

**T.C.  
GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI**

**2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE ULUSLARARASI PARA  
FONU'NUN ROLÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan  
Ebru TÜRKMEN BAKIR**

**Tez Danışmanı  
Yrd. Doç. Dr. Fetullah AKIN**

**Ankara - 2013**



**T.C.  
GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI**

**2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE ULUSLARARASI PARA  
FONU'NUN ROLÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan  
Ebru TÜRKMEN BAKIR**

**Tez Danışmanı  
Yrd. Doç. Dr. Fetullah AKIN**

**Ankara - 2013**

## ONAY

Ebru TÜRKMEN BAKIR'a ait "2008 Küresel Finansal Krizi Ve Uluslararası Para Fonu'nun Rolü" başlıklı bu çalışma, 08.02.2013 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı Uluslararası İktisat Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Kürşat YALÇINER

Yrd. Doç. Dr. Fetullah AKIN

Yrd. Doç. Dr. Ömer Tanju DURUSOY

## ÖNSÖZ

2008 yılında ABD'nin konut sektöründe ortaya çıkan ve sonraları etkileri finans piyasaları aracılığı ile tüm dünyaya etki eden küresel finansal kriz yaşanmıştır. IMF dünya ticaretinde serbestliğin olacağı bir uluslararası ödemeler sisteminin kurulması, bu sistem aracılığıyla döviz kurlarında istikrar sağlanması, uluslararası rezerv sorununun çözüme kavuşturulması gibi sorunlara çözüm bulmak amacıyla 1944 yılında kurulmuş uluslararası finans kuruluşlarından biridir. Kurulduğu yıldan itibaren yaşanan ekonomik krizlerde etkin rol oynayan, kimi zaman bu roller nedeniyle eleştirilere maruz kalan IMF, yaşanan son krizde son borç verici mercii olarak göreve çağırılmıştır.

Bu tez çalışmasının çıkış noktası; küresel finans krizi koşullarında IMF'nin nasıl bir rol üstlendiği ve bu rolün eski rollerine kıyasla değişip değişmediğinin ortaya konulması olmuştur. Bu noktadan hareketle çalışmada küresel finans krizinin ortaya çıkış nedenlerinin detaylı olarak incelenmesi, IMF'nin kuruluşu ve 2008 krizine kadarki dönemdeki rolü ile 2008 küresel finansal krizdeki rolünün ortaya konulması ve IMF cephesinde değişen noktaların saptanması amaçlanmıştır.

Tezin hazırlanma aşamasında öncelikle tez danışmanlığı konusunda hiçbir şekilde desteğini esirgemeyen, anlayışlı ve yapıcı tavrı ile çalışmamı cesaretlendiren tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Fetullah Akın'a ve manevi anlamda her zaman yanımda olup bana destek veren ailem ve iş arkadaşlarıma da teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| ÖNSÖZ .....               | i   |
| İÇİNDEKİLER .....         | ii  |
| KISALTMALAR CETVELİ ..... | v   |
| TABLolar LİSTESİ .....    | vi  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....    | vii |
| GİRİŞ .....               | 1   |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN OLUŞMASINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

|                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. MORTGAGE PİYASASINDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR .....                                                        | 4  |
| 1.2. FAİZ POLİTİKALARI VE KREDİ HACMİNİN GENİŞLEMESİ .....                                                   | 8  |
| 1.3. KREDİ VERME STANDARTLARININ BOZULMASI .....                                                             | 14 |
| 1.4. BUNALIMIN NEDENLERİ ÜZERİNE FARKLI GÖRÜŞLER .....                                                       | 19 |
| 1.5. TÜREV PİYASALAR, MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE FİNANSAL<br>YENİLİKLER ARACILIĞIYLA RİSKLERİN TRANSFERİ ..... | 25 |
| 1.5.1. Menkul Kıymetleştirme .....                                                                           | 28 |
| 1.5.2. Risklerin Transferi .....                                                                             | 34 |
| 1.5.3. Finansal Yeniliklerin Etkisi .....                                                                    | 42 |
| 1.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ HATALARI .....                                                      | 44 |
| 1.7. DÜZENLEYİCİ-DENETLEYİCİ KURULUŞLARININ ZAYIFLIĞI .....                                                  | 47 |
| 1.8. DÜŞÜK FİNANSAL OKURYAZARLIK, AHLAKİ TEHLİKE VE<br>ASİMETRİK BİLGİ SORUNUNUN ETKİSİ .....                | 52 |
| 1.8.1. Düşük Finansal Okuryazarlık .....                                                                     | 52 |
| 1.8.2. Ahlaki Tehlike .....                                                                                  | 53 |
| 1.8.3. Asimetrik Bilgi Sorunu .....                                                                          | 54 |

## İKİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI PARA FONU'NUN 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNDEN ÖNCE EKONOMİK DÜZENDEKİ ROLÜ

|                                                                                      |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>2.1. ULUSLARARASI PARA FONU'NUN KURULUŞU VE TEMEL AMAÇLARI.....</b>               | <b>55</b> |
| <b>2.2. ULUSLARARASI PARA FONU'NUN TEMEL ARAÇLARI.....</b>                           | <b>59</b> |
| 2.2.1. IMF Programları ve Bu Programların Hedefleri.....                             | 59        |
| 2.2.2. IMF'nin 2008 Krizinden Önce Kullanmakta Olduğu Kredi Araçları..               | 64        |
| <b>2.3. 1970'Lİ YILLARA KADAR IMF UYGULAMALARI .....</b>                             | <b>67</b> |
| <b>2.4. BRETTON WOODS SONRASI IMF UYGULAMALARI .....</b>                             | <b>67</b> |
| <b>2.5. 1990-2000'Lİ YILLARDA IMF UYGULAMALARI .....</b>                             | <b>71</b> |
| 2.5.1. IMF ve Son Ödünç Verme Mercii Olma Rolü .....                                 | 72        |
| <b>2.6. IMF PROGRAMLARININ ETKİLERİ ÜZERİNE GENEL BİR BAKIŞ ....</b>                 | <b>74</b> |
| <b>2.7. IMF'NİN 1997-98 DOĞU ASYA KRİZLERİNDEKİ ROLÜNE İLİŞKİN ELEŞTİRİLER .....</b> | <b>76</b> |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNDE IMF'NİN ROLÜ

|                                                                                                             |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>3.1. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE IMF'YE ETKİSİ .....</b>                                              | <b>80</b>  |
| <b>3.2. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ İLE BİRLİKTE IMF'DE REFORM YAPMA GEREKLİLİĞİNİN ORTAYA ÇIKIŞI .....</b> | <b>82</b>  |
| <b>3.3. 2009 YILI G-20 VE IMF-DÜNYA BANKASI TOPLANTILARININ REFORMLAR ÜZERİNE ETKİSİ.....</b>               | <b>86</b>  |
| <b>3.4. REFORM HAREKETLERİNE GENEL BİR BAKIŞ .....</b>                                                      | <b>91</b>  |
| 3.4.1. IMF'nin Küresel Ekonomik Krizle Birlikte Oluşturduğu Kredi Araçları .....                            | 98         |
| 3.4.2. IMF'nin Küresel Ekonomik Kriz Nedeniyle Güncellenmiş Olduğu Kredi Araçları .....                     | 99         |
| 3.4.3. IMF'de Gerçekleşen Diğer Reform Hareketleri .....                                                    | 101        |
| <b>3.5. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNDEKİ IMF AKSİYONLARI VE ETKİLERİ .....</b>                              | <b>106</b> |

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| <b>SONUÇ .....</b>    | <b>115</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b> | <b>122</b> |
| <b>ÖZET .....</b>     | <b>130</b> |
| <b>ABSTRACT .....</b> | <b>132</b> |

**KISALTMALAR CETVELİ**

|             |                                            |
|-------------|--------------------------------------------|
| <b>ABD</b>  | : Amerika Birleşik Devletleri              |
| <b>ABS</b>  | : Asset Backed Securities                  |
| <b>AGÜ</b>  | : Az Gelişmiş Ülke                         |
| <b>BM</b>   | : Birleşmiş Milletler Örgütü               |
| <b>CDO</b>  | : Collateralized Debt Obligations          |
| <b>CDS</b>  | : Credit Default Swap                      |
| <b>FSB</b>  | : Financial Stability Board                |
| <b>EFF</b>  | : Extended Fund Facility                   |
| <b>EFM</b>  | : Emergency Financing Mechanism            |
| <b>ESF</b>  | : Exogenous Shock Facility                 |
| <b>FCL</b>  | : Flexible Credit Line                     |
| <b>FED</b>  | : The Federal Reserve Bank                 |
| <b>FICO</b> | : Fair Isaac&Co                            |
| <b>FNMA</b> | : Federal National Mortgage Association    |
| <b>GSFR</b> | : Global Financial Stability Report        |
| <b>GNMA</b> | : Government National Mortgage Association |
| <b>IMF</b>  | : International Monetary Fund              |
| <b>LTV</b>  | : Loan To Value                            |
| <b>MBS</b>  | Mortgage Backed Securities                 |
| <b>PLL</b>  | : Precautionary Liquidity Line             |
| <b>PRGF</b> | : Poverty Reduction and Growth Facility    |
| <b>SDR</b>  | : Special Drawing Rights                   |
| <b>SLF</b>  | : Short Term Liquidity Facility            |
| <b>SPV</b>  | : Special Purpose Vehicle                  |
| <b>WEO</b>  | : World Economic Outlook                   |

**TABLÖLAR LİSTESİ**

|                                                                                            |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 1:</b> ABD Mortgage Piyasasının Dağılımı .....                                    | 13  |
| <b>Tablo 2:</b> ABD Türev Ürünler Piyasasının Dağılımı .....                               | 28  |
| <b>Tablo 3:</b> Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul<br>Kıymetler ..... | 36  |
| <b>Tablo 4:</b> 2007 Yılı İtibariyle MBS İhraç Hacmi .....                                 | 37  |
| <b>Tablo 5:</b> IMF'nin Yıllara Göre Kredi Araçları .....                                  | 107 |
| <b>Tablo 6:</b> Avrupa'daki IMF Destekli Programlar .....                                  | 109 |
| <b>Tablo 7:</b> Ekonomilerin Gerçekleşen Büyüme Oranları ve 2012<br>Tahminleri (%) .....   | 112 |
| <b>Tablo 8:</b> Gerçekleşen İşsizlik Oranı ve 2012 Tahminleri (%) .....                    | 114 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                                                                                                              |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Şekil 1:</b> Düşük Faiz Bol Likidite .....                                                                                | 9   |
| <b>Şekil 2:</b> FED Faiz Oranı .....                                                                                         | 12  |
| <b>Şekil 3:</b> ABD Mortgage Kredileri 1 Yıllık Değişken ve 15 Yıllık Sabit Faiz Oranları .....                              | 12  |
| <b>Şekil 4:</b> Seçilmiş Bazı Ülkelerde Politika Faiz Oranları (%) .....                                                     | 14  |
| <b>Şekil 5:</b> S&P/Case Schiller ABD Konut Fiyatları Endeksi .....                                                          | 17  |
| <b>Şekil 6:</b> İpotekli Konut Kredi Hacmi ile Ödenmeyen İpotekli Konut Kredisi Arasındaki İlişki .....                      | 18  |
| <b>Şekil 7:</b> FED Faiz Oranı .....                                                                                         | 20  |
| <b>Şekil 8:</b> S&P/Case Schiller Konut Fiyatları Endeksi .....                                                              | 21  |
| <b>Şekil 9:</b> Mortgage Piyasası Satın Alma Endeksi-MBA.....                                                                | 22  |
| <b>Şekil 10:</b> Reel Konut Fiyatları ve Bankacılık Krizleri .....                                                           | 23  |
| <b>Şekil 11:</b> Temerrüde (Geciken) Düşen Mortgage Oranı (%) .....                                                          | 24  |
| <b>Şekil 12:</b> İcralık Olan Mortgage Kredisi Oranı (%).....                                                                | 25  |
| <b>Şekil 13:</b> Kredi Riski Swapları (CDS) Miktarı.....                                                                     | 39  |
| <b>Şekil 14:</b> CDO İhraç Oranları.....                                                                                     | 41  |
| <b>Şekil 15:</b> 2003-2012 Yılları Arasında Gerçekleşen Kredi Anlaşmaları (milyar SDR).....                                  | 110 |
| <b>Şekil 16:</b> 2003–2012 Yılları Arasında Düşük Gelirli Ülkelere Verilen Ayrıcalıklı Finansman İmkânları (milyar SDR)..... | 111 |
| <b>Şekil 17:</b> Dünyada Büyümenin Bir Önceki Yıla Göre % Değişimi (2000–2012).....                                          | 113 |

## GİRİŞ

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbest olduğu küresel bir dünyada finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkileri artmıştır. Hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler finansal krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. 2008 krizi büyük ölçüde marjinal alanlara, kişi ve kurumlara verilen mortgage kredileriyle sınırları belli olmayan türev ürünler bileşiminin neden olduğu finansal bir krizdir.

2008 finansal krizi, tarihin en büyük kaldıraçlanmış varlık ve kredi balonundan kaynaklanmıştır ki bu, sadece ABD konut piyasası ile sınırlı olmayıp diğer ülkelerdeki konut piyasaları da benzer niteliğe sahip olmuştur. ABD mortgage kredi piyasasında başlayan, ardından mali piyasaları saran ve son olarak ta reel sektörü tam anlamıyla etkisi altına alan küresel krizin başlangıç noktası 2001-2002 yıllarında başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde uygulanan düşük faiz politikalarıdır. FED (ABD Merkez Bankası) eski Başkanı Alan Greenspan'ın uyguladığı düşük faiz, bol likidite politikasının da etkisi ile artan tüketim ve borçlanma sonucunda bir kredi balonu oluşmasına neden olmuştur ve krizin sorumlusu olarak bu politikalar gösterilmiştir. Başta konut ve otomotiv sektörü olmak üzere düşük faizlerden yararlanarak kredi kullanan kişilerin artmıştır. Bir taraftan konut sektöründe köpük etkisi başlarken diğer taraftan da kredi talebini karşılamak amacıyla menkul kıymetleştirme işlemleri hız kazanmıştır. Hızını alan sektör ve mali kurumlar bazı mevzuat değişiklikleri ile düşük kaliteli mortgage kredilerine (subprime) yönelmişlerdir.

Mortgage kredileri ile konuta yaratılan aşırı talep, diğer tarafta bu talebi karşılayamayan arz sonucu konut sektörü belirgin fiyat artışı sürecine girmiştir. Konut talebini normal seviyenin üzerine taşıyan faktörlerin başında kontrolsüzce verilen mortgage kredileri gelmektedir. Bu noktada kredi veren kuruluşların daha fazla getiri elde etmek kredi verme standartlarını gevşetmiştir. Kredi geçmişi sorunsuz olan kişilere verilen kredilerin (prime

mortgage credit) yan sıra kredi geçmişi sorunlu olan kişilere de (subprime) yoğun krediler verilmesi krizi derinleştiren unsurlar olmuştur. Mortgage piyasasının mümkün kıldığı menkul kıymetleştirme yolu ile temelde hatalı kullandırılmış kredilerin türev araçlar kanalıyla yeni araçlar yaratılması ve bu araçların başka yatırımcılara dağıtılarak riskin elden ele, sınırlar ötesine geçmesi krizin kapsamını daha da genişleten bir diğer etken olmuştur. Krizin ortaya çıkması ile birlikte bu tür türev araçlar ve finansal yenilikler; aracı kuruluşların yatırımcıların düşük finansal okuryazarlıklarını manpile etmesine zemin hazırlamıştır.

Düşük kredi faizler ile tetiklenen tüketimler sonucunda aşırı talebe bağlı olarak 2004 yılı ikinci yarısı itibariyle başta ABD ve İngiltere olmak üzere bazı gelişmiş ülkelerde enflasyon uzun bir aradan sonra yukarı yönlü trende dönmüştür. Tketimlere bağlı olarak üretimlerin artması, girdi taleplerinin de paralel bir şekilde artmasına, özellikle temel girdilerden olan petrol ve emtia fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Fiyat istikrarını hedef kabul eden merkez bankaları bu tür enflasyonist baskıların artması neticesinde düşük faiz politikasını terk etmek zorunda kalmış ve kısa vadeli faiz oranlarını kademeli bir biçimde arttırmaya başlamışlardır. 2006 yılından itibaren piyasalarda bozulma sinyalleri verilmeye başlanmıştır. Sorunlu kredilerin ortaya çıkması, temerrüde düşen ve icralık olan kredi dosyalarının sayısının artışı ile birlikte yüksek olan konut değerleri düşmeye başlamıştır. Krize giden süreçte düzenleyici ve denetleyici kurumlar ile derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri ve zayıflıkları sorgulanmaya başlanmıştır. Çünkü bu kurumlar kredi verme saldırganlığında bulunan aracı kuruluşların faaliyetlerini denetlemede yetersiz kalmış ve uygun olmayan kişilere kredi kullandırmalarının artmasına sebep olmuştur.

Küresel finans krizinin yaşanmaya başlamasıyla birlikte önceleri 1997 Asya Krizi'nde uyguladığı politikalar nedeni ile birçok eleştiri alan, hatta krizin yaratıcısı olarak gösterilen, sonraları 2005 yılından itibaren ülkelerin aldığı kredileri geri ödediği, bir anlamda kendisine muhtaç olunmadığı vurgulanmak

istenen IMF (Uluslararası Para Fonu), özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından aranan bir kuruluş olmuştur. IMF ise bu talebe kayıtsız kalamamış, mevcut kredi araçlarını güncelleyerek, kredi kullandırımı şartlarını esneterek, kredi kapasitesini üç katına çıkartarak ve de uzun yıllar yapmadığı yönetim reformunu gerçekleştirerek vazgeçilmez olduğunu bir kez daha ortaya koymuştur.

Çalışmanın birinci bölümünde küresel finans krizine neden olan faktörler grafiksel ve rakamsal verilere dayanılarak anlatılacaktır. İkinci bölümde, IMF'nin kuruluşundan kısaca bahsedilerek, küresel finans krizine gelmeden önceki dönemdeki varlığı, kullandığı araçları ve önceki krizlerde üstlendiği rol eleştiriler de dahil edilerek aktarılmaya çalışılacaktır.

Çalışmanın n bölümünde ise küresel finans krizinin IMF'ye etkisi ve IMF'ye sirayet eden etki sonucunda IMF'nin gerçekleştirdiği reform hareketlerinin detaylı açıklaması ile bu reformlar sayesinde önemli bir rol üstlenen IMF'nin global ekonomideki rolü önceki yıllara göre kıyaslanacaktır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN OLUŞMASINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER**

#### **1.1. MORTGAGE PİYASASINDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR**

2008 küresel finansal krizinin kaynağı ABD Mortgage Sisteminde oluşan krizdir. Sistemin sahip olduğu özellikler, olanaklı kıldığı işlemler, piyasa özellikleri ve denetim eksikliklerinden kaynaklanan nedenlerdir. Bu sorunların net bir şekilde ortaya konulabilmesi için öncelikle mortgage piyasasının ve içinde barındırdığı subprime (eşik altı ipotek krediler) kredilerin özelliklerine bakmak faydalı olacaktır.

İpoteğe dayalı konut finansmanı (Mortgage), konut almak isteyenlere uzun vadeli ve düşük faizli kredi imkanı sağlayan bir sistem olarak tanımlanmaktadır(Ercan, 2009: 19).

Mortgage sistemi klasik anlamdaki konut kredisinden birçok anlamda farklılık göstermektedir. Konut kredileri 5-10 yıl arasında olmasına rağmen mortgagede bu süre 15-20 hatta 30 seneye kadar uzayabilmektedir. Ayrıca mortgage sisteminde sabit faizli kredi kullanabildiğiniz gibi değişken faizli kredi kullanabilme imkanı vardır. Mortgage sistemiyle kişinin ev sahibi olması için kredi sağlayan kuruluşlar, kredi karşılığında konut talep edene imzalattıkları sözleşmeleri menkulleştirip bir yatırım aracı olarak başka yatırımcılara satabilmekte ve likidite sorunlarını bu şekilde çözebilmektedirler. Konut kredisi alırken kredi talep edenden gelir belgesinin yanında ipotek yapılacak bir taşınmaz istenirken mortgage sisteminde sadece gelir kaynağını gösteren bir belgeyle kredi alınabilmektedir.

ABD mortgage piyasasında mortgage kredileri, ödeme şekline, faiz yapısına, kredi talebinde bulunanın kredibilitesine göre çeşitli ayrımlara tabi

tutulmaktadır. İndirimli, yüksek ödemeli, balon ödemeli mortgage kredisi gibi birçok kredi türü mevcuttur. Ödeme yeteneğine göre yapılan ayrımın içinde,

Subprime (alt gelir grubu),

Devlet Garantili/Sigortalı (Ülkeye hizmeti gecen alt gelir grubu),

Alt A (orta gelir grubu) ve

Prime (üst gelir grubu) krediler yer almaktadır.

Bu ayrımın amacı, kredi talep eden kişiye dahil olduğu gruba göre risklerinin belirlenerek, risk yapısına uygun faiz oranları üzerinden kredi kullandırılmasıdır(BDDK, 2008: 15).

Amerikan konut piyasasının özelliklerinden biri de alınan kredinin yalnızca temin edilen konut ile sınırlı bir ipoteğe sahip olmasıdır. Bunun anlamı kredi borçlularının krediyi geri ödememe, kredinin batması durumunda yalnızca aldığı konut ile sınırlı bir sorumluluğunun olması, diğer varlıklarının kapsam dışında tutulmasıdır. Sonuç olarak kredi alan kişinin Amerikan tarzı sınırsız bir satım opsiyon özgürlüğü bulunmaktadır. Yani kredi alan kişi istediği bir zamanda ipotekli konutunu kredi veren kişiye satabilmektedir(Hull, 2009: 2-3).

ABD’de kesimler için kullanılmakta olan “Subprime” veya “Alt-A” gibi terimler esasta kötü bir kredi geçmişinden dolayı, ortalama borçludan daha riskli olan borçlular için kullanılır. Eşik altı borçluların tipik olarak, 640’ın altında bir FICO<sup>1</sup> skoru vardır ve 12-24 ay içerisinde borç ödemelerinde temerrüde düşmüşlerdir ya da son senelerde iflas etmişlerdir. Eşik altı ipotek

---

<sup>1</sup> Durmuş,2010:106, FICO, Fair Isaac&Co tarafından ortaya atılmış bir skarlama sistemidir: En dipte 300 en üstte 850 puanı gösteren bir cetveldir. Puan yükseldikçe kredi borcunun geri ödenme ihtimali de yükselmektedir.

kredisi borçluları risklidir; çünkü ancak konut fiyatları artarsa geri ödeme yapabilme imkanına sahiptirler(Durmuş, 2010: 106).

Küresel finans krizinin çıkış kaynağı olarak görülmekte olan ABD mortgage sisteminde kullanılan krediler, subprime (Eşik altı ipotek kredileri) kredilerdir. Bu kredileri özelliği kılan noktalar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir(Durmuş, 2010: 109-112):

### **i. Faiz yapısı**

En yaygın görülen eşik altı ipotek türleri, 2-28 veya 3-27 olarak bilinen melez yapılı ayarlanabilir faiz oranlı ipoteklerdir (ARMs). Genellikle 30 yıl vadeli. 2-28 ARM'deki 2 rakamı ipotekteki faiz oranlarının sabit kaldığı yılları gösterirken, "28" rakamı bu oranların değişebildiği vadeyi temsil eder.

Bir başka karakteristik özelliği ise peşin ödeme cezalarının boyutu ve yaygınlığıdır. Subprime kredilerin %80'inde peşin ödeme cezasının bulunduğu, prime kredilerin ise sadece %2'inde cezaların bulunduğu Fannie Mae tarafından tahmin edilmektedir. Bu durumda borçlu kişinin herhangi bir şekilde peşin ödeme yapıp kredi borcunu kapatması bu cezalar yolu ile caydırılmaktadır.

### **ii. Röfinansman**

Subprime (eşik altı ipotek kredisi) kredileri, hem borçluların hem de borç verenlerin kısa vadedeki konut fiyatlarındaki artışlardan karşılıklı olarak faydalanmalarına olanak vermektedir. Konut fiyatındaki artışa bağlı olarak ipotek kredisi, kısa vadeli başka bir ipoteye dönüştürülebilmektedir.

Böylece evin değerindeki artış her iki üç yılda bir röfinansman imkanı sağlamaktadır. Kredi sunucusu için eşik altı kredilerini diğer ipotek kredilerinden ayıran röfinansman çok önemlidir. Borçlular "ayarlı-teaser" dönemlerinde röfinansman için başka krediye gidebilse de genelde ilk

kreditörlerine bağı kalmışlardır. Bu durum ev fiyatları her arttığında kreditörün röfinansman aracılığıyla daha da fazla kazanması anlamına gelmektedir. Bol likidite ve düşük faiz oranlarının varlığı nedeniyle pek çok ev sahibi yeniden borçlanmıştır.

### **iii. Menkul Kıymetleştirme**

Kriz öncesi dönemde eşik altı ipotekli konut kredilerinin tasarlayıcıları olan bankalar, mortgage evleri ya da finansal kuruluşlar için en önemli finansman aracı “menkul kıymetleştirme” olmuştur. Yani bankalar, mortgage kredisi ihraç edenler vs. ipotek kredilerinin değerine bağı olarak kıymetli kağıtlar (mortgage senedi-bonosu-banka tahvili vb.) çıkarıp bunları yaygın biçimde finansal piyasalarda satmaktadır. Böylece de mevcut köpük değerden yeni köpük değerler yaratılmıştır. Menkul kıymetleştirme artışlarının temel nedeni ipoteklerin birkaç yıl içinde röfinanse edilmesidir. Çünkü röfinansman için gerekli nakit menkul kıymetleştirme kanalıyla sağlanmaktadır. Yani krize giden süreçte röfinansmanla birlikte nakit girişi hızlandıkça menkul kıymetleştirme de hızlanmıştır.

