı sağlaması bütçe açığında ciddi anlamda bir artışa neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler, ekonomi yönetimine olan güveni sarsmış, beraberinde ülkenin kredi notunun düşürülmesiyle sonuçlanarak, borç krizi için elverişli zemini yaratmıştır (ABGS, 2011).

**Tablo 8:** İrlanda'nın Temel Makroekonomik Göstergeleri (2006-2010)

Kriterler/Yıl	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Maastricht Kriterleri
<b>Kamu Borcu/GSYH</b>	27.2	24.8	25	44.5	64.4	87.4	111.2	121.7	123.2	60%
<b>Bütçe Açığı/GSYH</b>	1.6	2.9	0.1	-7.4	-13.7	-32.4	-12.7	-8.1	-5.8	3%
<b>Büyüme</b>	6.3	5.5	-2.2	-5.6	0.4	2.6	0.2	1.4	5.2	

**Kaynak:** Eurostat

Tablo 8’de, İrlanda ekonomisinin 2006-2014 dönemi makro verileri görülmektedir. 2006-2009 arası dönemde %30’ların altında gerçekleşen Kamu Borcunun/GSYH oranı, 2009 yılına gelindiğinde ilk defa %44,5’e ve 2010’da %64,4’e ve 2014 yılında ise %123,2’lik seviyeye ulaşmıştır. Ekonomi yönetiminin bankaları kurtarmaya yönelik attığı adımlar grafikte de görüldüğü şekilde, bütçe açığını da hızlıca arttırmıştır. 2006-2009 yılları arasında bütçe açığı oranı negatif düzeyde değilken, kriz süreciyle birlikte 2009 yılında %-7,4’e ve 2011 yılında da %-32,4’lük seviyeye gerilemiş, böylelikle Maastricht kriterlerinden çok uzağa bir konuma gelmiştir. 2008-2010 yıllarında büyüme oranları negatif olarak gerçekleşmiş, ülke 2006-2007 dönemindeki büyüme ivmesini ancak 2014 yılında yeniden yakalayabilmiştir

#### 5.2.4. İspanya

İspanya’da kriz sürecini daha zorlu ve çok boyutlu deneyimlenmiştir. Ülke bir yandan Avrupa borç krizi mücadele ederken diğer taraftan ise konut kriziyle başa çıkmaya çalışmaktadır. Yüksek düzeylere ulaşan kamu ve özel sektör borçları, konut sektöründe yaşanan sıkıntılar, artan işsizlik oranları ve düşüş gösteren büyüme oranları krizin kaçınılmaz tetikleyicileri olmuştur (Ağören, 2015).

1986’da AB’ye üye olan İspanya’nın, 1990’lı yıllarda üyeliğin avantajlarıyla birlikte bir atılım yaptığı görünümü ortaya çıkmış olsa da, değişen üretim yapısı ile birlikte hizmet sektörü odaklı ekonomiye geçiş süreci, ekonomi içerisinde tarım sektörünün payının azalması ve sanayi sektörünün payının istenilen düzeye çıkarılamaması, zaman içerisinde yabancı yatırımların da ülkeden uzaklaşmasına neden olmuş ve bu durum büyüme oranını kriz öncesinde olumsuz etkilemiştir. Konut sektöründe meydana gelen kriz, finans sektörü üzerinde de etkili olmuş, bankalar aşırı zarara uğramıştır. Bu sebeple, İspanya bu bankalara kurtarma fonlarıyla kaynak sağlayarak müdahalede bulunmuştur. Fakat bu müdahale, düşüş seyri içerisindeki büyüme performansları kapsamında ülkenin aşırı düzeyde borçlanmasına sebep olmuştur. Bununla beraber negatif büyüme performansları, yatırımcıların beklentisini olumsuz yöne çevirmiş, bu da uzun vadeli devlet tahvili faizlerinin artmasına neden olmuştur. Bu sayede İspanya borçlarının çevrilebilirliği hususunda uygun faizli fon bulmada zorlanmış ve bu durum İspanya’nın borçlarının çevrilebilirliğine yönelik gecikme riskini daha da artırmıştır (Corut, 2013).

Sonuç olarak, İspanya’daki borç krizi beklentilerinin yükselmesi esasen İrlanda’da olduğu gibi konut sektöründeki aşağı yukarı yönlü hareketlerin finansal ve reel sektöre olumsuz yansımalarından kaynaklanmıştır (Carballo-Cruz, 2011).

İspanya’nın 2000-2012 yılları arasındaki reel GSYH artış oranlarına bakıldığında, ülkenin 2009, 2010 ve 2012 yılları hariç istikrarlı bir büyüme performansı gösterdiği ve ortalama % 3’lük bir büyüme hızı yakaladığı görülebilmektedir. 2002 yılında Euro’ya geçişi ile kur riskinin düşmesi, Ülkenin 2008 yılına değin büyüme oranlarını %3’ün üstünde tutmuştur. 2009 yılında %3,7’lik bir küçülmenin yaşandığı ülkede 2000-2012 yılları arasında büyüme oranı ortalama %1,9 olarak belirlenmiştir (Eurostat). Bu oran diğer AB ülkelerinin büyüme oranlarından da yüksektir. Ancak, krizden sonraki süreçte büyüme oranları negatif seyir izlemiştir. İspanya hükümeti bu resesyon sürecini aşabilmek için kamu harcamalarında artışa gitmiştir. Fakat uygulanan bu politika bütçe açıklarını artırarak ekonomiyi etkisi altına almıştır ve ülke Maastricht kriterlerini de karşılayamamıştır (Bağcı, 2016). Kamu Borcu/GSYH oranı 2006-2008 arası dönemde düşerken, 2009-2014 yılları aralığında ise devamlı bir yükseliş göstermiştir. Benzer şekilde Bütçe Açığı/GSYH oranları 2006-2008 yılları arasında %1 ile %2 aralığında iken; 2009 sonrası dönemde negatif yönlü seyir izlediği göze çarpmaktadır (Eurostat) (Tablo 9).