### **iv. Risklerin Transfer Edilebilme Özelliğı**

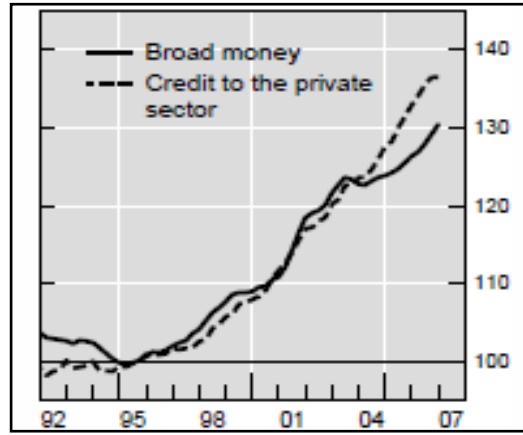
Mortgage sistemi eşik altı ipotek kredilerinin menkul kıymet (örneğin mortgage senedi yada bonusu/tahvili) haline getirilerek bu ipotek kredilerinin riskinin finansal sistem içerisinde yeni araçlar yaratılarak dağıtılmasını olanaklı kılmaktadır. Risklerin transferi sırasında kullanılan araçlar ipoteğe dayalı menkul kıymetler (MBS) veya varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS) olabilmektedir. Subprime kredilerin özellikleri arasında yer alan menkul kıymetleştirme ve risklerin transferi konuları Türev Piyasalar ve Finansal Yenilikler bölümünde ayrıntılı bir biçimde ele alınacaktır.

Krizin en önemli nedenlerden biri, ABD'deki mortgage piyasasının Clinton döneminden itibaren başlayarak eşik altı denen alt gelir gruplarına verilen ve ödenmesi daha sorunlu olan mortgage ürünlerinin gelişmesine bağlanmaktadır(Altuğ, 2009: 71).

Subprime kredilerin artan hacmi, kredi kullandırım koşullarının zaman içinde gevşetilmesi, düzenleyici denetleyici yapının zayıflığı, borç alan kişilerin kredi koşulları hakkında az bilgi sahibi olması gibi diğer faktörler nedeniyle “Amerikan Rüyası” olarak nitelendirilen, düşük gelirli kişilerin konut sahibi olması rüyası ABD’de başlayan ve küresel bir yayılma gösteren finans krizinin çıkış noktası olarak gösterilmektedir.

## **1.2. FAİZ POLİTİKALARI VE KREDİ HACMİNİN GENİŞLEMESİ**

Krize giden süreç öncesinde dünyada yaşanan gelişmelere bakılması bazı dinamiklerin anlaşılması açısından faydalı olacaktır. Şekil-1’de görülebileceği gibi 1990’lı yıllarda dünya Gayri Safi Hasılasının %100’üne yakın düzeylerde var olan likidite, 2006 yılına gelindiğinde %30–35 dolayında bir artış göstermiştir. Global bir likidite bolluğu yaşanması ve faiz oranlarının düşmesi sonucunda iç kredilendirme hacminde ciddi artışlar görülmüştür.

Faiz oranı ve büyüme oranı<sup>2</sup>Likidite<sup>3</sup>

Şekil 1: Düşük Faiz Bol Likidite

**Kaynak:** Aktaran Durmuş,2010, Borio Claudio (2008), Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment And Some Policy Considerations”, Bank For International Settlement (BIS) Working Paper, No.251, Mart, s.3.

Bunda, Çin'in para birimi olan Yua'nın değerini düşük tutarak ihracatı arttırmasının ve böylece döviz rezervlerini bu dönemde altı kat arttırmasının da önemli bir rolü olmuştur. Bu dönemde başta Çin olmak üzere yüksek döviz rezervlerine sahip bulunan kapitalist ülkeler ABD başta olmak üzere diğer kapitalist ülkeleri fonlamışlardır(Durmuş, 2010: 104).

Para krizleri yazınında üzerinde durulan olası öncü kriz göstergelerinden biri de hızlı kredi genişlemesi olarak gösterilmektedir. 1971–1992 dönemi için gelişmekte olan ülkelerdeki krizler incelenmiş ve bu krizlerdeki ortak özellikleri bulunmaya çalışılmıştır. Bu çalışmaya göre, yüz ülkenin ortak özelliklerden bir tanesi kriz öncesi dönemlerde yurtiçi kredi hacminde hızlı artış olması şeklinde ortaya çıkmıştır. Bunun nedeni, hızlı ekonomik genişlemeyle birlikte işlerin olumlu yönde gitmesinin kredi pazarından pay kapma yarışını hızlandırmasıdır. Bu durumda finansal kurumların yavaş ekonomik büyüme dönemlerine göre aldıkları riskler azalmaktadır. Hep böyle gidilecekmiş düşüncesi ağır basabilmektedir. Bu

<sup>2</sup> Yüzde cinsinden büyüme oranı

<sup>3</sup> Broad Money-geniş para, credit to private sector-özel sektöre verilen krediler

algılama hızlı kredi genişlemesine yol açmaktadır(Frankel, Rose, 1996: 351-366).

Barajas ve arkadaşlarının yaptığı bir çalışmada inceledikleri birçok bankacılık krizinin yaklaşık yarısından önce hızlı kredi genişlemesi döneminin yaşandığına dikkat çekilmektedir(Özdoğan, 2010: 11).

Diğer bir çalışmada da krize neden olan etkenlerin başında kredi balonlarının olduğu belirtilmektedir(Dell’Aricia, Igan, Laeven, 2008). Bu görüşlerini ABD Merkez bankası başkanı Alan Greenspan Independent Community Bankers Of America’nın 7 Mart 2001’de düzenlediği toplantıda yapmış olduğu şu konuşma ile kuvvetlendirmektedir. “Bankalar arasındaki borç verme döngüsünde yaşanan agresiflik zirve yapmıştır. Bu talihsiz bir eğilimdir ve birçok kötü kredinin nedeni bu borç verme saldırganlığıdır”(Dell’Ariccia, Igan, Leaven, 2008: 7-10).

İç kredi genişlemesinin en hızlı olduğu ülke ABD olurken, bunu AB ve Japonya izlemiştir. Dünyada artan likiditenin kaçınılmaz bir sonucu olarak da faiz oranları hızlı bir biçimde düşmeye başlamıştır. 2001 yılında %3,2 dolayında olan uzun vadeli bono faiz oranları 2006 yılında %1,9’a düşmüştür.

2000’li yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerin uygulamaya başladığı düşük faiz politikaları aynı zamanda konut kredi hacminin kontrolsüzce genişlemesine neden olmuştur. Faizlerin düşmesi ile kaynak maliyeti de gerilediğinden başta konut kredileri olmak üzere tüm krediler tüketiciler tarafından kolay erişilebilir hale gelmiştir(Sönmez, t.y. :79).

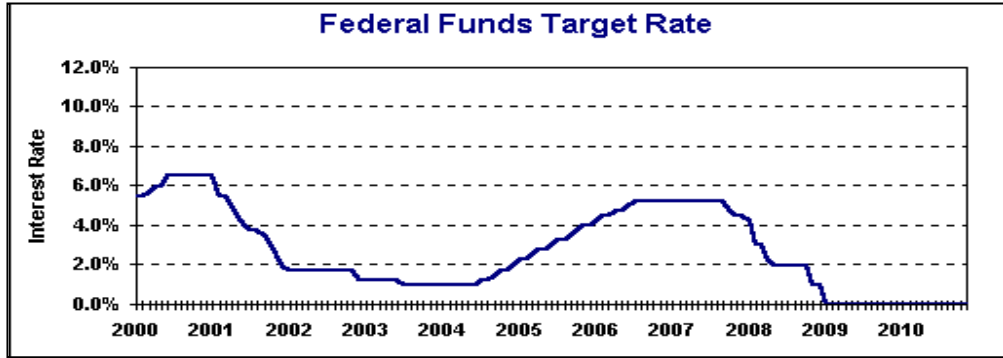
Bol likidite ve düşük faiz oranlarının varlığı nedeniyle pek çok ev sahibi yeniden borçlanmıştır. Gelirleri sabit kalsa dahi evlerinin değerlerindeki artış nedeniyle servetlerinin arttığına inanıp gelirlerinin çok üstünde borçlanmaya yönelmişlerdir. Kışkırtıcı düzeylerdeki düşük konut faiz oranları milyonlarca yoksulun ev sahibi olabilecekleri hatta hayallerinde gördükleri evlere sahip

olabilecekleri yanılgısına düşmelerine neden olmuştur. Bu da konut ve buna dayalı varlık balonunun iyice şişmesine neden olmuştur(Durmuş, 2010: 110-111).

2000 yılının ortalarından itibaren ABD ekonomisi durgunluk eğilimine girerken 2001 yılında İkiz Kulelere yapılan saldırı psikolojik etkileri ile durgunluğu daha da derinleştirmiştir. 2001 yılına gelindiğinde resesyon tehlikesi baş göstermeye başlamıştır. Aşırı sermaye birikiminin ve aşırı tüketimin neden olduğu ekonomik durgunluk talep yaratıcı önlemlerle aşılma zorunluluğunu beraberinde getirmiştir(Durmuş, 2010: 103).

Bir makalede Alan Greenspan'ın 2001-2004 döneminde resesyondan çıkmak için kullandığı düşük faiz politikasının bugün yeni ekonomi balonunun patlamasına yol açtığı vurgulanmaktadır. Çalışmaya göre, bu politika nedeniyle kısa vadeli faiz oranları son 50 yılın en düşük seviyesi olan %1'lere kadar inmiştir. Düşük faizler, kredi yeterlilik koşullarının neredeyse tümüyle kalkması ve yüksek riskli kredilerin düşük gelir gurubundan kişilere kullandırılması sonucunda mortgage piyasasındaki bozulma diğer alanlara da yayılma etkisi yaratmıştır. Düşük faiz oranları yatırımcıları ve aracıları çok daha fazla getiriler elde etmek için çok daha büyük riskler almaya itmiştir. Yatırımcılar portföylerini servetlerini daha fazla arttırmak amacı ile daha karlı ancak daha riskli varlıklarla doldurmuştur(Boeri, Guiso, 2007: 37-40).

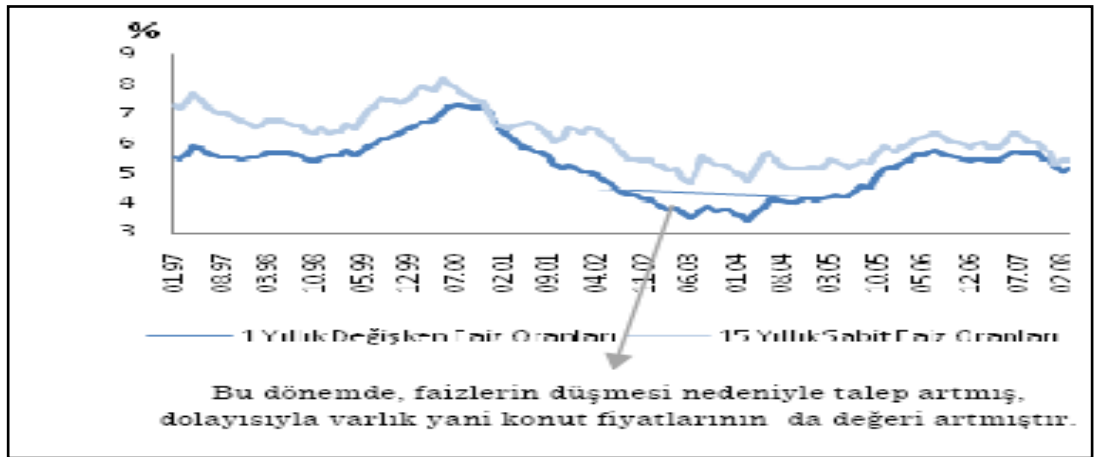
Şekil 2'den de görüleceği gibi 2001–2004 yılları arasında en düşük faiz oranlarının varlığı söz konusudur.



**Şekil 2: FED Faiz Oranı**

Kaynak: <http://www.Moneycafe.com>

Diğer bir grafik olan Şekil 3'den görüldüğü üzere 2001-2004 yılları arasında oldukça düşük seviyelerde seyreden faiz oranlarının olduğu görülmektedir. Ancak bu faiz oranları ABD'de mortgage piyasası faiz oranları ile karşılaştırıldığında faiz oranlarının paralel bir seyir izlediği görülmektedir.



**Şekil 3: ABD Mortgage Kredileri 1 Yıllık Değişken ve 15 Yıllık Sabit Faiz Oranları**

Kaynak: Freddie Mac, Federal Housing Finance Board, [www.reuters.com](http://www.reuters.com).

Kredi faiz oranlarının 2001-2004 yılları arasında düşük olması ve borçlanma maliyetlerinin azalması nedeniyle ABD mortgage piyasası hacim olarak krizin etkilerinin ilk olarak hissedildiği 2007 yılına kadar büyük bir artış yaşamıştır.

**Tablo 1:** ABD Mortgage Piyasasının Dağılımı

| Milyar \$                     | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Mortgage                      | 6.820 | 7.497 | 8.323 | 9.395 | 10.665 | 12.096 | 13.500 | 14.557 |
| B. Konut                      | 5.204 | 5.640 | 6.437 | 7.228 | 8.271  | 9.374  | 10.444 | 11.136 |
| Apartman                      | 407   | 446   | 485   | 565   | 618    | 688    | 741    | 831    |
| Ticari                        | 1.166 | 1.282 | 1.381 | 1.508 | 1.680  | 1.933  | 2.207  | 2.473  |
| Çiftlik                       | 109   | 118   | 95    | 94    | 97     | 102    | 109    | 118    |
| Finans Kurumları              | 2.619 | 2.791 | 3.090 | 3.388 | 3.927  | 4.397  | 4.781  | 5.051  |
| Ticari Bankalar               | 1.660 | 1.790 | 2.058 | 2.256 | 2.596  | 2.958  | 3.403  | 3.633  |
| Tasarruf Kurumları            | 723   | 758   | 781   | 871   | 1.057  | 1.153  | 1.074  | 1.095  |
| Sigorta Şirketleri            | 236   | 243   | 250   | 261   | 273    | 286    | 304    | 323    |
| Federal ve İlgili Kuruluşlar  | 341   | 373   | 434   | 424   | 440    | 452    | 463    | 620    |
| İpotekli Konut Kredileri Fonu | 3.161 | 3.616 | 4.033 | 4.457 | 4.966  | 5.791  | 6.507  | 7.200  |
| Bireysel ve Diğerleri         | 699   | 716   | 767   | 972   | 1.211  | 1.372  | 1.488  | 1.474  |

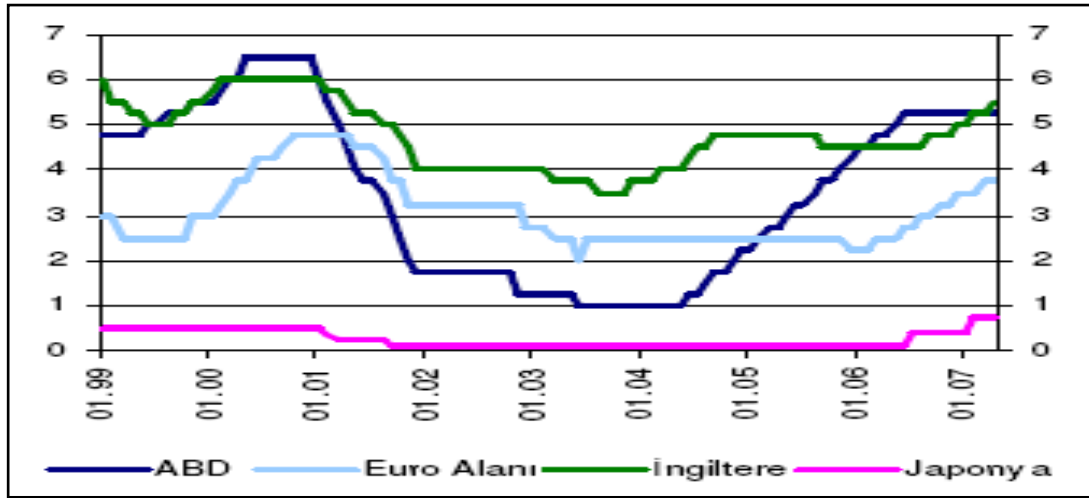
**Kaynak:** FED, <http://www.federalreserve.gov/>

Tablo 1'deki ABD'de mortgage piyasasının dağılımı incelendiğinde, ABD'de toplam mortgage piyasası büyüklüğü 2000 yılında 6,8 trilyon dolar iken 2007 yılı sonunda 14,5 trilyona çıkmıştır. Mortgage piyasasında faaliyet gösteren kurumlar itibariyle toplam mortgage kredilerinin %35'i finans kurumları, %5'i federal kuruluşlar, %50'si ipotekli konut kredileri fonu tarafından ve %10'u bireysel yollardan karşılanmıştır.

Mortgage piyasasının bu denli büyük bir hacme ulaşmasında başka faktörlerin olduğu göz ardı edilmemelidir. Söz konusu dönemde ABD hükümetinin düşük gelirli aileleri konut edindirebilmek için maliye politikası araçlarından vergi politikasını etkin bir şekilde kullanması (5 yılda yaklaşık 2,4 milyar \$ vergi indirimi sağlanmıştır.), kompleks olan konut edinme prosedürlerinin kolaylaştırılması, peşin ödeme zorluklarının aşılmasını sağlayan Amerikan Rüyası Peşin Ödeme Fonu Kanununu 2003 yılında imzalanarak 40.000 düşük gelirli kişinin konut sahibi edilmesi gibi politikalar konut kredisi balonunun oluşmasına neden olmuştur.

Artan kredi kullandırımı ve düşük faiz politikası ABD'de enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Şekil 4'de 1999-2007 dönemi arasında gelişmiş ülke merkez bankalarının belirlediği kısa vadeli politika

faizleri gösterilmektedir. Grafikten görüldüğü üzere, ABD’de 2004 yılında oluşan enflasyonist baskıyı dizginlemek amacıyla FED tarafından faizler artırılmaya başlanmıştır. 2004 yılından 2006 yılının sonuna kadar geçen süreçte faizler %1’den %5,25’e kadar yükseltilmiştir.



**Şekil 4:** Seçilmiş Bazı Ülkelerde Politika Faiz Oranları (%)

Kaynak: <http://www.Moneycafe.com/>

FED’ in faiz oranlarını aşamalı olarak artırması kredilerin geri ödemeleri zorlaşmasına ve emlak piyasasına olan talebin azalmasına neden olmuştur. Konut talebinin ve fiyatlarının düşmesi daha önce ipotek altına alınan evlerin kredi kuruluşları tarafından düşük fiyata elden çıkarılmasına sebep olmuştur.

### 1.3. KREDİ VERME STANDARTLARININ BOZULMASI

Sorunsuz işleyen bir kredi sistemi için, kredi verenin sadece kredi vermek amacıyla değil, finansal sistemin istikrarını koruyacak sınırlar dahilinde kredi kullandırması ve kredi kullananın da ödemelerini zamanında ve aksatmadan yapması ön koşuldur(Akçayer, 2009: 25).

Mortgage kredisi veren kuruluşların kredi verme şartlarındaki gevşeklik, kişinin krediyi geri ödeyebilirliğine yönelik değerlendirme süreçlerinde hassas davranmamaları mortgage piyasasında meydana gelen krizin önemli sebeplerinden biridir.

Düşük gelirli Amerikalıların konut ihtiyacı ABD’de finansal sisteminin dikkatinden kaçmamıştır. Ancak düşük gelirli kesime kredi vermek riskliydi. Kişilerin ellerinde yeterince ön ödeme yapacak birikimlerinin olmaması, kredilendirme ile ilgili geçmişlerinin bulunmaması ya da kötü bir geçmişe sahip olmaları, gelir kayıtlarının yetersizliği ve haklarında yeterince ve doğru bilginin mevcut olmaması sistem aracıları tarafından dikkate alınmamıştır. Finansal sistem oyuncularının bu kesime kredi kullandırabilmesi için teminat vb. standartları ve bu kredilerin yapılarını farklılaştırması gerekmektedir. Mortgage kredilerini kullandırırken bu farklılaştırma ve mevzuata uydurma planı işlemiştir. Bu süreçte konut gelirleri alanların gelirleri ve işleriyle ilgili gerçekdışı beyanlarda bulunmasının yanı sıra bankaların bunları görmezden duymazdan gelmesi krize giden süreçte önemi bir etken olmuştur(Durmuş, 2010: 108).

Küresel finans krizinin başlangıç noktasının Amerikan konut piyasası olduğu tartışma götürmez bir gerçek olduğu vurgulanmaktadır(Hull, 2009: 2). Buna neden olan en önemli faktör ise mortgage kredisi verme uygulamaları olarak gösterilmiştir.

ABD Subprime Mortgage sektöründe, özellikle 2004 yılı sonundan itibaren piyasanın hızla büyümesi neticesinde kredi standartlarında bozulmalar olmuş ve bu bozulmalar iş hacmi, kontrol ve belgeleme altyapısının desteklenmesi için yapılan yatırımlardan daha hızlı bir şekilde devam etmiştir. Hızla artan rekabetçi ortamın varlığı, düşük faiz oranları ve denetleyici otoritelerin yeterli mekanizmaları kuramamaları, Mortgage komisyoncuları ve kredi kuruluşlarının kredi verme standartlarını

düşürmelerine ve riskleri taşıyamayacak veya borcunu geri ödeyemeyecek kişilere finansal hizmet sunmalarına neden olmuştur.

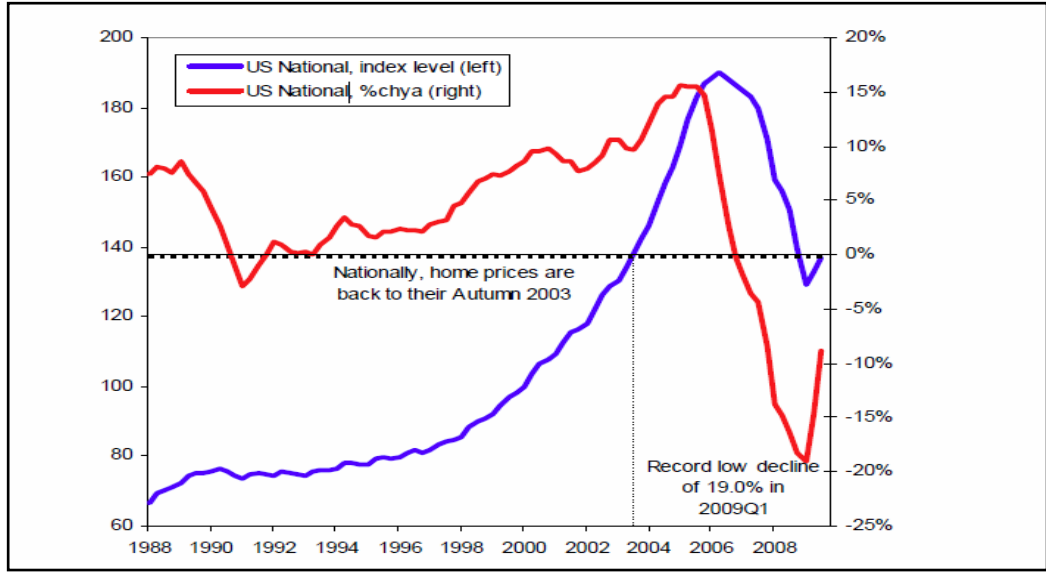
Kredi krizini tırmandıran süreçte mortgage kredileri için çeşitli terimler kullanıldığından bahsedilmektedir(Hull, 2007: 3). Bunlardan bir tanesi “yalancı kredi”dir. Yalancı kredi denilmesinin nedeni krediye başvuranların başvuru formundaki bilgiler kısmına kontrol edilmeyeceğini bildiklerinden çoğu zaman yanlış bilgiler yazmasıdır. Diğer bir terim kredi alan kişileri tanımlamaya yönelik olarak kullanılan NINJA’dır (Geliri olmayan, işi olmayan ve hiçbir varlığı bulunmayan).

Mortgage kredisi veren kuruluşlar, ödünç alıcıların, aldıkları kredileri geri ödeyebilirliklerinden ziyade, ev fiyatlarındaki yükselişe odaklanmışlardır. Mortgage brokerları ve kredi verenler için önemli olan tek şey, karlarını bu yükseliş esnasında nasıl sürekli kılacakları noktasıdır. Bu amaçla mortgage kredisi kullandıranlar konut piyasasına yeni katılımcıları çekmek için kredi verme standartlarını gevşeterek cazipliği artırma yolunu karlarını yükseltme amaçları için kullanmışlardır. Bu kişiler ev fiyatlarındaki artışa paralel bir şekilde verdikleri kredi miktarını da artırmışlardır(Hull, 2007: 2).

Kredi kullandıran kurum ve kuruluşların kredi verme saldırganlığını tetikleyen konut fiyatlarının artışı hususunda Standard&Poor’s sitesinden alınan Şekil 5’de görüldüğü üzere ABD Konut Fiyatları Endeksi<sup>4</sup> 1996-2006 yılları arasında genel bir artış göstermekle birlikte en zirve değerine 2006 yılında ulaşmıştır. Kriz öncesi dönemde artan konut fiyatlarının 2006 yılında zirve yaptığı açıkça görülmektedir. (S&P, 2010, <http://www.standardandpoors.com/>)

---

<sup>4</sup> S&P Amerika Ulusal Ev Fiyatları Endeksi, Amerika’da bulunan 10 metro şehrin ve 20 farklı şehrin ortalama ev fiyatlarının ağırlıklandırılarak bulunan genel bir endekstir.

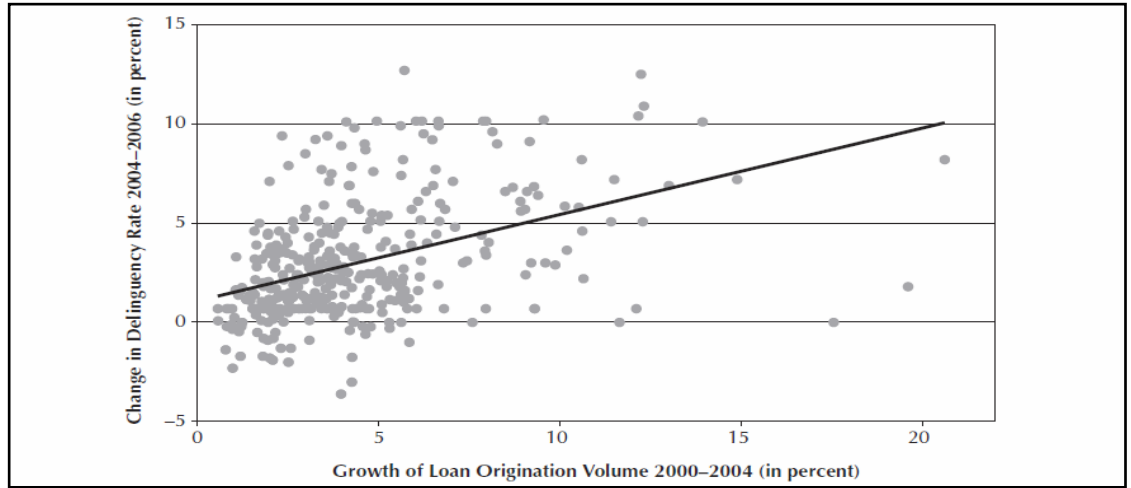


**Şekil 5: S&P/Case Schiller ABD Konut Fiyatları Endeksi**

**Kaynak:** S&P Indices and Fiserv. Data through 2009Q3

Ev fiyatlarındaki artışa paralel olarak, risk iştahı artan bir piyasada kredilerin kontrolsüz şekilde verilmesi sorunları tetikleyen bir unsur olmuştur. 2000-2006 yılları subprime mortgage kredileri ile özdeşleşen yıllardır. 2000 yılından önce subprime mortgage kredileri ipotek kredileri arasında ikinci tercih olarak belirlenirken, 2000 yılından sonra bu durum değişmiştir. Mortgage kredisi veren kuruluşlar 2000 yıllarından itibaren kredi verme standartlarını gevşetmeye başlamıştır. Bu uygulama konut sahibi olmak isteyen kişilerden kredi alma yeterliliği bulunmayanların bile kredi alma imkanı bulmasına neden olmuştur. Yüksek ev fiyatları mortgage brokerları ve mortgage kredisi verenler için kredi kullandırmalarını daha da çekici hale getirmiştir. Kullandırılan kredi sayısının artması çok daha fazla kar elde etme anlamına gelmekteydi. Yüksek ev fiyatları bir anlamda kredilerin teminatların güçlü olduğu anlamına da gelmekteydi. Borçlanan kişinin borcunu vadesinde ödememesi durumunda icra karşılığında satılacak konuttan zarar edilmeyeceği anlamına gelmekteydi ki, bu durum kredi verme sırasındaki var olan yetersizliklerin görmezden gelinmesinin nedenidir(Hull, 2007: 2). Ancak durum beklenen gibi olmamıştır. Subprime kredilerin özü gereği riskli krediler grubunda yer almasına rağmen bu riskler yokmuş gibi bu tür kredilerin

kontROLSÜZCE kullandırılmasıyla sistemde sorunlar oluşmuştur. Riski yüksek kişilere daha yüksek faiz oranları ile mortgage kredisi kullandırılmış, faiz oranlarının yükselmesi ile faiz yükü artmıştır. Bu durum faiz ve anapara ödemelerinde aksaklıkların ortaya çıkmasına zemin hazırlanmıştır. Aşağıdaki Şekil 6 yapılan bir çalışmadan alınmış olup, bu şekil ABD'nin çeşitli bölgelerinde 2000–2004 arasındaki ortalama ipotekli konut kredisi genişlemesi ile 2004–2006 arasındaki ödenmeyen ipotekli konut kredisi ortalama artışı arasındaki aynı yönlü ilişkiyi göstermektedir(Dell’Ariccia, Igan ve Leaven, 2008: 8).



**Şekil 6:** İpotekli Konut Kredi Hacmi ile Ödenmeyen İpotekli Konut Kredisi Arasındaki İlişki

**Kaynak:** A VoxEU.Org. Publication, “The First Global Financial Crisis Of The 21st Century”, 2008, s.8.

Aynı çalışmada borç verme standartlarındaki bozulmaların 5 sonucun ortaya çıkmasına neden olduğu belirtilmiştir. Birincisi, kredi balonunun genişlemesi ne kadar büyükse standartlar o kadar bozulma eğilimine girmektedir. İkincisi, borç verme standartlarının giderek kötüleşmesi borç verenlerin nerede daha fazla kar elde ederek kredi satabiliyorsa oralarda kontROLSÜZCE kredi vermelerine neden olmuştur. Üçüncüsü, düşük standartlar hızlı bir şekilde ev fiyatlarının değer artışlarının yaşanmasına, dördüncü sonuç olarak kişilerin evlerin değerindeki artış nedeniyle sonrasında evlerini

anında likite çevirerek borçlarını kolayca ödeyebilecekleri yanılgısına düşmelerine neden olmuştur. Sonuncu etki ise; bankaların kredi mercilerine ve aracı kuruluşlara menkulleştirme için yaptıkları müracaatların artması yönünde olmuştur.

Tüm bu etkiler yüksek risk faizli ipotek kredi piyasasında ekonomik kurallara bağlı olarak geri çevrilen kredilerin sıkça gözüktüğü birincil ipotek piyasasındakinden çok daha önemli etkilere sebep olmuştur. Bu bulgular periyodik olarak borç verme standartlarına da bağlı olarak ani kredi genişlemelerinin yaşandığı dönemlerde finansal sistemde hassas noktaların oluşmasına neden olabilmektedir. Subprime mortgage krizi gelişmiş iyi ülkelerin finansal piyasalarının kredi balonları ile ilgili olan problemlere karşın bağışıklığının olmadığını göstermiştir.

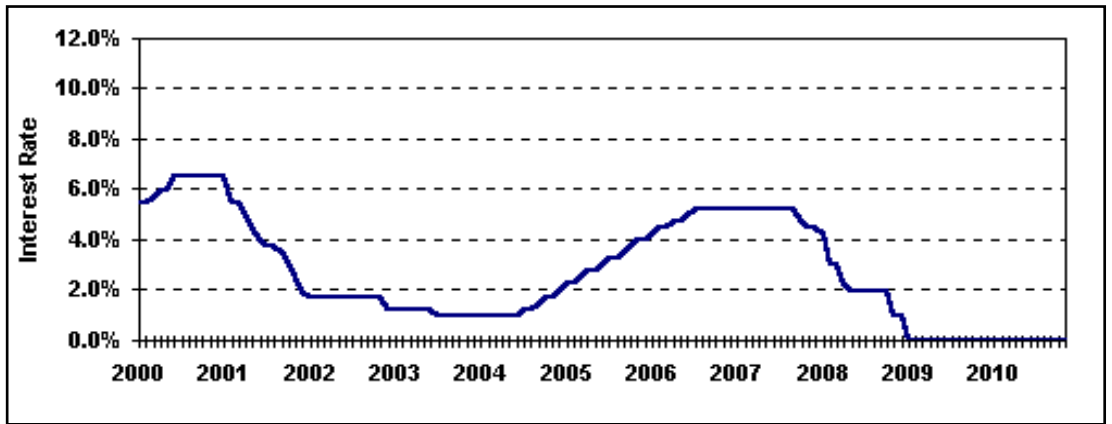
#### **1.4. BUNALIMIN NEDENLERİ ÜZERİNE FARKLI GÖRÜŞLER**

Yapısı itibariyle riskli kredi grubu içinde yer alan subprime kredilerine, ilk dönemlerde cazip faiz oranları ile kredi verilmeye başlanmış ve yatırımcı riskler konusunda yeterince bilgilendirilmemiştir. Kredi kullanan kişilerin ödeme güçlerinin dikkate alınmaması, ödeme gücü düşük olan kişilere yüksek ve değişken faizli kredi kullandırılması sorunlu kredilerin piyasa yer bulmasına neden olmuştur. Sorunlu kredilerin ortaya çıkması ile birlikte yaşanan geri ödeme zorluklarını beraberinde getirmiştir.

Faiz indirimleri ile başlayan kolay para dönemi, konut kredilerinin hızla artmasına neden olmuştur. Bunun yanında, 1980'li yıllardan beri ABD ekonomisinde hakim görüş olan paracı ekolün etkisiyle finansal piyasaların deregüle edilmesi, diğer bir ifadeyle kontrolsüz bırakılmasıyla birlikte konut kredileri çok riskli bir şekilde genişlemeye başlamıştır. Risk iştahı kontrolsüz bırakılan ABD finans sektörü, ödeme gücü düşük olan kişilere eşik altı (sub-prime) olarak adlandırılan mortgage kredileri vermeye başlamıştır. Bu

gelişmeler konut piyasasında fiyatların hızla yükselmesine ve yükselen konut fiyatları ise riskli konut kredilerinin daha fazla artmasına neden olmuştur. 2004 yılından itibaren FED'in enflasyonla mücadele için tekrar faiz arttırımına gitmesiyle durum bozulmaya başlamıştır(Kaya, 2009).

Şekil 7'de verilen FED kısa vadeli faiz oranları incelendiğinde; 2004 yılından itibaren faiz oranlarında kademeli bir artış gözlenmektedir.



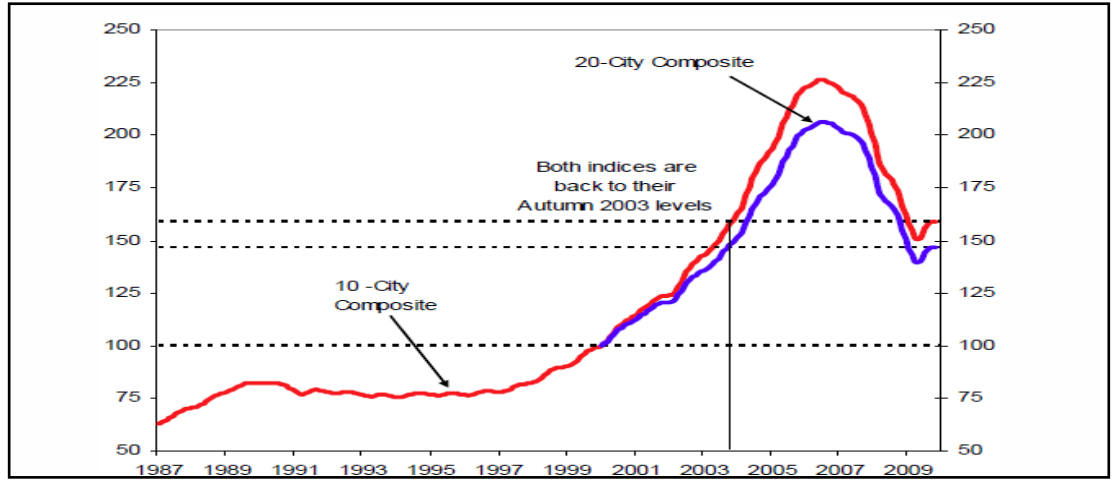
**Şekil 7: FED Faiz Oranı**

Kaynak: <http://www.Moneycafe.com/>

2006 yılına kadar kademeli olarak faizler %1'den %5,25'e çıkartılmıştır. 2004 yılından itibaren konut kredisi faizlerindeki artış, kredi borçlularının borçlanma maliyetini artırmıştır. Faizlerin hızlı bir şekilde artması, özellikle değişken faizli mortgage kredilerinin geri dönüşümünde sorunlar çıkmasına neden olurken, kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlar ve yüksek faiz sebebiyle konut fiyatları düşmeye başlamıştır.

Mortgage kredisi alan kişinin geri ödememe noktasındaki sorumluluğunun sadece aldığı konut ile sınırlı olması nedeni ile geri ödeme zorluklarının olması durumunda borç alan kişilerin satış yapması piyasadaki konut sayısının artmasına ve ev fiyatlarının aşağı yönlü hareket etmesine neden olmuştur. 2006-2007 yılında yaşanan bu olaylar neticesinde ev fiyatları sadece Amerika'da değil diğer ülke piyasalarında da düşüş

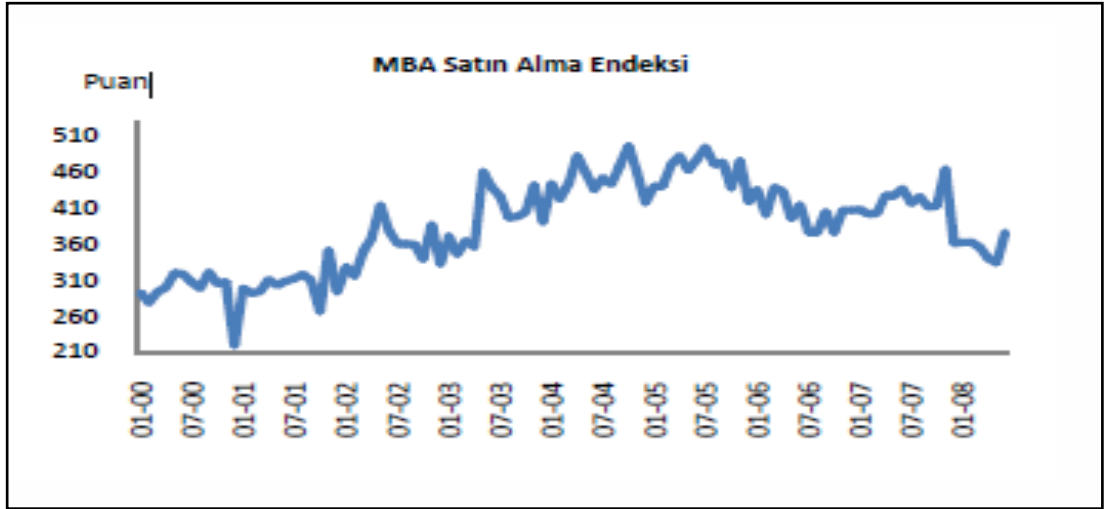
yaşamıştır(Hull, 2007: 2). Konut fiyatlarının düşmeye başlaması konut kredi piyasasında sıkıntıların daha da artmasını beraberinde getirmiştir. S&P'dan edinilen (S&P, 2010, <http://www.standardandpoors.com/>) Şekil 8'den görüldüğü gibi, konut fiyatları endeksi 2006 yılında tavan yaparken 2006 sonrasında düşmeye başlamıştır. 2009 yılı itibari ile bakıldığında endeks 2003 yılının seviyesine gerilemiştir.



**Şekil 8: S&P/Case Schiller Konut Fiyatları Endeksi**

**Kaynak:** S&P Indices and Fiserv. Data through 2009Q3

Konut fiyatlarının hareketi hakkında bilgi edinilebilecek diğer bir gösterge ise ABD İpotekli Konut Kredisi Birliğinin (MBA-Mortgage Bankers Association) üç ayda bir yayımladığı basın bültenlerinde yer alan Mortgage Piyasası Satın Alma Endeksidir.

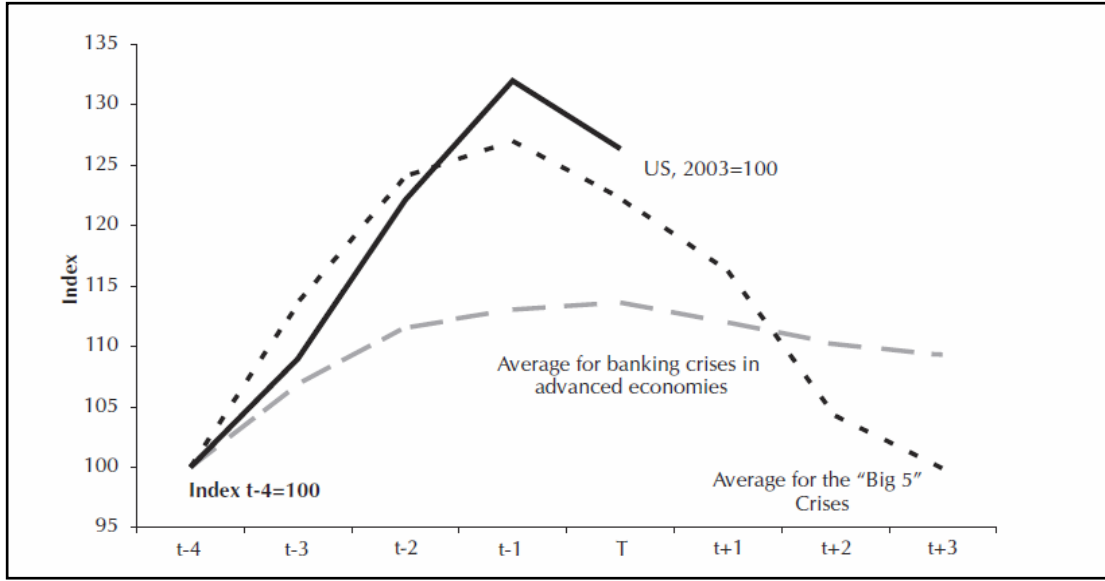


**Şekil 9:** Mortgage Piyasası Satın Alma Endeksi-MBA

**Kaynak:** <http://www.reuters.com>

Bu endekse göre Şekil 9'da görüldüğü gibi; MBA konut satın alma endeksi 2005 yılına kadar sürekli artış gösterirken 2006 yılından itibaren yönünü aşağıya çevirmiştir.

Konut fiyatlarında yaşanan düşüşün benzer bir şeklinin bankacılık krizlerinin hemen sonrasında ortaya çıktığı yapılan bir çalışmada ortaya konmuştur(Reinhart, 2008). Bu çalışmada sanayileşmiş ülkelerde son 30 yıl içinde 18 benzer dönemin olduğu ortaya konulmuştur. Amerika'da ev ve hisse senetlerini kapsayan varlıkların değerindeki düşüşlerin yaşandığı durumun benzeri bankacılık krizlerinin ortak başlangıç göstergelerindendir. Sanayileşmiş ülkelerde son 30 yılda meydana gelen en büyük ve en kötü 5 bankacılık krizinde(Büyük Beşli: İspanya-1977, Norveç-1987, Finlandiya-1991, İsveç-1991, Japonya-1992) ) ev fiyatları en üst değere göre ortalama %25 oranında bir düşüş görülmüştür (Şekil 10).



**Şekil 10:** Reel Konut Fiyatları ve Bankacılık Krizleri

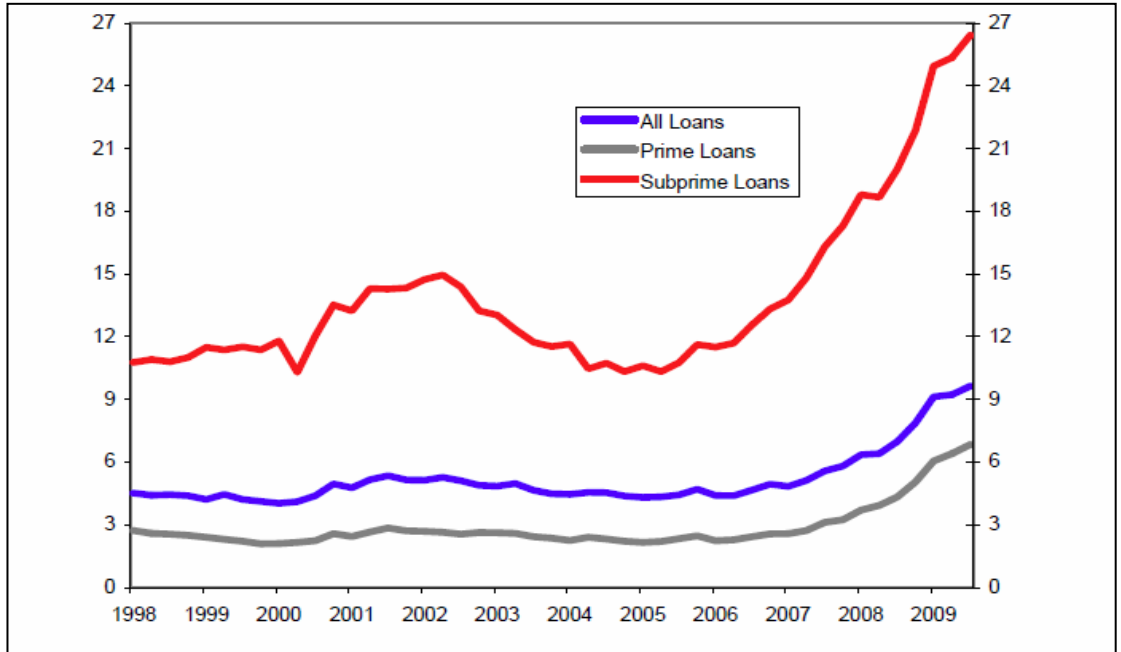
**Kaynak:** Reinhart, 2008, A VoxEU.Org. Publication, "The First Global Financial Crisis Of The 21st Century", 2008, s.56.

Küresel finans krizine karşın düzeltici önlemlerin alınmadığı takdirde yaşayabileceği 4 tehlikeden biri Amerika'daki ev fiyatlarının dinamikleri içindedir. Yaşanan süreçte görülmüştür ki durum bu yönde gerçekleşmektedir. Çalışmanın devamında, Amerikan hane halkı mortgage kredilerini geri ödeyememe durumu içinde kendilerini buldukça ipotekli mal hacizlerinin artacağı ve piyasadaki ev sayısının artması ile birlikte ev fiyatlarının daha da düşeceği noktasına vurgu yapılmaktadır (Snower, 2008: 109-110).

Emlak fiyatlarındaki düşüşün sadece bir konut balonunun patlaması olarak adlandırılmaması gerektiği de belirtilmektedir. Ayrıca fiyatlardaki düşüşün Amerika'daki inşaat sektöründe yaşanan artışın ardından ev piyasasındaki arzın artması sonucunda olabileceği gibi bir teorik yaklaşımda bulunmuştur. Yazara göre, ev fiyatlarında yaşanan düşüş olası bir endişe kaynağıdır ve bu da toplamda yaşanabilecek bir şokun habercisi olabilir (Monacelli, 2007: 75).

Mortgage krizinin ortaya çıkış nedenlerinden biri olarak kabul edilen kredi taksit ödemelerinin gecikmesi, 2007 yılında artış göstermiştir. 2007 yılının ilk çeyreğinde gecikme oranı, prime krediler için %1,1 iken subprime krediler için bu oran % 8,2 olarak gerçekleşmiş ve 2007 yılının son çeyreğinde %12,4 oranına ulaşmıştır. ABD mortgage piyasasının özelliklerinden biri olan ve eşik altı kredi kullandıran kişiler için de uygulanan konut kredisi alanların yükümlülüklerinin aldığı konut ile sınırlı olması beraberinde icradan satışların artmasını getirmiştir. İcradan satış ve temerrüde düşme oranlarına bakıldığında subprime kredilerin ödenme durumları hakkında bilgi edinebilmek mümkün olmaktadır.

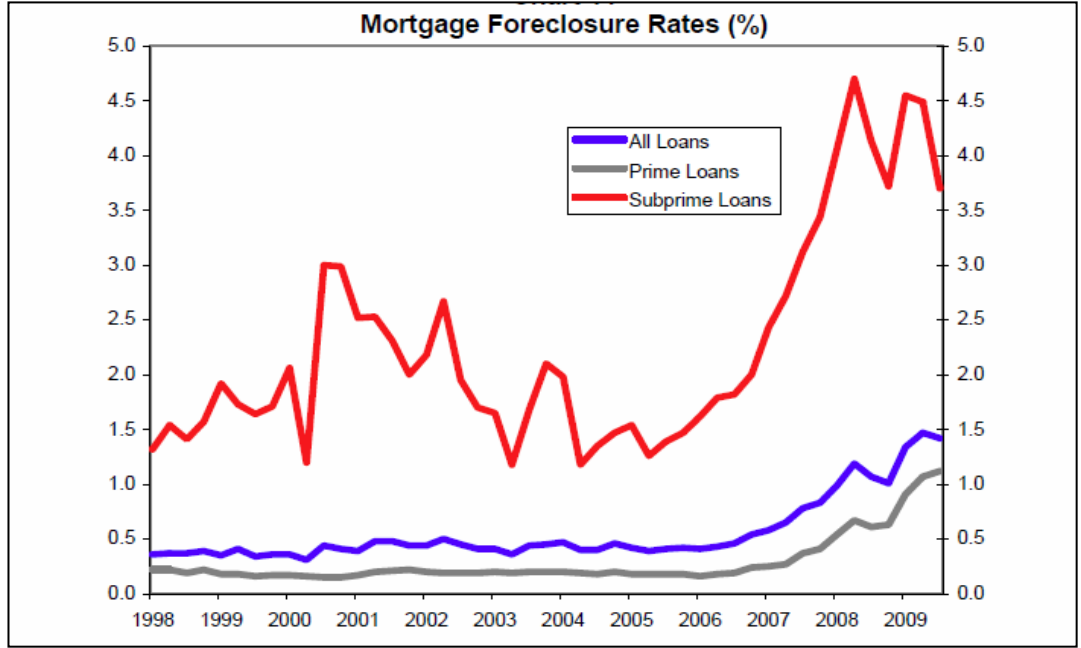
Şekil 11 ve Şekil 12’de, mortgage kredilerinin temerrüde düşme ve icraya intikal etme oranlarını göstermektedir. Yaşanmakta olan krizden etkilenmekte olan tüm evler ve mortgage’lar için bakıldığında geri ödenmeleri sorunlu olan kredilerin ve icrada olan konutların daha çok subprime türü mortgage kredilerinde olduğu görülmektedir.