**Tablo 9:**İspanya’nın Makro Ekonomik Göstergeleri, (2006-2014)

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

Kriterler/Yıl	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Maastricht Kriterleri
<b>Kamu Borcu/GSYH</b>	43	39.6	36.1	40.2	54	60.1	69.2	84.4	92.1	60%
<b>Bütçe Açığı/GSYH</b>	1	2	1.9	-4.5	-11.1	-9.4	-9.4	-10,3	-6.8	3%
<b>Büyüme</b>	4.2	3.8	1.1	-3.6	0	-1	-2.6	-1.7	1.4	

**Kaynak:** Eurostat

### 5.2.5. İtalya

İtalya'daki krizin gelişimi süreci İrlanda ve İspanyadan farklı olarak bir konut fiyatı balonu ya da önemli bir bankacılık krizi süreci ön plana çıkmadığı biçimde ilerlemiştir. Ayrıca ülkede kamu açıkları ciddi ölçüde yüksek seviyede değilken, borç stoku seviyesinin yüksek, büyüme öngörülerinin zayıf olması sebebiyle 2011 yılından bugüne uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı not indirimleri ülkenin risk düzeyinin artmasına neden olmuştur (Kibritçiöğlü, 2011).

Avrupa üzerinde yayılım etkisini giderek artıran borç krizi 2011 yılına gelindiğinde, Yunanistan'dan sonra, AB'nin kurucu üyesi olan ve dünyanın en büyük ekonomileri içerisinde yer alan İtalya'ya yönelmiştir. Yunanistan'da olduğu gibi yüksek düzeye ulaşan kamu borçlarının kritik düzeye ulaşması ile yine başka bir Euro bölgesi üyesi Portekiz ile benzer şekilde gelişen büyüme performansının düşüklüğü borç krizini tetikleyen temel faktörler olarak kendilerini göstermiştir. Bu anlamda İtalya'da, İspanya ya da İrlanda krizlerinin aksine, kritik düzeyde bir konut kredisi balonu mevcut değildir. Bu süreç yaşanırken ülkeyi ciddi anlamda sıkıntıya düşüren yüksek düzeyde kamu borçları sorunu da henüz baş göstermemiştir. Haliyle, Maastricht kriterlerini (kamu borç stokunun GSYH'ye oranının % 60'ı geçmemesi gerektiği kriteri) yerine getirmeden Euro Bölgesi'ne kabul edilen Yunanistan gibi İtalya'nın da yüksek düzeydeki kamu borçları AB karar organlarıncaya geçirilmiştir ve ülke gerekli kriterleri (kamu borcu oranı kriteri gibi) yerine getirememesine karşın 1999 yılında parasal birliğe kabul edilmiştir (Çoban, 2015).

Küresel çapta rekabet gücünü artırmak amacıyla yapısal reformları hayata geçirmekte güçlük yaşayan İtalya, cari açığın finansmanını sağlayacak güçlü reformlar ortaya koymak yerine basit metodu tercih ederek kamu borçlanmasını yoluna gitmiştir. Bu süreçte Euro Bölgesi'nin beraberinde sunduğu avantajların da etkisiyle 2001 yılı öncesinde %5'in üstünde seyir izleyen reel borçlanma faiz oranlarının 2001 yılı sonrası süreçte % 2,5-4 arasına düşmesi de İtalya'nın borçlanma maliyetlerini aşağıya çekmiş, bu görünüm borçlanma yolunda teşvik edici bir unsur olmuştur. Netice itibariyle, gelişim gösteremeyen bir ekonomik tablonun devasa borç yükü altında ezilmiştir (Ercan, 2011).

Bununla birlikte, kamu maliyesinde oluşan disiplinsizlikler (gevşek maliye politikaları) bütün bu süreçte olumsuz gelişmelerin tuzu biberi olmuştur. 2001-2006 yılları arası dönemde Berlusconi yönetiminin kamu harcamalarını önemli ölçüde arttırması ve vergi aflarının devreye konulması artan bütçe açıklarına zemin hazırlamıştır. Ekonomide bütçe açıkları yaratan diğer önemli bir unsur da, mevcut olan kayıt dışı ekonominin ciddi düzeylere yükselmiş olmasıdır. Yine bu süreçte, istikrarsız büyüme oranlarının başka bir etkisi de iç tasarruf oranlarına sirayeti şeklinde olmuştur. Özellikle iç tasarruf oranlarının düşük seviyede ilerlemesi, borçlanma oranlarının gittikçe yüksek seviyelere ulaşmasına sebep olmuştur. Yüksek düzeyde seyreden faiz oranlarına rağmen, yabancı sermayenin oluşan risklerden ötürü ülke ekonomisine olan güvenin yitirilmesi, doğrudan yabancı yatırımların ülkeden uzaklaşmasına sebep olmuştur (Yayan, 2012). 2008-2009 yılları arasındaki süreçte İtalya'nın GSYH'sında yaşanan küçülme Avro bölgesinin ortalamasının üstüne çıkmıştır. Ülkenin ticaret hacmindeki düşüşlerin devamlılık göstermesi kamu borcunu arttırmış ve bütçe açığının GSYH oranının devamlı negatif seyir izlemesine sebep olmuştur (Tablo 10).