**Şekil 11:** Temerrüde (Geciken) Düşen Mortgage Oranı (%)

**Kaynak:** S&P Indices and Fiserv. Data through 2009Q3

Şekil 11'e bakıldığında faiz artırım politikaların etkin olmaya başladığı 2006 yılından itibaren temerrüde düşen subprime kredilerinin artışı gösterdiği görülmektedir. Sadece subprime kredilerde değil diğer kredi türlerindeki temerrüt oranlarında da artış yaşandığı göze çarpmaktadır.



**Şekil 12:** İcralık Olan Mortgage Kredisi Oranı (%)

Kaynak: S&P Indices and Fiserv. Data through 2009Q3

Şekil 12'ye bakıldığında ise 2006 yılından itibaren icra takibi başlatılan subprime kredilere ait oranın arttığı görülmektedir. Sadece subprime kredilerde değil diğer kredi türlerindeki icra oranlarında da artış yaşandığı göze çarpmaktadır. Bu durum prime krediler ile konut sahibi olan kişilerin de mortgage krizine karşı bağımsızlığının olmadığı bir göstergesidir.

### 1.5. TÜREV PİYASALAR, MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE FİNANSAL YENİLİKLER ARACILIĞIYLA RİSKLERİN TRANSFERİ

2008 küresel finans krizi, emlak fiyatlarının şişkinliği sonucunda artan ve sorunlu hale gelen mortgage kredileri kaynaklı bir kriz olarak tanımlansa

da, aslında kullandırılan kredilere dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı bir krizdir. Sorunu yaratan unsur, kredinin elden ele inanılmaz bir ölçekte el değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Bu el değiştirme türev ürünler denilen bir finansal yenilik ile yapılmaktadır. Türev ürün, şirketlerin başka işlemlerinden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler mortgage kredisi verenin bu krediyi kullanan tarafa geri ödememesi riskini üçüncü taraflara, örneğin hedge fonlara<sup>5</sup> devretmektedir. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük risklere girebilmekte ve dolayısıyla da türev ürünler hacimce büyümektedir. Başlangıçta riski devretmeye yarayan ve bu anlamda sistemde bir sigorta işlevi gören türev ürünler giderek birer risk unsuru olmaya başlamıştır(Eğilmez, 2009: 67).

Türev araçların kullanımının iki temel amacı vardır: riskten korunmak (hedging-takas) ve spekülasyon sonucu kazanç elde etmektir. Riskten korunmak gelecekte ortaya çıkması muhtemel beklenmeyen fiyat hareketlerine karşı bugünden önlem alınmasını ifade etmektedir. Spekülasyon ise farklı beklentiler sonucunda yüksek kaldıraç oranları<sup>6</sup> kullanarak kazanç elde edilmesinin amaçlanmasını ifade etmektedir. Türev araçların finansal krizin derinleşmesinde önemli rol oynadıklarına ilişkin görüşlerin arkasındaki en önemli etkenlerden biri türev araçların spekülörlere yüksek kaldıraç kullanma imkanı vermesidir. Örneğin bir hisse senedine yapılacak yatırımın onda biri ile aynı hisse senedine dayalı türev araca yatırım yapılabilen ve bu hisse senedinin değerindeki değişimden kaynaklanan kar veya zarar aynı tutarda elde edilebilmektedir. Bu

---

<sup>5</sup> Genel olarak profesyonel yatırımcılar tarafından yönetilen, geniş katılıma açık olmayan ve yüksek risk iştahları olan yatırım kuruluşları olarak tanımlanır. Bunun yanı sıra hedge fonlar kısa vadeli yatırım yapmakta, uzun vadeli yatırım yaparken de yüksek kaldıraç kullanmaktadır. Kriz sürecinde hedge fonlar üzerinde yoğun tartışmalar yaşanmasının nedeni bunların türev araç kullanımı ile menkul kıymetleştirme işlemleri sonucunda ortaya çıkan riski bütün sisteme yaymaları ve sınırlı sayıda yatırımcısının bulunması nedeni ile ilgili ülkelerin denetim otoritelerinin alanı dışında kalmalarıdır. (Durmuş, 2010:326-327)

<sup>6</sup> Kaldıraç oranı finansal kurumun toplam varlıklarının sermayesine oranıdır. Kaldıraç oranının büyüklüğü riskin büyüdüğü anlamını taşımaktadır.

spekülasyon saiki ile işlem yapanların risk iştahını arttırmakta ve çok büyük riskler üstlenilmesine yol açmaktadır(Durmuş, 2010: 336).

Bu ürünlere yönelik risk ölçüm tekniklerinin geliştirilmesi ve bunların bankacılık sistemince kullanılması, sistemin sağlamlığını olumlu etkilemektedir (Akçayar, 2009). Bu tür finansal araçların içerdiği risklerin ve taraflarının tam olarak bilinmesi durumunda, ancak taraflarına sağladıkları yararlar ek olarak finansal istikrar için de faydalı bir hal almaktadır. Nitekim tersi bir durumda, yaşanan küresel finans krizinde olduğu gibi, söz konusu ürünlerle ilişkili risklerin tam olarak bilinmemesi ve/veya etkin yönetilememesi durumunda da kişilere ve kurumlara, finansal sisteme ilişkin birer ek risk unsuru olabilmektedirler.

Amerika’da subprime mortgage piyasasında yaşanan bir sıkıntının kıtalararası bir etkiye nasıl sahip olabildiği yönünde soru bir çalışmada ele alınmıştır. Bunun cevabı ise kayıt dışı yeni kanalların üremesi, uzun vadeli yatırımların riskli yatırımlarla desteklenmesi şeklinde verilmektedir. Buradaki temel amaç kısa vadede borç almak ve uzun vadede yatırım yapmaktır. Kuruluşlar bu yatırımı öz sermayelerine dokunmadan ve mali tablolarında göstermeden kredi olarak gösterecekleri için daha karlı hale gelmektedir. Yaratılan bu kanallar Amerikan bankalarında yaklaşık 600 milyar dolar ve Avrupa bankalarında 500 milyar dolar olarak tahmin edilmektedir(Dehesa, 2007: 153).

Türev ürünlerin krize etkisi basit bir anlatımla ifade edilecek olursa; yüksek düzeyde risk alarak bilançosunda yüksek miktarda toksik türev varlıklardan tutan finans kurumlarının sermayeleri, fiyatların çökmesiyle erimiştir. Bu durum birçok finans kurumun iflas etmesine ya da devlet desteği ile ayakta kalabilmesine yol açmıştır. Kriz öncesi dönemde ABD’de türev ürünler piyasasının gelişimi dikkat çekicidir. Tablo 2’ye göre, 2006 Aralık – 2008 Aralık dönemi arasında ABD’deki farklı türev ürünlerin ayrı ayrı ve toplam olmak üzere piyasa değerini göstermektedir. ABD’deki türev ürünlerin

toplam piyasa değeri 1989 yılında 800 milyar dolarken 1995 yılında ABD borsalarındaki hisse senetlerinin toplam piyasa değerini aşmış, 2002 yılı sonunda ise 106 trilyon dolara ulaşmıştır. Tablodan da görüldüğü üzere türev varlıkların toplam piyasa değeri 2008 yılının haziran ayında 683,7 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu tutar ABD milli gelirinin neredeyse 50 katı, dünya hâsılasının ise 12 katıdır. Elbette ki bu rakamlar, türev ürünlerin gerçek değerini yansıtmamaktadır. Bu durum türev piyasalarda son yıllarda ne derece bir balon oluştuğunu göstermektedir.

**Tablo 2: ABD Türev Ürünler Piyasasının Dağılımı**

| Risk Category / Instrument        | Notional amounts outstanding |                |                |                |                |
|-----------------------------------|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                   | Dec 2006                     | Jun 2007       | Dec 2007       | Jun 2008       | Dec 2008       |
| <b>Total contracts</b>            | <b>418,131</b>               | <b>516,407</b> | <b>595,341</b> | <b>683,726</b> | <b>591,963</b> |
| <b>Foreign exchange contracts</b> | <b>40,271</b>                | <b>48,645</b>  | <b>56,238</b>  | <b>62,983</b>  | <b>49,753</b>  |
| Forwards and forex swaps          | 19,882                       | 24,530         | 29,144         | 31,966         | 24,562         |
| Currency swaps                    | 10,792                       | 12,312         | 14,347         | 16,307         | 14,725         |
| Options                           | 9,597                        | 11,804         | 12,748         | 14,710         | 10,466         |
| <b>Interest rate contracts</b>    | <b>291,581</b>               | <b>347,312</b> | <b>393,138</b> | <b>458,304</b> | <b>418,678</b> |
| Forward rate agreements           | 18,668                       | 22,809         | 26,599         | 39,370         | 39,262         |
| Interest rate swaps               | 229,693                      | 272,216        | 309,588        | 356,772        | 328,114        |
| Options                           | 43,221                       | 52,288         | 56,951         | 62,162         | 51,301         |
| <b>Equity-linked contracts</b>    | <b>7,488</b>                 | <b>8,590</b>   | <b>8,469</b>   | <b>10,177</b>  | <b>6,494</b>   |
| Forwards and swaps                | 1,767                        | 2,470          | 2,233          | 2,657          | 1,632          |
| Options                           | 5,720                        | 6,119          | 6,236          | 7,520          | 4,862          |
| <b>Commodity contracts</b>        | <b>7,115</b>                 | <b>7,567</b>   | <b>8,455</b>   | <b>13,229</b>  | <b>4,427</b>   |
| Gold                              | 640                          | 426            | 595            | 649            | 395            |
| Other commodities                 | 6,475                        | 7,141          | 7,861          | 12,580         | 4,032          |
| Forwards and swaps                | 2,813                        | 3,447          | 5,085          | 7,561          | 2,471          |
| Options                           | 3,663                        | 3,694          | 2,776          | 5,019          | 1,561          |
| <b>Credit default swaps</b>       | <b>28,650</b>                | <b>42,581</b>  | <b>57,894</b>  | <b>57,325</b>  | <b>41,868</b>  |
| Single-name instruments           | 17,879                       | 24,239         | 32,246         | 33,334         | 25,730         |
| Multi-name instruments            | 10,771                       | 18,341         | 25,648         | 23,991         | 16,138         |
| <b>Unallocated</b>                | <b>43,026</b>                | <b>61,713</b>  | <b>71,146</b>  | <b>81,708</b>  | <b>70,742</b>  |

Kaynak : <http://www.bis.org/>

### 1.5.1. Menkul Kıymetleştirme

Eşik altı ipotekli konut kredilerinin tasarlayıcıları olan bankalar, mortgage evleri ya da finansal kuruluşlar için en önemli finansman aracı “menkul kıymetleştirme” idi. Yani bankalar, mortgage kredisi ihraç edenler vs. ipotek kredilerinin değerine bağlı olarak kıymetli kağıtlar (mortgage senedi-

bonosu-banka tahvili vb.) çıkarıp bunları yaygın biçimde finansal piyasalarda satmışlardır. Küresel finans krizi öncesinde yoğun olarak kullanılan subprime krediler barındırdığı özellik (menkul kıymetleştirme) nedeniyle yeni türev ürünlerin ortaya çıkmasını olanaklı kılmış ve krizin coğrafi etkisini arttırmıştır(Durmuş, 2010: 108-112).

İngilizce karşılığı “Securitization – Asset-Backet Securites”, olan menkul kıymetleştirmenin tanımı, dar ve geniş anlamda olmak üzere iki farklı şekilde yapılabilmektedir. Geniş anlamda menkul kıymetleştirme, mali sistemde doğrudan finansmana yönelmeyi ifade eden bir uygulamadır.

Dar anlamda menkul kıymetleştirme ise, bir finans kurumunun bazı alacaklarını teminat göstererek veya devrederek karşılığında menkul kıymet ihraç etmesidir. Finans kurumlarının aktiflerinde bulunan alacak portföylerinin menkul değerler haline getirilerek satılması ile oluşturulan ikincil piyasa süreci “menkul kıymetleştirme” olarak adlandırılmaktadır. Finansçıların genel bir ifade ile “menkul kıymetleştirme” adını verdikleri bu yöntem, ipoteğe dayalı bir menkul kıymet kağıdının ikincil bir pazarda alınıp satılabilmesini gerektirmektedir. Konut kredisi olarak gösterilen finansal araçlar, aynı hazine bonolarında olduğu gibi ikincil piyasalarda el değiştirebilen menkul kıymetlerdir(Ercan, 2009: 28).

Birincil piyasa işlemi olarak adlandırılan kredinin konut alan taraf aktarılması işleminden sonra devreye, verilen kredinin mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler yolu ile menkul kıymetleştirme süreci girmektedir. Menkul kıymetleştirme işlemi ikincil piyasa işlemidir. Dolayısıyla mortgagage piyasasının verimli işlemesi için hem birincil hem de ikincil piyasanın sağlıklı olması hayati önem taşımaktadır. ABD’de ikincil piyasalarda en belirleyici aktörler, “Federal National Mortgage Association”(FNMA) ve “Government National Mortgage Association” (GNMA) gibi kamu kuruluşlarıyla birlikte bir havuz oluşturarak yatırımcılara hisse satmaktadır. İkincil piyasadaki kurumlar sadece birinci derece ipotek satın alabilmekte, krediyi alan kişi veya kuruluş

ödeme zorluğu içine düşerse kendilerine öncelik tanınmaktadır. Orta sınıf tüketiciyi hedef alan, 20-30 yıla yayılan kira öder gibi düşük taksit imkanları sunan bu sistemle Amerikalıların yaklaşık %65'i ev sahibi olmuştur(Sönmez, t.y.: 79-80).

Menkul kıymetleştirme, işletmelerin sahip oldukları kredi ve diğer alacakların bazı kurumlara (SPV-Special Purpose Vehicle) transfer edilmesi yoluyla ihraç edilmesine dayalı bir finansman modeli olan menkul kıymetleştirme süreci şu algoritmik yapı içerisinde tamamlanmaktadır:

- a. Birinci aşama: Krediyi veren kurum menkul kıymetleştirmeye konu olan varlık ve alacaklardan bir havuz oluşturur.
- b. İkinci aşama: Varlık ve araçlardan oluşan havuz özel amaçlı şirketlere satılır.
- c. Üçüncü aşama: Havuzu alan özel amaçlı şirketler havuzdaki varlık ve alacakları karşılık göstermek kaydıyla menkul kıymet ihraç eder.
- d. Dördüncü aşama: Havuzdaki varlıklar ihraç edilen menkul kıymetlerin güvencesi olduğundan bu varlıklar bağımsız üçüncü tarafça saklanır. Aynı zamanda varlıkların değerlemesi ve nakit akımlarının kontrolü bu kurumlarca yapılır.
- e. Beşinci aşama: İhraç edilen menkul kıymetler tasarruf sahiplerine satılır.

İhracçı tarafından menkul kıymetleri için verilmiş taahhütler yani anapara ve faiz ödemeleri, ya ihracçı ya da üçüncü bağımsız tarafça garanti edilebilmektedir. Bu menkul kıymetlerin geri ödememe riski olduğundan derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirmesi de yapılmaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinin başarılı bir şekilde tamamlanması ve etkin bir finansman yaratılması, derece notunun yüksekliğine, varlık ve alacakların düzenli ve yüksek gelir getirmesine bağlıdır(Sönmez, t.y.: 80-81).

Menkul kıymetleştirme finansal yeniliklerden biri olarak adlandırılmakta ve her finansal yenilik gibi avantajlarının olduğu bilinmektedir. Avantajlarından ilki, likit olmayan kredilerin likit varlıklara dönüştürülmesi kolaylaşmıştır. Diğer avantaj ise, likit olmayan varlıkların likidite dönüşmesi sonucu yatırımcı karlı bir getiri elde edebilir. Yatırımcı uzun dönemli bir pozisyon alabilir ve böylece daha fazla bir getiri elde edebilir(Boeri ve Guiso, 2007). ABD’de konut kredisi veren kurumlar borcu üzerlerinde tutmayarak ivedi bir şekilde kredileri ikincil piyasalarda satıp nakit pozisyona dönüştürmüşlerdir. Bu sürecin en önemli faydalarından bir diğeri de kredilerin kısa sürede nakde dönüşmesi ile kredi aktarım maliyetlerinin düşürülmesidir. Maliyetlerini düşüren banka gibi kredi kuruluşları daha düşük faizlerle kredi plasman imkanlarına kavuşmaktadır(Sönmez, t.y.: 79-80).

Menkul kıymetleştirme küresel finans krizine neden olan etmeler arasında sayılmaktadır. Mortgage kredisi verenler çoğu zaman ipotek kredilerini kendileri fonlamak yerine menkul kıymetleştirmeyi tercih etmektedir. Menkul kıymetleştirme uzun yıllardan beri finansal piyasalardaki önemli ve yararlı bir araçtır. 2007 yılından önce bankalar tarafından yaygın olarak kullanılan originate-to-distribute<sup>7</sup> modelinin temelini oluşturmaktadır.

Menkul kıymetleştirme finansal yeniliklerden ve krizin oluşmasına neden olan bileşenlerden biri olarak gösterilmektedir. Her finansal yenilik gibi menkul kıymetleştirmenin de dezavantajları vardır. Örneğin bir kredi riskli olmasına rağmen likit olduğu için bankaların takibinden gözden kaçabilmekte ve borç alan kişilerin takibe alınması dikkatlice yapılamamaktadır. Bu durum araçların takip edilmesini zorlaştırmaktadır. Bu da kredi piyasasının kapılarının düşük kalitedeki kişilere de açılmasına neden olmaktadır(Boeri ve Guiso, 2007). Diğer bir dezavantaj ise menkul kıymetleştirme sonucunda

---

<sup>7</sup> Originate to distribute modeli, bankaların kredilerini bir paket haline getirip diğer yatırımcılara satması nedeniyle riskleri ekonomi geneline yaymaktadır. Tüm riskler, diğer bankalara, sigorta şirketlerine ve yüksek kaldıraçlı yatırımcılara transfer edilmektedir. Bu kuruluşlar, aynı zamanda yapılandırılmış finansal ürünlerin ve kredi türevlerinin en büyük alıcılarıdır. Yakından izlenememesi, şeffaf olmaması ve kısa vadeli fonlanıp uzun vadeli yatırımlara dayalı olması nedeniyle kuruluşlarda likidite sorununa yol açması modelin en önemli zayıflıklarıdır(BDDK,2008:5).

riskin ilk krediyi açanın üzerinde kalmamasıdır. Riskin krediyi ilk açanın bilançosundan çıkıp gitmesinin yarattığı sorunları FED Başkanı Bernanke tarafından 17 Ocak 2008 ABD Kongresi'nde şöyle aktarılmaktadır (Özatay, 2010: 119):

“Etkin çalışan sermaye piyasalarının önemli işlevlerinden biri de kredi açarken ortaya çıkan bilgi ve özendirici sorunlarını aşmaktır. Geleneksel ipotekli konut piyasası modeli bu sorunu doğrudan çözmüştü:

Bu krediler onları açanların bilançosunda tutulduğundan kredileri açarken ince eleyip sık dokumaları ve borç alanlar hakkında bilgi toplama maliyetine katlanmaları için yeterli özendirici mevcuttu. Oysa kredilerin büyük bir kısmı menkul kıymetleştirildiğinde bu kredileri ilk açanların (bu krediler artık bilançolarından çıkıp onları ilgilendirmediklerinden) hem finansal hem de markaları açısından çok az riskleri kalmaktadır. Bu durum onların asgari özeni göstermeleri ve yeterli bilgiyi toplamamaları tehlikesini yaratmaktadır. Başka konuşmalarında menkul kıymetleri alan yatırımcıların bu menkul kıymetlerin dayandıkları krediler hakkında ayrıntılı bilgi istememelerinin bugün eşik altı kredi piyasasında yaşanan sorunların ortaya çıkmasında önemli bir rol oynadığımı belirttim”.

Menkul kıymetleştirme riskinin krediyi açan üzerinde olmaması piyasadaki “yarat, paketle ve dağıt” tanımlaması ile sıklıkla ifade edilmektedir. Yarat ve dağıt mekanizmasında kredi açılmakta, sonra da başka bir mali kuruma satıldığı için kredinin ger dönmesi sizi hiç ilgilendirmemektedir. Bu durumda bu kredilere dayalı menkul kıymet çıkaranlar yoluyla bu menkul kıymetleri alanlar önemli bir riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bu kurumlar geleneksel bankacılık sisteminde oldukları takdirde sıkı denetleme ve düzenlemeye tabi olacağından bu tür sorunlar risklerle karşılaşmayacaklardır. Ancak bu kurumlar ABD’de gölge bankacılık sistemi olarak adlandırılan bir sistemin parçaları olarak nitelendirilmektedir. Bu sistem geleneksel sisteme göre daha az düzenleme ve denetlemeye tabidir

ve bazı alanlarda neredeyse hiç denetim bulunmamaktadır, örneğin hedge fonlarında durum bu şekildedir(Özatay, 2010: 120).

Yapılan çalışmalardan birinde menkul kıymetleştirme sürecinin bir takım dinamikleri hayata geçirdiği üzerine vurgulamalar bulunmaktadır. Bu çalışmada Keys'in (2008) yaptığı araştırmaya yapılan atıfta; kredi verme koşullarının gevşetilmesi ve menkul kıymetleştirme arasında bir ilişki olduğu vurgulanmaktadır. Bir mortgage kredisi başvurusu sırasında kredi veren kişiler ilk olarak kredi ile ilgili olarak kredinin üstlenmek istedikleri kredi olup olmadığı sorusu yerine bu kredinin başkalarına satılarak üzerinden daha fazla para kazanabilecekleri bir mortgage kredisi olup olmadığı sorusunu sormaktadırlar.

Burada dikkat çekici nokta kredi tutarının gayrimenkulün değerine oranlarının ve FICO skorlamalarının kalitesine şüphe ile bakılmasıdır. Çünkü mortgage kredi başvurusu esnasında evin değerini belirleyen varlık değerlendiricileri kredi veren kişilerin evin değerini yüksek göstermeleri konusunda bir takım baskılara maruz kalmaktadır ve buna karşı boyun eğmek zorunda kalmaktadırlar. Bu baskı kimi zaman kredi kuruluşlarının kendisinden gelebildiği gibi kimi zaman da potansiyel borç alacak kişiler tarafından da FICO skorlamalarının yüksek çıkması noktasında yapılabilmektedir. İpotek kredileri menkul kıymetleştirildiğinde, ipotek kredisi alacak kişilerden edinilen bilgi sadece, alınacak teminatın satın alınacak konutun değerine oranı bilgisi (Loan To Value-LTV) ve borç alan kişinin FICO skorlamasından çıkan sonuç bilgisidir. Borç veren kişilerin başvuran kişinin geliri, kaç yıldan beri mevcut adresinde ikamet ettiği ve bununla ilgili her türlü bilgi kontrol edilmemekteydi, çünkü onlara göre bunlar mevzu dışında ilgisiz şeyler olarak görülmektedir. Mortgage kredisi veren kişi için en önemli şey, bu ipoteğin başka kişilere satılıp satılamayacağıdır(Hull, 2007: 4).

### 1.5.2. Risklerin Transferi

Finansal yenilik olarak kabul edilen yeni menkul kıymet araçları küresel finans krizinin coğrafi yayılımını hızlandıran unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Bu araçların türev araçlar kapsamında değerlendirilmektedir. Türev araçların kısa bir tanımı yapılacak olursa, bu araçlar getirileri başka bir türev araca veya menkul kıymete bağlı olan finansal araçlardır. Faize, döviz, hisse senedine, emtia fiyatlarına, kredi alacaklarına bağlı düzenlenebilmektedir. Dayalı olduğu varlığın değerindeki değişime bağlı olarak türev aracın değeri de değişmekte ve bunun sonucuna kar veya zarar elde edilmektedir. ABD’de türev piyasası kısaca şu şekilde çalışmaktadır: Hisse senetleri ve tahviller gibi klasik menkul değerlerin yanı sıra İpoteğe Dayalı menkul Kıymetler (MBS-Mortgage Backed Securities), Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (CDO-Collateralized Debt Obligations) ve Kredi Temerrüt Swapları (CDS-Credit Default Swap) gibi kredi türevleri, swap ve opsiyon sözleşmelerini içeren havuzlar yaratılmıştır. Havuz oluşturma yetkisi olan finansal kurumlar, yarattıkları her bir havuzun toplam piyasa değerine dayanarak “Sertifika” denilen menkul değerler ihraç etmişlerdir. Bu sertifikalar ağırlıklı olarak; bireysel emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım fonları, reel sektördeki nakit zengini şirketler, yatırım ve mevduat bankalarına satılmıştır.

ABD’de türev araçlar kapsamında yer alan ve piyasaya en çok ihraç edilen menkul kıymetler şunlardır:

- MBS(Mortgage Based Securities – İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)
- ABS(Asset Backed Securities- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler)
- CDO(Collateralized Debt Obligations – Teminatlanmış Borç Yükümlülükleri)
- CDS(Credit Default Swaps – Kredi Temerrüt Swapı)

## i. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Securities-MBS)

Mortgage kredilerinin kullanılmasının ardından ipotek kredileri menkul kıymet (örneğin mortgage senedi yada bonosu/tahvili) haline getirilmiş ve bu riskinin finansal sistem içerisinde yeni araçlar yaratarak dağıtılmıştır(Durmuş, 2010: 112). Bu araçlar temel olarak aşağıdaki sınıflandırılabilir:

Mortgage sisteminin temel bacağı olan menkul kıymetleştirme sürecinde MBS'ler en önemli finansal araçların başında gelmektedir. Bilanço dışı bir fonlama aracıdır. Bir tür kredi türevi olup açılmış olan mortgage kredisinden kaynaklanan gelecekteki gelir akımlarına dayanarak piyasaya ihraç edilen menkul değerlerdir. MBS'lerin piyasada oluşan fiyatları, geri dönmeyen mortgage kredilerinin oranı hakkındaki beklentilere göre inip çıkar.

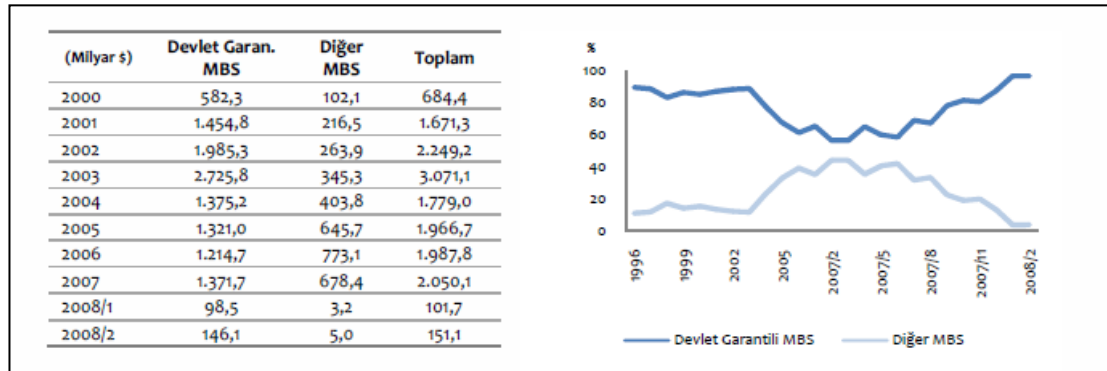
Menkul kıymetleştirme amacıyla ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler hem ihraç eden kurumlarca hem de yatırımcılar açısından bir takım avantajlar sağlamaktadır. İhraççı açısından bu fırsatlar şu şekilde özetlenebilir:

- MBS'lere dayanak olan varlıklar bilanço dışına çıkarılmaktadır.
- Bilanço dışına çıkan varlıkların taşıdığı kredi, likidite ve erken ödeme gibi riskler diğer bir kuruma aktarılabilir.
- Bilanço içi vade faiz uyumsuzluğu ortadan kalkmaktadır.
- Finansman maliyeti düşmektedir.
- Sermaye gerekliliği aşağıya indiğinden likidite ve buna bağlı olarak karlılık yükselebilmektedir.

MBS'lere yatırım yapan tasarrufçu açısından avantajı ise; dayanağı olan varlıklardan oluşan çeşitli menkul kıymet demetine yatırım yaparak riskini dağıtma imkanına ulaşmaktadır.

Tablo 3'e bakıldığında 2007 yılında ABD'de mortgage kredilerine dayalı ihraç edilmiş menkul kıymet miktarı 2.050,1 milyar \$'dır. 2000, 2004, 2005 ve 2006 yılları menkul kıymet ihraçlarında azalmanın yaşandığı yıllar iken en fazla menkul kıymet ihracının 2003 yılında yapıldığı görülmektedir. İkincil piyasada bu kadar geniş hacimli bir piyasa yaratılmış ve bu piyasanın fon kaynağı olan mortgage kredileri geri dönmeye başlayınca da tahvil geri ödemeleri yapılamamıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile riskini dağıtmaya çalışan ancak, risklerini yok edemeyen finans kuruluşları zarar açıklamaya başlamışlardır. Sonuçta piyasalarda panik havasının oluşması bankalardan para çekilmesine, sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olarak likidite sorunlarını gündeme getirmiştir(BDDK, 2008: 53).

**Tablo 3:** Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler



**Kaynak:** BDDK, 2008: 53

ABD'de ihraç edilen mortgage tabanlı menkul kıymetlerin sadece 2007 yılı için tabloda yer alan diğer ülkelere göre hacminin ne kadar büyük olduğu Tablo-5'de görülmektedir. ABD'de devlet garantili ve diğer MBS türlerinin toplam değeri 1.934 milyar\$ olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 4:** 2007 Yılı İtibariyle MBS İhraç Hacmi

| ÜLKELER    | HACİM (Milyar\$) |
|------------|------------------|
| ABD        | 1,934            |
| Avrupa     | 383              |
| Avustralya | 102              |
| Japonya    | 86               |
| Kanada     | 24               |
| Brezilya   | 7                |
| G.Kore     | 24               |

**Kaynak:** Aktaran Sönmez, t.y.:82,Fannie Mae

## ii. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler (Asset Backed Securities-ABS)

Mali kurumlar tarafından verilen krediler ve riskten korunma amacıyla kısa veya uzun pozisyon alınan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden oluşturulan havuzdaki varlıklar teminat gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleri “varlığa dayalı menkul kıymetler” olarak tanımlanmaktadır.

Varlık teminatlı menkul kıymetlerin dayanağı olan havuz içindeki teminatlar ve krediler tamamen nitelikli krediler kapsamında olduğu için ipotek tesisi yoluyla teminat altına alınmıştır. Aynı zamanda havuzdaki varlıklar kamu alacakları da dahil olmak üzere ihraççıların diğer alacakları tarafından hiçbir şekilde haczedilemez.

İhraç edilen varlık teminatlı menkul kıymetlerin teminatı amacıyla oluşturulan havuzdaki varlık ve alacakların değeri ile varlık teminatlı menkul kıymetlerin değeri uyumlu olmak zorundadır. Diğer bir deyişle havuz değerinin teminatlı menkul kıymetlerin değerinin altında kalmaması gereklidir. Aksi takdirde havuza yeni kredilerin eklenmesi talep edilmektedir. Uygulamada varlık teminatlı menkul kıymetlerin ihracında çoğunlukla ipotekli konut kredileri ve kamuya açılan kredi alacakları teminat olarak gösterilmektedir(Sönmez, t.y.: 82-83).

İhraç edilen Varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS–Asset Backed Securities), birer “türev ürün (derivatives)” niteliği taşımaktadır. Türev ürünler, tüm vadeli işlem sözleşmelerini ifade etmektedir. Bu şekilde adlandırılmasının nedeni, vadeli sözleşmeye konu olan finansal ya da reel varlığın değerinden türetilmiş olmasıdır. Örneğin opsiyon belgeleri, hisse senedinin bir türevidir. Çünkü opsiyon belgesi, hisse senedini satın alma hakkı sağlar. Forward (vadeli) sözleşmeler, opsiyonlar, futures (gelecek sözleşmeleri) ve swap’ların tümü birer türev üründür.

### **iii. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri ve Kredi Temerrüt Swapları**

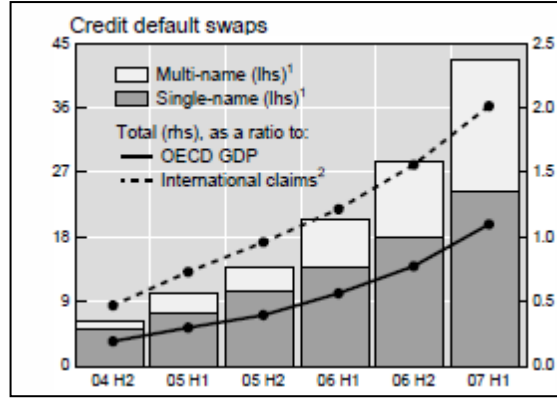
2008 finansal krizini tetikleyen araçların başında teminatlandırılmış borç yükümlülükleri olarak adlandırılan CDO’lar gelmektedir. Bunlar devlet tahvilleri, özel sektör tahvilleri ve banka kredileri, yapılandırılmış menkul kıymetler ve diğer borçlanma araçlarından meydana gelen bir varlık havuzuna dayanılarak ihraç edilen varlığa dayalı bir menkul kıymet türüdür. CDO’lar varlık havuzunda bulunan borç türlerine göre farklı kategorilerde sınıflandırılabilmektedir: Teminatlı Kredi yükümlülükleri (CLO), teminatlı tahvil Yükümlülükleri (CBO) ve Teminatlı Mortgage Yükümlülükleri (CMO) gibi.

Teminatlı borç yükümlülükleri (CDO) ve Kredi Riski Swapları (CDS) ile ilk kredinin ve ona bağlı yaratılmış riskli kağıtların riski, yurtiçi ve yurtdışında başkalarına transfer edilmiştir. Bu bağlamda kriz öncesi dönemde finansal sistemde yeni finansal araçlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu araçlar bağımsız bir varlık sınıfı olarak, riskin transferini, takasını (hedging) ve varlık ticaretini mümkün kılmıştır(Durmuş, 2010: 116).

Kredi Temerrüt Swapları (CDS) birer finansal türev araç olan swap sözleşmelerinin bir türü olarak tasarlanmışlardır. Gelecekte ortaya çıkabilecek risklerden korunma amacıyla kullanılmaktadırlar. CDS’lerin konusu menkul kıymetleştirme suretiyle satılan kredi alacaklarıdır ve bu alacakların geri ödenmemesi riskine (default risk) karşı bir koruma

mekanizması sunmaktadır. CDS sözleşmelerinde sözleşmeyi satan taraf geri ödememe riski olduğunda ilgili menkul kıymet üzerinde yazan değerden menkul kıymeti satın almayı taahhüt eder. Sözleşmeyi satın alan menkul kıymet sahibi için bir sigorta mekanizması olan bu risk transferi sonucunda sözleşmeyi satan taraf bir prim kazancı elde etmektedir(Durmuş, 2010: 329).

Şekil 13’de 2004-2007 döneminde risk transfer araçlarından CDS’lerin büyüme miktarı (trilyon \$) gösterilmektedir.



**Şekil 13:** Kredi Riski Swapları (CDS) Miktarı

**Kaynak:** Aktaran Durmuş, 2010:115, Borio Claudio (2008), Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment And Some Policy Considerations", Bank For International Settlement (BIS) Working Paper, No.251, Mart, s.4.

CDO’lar uygulamada arbitraja dayalı ve bilançoya dayalı olmak üzere iki türde çıkarılır. Arbitraja dayalı CDO’lar ise nakit akışına ve piyasa değerine bağlı olarak iki sınıfa ayrılır. Nakit akışına bağlı CDO olduğunda, CDO’nun ödemeleri varlık havuzunda bulunan borçlanma araçlarının faizi veya diğer ödemeleri ile karşılanmakta, varlık havuzundaki araçlar piyasa değeri ile değerlendirilmektedir. Bilançoya dayalı CDO’lar ise, finansal kuruluşların bilançolarında bulunan kredilerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla satılır.

CDO'ların işleyiş mekanizması aşağıdaki gibidir:

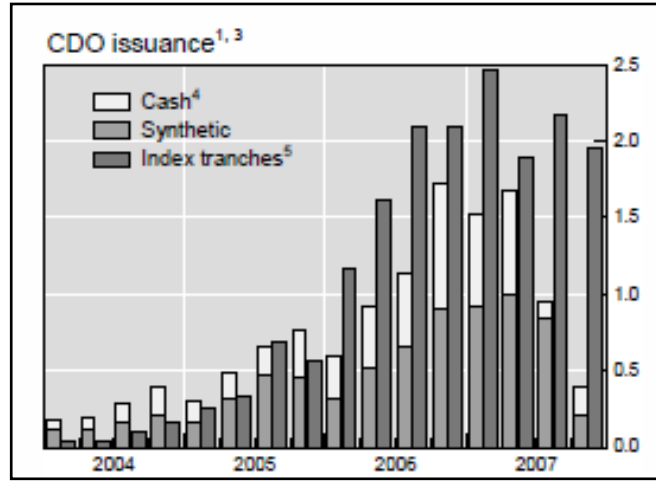
- Finansal kuruluşlar ellerindeki tahvil, kredi, yapılandırılmış menkul kıymetler vb. borçlanma araçlarını bilanço dışına çıkararak özel bir fona devreder.
- Özel amaçlı fon tarafından bu varlıkların teminatı altında farklı risk düzeylerini içeren farklı sınıflarda CDO'lar ihraç edilir.
- CDO'ların ihraç geliri özel amaçlı fon vasıtasıyla borçlanma araçları sahibi finansal kuruluşlara aktarılır.
- CDO'nun türüne göre teminat varlıklardan elde edilen faiz ve diğer gelirler veya alım satım kazançları yatırımcılara aktarılır. Bu işlemlerin sonucunda finansal kuruluş daha fazla kredi vermek için yeni kaynak elde etmiş olur.
- CDO'lar belirli sınıflara (Tranşlara) ayrılmaktadır. CDO'lar yatırımcılara kendi risk ve getiri değerlendirmelerine göre farklı sınıflardaki araçlara yatırım yapma imkanı sunarlar. Daha yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcı daha yüksek risk seviyesindeki geri ödememe ve temerrüt riskini üstlenen CDO'ları tercih eder. Risk düzeyleri farklı sınıflarda düzenlenmiş CDO'lardan alınmış CDO'ların risk düzeyi arttıkça yani geri ödememe riskini üstlenme oranı arttıkça bu sınıfın getiri oranı da artmaktadır(Durmuş, 2010: 116-119).

Kredi veren kuruluşlar CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kar elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir.

Özellikle hedge (serbest) fonlar, eşik altı konut kredilerinin teminatı altında çıkartılan CDO'lara büyük oranda yatırım yapmışlardır. Böylece CDO'lar mortgage piyasasının en yüksek risk düzeyine sahip eşik altı

kredilerinin riskini üstlenmiş ve menkul kıymetleştirme mekanizması ile bu riski hedge fonlara aktarmışlardır. CDO'lar son dönemde ABD'de yaşanan konut balonunun oluşmasında önemli rol üstlenmiştir. Hedge fonların yoğun CDO kullanımı, konut piyasasında yaşanan sorunların bütün finans sisteminin sarsılmasına yol açmıştır.

CDO'lara kaynak teşkil eden varlıklar, klasik menkul kıymetleştirme işlemlerinde olduğu gibi tek tip değildir. Değişik sektör ve kuruluşlardan kaynaklanan riskler tek bir varlık havuzunda toplanabilmektedir.



**Şekil 14:** CDO İhraç Oranları

1.Trilyon Dolar

3.Yıllık

4.Nakit

5.Dizin ticaret hacminin %80'ini karşılamaktadır.

**Kaynak:** Aktaran Durmuş, 2010:115 , Borio Claudio (2008), Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment And Some Policy Considerations", Bank For International Settlement (BIS) Working Paper, No.251, Mart, s.4.

Finansal sistemin yapısal özellikleri nedeniyle son dönemde artan finansal yeniliklerin artışı söz konusudur. Bunlardan biri olan CDO'ların kriz öncesi dönemde (2004–2007) yaşadığı artış Şekil 14'te görülmektedir. CDO'ların hacimce bu denli büyümesinde finansal araçların kullandığı bir iş modeli olan originate to distribute etkindir. Bu yeni araçların çeşitlenmesi bir yandan “ Yarat-Paketle-Dağıt” olarak tanımlanan finansal aracılık ticari modeli ile güçlendirilirken, diğer yandan da krizin yayılımında rol almıştır. Bu

model kapsamında bu araçlar verdikleri kredileri elinde tutmayarak, yeniden paketlemekte ve şekil değiştirerek sermaye piyasalarına sürmektedir(Durmuş, 2010: 113).

### 1.5.3. Finansal Yeniliklerin Etkisi

ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır. Ancak, özellikle denetim eksikliği nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı konut edinme yerine konut spekülâtörlüğüne dönüşmüş ve sistem aksamaya başlamıştır. Bu amaçla konut alanların genel ekonomik görünüme bağlı sebeplerle temerrüde düşmesi, kredi ödemelerinin kesilmesine, ardından bu kredilere dayalı menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin durmasına sebep olmuştur. Sistemin temelinde sorunlar olmasına rağmen bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraçlarının devam etmesi menkul kıymet ihraç standartlarının kalitesini düşürmüştür.

Küresel finansal krizde yaşanan süreç şu şekilde özetlenmektedir: Subprime mortgage kredilerinin farklı türlerinin bir sepette toplanarak menkul kıymetleştirilmesiyle, yani finans piyasalarında birçok kredinin bir araya gelerek alınıp satılabilen tek bir ticari kağıt oluşturulması kriz sürecinde domino etkisi yaşanmıştır. Risk açısından ayırım yapılmaksızın AAA notu verilen kağıtların (geri ödenmesi çok muhtemel olan kredilerin bir arada bulunduğu kağıtlar) bütün dünyaya satılmıştır. Bu kağıtların birçoğu bankaların elindeydi, zira AAA notlu kağıtları hazine bonosuna tercih etmek karlılık açısından daha mantıklıydı ve bu kağıtlar para piyasalarında karşılık olarak kullanılabilirdi. Karlılığı daha da arttırmak için, bankalar bu kağıtlardan, yeni yöntemler kullanarak daha fazla satın alınca yani bankalar belirli bir sermaye düzeyi için gerekenden daha fazla riskli yatırıma girişince bankalar makul oranlarını tutturamadılar ve bu kağıtlardan bazılarını satmak

zorunda kalmışlardır. Piyasada rahatsızlık baş gösterince özellikle bu kağıtların değerleri düşmüştür. Böylece küresel piyasadaki birçok oyuncunun varlıklarının değerinde düşüş olmuştur. Bilançolarındaki düşüşün ardından bankalar daha az kredi vermeye başlamıştır. İşte bu riskten kaçma ve kararsızlığın başlaması nedeniyle, bu durumdan bütün dünya piyasalarının etkileneceğini ve her bankanın riskte olacağını düşünen insanlar riskli aktifler için olan taleplerini azaltmıştır ve ellerindekileri de çıkarmaya başlamıştır(Ubide, 2007: 103-104).

Konut sektöründe ortaya çıkan sorunların yaratacağı etkiden daha fazlasının menkul kıymetleştirmeden dolayı yaşanacağı tahmini edilmiştir. Varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS) ve menkul kıymete dayalı ürünler (MBS) aracılığıyla bu gerçekleşecektir. Bu menkul kıymet araçlarının menkul kıymetleştirme kanallarında kullanılmasıyla ve bu kanallar tarafından çıkarılan finansal araçlarında kısa vadeli varlığa dayalı ticari kağıtlarla olan bağlantısından dolayı krizin etkisi artmıştır. Aynı çalışmada, 2000'den 2005 yılına kadar menkul kıymetleştirilen mortgagelerin oranının %35'lerden %60'lara kadar çıkarak bu sektörün hacminin dramatik bir şekilde arttığı belirtilmektedir. Menkul kıymetleştirilen mortgagelerin çoğu CDO'lara (Collateralized Debt Obligation) destek sağlamak açısından tekrar menkul kıymetleştirilmiştir. Ekim 2006 itibarıyla hali hazırdaki Moody's e ait CDO havuzlarının %39,5'i MBS'lerden oluşuyordu ve bunların da %70'i subprime ya da ikinci derece mortgagelardı. 2002'den 2006 'ya riskli mortgage çıkarmaları artmıştır. Çünkü söz konusu dönemde subprime mortgagelerinin icra risklerinin yüksek olmasına rağmen risklerinin az olduğunun açıklanması riskli mortgage tabanlı menkul kıymetlerin ihraç hızına hız katmıştır. Bu menkul kıymetleştirmeye bir katman daha ekleyerek problemin daha da büyümesine sebep olmuştur. Örneğin CDO kanallarıyla çıkarılan AAA notlu kağıtlar gibi. Bankaların menkul kıymetleştirme işlemlerinin birçoğunu bu piyasaya aktarması ve bu piyasadaki menkul kıymetlerin AAA kalitesinde olmadığını ortaya çıkmasıyla CDO'ların bu hareketi notlandırma kurumunun

yaptığı hatayı ikiye katlamıştır ve büyük bir sıkıntı doğurmuştur(Calomiris, 2007: 78).

Kriz öncesi dönemde finansal sistemde yeni finansal araçların çıkması krizin yıkıcı etkilerinin global düzeyde olmasına etki eden bir unsurdur. Bu araçlar bağımsız bir varlık sınıfı olarak riskin transferini ve ticaretini hatta takasını mümkün kılmıştır. Eşik altı kredilerin yeniden paketlenerek bireysel yatırımcıya sunulmuştur. Bu tür araçların getirilerinin yanlış derecelendirmenin bir ürünü olarak yüksek notlu kâğıtlarmış gibi algılanması sonucunda zehirli varlıklar haline dönüşmüşlerdir. ABD’de konut fiyatlarının beklendiği gibi yükselmemesi finansal sistemde yer alan yatırımcıların ve diğer taraflar riskin yerini belirlemekte zorlanmış ve etkinin yayılmasına nende olan yenilik ürünü araçlara yani menkul kıymetler ve bilanço dışı yatırım araçlarına ulaşamamışlardır. Bu nedenle bu ürünlerin sebep olduğu zararlar tam olarak hesaplanamamıştır.

#### **1.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ HATALARI**

Mortgage piyasalarında özellikle mortgage’a dayalı ürünlerde fiyatlama konusunda en büyük sorumluluk kredi derecelendirme kuruluşlarıdır. Kredi piyasalarından menkul kıymet piyasalarına kadar mevcut bütün ürünlerde piyasa oyuncuları kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarını dayanak noktası kabul etmektedirler.

Kredi derecelendirme kuruluşları, Mortgage kredisi verme sürecinde hatalı değerlendirmeler yaparak bu sürece katkıda bulunmuş ve dalgalanmanın ana sebeplerinden birini oluşturmuştur.

Bir makalede derecelendirme kuruluşlarının yaptığı iş getiriye notlandırmaktan başka bir şey değildir şeklinde ifade edilmektedir.

Aynı çalışmada son dönemdeki finansal piyasa sorunlarının kredi notlandırma(derecelendirme) kurumlarıyla ilgili zayıflıkların ortaya çıkmasına neden olduğu belirtilmektedir. Çalışmada, bu krizin kredi notlandırma kurumlarının birçoğunun eleştirilmesine olanak verdiği görüşü yansıtılmaktadır. Çalışmada aktarılan diğer bilgiler şöyledir:

Notlandırma kurumları temsil-temsilci ve asimetric bilgi problemlerini çözmek için vardır. Firma yöneticileri veya egemen ekonomi bakanları yatırımcıları yanlış yönlendirmek isteyebilir. Derecelendirme sayesinde temsilcinin temsil edilenin parasını riskli araçlara yönlendirmesi olasılığı azaltılmış olmaktadır. Derecelendirme kurumları bu konuda temsil edilenlerin bilgi eksikliğini gidermektedir. Bu kurumlar aynı denetçiler, yatırım analizcileri ve gazeteciler gibi çalışır. Ancak bu kurumlar daha karlı ve daha önemli kurumlardır. Bu alanda çok az kurum vardır, bunun sebebi piyasaya girişin kolay olmamasıdır. Derecelendirme kuruluşları olaylar gerçekleşmeden önce değil de sonra reaksiyon gösterdikleri için suçlanmaktadırlar. Not değişimleri dönemsel olmalı ancak istikrarsızlık yaratmamalıdır. Bu kurumların kullanmakta olduğu veri modellerinin ve hesaplama araçlarının doğruluğu konusunda şüpheler bulunmaktadır. Subprime mortgage'ları içeren MBS'lerin notlandırılmasında kullanılan verilerin çoğu ev fiyatlarının artmakta olduğu periyottan alındığı için risk algılamalarının doğru olmadığı görüşü hâkimdir ve derecelendirme kurumları düşük kalite nedeniyle sorumlu tutulmaktadırlar(Portes, 2008: 146-147).

Derecelendirme kurumları notları için tam bir sorumluluk üstlenmezler. Öyle ki; krizden önce ve krizin başlamasından bu yana yaptıkları araştırmaları finansal gazeteciler olarak yaptıkları birer iş olarak göstererek görevi kötüye kullanmaya karşı yasal dokunulmazlık almayı başarmışlardır.

ABD'de kredi derecelendirme kuruluşları, ürünlerin ne kadar güvenilir, riskli olup olmadığına göre değil, kurumların ne kadar güvenilir ya da riskli olup olmadığına göre değerlendirme yaparak ürünlere kredi notları

vermişlerdir. Bu durumda da ihraç edilen ürünlerin gerçekten ne kadar riskli olduğu belirlenememiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili sorunlardan bir tanesi de çıkar çatışmasıdır (conflict of interests). Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating kuruluşları yine aynı bankalar ve diğer mali kuruluşlar tarafından finanse edilmektedir. Bu nedenden dolayı derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetlerinin azaldığı yönünde bir düşünce de hakimdir.

Birçok yatırımcı kredi derecelendirme kuruluşlarının bu yeni karmaşık ürünler hakkında değerlendirmelerine bakarak karar vermiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları bu menkul değerlerin derecelendirmelerinde ciddi hatalar yapmıştır. Söz konusu menkul kıymetleri alanlar hakkında ipotekli konut kredisi tahsis eden kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmeleri yeterli varsayarak kendileri gerekli incelemeleri yapmamışlardır. Teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin (Collateralised debt obligations (CDOs)) büyük dilimlerinin geçmişte ödenmeme oranının düşük olması göz önüne alınarak yüksek derece verilmiştir. Bu derecelendirmeler yapılırken yüksek riskli ipotekli konut kredileri menkul kıymetleştirmelerde daha az kullanılmakta olup, bu kredilere erişim imkanı kısıtlı olmuştur. Bir başka deyişle kredi derecelendirme kuruluşları konut fiyatlarının asla düşmeyeceğini varsaymışlar ve Alt-A ve yüksek riskli ipotek kredilerinin kalitelerindeki düşmeleri görememişlerdir.