**Tablo 10:** İtalya'nın Makro Ekonomik Göstergeleri, (2006-2014)

Kriterler/Yıl	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Maastricht Kriterleri
<b>Kamu Borcu/GSYH</b>	105.9	106.6	103.6	106.1	116.4	119.3	116.4	123.1	128.5	60%
<b>Bütçe Açığı/GSYH</b>	-4.2	-3.6	-1.5	-2.7	-5.3	-4.2	-3.5	-3	-2.9	3%
<b>Büyüme</b>	2	1.5	-1	-5.5	1.7	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	

**Kaynak:** Eurostat

### 5.2.6. Portekiz

Euro Bölgesi içerisinde borç krizi yaşayan diğer bir birlik üyesi ülke Portekiz olmuştur. Ülkeyi krize sürükleyen ana sebepler başında cari açıklarda yaşanan yükselişler, borçların giderek artışı, küresel rekabet gücünün diğer ülkelere göre giderek zayıflaması gibi sebepler gösterilmektedir (Tablo 11). Ülkedeki kamu borcu sorunu varlığı ile birlikte tek sorun bu kamu borcu olmayıp, aslında özel sektör borcunun büyümenin önünde engel teşkil etmesi krizi tetikleyen başka bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

2011 yılında AB'den ve IMF'den kurtarma paketi kapsamında yardım talep eden diğer bir ülke olan Portekiz, İrlanda ve Yunanistan ekonomileriyle benzer yapısal nitelikler göstermektedir. Yunanistan'ın ve sonrasında İrlanda'nın kurtarma paketi kapsamında yardım talebinin ardından, finansal piyasalarda Portekiz'in de artan borçlarını geri ödemede sıkıntıya düşeceği algısını artmasına neden olmuştur.

Ülkeyi kriz sürecine götüren ana sebep bankacılık sisteminin karşı karşıya kaldığı borç tablosudur. Portekiz finans yapısı İspanya ve İrlanda da olduğu gibi bankaların sahip olduğu spekülasyon konut balonuna veya konut piyasasına dönük *subprime* kredi araçlarına sahip değildi (Ukessays, 2015). Ancak, İspanya ve İrlanda'nın Euro'ya geçiş sürecinde Almanya ve Fransa gibi değişken düşük faize sahip birlik ülkelerinden ciddi miktarlarda kredi kullanmışlardır. Kullanılan krediler döviz cinsinden borçlanılarak elde edilmiş, sonraki süreçte ise kendi ulusal para cinslerine dönüştürülerek yurt içine aktararak ciddi anlamda kâr marjı yakalamışlardır (Mamede, 2012).

Portekiz bankaları finanse ettikleri kredilerle konut yatırımlarının ve kurumsal yatırımların yükselmesine, bu sayede harcanabilir gelir seviyesi ile iç talebin artırılarak tüketim harcamalarının sürdürülemez düzeylere gelmesine sebep olmuşlardır (O'Flynn, 2003).

**Tablo 11:** Portekiz'in Makro Ekonomik Göstergeleri, (2006-2014)

Kriterler/Yıl	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Maastricht Kriterleri
<b>Kamu Borcu/GSYH</b>	62.8	63.9	68.3	71.7	83.7	94	111.1	125.8	129.7	60%
<b>Bütçe Açığı/GSYH</b>	-6.1	-4.1	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-7.4	-5.6	-4.8	3%
<b>Büyüme</b>	1.6	2.5	0.2	-3	1.9	-1.8	-4	-1.1	0.9	

**Kaynak :** Eurostat

Ülkede oluşan bütçe açıklarını önlemek adına devreye konulmaya çalışılan istikrar programının kabul görmemesi mali yapıyı da istikrarsızlaştırmıştır. Devreye alınmak istenen programda ise; 2013 yılı bitimine kadar bütçe açığının GSYH'ya oranını % 2'ye indirilmesi ve emekli maaşlarında kesinti yoluna gidilmesi planlanmış, kamuda çalışanlarından ücretleri 1.500 Euro tutarını aşanlarda kesintiler uygulanacağı ve devlet harcamalarının önleyici yönde bütçede kısıtlaması gibi tedbirlere öncelik verilmiştir. 2011-2014 yılları arasındaki süreçte bütçe açığının GSYH'ye oranı %-10'dan %-2'ye yükselmiştir. Bütün bu gelişimler istikametinde, ülkede siyasi yönetim yapısı bozulmuş ve zamanla istikrarını yitiren mali oluşum nedeniyle üst düzey kredi derecelendirme kuruluşları ülkenin kredi notunu düşürerek negatif yönlü şekilde belirlemiştir (Worldbank, 2016).

## 6. AB'nin Krize Karşı Geliştirdiği Önlemler

AB'nin krize karşı geliştirdikleri önlemlerin kaynağında Euro Bölgesi ülkelerinin bir bütün şeklinde borçlanmaları ve böylelikle daha az maliyetli finansman imkânına ulaşmasını sağlayacak yeni stratejilerin ortaya konulması bulunmaktadır. Bu anlamda devreye Almanya ve Fransa gibi mali yapısı istikrarlı, kredi notu yüksek ülkeler girmiştir. Bu doğrultuda süreç AB'nin genelini içeren araçlar ve Euro Bölgesini içeren araçlar şeklinde iki başlık şeklinde incelenebilmektedir.

### 6.1. AB'nin Genelini Kapsayan Araçlar

#### 6.1.1 Ödemeler Dengesi Desteği

İlk başta ödemeler dengesi fonu oluşturulmuştur. Fonun oluşturulmasındaki amaç ise Euro bölgesi dışında kalan AB üyesi ülkelerin ödeme güçlüklerine karşı finansman desteği olanağı sağlamaktır. Ödemeler dengesi fonunun işleyiş prensibi fondan yararlanacak ülkenin üye ülkelerin teminatıyla tahvil ihraç etmesi biçimindedir (Council of the European Union, 2002).

#### 6.1.2 Kredi Havuzu

İkinci oluşturulan sistem ise, kredi havuzu mekanizmasıdır. Bu sistem sayesinde sadece bir defaya has olmak üzere Yunanistan'ın faydalanması amacıyla oluşturulmuş borç havuzudur. Fon, 80 milyar Euro AB, 30 milyar Euro ise IMF tarafından finanse edilmiş olan, toplamda 110 milyar Euro'luk bir havuzdur (European Commission, 2011).