Peşin ödemeleri düşük ve kredibilitesi kötü olan Subprime Mortgage kredilerine dayalı çıkarılan Subprime Mortgage tahvillerinin derecelendirme yapısına bakıldığında, dayanak varlığın subprime mortgage kredileri olmasına rağmen bu tahvillerin %81'ine AAA, %11'ine AA ve %4'üne A olmak üzere toplamda %96'sına A grubundan kredi derece notu verilmektedir. %3'luk kısmına ise BBB notu verilmektedir. Toplamda bu tahvillerin %96'sına A grubu derece verilerek en başta, sistemin temelini sorunlu olarak kurulduğu görülmektedir. Eğer kredi türü itibarıyla başta sorunlu olan Subprime kredilerine dayalı tahvillere bu kadar yüksek notlar

verilmeseydi, CDO sözleşmeleri de aşırı yüksek getiri marjlarıyla oluşturulmazdı. CDO sisteminin geniş aralıkta ve gereğinden fazla yüksek notlarla derecelendirilmesi, aşırı teminatlandırmanın yapılması, Mortgage piyasasında çıkan kriz sonrasında büyük finansal kuruluşların bilânçolarından yüksek oranlarda varlık silmelerine neden olmuştur.

Derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememektedirler. Bazen de sorunu kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilirler. Son finansal kriz öncesinde de derecelendirme kuruluşları çok etkin çalışmamıştır. Ancak finansal kriz başladıktan sonra sorunlu kuruluşların kredi notları düşürülmüştür(Akçayer, 2009: 87).

Özellikle Mortgage piyasalarında ortaya çıkan kriz sonrasında derecelendirme kuruluşlarının hızlıca not düşürmeleri sonucu CDO kapsamında yapılması gereken ödemelerin yüklü miktarlarda olması piyasada likidite krizini artırmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları ard arda Mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir.

### **1.7. DÜZENLEYİCİ-DENETLEYİCİ KURULUŞLARININ ZAYIFLIĞI**

ABD finans piyasalarında son yıllarda kredilerin esnek şartlarda verilmesi, mortgage krizini tetikleyen unsurlardan biri olmuştur. Hem düzenleyicilerin hem de risk yöneticilerinin bu uygulamaları görmezlikten gelmeleri sistem içinde sorunların domino etkisi yaratmasına neden olmuştur.

Subprime mortgage kredi ihraç standartlarının düşmesi, kredi borçlularının temerrüde düşme olasılığının artmasının nedenleri arasında yer almaktadır.

Finansal sistem içerisinde mevcut piyasalarda yaşanan bir aksaklık doğal olarak diğer piyasalara da sirayet etmektedir. Menkul kıymetler piyasasının, finansal piyasalar içindeki payının artmasıyla birlikte kredi türev ürünleri gibi yeni nesil finansal araçların kullanımı yaygınlaşmıştır. Ekonominin etkin çalışmasında önemli bir role sahip olan menkul kıymet piyasalarının, aşırı büyümesi ve halen de büyümeye devam etmesi bunların denetim otoritelerinin kontrolü dışında kalmalarına yol açabilmekte, bu da finansal ve ekonomik sorunları büyötmektedir.

Bir makalede “Amerika’da Para Denetçileri Sekreterliği, Federal Mevduat Sigorta Kurumu ve Merkez Bankası gibi hükümet kuruluşlarının yoğun gözetimi olmasına rağmen kriz gelmeye devam etmiştir” şeklindeki ifade küresel finans krizinin ABD gibi gelişmiş bir ülke ekonomisinde meydana gelmesinin yarattığı şaşkınlığı göstermektedir. Aynı makalede, finansal yenilikçilerin sistemde her zaman en güçsüz noktayı arayıp bularak düzenleyici ve denetleyici araçlar arasında ortaya çıkan hataları istismar ettikleri noktasına değinilmektedir. Diğer taraftan piyasada ortaya çıkan finansal yenilikler, varlık yöneticileri ile yatırımcıların arasındaki ilişkiyi kullanmaktadır. 2007 krizi bu iki örneği gözler önüne sermektedir. Düzenleyici ve denetleyici araçlar arasında ortaya çıkan hataları istismar eden yenilikler kapsamında şu türden bir ilişkinin ortaya çıktığı belirtilmektedir:

“Finansal kuruluşlar değışken varlıklar olarak elde tuttıkları sermayelerini aslında sahibi olmadıkları sonradan yapılandırılmış yatırım aracı olarak adlandıracağımız çeşitli hukuki varlıklara dönüştürebilme iznine sahiptir. (Her finansal kriz yeni bir sözlüğü de beraberinde getirmektedir.) Bankalar, varlıklara sahip olmak yerine faizi ve itfayı karşılayacak kadar gerekli tutarı üstelendikleri şekilde çeşitli teminatlarla SIV’ler (Structured Investment Vehicle) ihraç etmiştir ve bu teminatlar bankaların sermaye

tutmalarını gerektirecek türden teminatlar değildiler. Bu boşluğu kullanan finans kuruluşları sermaye oranlarını azaltarak bilançolarının zayıflamasına neden olmuştur. Diğer taraftan aynı makalede varlık yöneticileri ile müşterilerin arasındaki ilişkilerin kullanılması-manupile edilmesi yönündeki düşünce yer almaktadır ve bu düşünce şu şekilde desteklenmektedir:

“Finansal yenilikçiler her zaman yatırımcının varlıklarını yöneten ile asıl yatırımcı arasındaki ilişkileri kullanır, sömürür. Burada problem bu değildir. Asıl sorun temsilcinin öncelikle müşterisinin yararını gözeterek değil de kendisinin yararına olacak şekilde hareket etmesidir. Tıpkı bir emekli sandığı müdürünün her fırsatta kendisi için bir kenara para atması gibi. Kurallar hem hükümetler hem de kuruluşlar için yüksek faizli sabit getirili menkul kıymetlerin seçiminde kısıtlayıcı rol oynar. Yöneticiler AAA notuna sahip tahvillerin diğerlerine göre biraz daha fazla getirisi olduğunu düşünür. Likidite riski farklılıklarından ötürü örneğin bir tahvil diğerlerine göre 0.20–0.30 puan daha fazla getiri sağlayabilir. Bu yüksek getiri nedeniyle emeklilik fonu müdürü bu seçeneği düşünmeye başlar. Ancak daha yakından incelendiği zaman aslında bu fazla getirinin sistemin bütününün bir felaket yaşaması durumunda ortaya çıkabileceği ihtimalini fark eder. Bunun bir kriz olacağını ve bu tahvil yüzünden büyük sıkıntı yaşayacağını bile bile piyasadaki rakiplerine kıyasla daha fazla kazanmak amacıyla bu tahvili alır. Burada onu durduracak hiçbir kuvvet bulunmamaktadır. Finansal kuruluşların yöneticileri düzenleyici araçlar tarafından çizilmiş sınırları arar ve bulur. Tüm detaylı düzenlemeler yönetici için hukuki olarak kanundan kaçınmanın yollarını gösteren detaylı bir kılavuzdur. Kurallar detaylandırıldıkça kaçınma finansal kuruluşlar tarafından dahice yapılmaktadır”(Cecchetti, 2007a: 21-23).

Düzenleyici-denetleyicilik rollerinin yerine getirilmemesi krize neden olan etmenlere yenilikler boyutunda bir bakış açısı kazandırmakta iken, bir makalede Merkez Bankalarının neden finansal bir denetleyici olmak zorunda olduğu sorusuna yanıt aranmaktadır. Makaleye göre; Merkez bankaları fiyat istikrarını düzenli olarak maksimum sürdürülebilir büyüme için gerekli bir

zemin olarak tanımlamaktadır. Gerçekte istikrarlı ve iyi işleyen bir finansal sistem olmadığında bir ekonominin gelişmesi için başka bir yol yok demektir. İyi işleyen bir finansal sistem sıhhi bir tesisata benzer. Bu çalıştığı zaman bize doğal gelir, ne zaman çalışmazsa işte o zaman dikkatimizi çeker. Ancak, kısa bir süre önce gördüğümüz gibi finansal piyasalar ve kuruluşlar da apar topar arızalanabiliyormuş. Bunu önlemek için hükümetler finansal kuruluşları ve piyasaları düzenler ve denetler. Ve en iyi uygulamalar finansal istikrarın merkez bankalarının öncelikli hedeflerinden biri olduğunu söylemektedir. Merkez bankasının ne gibi sorumlulukları bulunmalıdır? Farklı ülkeler bu soruyu farklı şekillerde yanıtlamaktadır. İtalya, Danimarka, Portekiz, Amerika ve Yeni Zelenda'da merkez bankaları bankaları denetler. Bunun karşısı olarak Avusturalya, İngiltere ve Japonyada denetimler bağımsız kuruluşlar tarafından yapılmaktadır. Merkez bankalarının yerine konulabilecek bir denetim otoritesinin bulunmadığı görüşü belirtilmektedir. Aynı makalenin devamında merkez bankalarının düzenleyici denetleyici görevlerinin olması veya bu görevlerin merkez bankasından tamamen farklı kuruluşlar tarafından yapılması yönündeki tartışmalar yer almaktadır. Merkez bankalarının bu alandan uzak durması gerektiğini savunan kişilere göre ayırım için en güçlü gerekçe çıkar çatışma potansiyelinin varlığıdır. Bankaların kötü duruma sürüklenmesi denetleyicileri de kötü gösterecektir. Yani bankaların başarısızlığına mücade edilmesi merkez bankalarının veya denetçilerin itibarını etkileyecektir. Aynı anlayışla Goodhart kötü denetim performansının merkez bankasının saygınlığına zarar vereceği gerekçesine dayandırarak ayırım düşüncesini savunmaktadır.

Ayrılmaya karşı çıkan görüşlere geri döndüğümüzde merkez bankasının denetleyici rolü olmadan finansal istikrarı tehdit eden unsurların üstesinden etkin bir şekilde gelip gelemeyeceği sorusu genel bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada cevabın hayır olarak verilmesine neden olan birçok sebep vardır. İlki ve en önemlisi bir denetleyici olarak merkez bankasının bankacılık sektörünün koşullarını, ödemeler dengesi ve sermaye piyasalarını genel olarak değerlendirme konusunda uzmanlığının olmasıdır.

Finansal istikrarın tehdit altında olduğu ve bu tehdidin finansal kurumların ayrılmasına neden olduğu dönemlerde bu tür değlendirmelerin hızlıca yapılması gereklidir. En önemlisi ve diğr neden ise merkez bankası karar alırken bilgiye dayalı kararlar almalıdır, örneğın alacağı kararın hedefler arasında oluşabilecek değış tokuşun ve likidite karşılıklarının makroekonomik istikrar hedeflerini tehlikeye atıp atmayacağını saptamasını iyi yapmalıdır. Merkez bankaları uzun dönemli değlendirmeler yapabilmek için en uygun konumdadır. Bir başka deyişle para politikası uygulayıcılarının ve banka denetleyicilerinin her birinin hedeflerini özümseyen uygun faaliyetleri yerine getirmesi gereklidir. Ayrılma bunu zorlaştırmaktadır(Cecchetti, 2007b: 29-32).

ABD’de yaşanan denetimsizlik kaosu Venezüella’da 1994-95 yıllarında yaşanan bankacılık krizindeki durumuna benzetilmektedir. Diğr bankacılık krizlerinde olduğu gibi bu ülkedeki krizde de kredi verme standartları esnek hale gelmiş ve büyük çapta yolsuzluklar yapılmıştır. Ancak bu ülkede hiç kimse finansal kuruluşları kimin denetlediğini bilmiyordu. Merkez bankası ana düzenleyici kuruluş olan SUDEBAN’ı suçlamış ve bu kuruluş da mevduat sigorta acentesini (FOGADE) suçlamış ve birileri de merkez bankasını suçlamıştır. Bu kriz döneminde denetleme karmaşasının ancak gelişmekte olan piyasalarda yaşanabileceğı, gelişmiş ülke ekonomilerinin bu tür kaosların üstesinden geleceğine yönelik bir kanı oluşmuştur. Ancak şimdi içinden geçilen kriz ortamı bunun sadece gelişmekte olan ülkelerdeki bir zayıflık olmadığını, ABD gibi bir gelişmiş ülke ekonomisinde de yaşanacağını göstermiştir(Reinhart, 2008: 55).

## **1.8. DÜŞÜK FİNANSAL OKURYAZARLIK, AHLAKİ TEHLİKE VE ASİMETRİK BİLGİ SORUNUNUN ETKİSİ**

### **1.8.1. Düşük Finansal Okuryazarlık**

Krizin çıkma nedenlerinden biri kötü bilgi, finansal deneyimsizlik ve tüketici ile yatırımcıların miyopluğudur. 30 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşen faiz oranları nedeni ile hem borç vericiler hem de bankalar müşterilerini kendilerine çekme ve daha fazla getiri elde etmek için bunun aslında yanıltıcı bir şey olduğunun farkına varamamışlardır. Yatırımcılara ve ipotek kredisi alacak kişilere üstelenemeyecekleri riskleri almaları için verilen cesaret kişilerin kendilerine hiç uygun ödeme koşullarını sunmayan kredi borcu altına girmelerine neden olmuştur. Finansal okuryazarlığın sadece gelişmekte olan ülkelerde düşük olduğu olgusu bu krizler birlikte sarsılmıştır. Finansal okuryazarlık aynı zamanda ABD de düşüktü. ABD de 3 kişiden yalnızca ikisi bileşik faiz hakkında bilgi sahibidir diğerleri ise enflasyonun etkilerinden bile haberleri yoktur. Özellikle de ABD de subprime mortgage kredisi alan kişilerde bu okuryazarlık düşük seviyededir. Aracı kuruluşlar, kredi kullanacak kişilerin düşük finansal okuryazarlığını kullanmıştır.

Ekonomi göstergelerini yanlış yorumlayan kredi kullanıcıları, düşük faiz oranları ile kolay edindikleri krediler ile aldıkları konutların fiyatlarının arttığını görerek, olası bir borç ödeyememe durumunda konutlarını sattıklarında bu borcu ödeyebilecekleri yanılgısına düşerek borçluluk durumlarını arttırmışlardır. Ancak artan emtia fiyatlarının enflasyona neden olup, günün birinde faizlerin artabileceği ihtimali ile kredi borçlarının ödenme kabiliyetinin düşeceği olasılığını göz önünde bulundurmamışlardır. Bu durum kredi verme standartlarının gevşemesi ile birlikte düşük bilgi düzeyinin finansal araçlar tarafından sömürülmesini kolaylaştırmıştır(Boeri, Guiso, 2007: 37-40).

### 1.8.2. Ahlaki Tehlike

19.yy sigortacılarına göre, ahlaki tehlike alışılmadık bir şekilde sigorta priminden etkilenmeyen kişidir. Bu kişi karakter itibari ile ihmallere ve sahtekarlıklara karşı eğilimi olan kişidir. Modern ekonomi ahlaki tehlikeyi bir sigortalanan, herhangi bir borç alan kişinin borç vericiyi düşünmeden hareket etme ve hatta sigortasını satma gibi davranışlar sergileyen kişi olarak kuralcı yaklaşımlarla açıklamaya çalışmaktadır. Bir nevi davranış değiştirme durumu söz konusudur. Küresel finans krizi sürecinde Merkez Bankası'nın faaliyetlerinin bir ahlaki tehlikeye neden olup olmadığı ve finansal araçların sosyal faydalarından çok daha fazla bir risk üstlenmelerinin cesaretlendirip cesaretlendirmediği konusu tartışılmaktadır. Ancak Cecchetti'e göre FED para politikalarının tedbirsizce davranan finansal kuruluşları üstlenemeyecekleri riskleri almaya itmemekte ve FED finansal sistemi güçsüzleştirmekten daha çok güçlendirecek istikrar sağlayıcı bir kuvvettir(Cecchetti, 2007c: 33-35).

ABD'de risk durumuna bakılmaksızın herkesin mortgage kredisi alabildiğine dair düşünceler gerçeği yansıtmamaktadır. Borç alanla ilgili risk doğru olarak banka tarafından saptandığı sürece ve risk sistem içine düzgün paylaştırıldığı sürece bu bir problem değildir. Bankaların alabileceğinin üzerinde risk aldığı doğru bir değerlendirme olarak algılanmamalıdır. Bu sadece ahlaki tehlike probleminin artmasıyla alakalıdır. Ahlaki tehlike durumu, borç veren kurumların borç verdiği riskli yatırımlarının iyi gitmesi durumunda iyi getiri getirmesi ancak kötü gitmesi durumunda borçlunun borcunu ödeyememesiyle gerçekleşmektedir. Bu gibi durumlarda, finansal yöneticiler, "haftanın fonları" listesine ilk 10'dan giriş yapabilme hırsıyla, almaması gereken riskler almaktadırlar. Bu tip yatırımlara finansman sağlayan kurumların piyasadaki toplam oranını bulmak çok zordur(Monacelli, 2007: 74-75).

### 1.8.3. Asimetrik Bilgi Sorunu

Dalgalanmanın temelinde yatan nedenlerden biri de kamuoyuna yapılan hatalı ya da eksik açıklamaların yatırımcılar tarafından veri kabul edilerek, varlığın daha menkul kıymetleştirme sürecinde iken bu hatayı giderecek daha sağlıklı yeni bir değerlemenin yapılmamasıdır. Finansal bilginin taraflara doğru şekilde aktarılmaması, tarafların eşit bilgi düzeyinde olmaması krize giden süreçte etkili olmuştur. Bu nedenin temelinde yatan subprime mortgage krizinde finansal tablolara ilişkin açıklamaların yetersiz kalmasıdır. Mortgage piyasasıyla ilgili özel kuruluşlar bir yana birçok kamu kurumunun raporlama ve veri açıklama sorumluluğunun bulunmasına rağmen bu sorumluluğun zamanında yerine getirilmemesi, basta FED olmak üzere otoriteler tarafından yapılan açıklamalarda özel şirketler tarafından hazırlanan verilerin kaynak gösterilerek kullanılması, ABD’de özellikle 2007 yılına ilişkin raporlamaların zamanında yapılmaması, mortgage piyasasının anlaşılmasını ve analiz edilmesini imkânsızlaştırmış, sorunların zamanında tespit edilmesini engellemiştir.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **ULUSLARARASI PARA FONU'NUN 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNDEN ÖNCE EKONOMİK DÜZENDEKİ ROLÜ**

#### **2.1. ULUSLARARASI PARA FONU'NUN KURULUŞU VE TEMEL AMAÇLARI**

IMF'nin kuruluşunun temeli Büyük Buhran yılları olarak bilinen 1930'lu yıllarda uluslararası ekonomik ilişkilerin tam bir çıkmaza girmesine dayanmaktadır. Büyük Buhran'ın millî gelir ve istihdam üzerinde yarattığı daraltıcı etkilerden kurtulabilmek ve küçülen dünya piyasalarındaki mevcut paylarını sürdürebilmek için, ülkelerin çoğu rekabetçi devalüasyonların yanında ulusal pazarlarını dış rekabetten korumak amacıyla gümrük tarifelerini yükseltmiş, miktar kısıtlamalarını uygulamış ve ithalatta döviz sınırlamasını getirmişlerdir. Komşuyu fakirleştirme politikası adı verilen bu tür uygulamalar dünya ticaret hacminin ve üretim miktarının daralmasına neden olmuştur(Özkaya,2009: 103).

II. Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan tablo savaş sonrası dönemde uluslararası ilişkileri belirleyici olmuştur. Bu dönemde yeni bir dünya düzeni kurulması ihtiyacı hissedilmiş, bu yeni siyasi ve ekonomik düzenin lideri ABD olmuştur. Hem siyasi hem de ekonomik istikrarın bir arada sağlanması beraberinde uluslararası kurumsallaşma ihtiyacını getirmiştir. ABD'nin önderliğinde kurulmuş olan bu yeni ekonomik sistemde, üç temel konu üzerinde yoğunlaşmıştır. Bunlar; serbest piyasa ekonomisinin benimsenmesi, sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ve uluslararası para sisteminin düzenlenmesidir. İlk iki konunun gerçekleştirilmesi beraberinde ABD Dolarına bağlı yeni bir uluslararası para sisteminin düzenlenmesini getirmiştir(Güzel, 2008: 62).

Birleşmiş Milletler (BM) örgütünün 1-22 Temmuz 1944'te Bretton Woods'da (New Hampshire, ABD) düzenlemiş olduğu "Uluslararası Para ve Finans" konferansında, IMF ve Dünya Bankasının kurulması kararlaştırılmıştır. SSCB hariç diğer üye ülkeler 22 Temmuz 1944'te anlaşmayı onaylamış, aynı yılın ekim ayında Dünya Bankası ve IMF'nin statüleri belirlenmiş, görevleri saptanmıştır. 18 Mart 1946 tarihinde Georgia'da toplanan Fon'un en üst karar organı olan ve üye ülkelerin maliye bakanları veya merkez bankası başkanlarından oluşan guvernörler kurulunun ilk toplantısında ilk icra kurulu belirlenmiş ve merkezin Washington'da olması kararlaştırılmıştır. 6 Mayıs 1946'da yönetim kurulu Washington'da ilk toplantısını gerçekleştirmiştir. 1 Mart 1947'de IMF operasyonlarını başlatmış, yani Fon fiilen faaliyete geçmiştir. Aynı yılın 8 Mayıs'ında Fon'dan ilk çekme hakkı kullanılmıştır(Sönmez, 2005: 305-306).

IMF'nin kurulması ile birlikte artan korumacılık ve komşuyu fakirleştirme politikaları yerine temelinde dünya ticaretinde serbestliğin olacağı bir uluslararası ödemeler sisteminin kurulması, bu sistem aracılığıyla döviz kurlarında istikrar sağlanması, uluslararası rezerv sorununun çözüme kavuşturulması gibi sorunlara çözüm bulmak amaçlanmaktaydı. IMF'nin kuruluşundaki temel amaçları, Fon Ana Sözleşmesinde belirtildiği gibi, altı nokta etrafında toplanabilmektedir:

- i. Uluslararası para sorunları konusunda danışma ve işbirliğini sağlayacak geçici olmayan bir kurumun aracılığıyla, uluslararası parasal işbirliğini teşvik etmek,
- ii. Uluslararası ticaretin gelişmesini ve dengeli büyümesini kolaylaştırmak ve böylelikle ekonomi politikasının ana hedefleri olan yüksek istihdam ve reel gelir seviyelerinin artısını teşvik etmek, düşüşünü önlemek ve üye ülkelerin verimli kaynaklarının daha fazla gelişmesine katkıda bulunmak,
- iii. Garanti karşılığında üyelerin Fon kaynaklarından yararlanmalarını sağlamak, üye ülkelere güvence vermek ve böylece üyelerin ulusal ve

uluslararası plandaki refahını tehlikeye sokmaksızın cari ödemelerdeki dengesizliklerini gidermek,

- iv. Kambiyo istikrarını teşvik etmek, üyeler arasında düzenli kambiyo ilişkilerini temin etmek ve birbirini izleyen kambiyo kuru düşüşlerini önlemek,
- v. Üye ülkelerin aralarındaki cari işlemlerin yürütülmesi için çok yönlü bir ödemeler sisteminin kurulması ve dünya ticaretinin gelişmesini engelleyen kambiyo kontrollerinin kaldırılmasını desteklemek,
- vi. Fonun kaynaklarını yeterli güvenceler altında (geçici olarak) üye ülkelere tahsis ederek, kendilerine güvenlerini arttırmak ve böylelikle dış ödemelerindeki dengesizlikleri ulusal veya uluslararası refahı zedeleyen önlemlere başvurmadan düzeltmelerini sağlamak,
- vii. Yukarıda sayılan amaçlara paralel olarak, üyelerin uluslararası dış ödemelerindeki dengesizliklerin derecesini azaltmak ve süresini kısaltmak.

Özetle, IMF'nin temel amacı, uluslararası refahı artırmaya yönelik olarak uluslararası ticaretin ve işbirliğinin arttırılmasına engel olacak olası mekanizmaların ortaya çıkmasını önlemektir. Bu bağlamda ödemeler dengesi bakımından sıkıntıya düşen üye ülkelere gerekli mali ve yapısal desteği vererek bu ülkelerin uluslararası ticareti ve refahı azaltıcı olası girişimlerini engellemek, Fon'un kuruluş amacı olarak şekillenmiştir(Sönmez, 2005: 306)(Özkaya, 2009: 104).