#### 6.1.3. Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması

Bu mekanizma AB üyesi ülkelerin doğal afetler ve üye ülkenin kendi kontrolü dışında oluşan dış etkenler sonucu mali zorluklar yaşaması durumunda kullanılmak üzere oluşturulmuştur. Ancak Yunanistan ve İrlanda gibi dış etkenlerin belli ölçüde etkilediği ama iç faktörlerin de yoğun etkisi altında oluşan krizlerde bu mekanizma kullanılmıştır. Bu sistemde de AB adına piyasalardan kredi temin edilmekte ve üye ülkelere kullanılmaktadır. Bu mekanizma ile kaynak kullanımına AB organlarınca kabul edilmiş sıkı bir makro ekonomik istikrar programı uygulama şartı getirilmektedir. Bu mekanizma geçici bir süreliğine oluşturulmuştur. 2013 yılında bunun yerine Avrupa İstikrar Mekanizması geçecektir (Europe Press Releases,2010).

## 6.2. Avro Bölgesini Kapsayan Araçlar

### 6.2.1. Avrupa Finansal İstikrar Fonu

Avrupa Finansal İstikrar Fonu 2010 yılında kurulmuş olup, borç sorunları ile karşı karşıya olan ülkelerin Avrupa Bölgesi ülkelerine kalıcı olmayan şekilde finansman dayanak oluşturmak ve bu şekilde birliğin mali istikrarını korumaktır. Fonun çalışma usulü Euro bölgesi ülkelerinin sağladığı güvence kapsamında piyasadaki dolaşımda olan tahviller aracılığıyla üye ülkelere kredi desteği sağlamaktır (Council Of The European Union, 2010). Bu fon da diğer Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması gibi kalıcı olmayıp, 2013 yılında yerini Avrupa İstikrar Mekanizmasına bırakacaktır.

### 6.2.2. Avrupa İstikrar Mekanizması

Avrupa İstikrar Mekanizması 2010 yılında kurulmasına karar verilmiş olup, Euro Bölgesi'ne Üye Devletlerin Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi'nde alınan karar ile 2013 yılında Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (EFSM) yerine geçecek faaliyete geçmesine bildirilmiştir. Mevut küresel krizin etkilerini hafifletmeye dönük daha önce konsey kararlarına dayanılarak oluşturulan gerek Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (EFSM), gerekse de Avrupa Finansal İstikrar Fonunun (EFSF) kalıcı bir sistem üzerine inşa edilmemiş, geçici nitelik taşıyordu. Çünkü mevcut şartlarda AB anlaşmasında kalıcı bir sistem kurmanın yasal dayanağı bulunmuyordu. Bu nedenle Avrupa ülkeleri ve hükümetleri Başkanları zirvesinde Euro'nun istikrarını sağlamak için 2013 ortalarında yürürlüğe girmesi beklenen Avrupa İstikrar Mekanizmasının (ESM) kurulmasına karar verilmiştir. Zirve kapsamında, mekanizmaya yasal bir zemin sağlamak adına AB'nin işleyişine dair Antlaşma'nın 136. maddesine ek bir fıkra eklenmesine karar verilmiştir (European Council, 2011). Avrupa İstikrar Mekanizması, mevcut Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması üzerine inşa edilecek, bu sayede Euro Bölgesi'nde finansal istikrarı sağlayacak ve AB'nin güçlendirilmiş ekonomik denetim işlevlerini tamamlayacaktır. Bu yeni ortam, yalnızca mevcut krizlere yanıt olarak alınan önlemleri değil, aynı zamanda gelecekteki kriz olasılığını azaltmayı ve bu krizleri önlemeyi amaçlayan daha etkili uygulama önlemleri de dâhil olmak üzere borcun sürdürülebilirliğine özel önem vermektedir. Dolayısıyla Euro bölgesinin istikrarı tamamen risk altında olduğu durumda, Avrupa İstikrar



**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

Mekanizması Euro bölgesi ülkelerinin karşılıklı rızası ile hareket edecek ve kemer sıkma koşullarına dayalı mali yardım sağlayacaktır(Köse ve Karabacak, 2011). Ayrıca Uluslararası finans piyasasında işlem gören tahvil ve diğer borçlanma araçlarını kullanarak finansal zorluk yaşayan üye ülkelere doğrudan kredi desteği sağlamak gibi görevi üstlenen bu yeni oluşumun, birlik üyesi devletlerin karşılaştığı likidite sorunlarını ortadan kaldırabilmek adına ulusal düzeyde birincil ve ikincil bono piyasalarına müdahalede bulunmak gibi fonksiyonları da üstlenmiştir. 2011 yılında 700 milyar Euro tutarında bir yardım paketi kararı alan Avrupa İstikrar Mekanizmasının (EFSF) amacı, 500 milyar avroluk krediyi birlik üyesi ülkelere mümkün kılmak üzerine olmuştur. Dolayısıyla Avrupa İstikrar Mekanizmasının kuruluşunu Avrupa'nın yaşadığı borç kriziyle başa çıkmak için esas önlem olarak görülmemeli, Ulusal düzeyde ve AB düzeyinde devreye alınan bir dizi önlemin tamamlayıcı niteliğinde görülmelidir. İstikrar ve Büyüme paktının desteklenmesi, Avrupa Para Birliği içerisinde koordinasyon ve yönetimi güçlendirici düzeyde adımlar atılması, Euro + Anlaşmasının hayata geçirilmesi tamamlayıcı nitelikte bir dizi önemlerdir (Casale v.d., 2012)

**6.2.3.Avro Rekabet Paktının Kurulması**

Birlik Üyesi ülkelerin küresel rekabet güçlerini arttırmak gayesiyle 2011 yılında Almanya ve Fransa'nın teklifiyle "Rekabet Paktı" ismiyle önerildi. Öneri birlik üyesi ülkelerin rekabet gücünü ölçmek gayesiyle fiyat rekabeti, mali denge yapısı, Ar-Ge faaliyetleri ile eğitim yatırımları amacıyla katı bir biçimde denetim getiriyordu. Ayrıca birlik üyesi ülkelere bir program seçeneği de sunuyordu. Bu program ile ücret fiyat düzeylerine endekslenerek, mesleki yeterliliklere önem verilerek döngüsel hızda çalışan hareketliliği sağlanacak, kurumlar vergisi uygulamalarında yaklaşma ve emeklilik sistemlerinde uyumlaşma sağlanacak, borç uyarı mekanizmaları anayasal çerçeveye oturtulacak ve bankalar için ulusal kriz yönetimi sistemleri kurulacaktı (BBC, 2011).

**Sonuç**

Finansal krizler, reel ekonomiyi etkileyerek piyasa verimliliğinin kaybolmasına yol açan finansal çöküntülerdir. Bu dönemde finans piyasaları şiddetli fiyat dalgalanmaları ile yüzleşmekte, bankacılık sisteminde geri dönmeyen kredilerin oranlarında artış yaşanmaktadır. Bu gelişmeler sonucunda mevcut sistem kırılma noktasına gelmiş ve ciddi ekonomik sorunların yaşanmasına yol açmaktadır. Bu nedenle finansal krizlerin ülkelerin makroekonomik istikrarlarının devamı için ayrı bir öneme sahiptir. Son yıllarda teknoloji alanında kaydedilen ilerlemeler ile sermayenin küreselleşmesi olgusu finansal entegrasyon sürecini de beraberinde getirmiş, ülkelerin finansal piyasalarında yabancı yatırımcıların faaliyeti hız kazanmıştır. Bu sayede gerçekleştirilen doğrudan ve dolaylı sermaye yatırımları ülkelere ciddi miktarda fon girişi çıkışı imkanı yaratmıştır. Dolayısıyla mali sermaye akımlarının ulusal sınırları aşması ve piyasaların uluslararası piyasalara entegrasyonu, finansal entegrasyonun gerçekleşmesine büyük katkı sağlamıştır.

Ancak kriz dönemlerinde finansal piyasalar arasında entegrasyonun artması, bulaşıcılık olarak tabir edilen bir ülkede yaşanan ekonomik krizin başka diğer ülkelere aktarılması durumunu sıklıkla yaşanır duruma getirmiştir. Yaşanan şok sonrasında bu aktarım mekanizması kimi zaman bankacılık sistemi kanalı ile ya da uluslararası ticari bağlar vasıtasıyla veya da bilgi kanalları aracılığıyla olmaktadır. Son yıllarda, finansal krizlerin birden fazla piyasayı etkilediği ve finansal bulaşma kavramını yaydığı gerçeği giderek daha fazla merak uyandırmış olsa da, literatürde henüz üzerinde fikir birliğine varılmamış birçok husus bulunmaktadır. Örneğin, finansal bulaşmanın tanımı konusundaki yaşanan fikir ayrılıkları, bulaşmanın hangi iletiler ile aktarıldığı ve bunun ne şekilde tespit edileceği gibi konular üzerinde tam uzlaşma sağlanamamıştır. Bu konuda ortaya konan ampirik çalışmaların bir kısmı ekonomide yaşanan kriz olgusunu diğer ülke piyasalarında kriz oluşturma ihtimalinden yola çıkarak incelemeyi tercih ederken, kimi araştırmacılar da finansal bulaşmayı piyasaların etkileşimine dayalı açıklamaya çalışmıştır. Bu araştırmaların temelinde geçmiş dönemlerde meydana gelen ABD faiz oranlarındaki öngörülmeyen ani değişimlerden veya bazen de Japonya merkezli şoklardan kaynaklı Avrupa Para Krizi, Meksika Krizi ve Güneydoğu Asya Krizleri yer almaktadır. Çünkü bu krizler finansal krizlerin değişik iletim kanallarıyla birçok ülkeye yayılması konusundaki çalışmalara öncülük etmiştir.

2008 yılında meydana gelen gayrimenkul ve konut piyasası krizi küresel etkisi nedeniyle son yıllardaki en büyük küresel kriz olma niteliği taşımaktadır. Bilhassa bu dönemde Lehman Brothers gibi yerleşik şirketlerin çöküşü genel bir şok olarak algılanmış, neredeyse bütün Asya ve Avrupa ülkelerine bir türlü içinden çıkılmaz duruma sokarak bulaşıcı krizin en etkili bir şekilde yaşanmasına sebebiyet vermiştir. 2007 yılında ABD kaynaklı başlayan küresel kriz, Avrupa ülkelerine ihraç olması süreci bakımından küresel entegrasyona dayalı finansal bulaşmanın önemli örneklerinden birini teşkil etmektedir. Kriz ilk olarak Yunanistan'da etkisini göstermeye başlamış, 2009 yılından sonra tüm AB ülkelerini etkisi altına almıştır. Yaşanan bu küresel kriz, AB ülkelerinde var olan bir borç krizini tetikleyerek mevcut kamu açıkları ve borç stok göstergelerinin ciddi boyutlarda yükselmesine neden olmuş,

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

süreç aynı zamanda çoğu AB ülkesinde borsa endekslerinde ve büyüme oranlarında düşüşler, işsizlik ve enflasyon oranlarında artışlar meydana getirmiştir. Tüm bu gelişmeler sonucunda birlik üyesi ülkelerde kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin tehlikeye sokmuş, Euro bölgesi 2009 yılında % 4,1 düzeyde küçülerek ciddi bir gerileme sürecine girmiştir. Kriz sonrası kredi derecelendirme kuruluşları Euro Bölgesi'ndeki bazı ülkelerin kredi notlarını ciddi şekilde düşürmüş, ancak Yunanistan ve Portekiz ile birlikte İrlanda devlet tahvillerinin değersiz hale gelmesi mevcut krizi daha da şiddetlendirmiştir. Avrupa Borç Krizi bir tür mali kriz olarak kabul edilmekte, esasen kamu maliyesindeki sıkıntılara bağlı olarak meydana gelmesi açısından birinci nesil kriz modeli; bulaşıcılık niteliği yönünden ise üçüncü nesil modeller çerçevesinde açıklanabilmektedir.