Bretton Woods sisteminde dış ödemeler açığı içinde bulunan ülkeler devalüasyon, dış fazla veren ülkeler de revalüasyon yapmak suretiyle dış dengeyi sağlamaya çalışmaktaydı. Bu bağlamda, IMF'nin görevi yeni kurulan uluslararası para sisteminin düzenli bir biçimde yürütülmesini sağlamaktı. Bu nedenle, Bretton Woods sistemine IMF sistemi de denilmektedir. IMF sistemi ayarlanabilir sabit kur sistemine dayanmakta olup, ABD dışındaki ülkeler ulusal paralarını sabit kurlardan ABD dolarına bağlamışlardır. Sabit kurlara dolar paritesi denilmiş, % 1 gibi çok dar sınırlar içerisinde dalgalanmalara izin

verilmiştir. Kurların bu sınırların altında veya üstündeki değişmelerinin ise Merkez Bankalarının döviz piyasalarında ulusal para karşılığında dolar satması veya dolar satın alması ile önlenmesi gerekmiştir. Sistemin diğer bir özelliği ABD dolarının başka bir ülkenin parasına değil, 1 Ons saf altın: 35 dolar fiyatından altına bağlanması ve yabancı Merkez Bankalarına arz edecekleri dolar rezervleri karşılığında Federal Reserve Bank'tan altın satma taahhüdünde bulunmasıdır(Öztürk, t.y: 102-103). Bretton Woods'ta kabul edilen sabit döviz kuru sisteminde dolar altına konvertibl tek para birimi olduğundan dolar uluslararası planda rezerv para niteliğine sahip olmuştur. Böylece ABD'nin ekonomik, mali ve siyasal başatlığının pekiştiği bir düzene geçilmiştir.

Kurulduğu tarihten itibaren 1973'e kadar IMF'nin temel amacı Bretton Woods'ta kararlaştırıldığı gibi uluslararası döviz kurları sistemini sabit tutmaktır. Bu dönemde bir Amerikan Dolarının değeri 35\$ olan bir Ons altına sabitleilmiş, her üye ülke de; ülke parasını değişik oranlardan dolara sabitlemiştir. IMF bu bağlamda üye ülkeleri makroekonomik ve döviz kuru politikalarının uygulanması konusunda izlemiş, ödemeler dengesi açığı veren ülkeleri kısa dönemli kredi mekanizması ile belirlenmiş değerlere ulaşıncaya dek desteklemiştir. Fon'un yürüttüğü bu sistem yaklaşık 30 yıl kadar sürmüştür. Bu sürenin sonunda dalgalı döviz kurları ve finansal globalleşme gibi kavramlar sistemde var olmaya başlamış, bu durum birçok ülkenin azımsanmayacak düzeyde bir zenginlik elde etmesine, aynı zamanda da uluslararası ekonominin döviz kuru volalitesi ve finansal krizler ile tanışmasına sebep olmuştur(Weiss, 2008: 2-3).

IMF, bugün 186 üyesi bulunan önemli uluslararası kuruluşlardan biri olarak ekonomik düzende yer almaktadır. IMF'nin kuruluş amaçları; yukarıda anlatıldığı gibi temel anlamda uluslararası parasal ilişkileri düzenlemek, uluslararası ticaretin dengeli büyümesini sağlamak ve ödemeler dengesi sorunu yaşayan üye ülkelere bu sıkıntıların aşmaları için gerekli mali desteği sağlamaktır. Bununla birlikte, dünya ekonomisindeki gelişmelere bağlı olarak

zaman içerisinde IMF'nin var olma amaçları da genişlemiştir. Bu doğrultuda, IMF başlangıçta belirlenen amaçların yanında, üye ülkelerin karşılaşabileceği tüm önemli sorunların çözümünde finansal yardım ve teknik destek sağlayan bir kuruluş olmayı da kendine amaç edinmiştir(Hayaloğlu, Artan, 2011: 134).

## **2.2. ULUSLARARASI PARA FONU'NUN TEMEL ARAÇLARI**

IMF, uluslararası ticaretin uyumlu biçimde gelişmesini sağlamayı, istihdam hacmini genişletmeyi, reel gelir artışını gerçekleştirerek üretken kaynakların artışına katkıda bulunmayı amaçlamaktadır. IMF'nin parasal fonksiyonu söz konusu hedeflere ulaşmayı desteklemeye yönelik olmuştur. Parasal misyonu döviz kurlarında istikrarı sağlayarak üye ülkelerin ihracatlarını artırmak için devalüasyona başvurmalarını engellemek ve uluslararası ticaretin gelişmesinin önünde ortaya çıkan kısıtlamaları ortadan kaldırmaktır(Öztürk, t.y: 102-112). IMF üstlendiği misyonları yerine getirirken bir takım kredi araçları, politika önerileri ve uygulama programları kullanmaktadır. Bu araçlar ve programlar aşağıda özetlenmeye çalışılacaktır.

### **2.2.1. IMF Programları ve Bu Programların Hedefleri**

IMF önceleri Avrupa ülkelerine mali yardım sağlarken, daha sonraki yıllarda gelişmekte olan ülkelere kredi desteği sağlayan, yapısal uyum ve istikrar amacıyla borçlandırıran bir yapıya dönüşmüştür. Gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak, ödemeler dengesi açığının giderilmesi, sermaye birikim modellerinin yaşama geçirilmesi amacıyla kaynak aktarımı ve serbest piyasa ile bütünleşebilecek ithalat politikalarının uyumlaştırılması için kredi desteğinin sağlanması IMF'ye eklemlendirilen işlevlerdendir. IMF'nin gelişmekte olan ülkelere yönelik politika önermeleri istikrar ve uyum üzerinde odaklanmıştır. 1950'li yıllarda, daha çok ödemeler dengesi güçlüğü çeken ülkelere yardım etme, döviz kuru sistemi ve uluslararası politika

koordinasyonunu sağlama işlevini üstlenen IMF; 1950'li yıllardan sonraki dönemde ise gelişmiş ülkeler açısından uluslararası rezerv yönetimi ve kur politikaları arasında eş güdümü kolaylaştıran bir rol üstlenmiştir. II. Dünya Savaşı'nı izleyen yıllardan 1960'lı yılların sonlarına kadar gelişmiş ülkeler uzun bir genişleme süreci geçirmiştir. ABD'nin güçlü olduğu ve doların rezerv para olarak kullanıldığı bu dönemde IMF, yalnızca likidite sorunlarını aşmak üzere kısa vadeli destekleme kredileri sağlama rolünü üstlenmiştir(Özkaya, 2009: 105).

IMF'nin istikrar ve yapısal uyum programları şeklinde programları bulunmakta olup bu programların hazırlanmasında özellikle IMF baş aktörlük rolünü üstlenmektedir. Fakat bu hazırlık aşamasında Dünya Bankası'nın da devreye girdiği bilinmektedir. IMF istikrar programları öncelikle bir ülkenin dış ekonomik ilişkilerinin istikrarını sağlamaya yönelik koordineli para-maliye-döviz kuru politikalarından oluşmaktadır. Ulusal paranın devalüasyonu, kamu harcamalarının azaltılması, kamu gelirlerinin artırılması, sıkı para politikası, faiz oranlarının yükseltilmesi, ücretlerin kontrol edilmesi, ekonominin liberalleştirilmesi gibi uygulamalar içeren IMF programlarının öncelikli amacı; ödemeler dengesi sorunlarının çözülmesidir. IMF programları temelde ödemeler dengesini sağlamaya yönelik ortodoks içerikli programlar olarak nitelendirilmektedir. Bu programlardaki temel birincil amaç enflasyon oranının azaltılması ve istikrarın sağlanması, ikincil amaç, anti-enflasyonist uygulamaların yerine getirilmesi, üçüncü amaç ise ekonomik yapı ve yapısal uyumun sağlanmasına yönelik amaçlar olarak tanımlanmaktadır(Taşar, 2009: 112).

IMF tarafından ülkelere önerilen çözüm programlarından istikrar paketleri acilen müdahaleyi gerektiren mevcut sorunları çözmeye yöneliktir. Bu sorunlar yüksek enflasyon, rezervlerin erimesi, sermaye kaçıışı ve cari işlemler hesabında önemli boyutlara ulaşan açıklardır. Yapısal uyarılama programları ise gelecekteki ekonomik büyümeyi engelleyici faktörleri ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır(Sönmez, 2005: 327).

İstikrar politikaları konvansiyonel niteliktedir. Yani hedef kısa vadeli olup ödemeler bilançosundaki açığın kapatılması veya azaltılmasıyla özdeşleşmektedir. Para ve bütçe politikalarına ilişkin geleneksel talep yönetimi tekniklerinin yanı sıra döviz kuru ayarlamaları (devalüasyon) kullanılan başlıca araçlardır. Dengesizliği kaldırmak için parasal büyüklüklerin istikrarlı olduğu bir ortamda bütçe kısıtlamasına gitmek tek geçerli çözüm yolu olarak kabul edilmektedir. Yani sıkı bütçe politikasıyla birlikte dar bütçe politikasının uygulanması gerekliliği söz konusudur. Bu amaçlar başlıklar halinde aşağıda anlatılmaktadır:

- **Ödemeler Dengesi ve Cari Açık**

Genel olarak bir ülkenin IMF programını benimsemesi gerekliliği, makro ekonomik değişkenler tarafından belirlenmektedir. Ülke ekonomilerinde artan büyüme ve yatırım oranları, uluslararası rezervlere ulaşmada yaşanan kolaylıklar, IMF programlarının benimsenmesi gerekliliğini azaltırken; ihracat gelirlerindeki azalmalar, yüksek borç servis düzeyi ve borç miktarındaki artışlar, IMF programlarını ülkeler açısından kaçınılmaz hale getirebilmektedir. Küresel likiditenin genişlediği dönemlerde hızlanan uluslararası sermaye akımlarının yani sıcak paranın artmasına paralel olarak cari açıklar sıcak para ile karşılanmakta, ancak belirli bir noktadan sonra sermaye akımlarının yönü değişeceği için ülke ekonomilerinin kırılganlıkları artmaktadır. Ödemeler dengesi krizlerini tetikleyen gelişmelerin cari açık seviyelerine bağlı olduğunu gösteren önemli göstergelerden birisi cari açığın milli gelire oranıdır. Özellikle kriz öncesi süreçte bu oran anlamlı bir veri olarak nitelendirilebilmektedir.

IMF'nin parasal kredi mekanizmalarının ödemeler dengesinin bozulması şartına bağlı olarak kullanılabildiği, borç ve borç servisi düşürme şeklindeki finansal politikayı ön plana taşıyan bir yaklaşım benimsemektedir. Borç ve borç düşürme politikasına ek olarak IMF'nin izlediği finansal politikalar; rezerv dilimi politikaları, kredi dilimi politikaları ve acil durum

destek politikaları olmak üzere dört farklı grupta toplanmaktadır. Yapısal uyuma ilişkin hedefleri ön plana çıkaran IMF programlarının ödemeler dengesinin gerçekleştirilmesinde, ekonominin yapısal sorunlarının çözümüne odaklanmaktadır(Taşar, 2009: 112-113).

- **Parasal İstikrar ve Anti-Enflasyonist Yaklaşım**

IMF'nin istikrar programları ve özellikle anti-enflasyonist programlar öncelikle döviz rezervleri ve kambiyo rejimleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. İstikrar programlarında toplam talebin daraltılması istendiği için kamu harcamalarının azaltılması veya vergilerin artırılması saptanan hedefe ulaşmayı teorik olarak olanaklı kılmaktadır. Ancak IMF'nin tercihi vergi gelirlerinin ve bütün olarak kamu gelirlerinin artırılması değil, kamu harcamalarının ciddi oranda azaltılmasıdır. Kamu harcamalarının azaltılması yönünde oluşan görüş kısa vadeli makro ekonomik istikrardan orta ve uzun vadeli mikroekonomik yapısal uyarlamaya geçişte bir köprü görevini üstlenmektedir. Çünkü istikrar politikaları kamu kesimini daraltmayı, yapısal uyarlama doğrultusunda yapılan düzenlemeler de kaynakların özel kesime tahsisini hedeflemektedir.

IMF programlarının esas aldığı ölçümler; anti enflasyonist istikrar programlarının uygulanma sürecini kolay kılmaktadır. Genellikle hedefler “niyet mektubu” ile yürürlüğe girmekte ve kredi hacminin daraltılması, parasal tabanın sınırlandırılması, mali disiplin gibi herhangi bir anti enflasyonist istikrar programının ana parçalarından oluşmaktadır. Ancak şartlılık ilkesi dikkate alındığında IMF programı ile bağlantılı olarak istikrarın gerçekleştirilmesi ya da başarı şansı azalmaktadır. Diğer taraftan IMF şartlılık kriteri ekonomi politikası çerçevesinde ülkelere özgü şartları dikkate almaması halinde, programın sürdürülebilmesini imkânsız kılabilmekte hatta IMF kredileri psikolojik tehlikeler içerebilmektedir(Sönmez, 2005:335) (Taşar, 2009: 115).

- **Ekonomik Yapı ve Yapısal Uyum**

Küresel ekonominin önemli kurumsal yapılarından birisi olarak tanımlanan IMF, benimsediği amaçlar çerçevesinde dünya ekonomisinin genel işleyiş yapısı üzerinde de etkili olmaktadır. Serbest piyasa ekonomilerinin oldukça ağırlık kazandığı son dönemlerde uluslararası ekonomik ilişkilerin koordineli ve uyumlu bir şekilde gerçekleştirilmesine yönelik girişimler anlam kazanmaktadır. Diğer taraftan finansal nitelikli krizlerin dünya ekonomilerindeki yapısal uyumsuzluklardan kaynaklandığı dikkate alındığında; IMF'nin artan bir şekilde yapısal değişikliklerin gerçekleştirilmesini amaçlayan reformlara ağırlık vermesi anlaşılabilir olmaktadır. IMF programlarının yapısal uyumun sağlanması amacına yönelik uygulamaları özellikle geçiş ekonomilerinin karşı karşıya kaldığı sorunların çözümüne odaklanmakta ayrıca diğer ülkelerin piyasa işleyişinde ortaya çıkan sorunların da çözümüne katkıda bulunmaktadır. Ülkelere tek düzen ve liberal bir ekonomik sistemi dayattığı yönünde eleştiriler bulunmakla birlikte IMF'nin yapısal uyum programları; para politikası, sosyal güvenlik reformları, özelleştirme, maliye politikaları başlıklarından oluşmaktadır. Yetmişli yılların sonu veya seksenli yılların başlarından itibaren IMF orta veya uzun vadede arzın artırılmasına ve ekonomik büyümenin sağlanmasına odaklanmış mikro ekonomik bir perspektife sahip olmaya başlamıştır. Koşulluluk kuralı çerçevesinde istikrarı amaçlayan bir yaklaşımdan yapısal dönüşüm ve uyarlama olarak nitelendirilen bir sorunsala geçiş söz konusudur. Yapısal uyarlama kavramı veya stand-by anlaşmaları sürelerinin uzun tutulması koşulluluk kuralının böylelikle daha derinlik kazandığını işaret etmektedir. Bu yönelimin iki ana nedeni olduğu söylenebilir. İlki AGÜ'lerin (Az Gelişmiş Ülke) veya bu ülkelerdeki emekçi kesimlerin veya toplumsal muhalefetin geleneksel talep yönetimi veya popüler deyişle "kemer sıkma" reçetelerine gösterdikleri tepki, ikincisi ise yetmişli yıllardan itibaren uluslar arası ekonomik ve mali koşulların geçirdiği dönüşümdür (Sönmez, 2005: 337)

IMF programlarının sürdürüldüğü her bir ekonomik ortam; baskı grupları, kurumlar ve iktidarlar olmak üzere üç önemli yapısal unsurdan oluşmakta ve bu unsurlara ilişkin sorunların varlığına göre de IMF programları şekillenmektedir.

### **2.2.2. IMF'nin 2008 Krizinden Önce Kullanmakta Olduğu Kredi Araçları**

IMF istikrar programları benimsemiş olduğu amaçların tarihsel süreç ve ekonomik ortama bağlı olarak kredi araçları ve pencerelerini de kapsamaktaydı. Esasında IMF programlarının temelini oluşturan borç verme ve kredi penceresine ilişkin uygulamalardır.

Genel olarak IMF kredi kullanım mekanizmaları; stand-by düzenlemeleri (SBA) ve genişletilmiş (süresi uzatılmış) fon kolaylığı düzenlemesi (EFF) olmak üzere iki farklı şekilde işletilmektedir. Bunların yanı sıra Yoksulluğu Azaltma ve Büyüme Hesabı (Poverty Reduction and Growth PGRF) uygulamaları dikkat çekmektedir. Genişletilmiş fon kolaylığı, düşük gelir seviyesindeki ülkeler için düzenlenmiştir. Başlangıçta IMF'nin ülkelere mali yardım sağlama aracı yalnızca kredi dilimlerinden oluşmaktaydı. 1950'lerde ise stand by anlaşmaları, ödemeler dengesi problemleri yaşayan ülkelere finansal kaynak yaratmanın en önemli yolu olarak ortaya çıkmıştır. 1952 yılından itibaren kredi dilimlerinden yararlanılması stand by anlaşmalarına bağlanmıştır.

Bir stand by anlaşmasının süresi, fonun kısa süreli yardım sağlama amacına uygun olarak, 12-18 ay arasında değişmektedir. Borç alan ülkenin ödeyeceği faiz oranı ise kısa dönem piyasa faiz oranlarına göre belirlenmekte ve geri ödeme beş yıl içerisinde yapılmaktadır. 1963'de Compensatory Financing Facility (CFF) dış ticaret dengesizliklerinin giderilmesine yönelik bir program olarak dikkat çekerken, 1968 tarihli Buffer Stock Financing Facility

(BSFF) ödemeler dengesindeki bozulmaların olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılmasına yönelik bir amaç taşımaktadır(Taşar, 2009: 118).

1970'li yıllarda yaşanan ekonomik durgunluk, IMF'nin kısa vadeli mali yardımlardan orta ve uzun vadeli yardım uygulamasına geçmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda, 1974 yılında yapısal nedenlere dayanan ödemeler dengesi problemleri yaşayan ülkelere orta vadeli finansal destek sağlanması amacıyla Süresi Uzatılmış Fon Kolaylığı (EFF: Extended Fund Facility) oluşturulmuştur. Bu kolaylık sayesinde üye ülkelere kotalarından yüksek oranda (%200 ile %600'ü arasında) kredi kullanabilme hakkı verilmiş ve kullanılan kredinin süresi üç yıl olarak belirlenmiştir. Ayrıca, 1974 yılında enerji fiyatlarındaki hızlı artışlardan dolayı petrol ithalatçısı ülkelere finansman sağlamak amacıyla geçici nitelikte petrol kolaylıkları oluşturulmuştur(Hayaloğlu, Artan, 2011: 144-146).

IMF az gelişmiş ülkelere yönelik olarak imtiyazlı bir kredi programı olan sübvans edilmiş faiz oranlarıyla orta ve uzun vadeli krediler sağlama amacına yönelik olarak, Yapısal Uyum Kolaylığı (SAF: Structural Adjustment Facility) 1986 yılında yürürlüğe girmiştir. 1987 yılında bu kolaylığın genişletilmesi ile Güçlendirilmiş Yapısal Uyum Kolaylığı (ESAF: Enhanced Structural Adjustment Facility) oluşturulmuş ve bu kolaylıkla az gelişmiş ülkelere sunulan orta vadeli yapısal uyum programlarının düşük faiz uzun vadeli olarak kredilendirilmesi amaçlanmıştır.

1950'li yılların başlarından itibaren IMF kredi mekanizmaları stand-by anlaşmaları yoluyla işletilirken, 1990'lı yıllarda geçiş ekonomilerine yönelik piyasa oluşumunun sağlanmasına yönelik finansal destekler içeren Systemic Transformation Facility (STF) ve Supplemental Reserve Facility (SRF) gibi uygulamalar da, IMF'nin konjonktürel yaklaşımlarına örnek oluşturması açısından anlam taşımaktadır. Küreselleşme neticesinde ortaya çıkan finansal kırılganlıklar nedeniyle IMF, 1995 yılında Acil Finansman Mekanizması'nı (EFM: Emergency Financing Mechanism) oluşturmuştur.

Eğer uluslararası bir krizin yarattığı sorunların veya bir ülke ekonomisindeki olumsuz bir gelişmenin krize yol açarak diğer ülkeleri etkilemesi söz konusuysa IMF, EFM'yi devreye sokabilmekteydi. Acil finansman mekanizması standart stand by düzenlemelerindeki işlem sürecini basitleştirip hızlandırmakta, kriz durumunda ülkelerin IMF kaynaklarına erişimini kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda EFM'de, IMF'nin normal stand by düzenlemeleri çerçevesinde oluşturulan kaynağa erişim limitleri bulunmamaktadır. Yani bu desteği talep eden ülkeye kotasına bağlı olmayan ve herhangi bir limitle sınırlanmamış oranlarda destek sağlanabilmektedir. IMF böylelikle krizin büyümesini ve yayılmasını önlemeyi hedeflemektedir. EFM ilk kez 1997'de Asya Krizi sırasında Filipinler, Tayland, Endonezya ve Kore tarafından, ayrıca 2001 yılında Türkiye tarafından kullanılmıştır(Eğilmez, 2009: 1). 1996 yılında Dünya Bankası ile ortaklaşa başlatılan Yüksek Borçlu Fakir Ülkeler insiyatifi (HIPC: Heavily Indebted Poor Countries), yüksek borcu olan fakir ülkelere yardımda bulunmak ve böylece dünyadaki fakirliği azaltmak amacıyla oluşturulmuş bir kredi aracıdır. 1999 yılında ise ESAF'ın daha da genişletilmesi ile Yoksulluğu Azaltma ve Büyüme Kolaylığı (PRGF: Poverty Reduction and Growth Facility) oluşturulmuştur. PRGF ile fakir ülkelere düşük faizli krediler sunularak bu ülkelerde yoksulluğun azaltılması ve sürdürülebilir kalkınmalarının sağlanması hedeflenmiştir.

2005 yılında ise G-8 ülkelerinin bir araya gelmesiyle Çok Taraflı Borç Yardımı İnsiyatifi (MDRI: Multilateral Debt Relief Initiative) oluşturulmuştur. IMF bu kolaylık kapsamında borç yükü en ağır olan yoksul ülkelerin bir kısmının borcunu silme kararı almıştır. 2005 yılında oluşturulan bir diğer kredi imkanı Dışsal Şok Kolaylığı (ESF: Exogenous Shock Facility)'dır. IMF bu araçla dışsal şoklara maruz kalan düşük gelirli üye ülkelere politika desteği ve finansal yardım sağlamaktadır. Buna göre; gıda ve petrol fiyatlarındaki değişimler, doğal afetler ve anlaşmazlıklar gibi hükümetin kontrolü dışında meydana gelen dışsal şokların ekonomiyi olumsuz etkilemesi durumunda IMF, ESF aracılığıyla söz konusu ülkelere destek sağlamayı amaçlamıştır.

### 2.3. 1970'Lİ YILLARA KADAR IMF UYGULAMALARI

Ayarlanabilir sabit kur sisteminde IMF esas olarak sanayileşmiş ülkelere destek vermiştir. 1950'li yıllarda sanayileşmiş ülkeler mali desteğin % 60'ını elde etmiştir. Ellili yıllarda IMF'nin AGÜ'lere kredi vermeye başlamasıyla çalışmaya başlayan istikrar programları mekanizmasına IMF altmışlı yıllarda da çok sık başvurulmuştur. Ellili ve altmışlı yıllarda veya 1954-70 kesitinde 47 ülke ile değişik tarihlerde üst kredi diliminden yararlanmaları için 245 stand-by anlaşması yapılmıştır. Bretton Woods Sisteminin yaşama mücadelesi verdiği altmışlı yıllarda bu oran %71'e yükselmiştir. Esnek kur sisteminin yerleşmeye başladığı yetmişli yıllarda sanayileşmiş ülkelerin payı giderek azalmaya başlamış ve seksenli yıllarla birlikte sıfırlanma sürecine girmiştir. 1965-70 kesitinde yılda ortalama 24 anlaşma yapılmıştır. Böylece IMF fonlarının tümü az gelişmiş ülkelere (AGÜ) yönelmeye başlamıştır. Artık sabit kur sistemi geçerli olmadığı için kur ayarlamaları bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. AGÜ'lerin yanı sıra 1979 yılına dek sanayileşmiş ülkelerin de Bu yıldan sonra ise sanayileşmiş ülkeler ile bu tür anlaşmalar yapılmamıştır. IMF'nin kredi mekanizmalarından yararlandığı görülmektedir. IMF'nin rolü en güçlü ekonomilerin öngördükleri ve hazırladıkları reçetelerin diğer ülkeler tarafından uygulamaya konulmasını kolaylaştırıcı düzenlemeler yapmak ve denetlemek biçiminde tanımlanabilir. AGÜ'ler açısından ele alındığında ise IMF'nin temel rolü ilke olarak ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin finansmanı ve uluslararası sistemin öngördüğü düzene göre ithalat politikalarının uyumlaştırılmasıdır(Sönmez, 2005: 310-313).

### 2.4. BRETTON WOODS SONRASI IMF UYGULAMALARI

1971'de ABD'nin emisyon kazançlarına yönelik tepkiler, Triffin dilemması (güven-likidite sorunu), dış dengeyi sağlama yükünü dış açık veren ülkeye yükleyen asimetrik yapısı ve katı sabit kur sistemi oluşumunun

karma etkisi gibi bazı nedenlerle çöken Bretton Woods sabit kurları sonrasında dalgalanan kurlar, IMF'nin döviz kuru düzenleyiciliği rolünü ortadan kaldırmış ve ödemeler dengesi sorunlarının niteliğini değiştirmiştir. 1971'den sonra Fon, kendi rolünün yeniden tanımlanması çabası içerisinde olmuştur. 1976 yılında Fon yasasında bir değişiklik yapılarak IMF, uluslararası ödemeler sisteminin etkin işleyişini sağlamak üzere üye ülkelerin kur politikalarını gözetleme görevini üstlenmiştir.

1970'li yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan durgunluk nedeniyle gelişmiş ülkelerde üretim sürecinde değerlendirilemeyen birikim nedeniyle küresel alanda kâr paylaşımı mücadelesine girilmiş; gelişmekte olan ülkelerin borçlanma ihtiyacı olan söz konusu paranın ödünç verilmesi imkânı sunulmuştur. Bu süreçte Dünya Bankası ve özellikle IMF, uluslararası finans kuruluşlarının sermaye akışını etkileyen kurumlar olarak öne çıkmışlardır.