Sonuç olarak, mortgage piyasasında değişik türev finansal araçların çıkarılması ve ihracı ile kredi hacmi aşırı genişlemiş, finansal türevlerin reel karşılığı olmadığı ortaya çıkınca bir krize dönüşmüştür. Sistemi kurtarmak için kamunun devreye girmesiyle birlikte gereken kaynakların finansmanı ise kamu harcamaları ve artan vergilerden karşılanmış ve krize kıyısından köşesinden bulaşmış tüm ülkelerde yüksek kamu açıkları, yüksek risk, kapanan işletmeler, işsizlik, azalan büyüme oranları ve refah düzeyinde düşüşler görülmüştür. Günümüzün küreselleşmiş dünyasında bu gibi krizlerin bulaşmasını önlemek sisteme entegre olan ülkeler için çok zordur. Ancak, kullanılan finansal araçların denetlenmesi ve düzenlenmesi ile bunun önüne geçilebilir. "Kontrol" serbest piyasa anlayışına ters düşmekle birlikte reel karşılığı olmayan araçların geliştirilmesi ve pazarlanmasının kontrol edilmesi Mortgage Krizi gibi krizleri önleyebilir.

#### **KAYNAKÇA**

- AB Genel Sekreterliği. (2011). "Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: Euro Rekabet Pakti".[http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro\\_plus\\_pact.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact.pdf). [Erişim: 18.03.2021].
- Adabağ, S. Ç. (2019). "2008 Küresel Ekonomik Krizinin Türkiye ve AB Makro Ekonomik Dengelerine Etkileri ve Alınan Önlemlerin Değerlendirilmesi" Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yüksek Lisans Tezi.
- Ağören, A. (2015). "2010 Avrupa Borç Krizi ve Kamu Borcu Sorunu", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi. İstanbul.
- Ahlgren, N., & Antell, J. (2010). "Stock Market Linkages And Financial Contagion: A Cobreaking Analysis". The Quarterly Review of Economics and Finance, 50(2), 157-166.
- Akın, F.ve Ece, N. (2009)."Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörü İstihdamı Üzerindeki Etkileri," Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, 27, 153-168.
- Alantar, D. (2008). "Küresel Finansal Kriz Nedenleri ve Sonuçları". Erişim adresi [http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan\\_Alantar\\_Kuresel\\_Finansal\\_Kriz\\_Nedenleri\\_Sonuclari\\_MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf). (Erişim Tarihi: 18.03.2021).
- Alptekin, E. (2019). "Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü". İzmir Ticaret Odası, AR-GE Bülteni, Nisan, 11-16.
- Altınöz, U. (2012). "Finansal Krizler, Erken Uyarı Sinyalleri ve 2008 Global Krizi İçin Türkiye ve ABD Örneği", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi. İstanbul.
- Aloui, R., Aïssa, M. S. B., & Nguyen, D. K. (2011). "Global Financial Crisis, Extreme İnterdependences, and Contagion Effects: The Role of Economic Structure?". Journal of Banking & Finance, 35(1), 130-141.
- Arı, A. (2014). "The European Debt Crisis:Causes, Consequences", Cambridge Scholars Publishing. 295,1-10.
- Avellaneda, S.D. and Hardiman, N. (2010). "The European context of Ireland's economic crisis." The Economic and Social Review, 41(4), 473-500.

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

- Bağcı, T. B. (2016). "2008 Avrupa Borç Krizinin Türkiye'nin AB İle Olan İhracat Düzeyine Etkilerinin Ekonometrik Analizi" Yüksek Lisans Tezi. T.C. Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Baur, D. G. (2012). "Financial Contagion and the Real Economy". *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2680-2692.
- BBC (2011). "France and Germany Propose EU" 'competitiveness pact', 4 February 2011, <https://www.bbc.co.uk/news/world-europe-12368401> [Erişim Tarihi: 11.03.2021]
- Berberoğlu, B. (2011). "2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği'ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi ile İncelenmesi". *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1 105-130.
- Avrupa Birliği Bakanlığı. (2011). "AB Ekonomisi Gerçekleşmeler ve Tahminler", Kasım 2011. Erişim: [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/ekonomik\\_tahminler\\_raporu\\_sonn.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/ekonomik_tahminler_raporu_sonn.pdf) [Erişim Tarihi: 15.03.2021].
- Calvo, G. A. & Mendoza, E.G. (1998). "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets", *Duke Economics Working Paper*, No. 97-26, 1998.
- Carballo-Cruz F (2011). "Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken So Long?" *Panoeconomicus*, 58(3), 309-328.
- Casale, A., Giovannini, A., Gros, D., Ivan, P., Nunez-Ferrer, J., & Peirce, F. (2012). "The Implications for the EU and National Budgets of the Use of EU Instruments for Macro-Financial Stability". CEPS Special Reports, ISBN, 978-94
- Corut, H. (2013). "2008 Krizi Işığında Avrupa Borç Krizi'nin Türk İmalat Sanayi Üzerine Olası Etkileri", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. T.C. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Council Of The European Union (2002). Facility providing financial assistance for balances of payments, (EC)No332/2002, [http://europa.eu/legislation\\_summaries/economic\\_and\\_monetary\\_affairs/institutional\\_and\\_economic\\_framework/l25005\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/l25005_en.htm). [Erişim Tarihi: 15.03.2021].
- Council Of The European Union (2010). "Extraordinary Council Meeting Economic And Financial Affairs", 9596/10 (Presse 108), Council Of The European Union, Brussels, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/114324.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/114324.pdf) [Erişim Tarihi: 12.03.2021].
- Council Of The European Union (2011). EUCO 10/1/11 REV 1 CO EUR 6 CONCL 3, 24/25 [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf) [Erişim Tarihi: 12.03.2021].
- Çenberci, E., & Gövdere, B. (2017). "Küresel Krizin Avrupa Birliği'nin Makroekonomik Performansına Olan Etkisi: 2005-2014 Dönemi". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 407-423.
- Çoban, Y. (2015). "Avrupa Birliği Borç Krizinin Nedenleri, Etkileri ve Krizi Önlemeye Yönelik Önlemler" Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Dadush, U. B., Aleksashenko, S., Ali, S., Eidelman, V., Naım, M., Stancil, B., & Subacchi, P. (2010). "Paradigm lost: the euro in crisis." Washington, DC: Carnegie Endowment for International Peace. <https://carnegieendowment.org/> [Erişim Tarihi: 16.03.2021].

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

- Dornbusch, R., Park, Y. C., & Claessens, S. (2000). "Contagion: How it spreads and how it can be stopped". *World Bank Research Observer*, 15(2), 177-197.
- Demir, F., Karabıyık, A., Ermişoğlu, E., & Küçük, A. (2008). "ABD Mortgage Krizi". BDDK Çalışma Tebliği, 3.
- Demirel, B., & Elmas Arslan G., (2008) "Euro Bölgesinde Borç Krizi Sorunu ve Çözüm Önerileri," "Ekonomik Yaklaşım, 23 (Özel Sayı), 107-132.
- Ercan, M.(2011)."Berlusconi'nin Mirası" İnternet: <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/metin-ercan/berlusconinin-mirasi-1069240/> [Erişim Tarihi: 16.03.2021].
- Edwards, Sebastian (2000) "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention" paper presented at the NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, October 19-21.
- Europa Press Releases (2010). "Mastering Economic İnterdependence: Commission Proposes Reinforced Economic Governance in the EU, Brussels, 12 May 2010, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_10\\_561](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_10_561) [Erişim Tarihi: 12.03.2021].
- European Commission, (2011), "The impact of the economic and financial crisis on the reform of Cohesion Policy 2008-2013." Regional Working Paper 2015. [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/docgener/work/2015\\_03\\_impact\\_crisis.pdf](https://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/work/2015_03_impact_crisis.pdf) [Erişim Tarihi: 11.03.2021].
- European Council, (24/25 March 2011), "Conclusions of the Heads of State or Government of the Euro Area of 24-25 March 2011", İnternet Erişimi: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf) [Erişim Tarihi: 15.03.2021].
- Eurostat (2011), "Eurostat Money and Other Financial Statistic", İnternet Erişimi: <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html%2018.11.2015> [Erişim Tarihi: 12.03.2021].
- Eurostat, "European Statistics Office Official Website", <https://ec.europa.eu/eurostat> [Erişim Tarihi: 12.03.2021].
- Eurostat, "Balance of Payments Statistics", İnternet Erişimi: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/balance\\_of\\_payments/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/balance_of_payments/index_en.htm) [Erişim Tarihi: 12.03.2021].
- Eurostat, "Public Debt /GDP and Budget Deficit/GDP Data" İnternet Erişimi: (<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tein a200>) [Erişim Tarihi: 09.03.2021].
- Glick, R., & Rose, A. K. (1999). "Contagion and trade: Why are currency crises regional?." *Journal of international Money and Finance*, 18(4), 603-617.
- Göçer, İ., & Özdemir, A. (2012). "2008 Küresel Krizinin Yayılma Süreci ve Etkileri: Seçilmiş Ülkeler için Ekonometrik Bir Analiz." *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(1), 191-210.
- Gros, D. (2010). "Greek Burdens ensure some Pigs won't fly". *Financial Times*, 28.
- Hwang, I., In, F. H., & Kim, T. S. (2010). "Contagion Effects Of The Us Subprime Crisis On İnternational Stock Markets". In *Finance and Corporate Governance Conference*.

**ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-**

- Horta, P., Mendes, C., & Vieira, I. (2010). "Contagion Effects Of The US Subprime Crisis İn Developed Countries". CEFAGE-UE Working Paper, 2008/08
- Işık, S., Duman, K., & Korkmaz, A. (2004). "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması". *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(1), 45-69.
- Işık, N. & Tünen, T. (2011). "Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finans Krizindeki Rolü". *T.C. Başbakanlık Türk İşbirliği ve Kalkınma İdaresi Başkanlığı Avrasya Etüdları Dergisi*, 39 (1), 47-88.
- Kenourgios, D., Christopoulos, A. G., & Dimitriou, D. I. (2013). "Asset Markets Contagion During the Global Financial Crisis". *Multinational Finance Journal*, 17(1/2), 49-76.
- Kibritçiöğlü A. (2011a), "Avro Bölgesi'ndeki Ülkelerin Güncel Borç Krizi", *İktisat ve Toplum Dergisi*, 10, 30-41.
- Kibritçiöğlü A. (2011b), "The Components and Complexity of the Global Economic Crisis of 2006-2011", Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No, 33515.
- Korkmaz, A. (2011). "Finansal Krizler ve Aktarım Kanalları: Literatür İncelemesi". *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 77, 36-49.
- Kotkatvuori-Örnberg, J., Nikkinen, J., & Äijö, J. (2013). "Stock Market Correlations During the Financial Crisis of 2008–2009: Evidence from 50 equity markets". *International Review of Financial Analysis*, 28, 70-78.
- Kouretas, G. P., & Vlamis, P. (2010). "The Greek Crisis: Causes and Implications". *Panoeconomicus*, 57(4), pp:391-404.
- Köse, Y., & Karabacak, H. (2011). "Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alman Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme". *Maliye Dergisi*, 160, 289-306.
- Kutlu, H. A., & Demirci, S. (2011). "Küresel Finansal Krizi Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 52, 121-136.
- Liag P. ve T. Willet, (2009), Contagion, (Ed.) K. A. Reinhart ve R. S. Rajan, The Princeton Encyclopedia of The World içinde, Princeton University Press, NJ, ss.215 – 219.
- Lowell, J., Neu, C. R., & Tong, D. (1998). "Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries". RAND's National Security Research Division Monograph Report, Working Paper, No: MR-962, Santa Monica
- Mamede, R. P. (2012). "Causes, Consequences, and ways out of the crisis: a perspective from EU's periphery". *Green European Journal*, 1, 30-46.
- Mason, P.R. (1998) "Contagion Consonal Effects Spillovers And Jumps Between Multiple Equilibria", IMF Working Paper September 1998/142.
- Mazurek, J. (2011). "Comparison Of Impacts Of The Financial Crisis On The Czech Republic Regions By Cluster Analysis", 13th International Conference on Finance and Banking, Czech Republic, 396-404.
- Mercan, M. (2014). "Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri ve 2008 Krizi: Orta Asya ülkeleri ve Türkiye Ekonomisi için Panel Veri Analizi". *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 125-142.
- Moser, T. (2003). "What is International Financial Contagion?" *International Finance*, 6 (2), 157-178.

## ULUSLAR ARASI EKONOMİ VE SİYASET BİLİMLER AKADEMİK ARAŞTIRMALAR DERGİSİ Cilt 5- Sayı: 12-

- Nelson, R., Belkin, P., & Mix., D. (2010). "Greece's debt crisis: Overview, policy responses, and implications.". Library of Congress Washington DC Congressional Research Service. <https://fas.org/sgp/crs/row/R41167.pdf> [Erişim Tarihi: 14.03.2021].
- O'Flynn, D. (2003). "AB'nin Genişlemesi Portekiz'in Ekonomik Krizini Kötüleştireyor", İnternet Erişimi: <http://www.wsws.org/tr/2003/jun2003/port-j30.shtml>, [Erişim Tarihi: 14.03.2021].
- Özsoylu, A. F., Ünlükaplan, İ., & Akdoğan Gedik, M. (2010). "Küresel Kriz ve Türkiye, Küresel Krizin Nedenler, Oluşumu ve İlk Önlemler". Karahan Kitapevi. Adana, ss.63-124.
- Öztürk, S. (2010). "Küreselleşme ve Küresel Ekonomik Kriz: Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkilerinin Karşılaştırmalı Analizi". *Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11, 25-29.
- Öztürk, M., & Aras, O. (2011). "Euro ve Kriz Sonrası Dönemde Parasal İstikrar". *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 3(2), 143-155.
- Pesenti, P.A. & Tille, C. (2000). "Currency Crises and Contagion Economist: an Introduction". *Economic Policy Review*, 6(3), 3-16.
- Polat, O. (2018). "Hisse Senedi Piyasalarında Finansal Bağlantılık Analizi". *Politik Ekonomik Kuram*, 2(1), 73-86.
- Samarakoon, L. P. (2011). "Stock Market Interdependence, Contagion, and the US Financial Crisis: the Case of Emerging and frontier markets". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 724-742
- Sandoval, L., Beltran, E., Ulziikhutag, S., & Zorigt, T. (2011). "The European Sovereign Debt Crisis: Responses to the Financial Crisis". *New Voices in Public Policy*, 5 (2), 1-25.
- Syllignakis, M. N., & Kouretas, G. P. (2011). "Dynamic Correlation Analysis of Financial Contagion: Evidence from the Central and Eastern European Markets". *International Review of Economics & Finance*, 20(4), 717-732.
- TC Başbakanlık AB Genel Sekreterliği. (2011). "Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: Euro Rekabet Pakti". Ankara, Mayıs, 2011. [http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro\\_plus\\_pact.pdf](http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact.pdf). [Erişim Tarihi: 14.03.2021].
- Tagkalakis, A. (2013). "The Effects of Financial Crisis on Fiscal Positions". *European Journal of Political Economy*, 29,197-213.
- Takım, A. (2011). "Küresel Krizin Türkiye'de Finansal Kesim Üzerindeki Etkileri". *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(35), 337-352.
- TCMB. (2011). 'Finansal İstikrar Raporu', TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası) Yayını, Mayıs 2011, Sayı: 12 İnternet Erişim: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2011/Sayi+12> [Erişim Tarihi: 14.03.2021].
- TNI-Transnatioanl Institute (2012), The EU Crisis Pocket Guide. İnternet Erişimi: <https://www.tni.org/en/search?search=files%20download%20eucrisis%20pocket%20guide%20v2%20en%200%20pdf> [Erişim Tarihi:16.03.2021].
- Trading Economics, (2012), <http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate> [Erişim: 15.03.2021].
- Turan, K. (1994). "Küreselleşen Çağımız ve Çalışma Hayatı", Kamu-İş Dergisi, Ocak 1994, 3(3).
- Ukessays. (2015). "The Case of Portugal in the Economic Crisis", <http://www.ukessays.co.uk/essays/economics/the-case-of-portugalin-the-economic-crisis.php>, (Erişim: 14.03.2021).
- Yalama A. & Çelik S. (2009), "Küresel Kredi Krizinin Türkiye'ye Bulaşıcılık Etkisi" 13. Ulusal Finans Sempozyumu, 21-24 Ekim 2009, Afyonkarahisar, 87-109
- Yayan, S. (2012). "Avrupa Borç Krizi ve Küresel Yansımaları", Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi. Denizli.
- Yılmaz, B. E. (2013). "Küresel Krizin PIIGS (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya) Ülkeleri ile Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenlerine Yansımaları". *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34(1), 229-252.
- Yüksel Mermod, A. (2011). "Elektronik Bankacılık ve Riskler: Finansal Küreselleşme Işığında" op. cit., s.9, Beta Basım Yayım. İstanbul.

Wordbank WDI, (2016). Growth Data World Bank, İnternet Erişimi <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> [Erişim Tarihi:10.03.2021].

**KENTSEL TERÖRLE MÜCADELEDE 'ÇELİK KUŞAK' POLİTİKASI:**