Küresel alanda kâr arayışı süreci, uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlayan önlemlerin kaldırılmasını gerektirdiği için, gelişmiş ülkeler 1970'li yıllarda adım adım söz konusu sınırlamaları kaldırmaya başlamışlardır. 1973 yılında Almanya, Kanada ve İsviçre, 1974 yılında ABD, 1979 yılında İngiltere, 1980'de ise Japonya, uluslararası sermaye hareketlerindeki tüm sınırlamaları kaldırmıştır. Daha sonraki yıllarda IMF'nin gelişmekte olan ülkelere uygulanmasını öngördüğü geniş kapsamlı politika paketi içinde, konvertibiliteye geçiş ve finansal serbestleşme politikaları yer almıştır. Dolayısıyla IMF, sermayenin uluslararasılaşmasının gereklerine uygun politikaların gelişmekte olan ülkelere genelleştirilmesi görevini üstlenmiştir.

Bretton Woods sabit döviz kurları sistemi sona erdikten sonra uluslararası para sisteminin temel niteliğinde, zorunlu olarak oluşturulan dalgalı kur rejimleri aracılığıyla çıkan değişim, IMF'nin rolünde önemli değişime neden olmuştur. Başlıca gelişmiş ülkeler döviz kuru politikalarını IMF'yi karıştırmadan kendileri düzenleme yoluna gitmiş, bu dönemde genel olarak IMF'nin sabit kur sistemini desteklemede gelişmiş ülkelerin ödemeler

dengesizliklerini finanse etmesi böylelikle sona ermiştir. Zamanla IMF'nin ilgisi ödemeler bilançosunu finanse etme, iktisadi politikaların gözetimini üstlenme, teknik yardım ve üye ülkelerin ekonomileri ve uluslararası ekonomi hakkında bilgi sağlama gibi konular başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Gelişmiş ülkelere yönelik son IMF destekli programlar, genel anlamda dalgalı kur rejimlerine geçişten sonra 1977'de İngiltere ve İtalya'da uygulanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin IMF kaynaklarından önemli miktarlarda finansman sağlayabilmelerinin temel koşulu, ödemeler dengesinde kronik problemler yaşaması ve makroekonomik uyum politikalarına şiddetle gereksinim duymasıdır. Fon kaynaklarının yanı sıra ülkenin, bu yöndeki politikaları üstlenme ve uygulamasındaki kararlılığı ve Fon ile anlaşmaya varmış olması aynı zamanda özel finansman kredi kaynaklarına da erişebilmeyi kolaylaştırıcı yönde etki yapmaktadır. Burada ülke için önemli olan IMF'den sağlanan fonların miktarından çok Fon'la bir anlaşmaya varmış olmasıdır. Böyle bir anlaşma, ülkenin içinde bulunduğu sorunları çözmek için niyetli olduğunu ve IMF'nin de bu niyeti samimi bulduğunu göstermektedir. Böylece ülke özel piyasalardan da borçlanma imkânına kavuşmakta ve bu borçlanmanın maliyeti nispi olarak daha düşük olmaktadır. Bu bağlamda IMF'nin uluslararası bir derecelendirme kuruluşu rolünü üstlendiği ifade edilebilmektedir(Özkaya, 2009: 106).

1970'lerin ilk yarısında petrol fiyatlarının hızla artmasına neden olan eğilimler, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelere etkili olmuş ve dünya ticaretinin gelişme hızını yavaşlatmıştır. Gelişmiş ülkelerin ekonomik büyüme oranları petrolü olmayan gelişmekte olan ülkelerin ekonomisi üzerinde kısıtlayıcı olması nedeniyle finansal piyasalarda güven oluşturmak için ülke hükümetleri, merkez bankaları ve ticari bankalar arasında uyumlaştırma görevi IMF'ye düşmüştür.

1973-1974 yıllarında yaşanan petrol şokları nedeni ile seyredilen stagflasyondan daha az etkilenmek isteyen gelişmiş ülkeler sanayi ürün fiyatlarını yükseltmiş, gelişmekte olan ülkelere ise büyük dış ticaret açıkları

oluşturmuştur. Bu ülkeler ise sıklıkla devalüasyonlar yapmış, IMF'den kredi talep etmeye başlamıştır. İşte bu durum Fon'un uluslar arası para sistemindeki yerini ve önemini artırmıştır. Diğer taraftan seksenli yıllardan önce IMF ülkelere istikrar paketleri sunmuştur. IMF'nin ilgili ülke hükümeti tarafından hazırlanan paketi yeterli görmesinden sonra stand-by anlaşması imzalanmakta, böylece istikrar politikası uygulanırken IMF'nin mali desteği gelmektedir. IMF bu programları ekonomideki dengesizlikleri gidermek amacıyla 1974 yılında "Uzatılmış Fon Kolaylığı"nı (Extended Fund Facility) getirmiştir(Sönmez, 2005: 327). IMF tarafından 1971-79 kesitinde imzalanan stand-by anlaşmalarının sayısı ortalama 16'ya düşmüştür. Bunun ana nedeni yetmişli yıllarda, özellikle seksenli yılların başlarında ağır borçlu konumuna sahip olan yeni sanayileşen ülkelerin düşük faiz, hatta zaman zaman negatif reel faizle ticari bankalardan yeterli tutarda kredi sağlama olanağı bulmalarıdır.

1980'lerde yaşanan uluslararası borç krizi Fon'un rolünün değişmesine sebep olmuştur. Bu kriz sürecinde IMF, ülke programları hazırlayarak kriz yönetiminde etkin bir rol üstlenmiştir. IMF, kapitalizmin düzenleyicisi rolünü üstlenerek dış borç konusunda yeni düzenlemelere girişmiştir. Ancak bu hızlı borçlanma 1982'de patlak veren dış borç krizi ile sona ermiş ve istikrar paketleri art arda açılmaya başlanmıştır. Nitekim 1981-84 kesitinde yılda ortalama 38 stand-by anlaşması ve genişletilmiş anlaşma yapılmıştır. Yukarıdaki saptamalar seksenli yıllara dek IMF'nin esas olarak kısa vadeli geleneksel talep kısıcı makro ekonomik düzenlemelere ağırlık verdiğini işaret etmektedir. Yani koşulluluk kuralına uygun istikrar programları uygulamaya konulmuştur. Buna karşın orta ve uzun vadede ekonomik büyümeyi hızlandıracak, arzı artıracak mikro ekonomik çözümler, bir başka deyişle, yapısal uyarlama üzerinde yeterince durulmamıştır(Sönmez, 2005: 331).

## 2.5. 1990-2000'Lİ YILLARDA IMF UYGULAMALARI

1990'lara gelindiğinde IMF'nin temel program hedefi serbest ticaret, ödemeler sistemi bağlamında orta vadede sürdürülebilir ödemeler dengesi sağlamak şeklinde ifade edilmiştir. ESAF (Genişletilmiş Yapısal Uyum Kolaylığı: Enhance Structural Adjustment Facility) programları söz konusu olduğunda hedef birinci amaç olarak ekonomik büyümeyi hızlandırmak şeklinde belirlenmiştir. 1980'lerdeki Latin Amerika ve 1990'ların sonundaki Asya krizi Fonun işlevlerinin bir kere daha sorgulanmasına vesile olmuştur. Doğu Asya Krizi sürecinde IMF, ilk kez hem istikrar programı uygulayan ülkeler hem de borç veren ülkeler tarafından eleştirilmiştir. Bu eleştirileri dikkate alan Fon, bu süreçte daha önce önerdiği reçetelerden farklı olarak sorunlu ülkelere makroekonomik tedbirlerden ziyade bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve sistemin denetlenmesi konularını öne çıkarmıştır. Dolayısıyla bağımsız ülkelerin iç işleriyle Fon'un istikrar programları ilk kez iç içe geçmektedir. Bunun yanında, zamanla küresel ekonomideki değişimlere ve krizlere bağlı olarak IMF'nin faaliyetlerinin alanı genişlemiştir. 1990'lar boyunca, uluslararası finansal sermaye hareketlerinin birkaç ülke dışında uygulamada engellenmediği yeni durumda, Fon finansal liberalizasyonun gerekçelerini savunmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye dolaşımının serbestliğini teşvik etmek amacıyla, finansal işlemler ve dövizdeki mevcut kısıtlama ve kontrollerin kaldırılmasını desteklemiştir.

1990'lı yıllarda Sovyetler Birliği'nin yıkılması, Fon'a yeni görev alanları açarak Fon'un rolünün makroekonomik istikrarın sağlanması, döviz kuru rejimleri ve ödemeler bilançosu açıklarının finanse edilmesinin çok ötesine geçmesini sağlamıştır. Bu dönemde IMF, neo-liberal iktisat politikalarının savunuculuğuna soyunmuştur. Söz konusu politika önerileri, öncelikle hukuk sisteminin işlemesi, mülkiyet hakları gibi piyasaların sağlıklı çalışması için gerekli altyapı düzenlemelerinin yapılmasını içermektedir. Bu yapısal değişiklikler ile birlikte Fon, her yapısal sorunu ekonominin genel performansını dolayısıyla devlet bütçesi veya dış ticaret açığını

etkileyebileceği düşüncesiyle kendi sorumluluk alanında görmeye başlamıştır(Özkaya, 2009: 107-108).

1990'ların sonlarına doğru Fon'un etki alanı doruklarındaydı. 1997-98 Asya'da başlayan ve 1998-99 yıllarında Rusya ve Brezilya'ya yayılan krizler IMF'ye küresel rol anlamında alternatifsiz olma fırsatını vermiştir. İlk silah olarak da Yoksulluğu Azaltma ve Büyüme Hesabı (Poverty Reduction and Growth PGRF) kullanılmış ve esas büyüme bununla yaşanmıştır. Ancak o zamanki kriz döneminde kendisinden borç alan ülkeler birkaç yıl sonra IMF'ye olan borçlarını kapatmıştır. 2003 yılında Tayland, 2004 yılında Rusya 3,3 milyar dolar, 2005 ve 2006 yıllarında sırası ile Arjantin (15,5 milyar dolar) ve Brezilya (9,8 milyar dolar) IMF'ye olan borçlarını kapatmıştır. Üçüncü büyük borçlu olan Pakistan Fon'a olan bağımlılığını keseceğini, dördüncü büyük borçlu olan Ukrayna da başka hiçbir destek istemediğini ifade etmiş ve Sırbistan aynı mali yıl içerisinde borçluluğunu artırmayacağını ifade etmiştir. Bu durumlar göz önünde bulundurulduğunda bu 6 ülkeye uygulanan Stand-by anlaşmaları 1975 yılından bu yana görülen en düşük sayılarla ifade edilmekteydi (Kapur, Webb, 2006:3-4)

### **2.5.1. IMF ve Son Ödünç Verme Mercii Olma Rolü**

Ülkelerin içindeki merkez bankaları son kredi mercii olarak hareket eder ve ödeme gücü olan ama likidi olmayan yani özvarlığı pozitif olan ancak fonu başka bir yerden temin edemeyen bankalara kredi verir. 1999 yılında IMF Başkan Yardımcısı Stanley Fischer konuşmasında “ IMF'nin rolünün genişletilerek Kredi İçin Son Çare olması gerektiğini” vurgulamıştır. Bu sebeple IMF bu tarihten itibaren ülkeler için son çare rolünü üstlenecektir. Stiglitz aynı kitabında IMF'den borç almanın avantajları olduğunu belirtmektedir. Çünkü çoğu zaman IMF, sermaye piyasaları kredi sağlamayı reddettiğinde borç verir. Aynı zamanda ülke, IMF'den ucuz para karşılığında aldığını pahalıya öder. Eğer ulusal ekonomi bozulursa ve borçlar

ödenemiyorsa, kredi verenler arasında IMF öncelikli olarak tercih edilir(Stiglitz, 2006: 232).

1970'ler ve 1980'ler boyunca IMF'nin kendine biçtiği rol, sayıları 188'e ulaşan üye ülkelere öneri ve enformasyon sunmaktır. Bununla birlikte, 1990'ların ortalarından itibaren IMF'ye yeni bir rol kazanmıştır. Çünkü Meksika'ya yaşadığı kriz nedeni ile son borç veren mercii olarak 50 milyar dolarlık bir kredi vermiş olan IMF'nin bu hareketten sonra son ödünç veren mercii olarak görülmesinin yolunu açmıştır. Bugün IMF'nin son ödünç verici olarak kabiliyetinin temel engeli sınırlı kaynaklara sahip olmasıdır. Söz konusu kaynaklar, aynı anda ödünç almak isteyecek birkaç orta boy ekonominin ihtiyacını karşılayacak kadar geniş değildir. Merkez bankalarının likidite krizini önleyecek şekilde piyasaya fon sağlamalarına benzer biçimde IMF likidite krizi çıkmadan ülkelere ödünç verebilmelidir.

IMF kuruluşundan itibaren büyük ölçüde uluslararası bir merkez bankası olma yönünde gelişmiştir. Uluslararası ekonomik düzende ulaştığı konum özellikle şartlılık çerçevesinde elde ettiği otorite ödünç verme ve SDR dağıtım faaliyetleri yoluyla rezerv oluşturma kabiliyeti bu bağlamda önemle üzerinde durulması gereken bir noktadır. 1970'lerin ortasından itibaren IMF ödünç verme faaliyetlerini, tek tek ülke problemi görmek yerine küresel bir sorun olarak algılamaya başlamıştır(Cooper, 1987: 245-257). Bir başka yazara göre ise IMF merkez bankası gibi davranabilme, yüksek miktarda parasal destek yaratabilme yeteneğinden yoksun olduğu için dünyadaki son borç verici mercii konumunda olması imkansız olarak görülmektedir. Bu duruma sebep olan diğer bir neden ise IMF'nin bağımsız yetkilere sahip olmaması, karar alma, kaynak verme gibi durumlarda yönetim kuruluna danışması ve birlikte karar alması gerekliliğinin bulunmasıdır. Diğer taraftan IMF, üye ülkelerin muvaffakiyeti olmadığı sürece SDR (special drawing rights) yaratma ve ödünç alma faaliyetlerinde bulunamamaktadır.

IMF'nin uluslararası düzeyde bir son ödünç verme mercii işlevini etkin bir şekilde üstlenebilmesi için, kaynak yapısının sağlam temellere oturtulmuş olması ve hangi durumda ne tür işlem yapacağının açıklığa kavuşturulması; karar alma ve uygulama prosedürünün objektif esaslara bağlanmış olması gerekmektedir. Mevcut durumda, IMF sermaye yapısında etkili olan gelişmiş ülkelerin tercihleri doğrultusunda hareket etmekte ve dolayısıyla ülkesel anlamda olaylara müdahale, bir ölçüde de olsa, muhtemel risklerin gelişmekte olan ülkeleri ne ölçüde etkileyeceğine göre şekillenmektedir. Bu durum, IMF'ye üye ülkeler arasında eşitlikler yaratmaktadır. Bu yüzden, uluslar arası düzeyde son ödünç verme mercii işlevini görmek üzere oluşturulacak kurumun ya da bu rolü üstlenecekse IMF'nin gerekli sermaye yapısına kavuşturularak, küresel ekonomik sistemin izlenmesi ve muhtemel krizlerin yönetimleri konusundaki ilkelerinin net bir şekilde ortaya konulması gerekmektedir(Özkaya, 2009: 110).

## **2.6. IMF PROGRAMLARININ ETKİLERİ ÜZERİNE GENEL BİR BAKIŞ**

IMF 1960'lı yıllardan itibaren, enflasyon sorunu yaşayan ülkelere sabit kura dayalı istikrar politikaları uygulamalarını önermiştir. Bu politikaların sonucunda, ülkeler ödemeler dengesizlikleri, yüksek oranlı devalüasyonlar ve uluslararası rezerv kayıplarıyla karşı karşıya kalmışlardır. IMF'nin öngördüğü, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının getirdiği sonuçların genel özelliği, ilk uygulandıkları dönemde ekonomide büyüme sağlamaları ve ulusal paranın değerlenmesine yol açmaları, daha sonra ekonomide daralmaya sebep olmasıdır. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren yaşanmaya başlayan küreselleşme süreci ile birlikte IMF, liberalizasyon politikalarının ülkelerde uygulanmasında etkili olmuştur. Küreselleşme ile finansal entegrasyon süreci başlamış ancak bu süreç beraberinde bir çok finansal kriz getirmiştir. Yaşanılan bu krizler, uygulanan iktisat politikalarıyla kriz teorilerinin etkinliğinin sorgulanmasını gerektirmiştir.

1997 yılında mali bir kriz olarak nitelendirilen Asya Krizi yaşanmıştır. Bu krizin nedenleri; 1990'larda IMF'nin desteklediği finansal sektör liberalizasyonunun, Güneydoğu Asya Ülkeleri'ni, aşırı küresel sermaye birikimiyle karşı karşıya bırakması ve buna bağlı olarak yaşanan gelişmeler şeklinde açıklanmaktadır. Bu dönemde yatırımcıların yeterli bilgiye sahip olmamaları sonucu aldıkları yanlış yatırım kararları, ülkelerin sermaye kaçışları, para devalüasyonları ve borçlanma oranındaki artışlarla yüzleşmesine yol açmıştır.

IMF'nin bu krizde eleştirildiği en önemli nokta; daha önce serbest piyasa ekonomik sistemine ilişkin tecrübesi olmayan ülkelere, ekonomik büyümeyi sağlamak adına ani bir şekilde neoliberal politikalar uygulamalarını önermiş olmasıdır. Ayrıca politikalar uygulamaya konulduktan sonra da ülkelerin ekonomik performanslarının gayet iyi olduğunu ifade etmesi ve hemen arkasından ülkelerin yüzleştiği kriz dikkat çekmiştir. Bu durum IMF'nin krizi önceden tahmin edemediğinin ve ülkeleri yanlış yönlendirdiğinin düşünülmesine yol açmıştır. Yine IMF'nin bu krizde eleştirildiği diğer bir nokta da; ülkelere, ülkelerin ekonomik ve sosyal durumlarını göz önünde bulundurmadan tek tip politika önermesidir. Ancak IMF kendisine yöneltilen bu eleştirilere rağmen kriz sürecinde aktif bir şekilde rol almıştır(Güzel, 2008: 61–64).

IMF, özellikle sık sık ödemeler dengesi problemi ile karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkelere sağladığı kredilerle dünya ekonomisinde önemli bir yer tutmaktadır. IMF ekonomik sıkıntıya giren üye ülkelere, belirli şartları yerine getirmek koşuluyla, genellikle stand by düzenlemesi kapsamında mali kaynak sağlamaktadır. IMF, 1952–1999 yıllarını kapsayan dönemde toplam 760 tane stand by anlaşması düzenlemiştir. Bu düzenlemelerin ülke gruplarına göre dağılımı ise şu şekildedir: 284'ü Latin Amerika Ülkeleri, 101'i Asya Ülkeleri, 33'ü Orta Doğu Ülkeleri, 229'u Afrika Ülkeleri ve 113'ü diğer ülkelerden oluşmaktadır. Öte yandan IMF'nin 1999-2007 yılları arasında imzalamış olduğu stand by anlaşmaları yer almaktadır. Buna göre IMF ile

1999–2007 yılları arasında ise toplam 64 adet stand by düzenlemesi imzalanmıştır. Yapılan stand by düzenlemelerinin sayıları 1999 yılından itibaren giderek azalmış ve son olarak 2007 yılına gelindiğinde ise yalnızca üç ülke ile stand by düzenlemesine gidilmiştir(Hayaloğlu, Artran, 2011: 137).

2004 yılından itibaren dünya ekonomisindeki olumlu koşullar sonucu birçok ülke IMF'ye olan borçlarını ödemeye başlamış ve sonuç olarak Fon'a duyulan ihtiyaç büyük ölçüde azalmışken, 2008 yılından itibaren IMF'ye olan borçlar tekrar artışa geçmiştir. Üye ülkelerin IMF'ye olan ödenmemiş borç miktarları (IMF'nin alacak stoku) 1990-2003 yılları arasında (2001 yılı hariç) sürekli olarak artmış, borç miktarı 2003 yılında 71,9 milyar SDR ile en yüksek değerini almıştır. 2003 yılından sonra, IMF ile yapılan stand by düzenlemelerindeki azalışlar ve bazı ülkelerin IMF'ye olan borçlarını erken ödemeleri nedeniyle Fon'a olan borç miktarı azalmıştır. 1984-2010 yılları arasında 9.8 milyar SDR ile 2007 yılında en düşük borç miktarı oluşmuştur. Krizin etkilerini göstermeye başladığı 2008 yılından itibaren ise, IMF ile imzalanan stand by düzenlemelerinin sayısının artmasına bağlı olarak IMF'ye olan ödenmemiş borç miktarları tekrar artış göstermeye başlamıştır. Kriz öncesi IMF kredilerine olan talebin azalması, diğer yandan Fon'un bütçesinin zayıflamasına da yol açmıştır. IMF üye ülkelere verdiği borçlar karşılığında faiz geliri elde ettiği için, IMF kredilerine olan talebin azalması Fon'un gelir kaynaklarını azaltmış ve bütçesinin 2007 yılında açık vermesine yol açmıştır. Bu gelişmeler sonucunda; IMF küçülme kararı almış ve bütçesini kısma yoluna gitmiştir.

## **2.7. IMF'NİN 1997–98 DOĞU ASYA KRİZLERİNDEKİ ROLÜNE İLİŞKİN ELEŞTİRİLER**

1997 yılında yaşanmaya başlanan Asya Krizi'nin Büyük Buhrandan sonra yaşanacak en büyük ekonomik krizin olacağını kimse tahmin edememiştir. Bugüne kadar yaşanan ulusal ve uluslararası krizlerde, IMF'nin

ülkelere sunduğu ve uygulanmasını istediği politikalar, hep tek boyutlu olarak kalmıştır. Ülkeler arasında mevcut çeşitli farklılıklar dikkate alınmadan, tek tip bir istikrar paketi, hem Türkiye için, hem Latin Amerika ülkeleri için, hem Rusya, hem de Güney ve Doğu Asya ülkeleri için kullanılmaya zorlanmıştır. Bu politikalar, ülkelerde ahlaki tehlikeyi beraberinde getirmiştir. 1997 'de başlayan Asya krizi sırasında IMF'nin tutumu ve kredi politikası, ülkeleri ve özel kesimi daha fazla risk almaya teşvik etmiştir. Bu da, mali disiplinsizliğe neden olmuştur(Özbilen, t.y: 2).

Asya krizinde IMF, bu ülkelerin yüksek tasarruf oranlarına bakmadan ilave sermayeye ihtiyaç duymadıklarını görmezden gelip, bu ülkeleri sermaye hesaplarını liberalize etmeye zorlaması krizin çıkmasına gösterilen bir sebeptir. Bu sebep beraberinde düşük büyüme oranlarını ve gelişmekte olan ülkelere yüklenen çok büyük riskleri de getirmiştir. IMF tarafından öngörülen ilk paketler hedeflerine ulaşamamış, bu nedenle de Endonezya, Güney Kore ve Tayland ile yeniden iyi niyet mektupları imzalanmak zorunda kalınmıştır. IMF, bu başarısızlıkları kabul etmemiş, suçu, siyasi belirsizlik, uygulamadaki tutarsızlık gibi polemiklere yüklemiştir. Her zaman olduğu gibi, krize giren ülkelerde, kredi kabiliyetini yitiren bankaların kapatılmasını şart koşmuştur. Bu da, yatırımlardaki gerilemeden kaynaklanan sıkıntıları artırmıştır. Kredi tavanı ve yüksek reel faiz oranı uygulamasını önermiştir. Bu iki unsur, krize giren ülkelerde, krizin şiddetini artırmıştır.

IMF'nin hatalı olarak kabul edildiği bir diğer nokta ise bu çıktılara rağmen hala politikalarını dayatmasıdır. Bu kriz süresince zorla kabul ettirilen IMF politikaları durumu iyice kötüleştirmiştir. IMF'nin bu tür krizleri önlemek için kurulduğu düşünülürse, yaşadığı başarısızlığın neticesinde IMF rolünün ciddi anlamda gözden geçirilmesine yönelik bir ihtiyaç hasıl olmuştur. Bazı ülkeler, özellikle de ABD IMF'nin bu tür başarısızlıkların ortaya çıkmasında rolü olduğunu düşünmüştür. Krizden önce Doğu Asya Mucizesi olarak adlandırılan yükselen ekonomilerin bu blokta olduğu göz önünde bulundurulduğunda, 1997-98 yıllarında patlak veren krizi anlamak

zorlaştırmıştır. Kriz Güney Kore, Tayland, Brezilya, Endonezya gibi ülkeleri etkilemiştir. Krizden etkilenen ancak IMF politikalarından kendisini uzak tutmayı başaran tek ülke Malezya olmuştur.

IMF Doğu Asya krizinde toplam 95 milyar dolarlık bir kurtarma paketi hazırlamıştır. IMF bu paketi hazırlarken piyasaların yeterince para olduğuna inanmasını istemekteydi. Çünkü böyle bir durumda insanlar dövizle saldırmayacak ve güven yeniden sağlanacaktı(Stiglitz, 2006: 117). IMF sunduğu paketteki parayla birlikte bir takım şartları da birleştirmiştir. Bu şartlar daha yüksek faiz oranları ile devlet harcamalarında kısıntı ve vergilerdeki artışları içermekle birlikte aynı zamanda yapısal reformları da içermekteydi. Yapısal reformlardan kasıt ülkenin problemlerinin nedeni olduğuna inanılan ekonomik yapıda yapılacak değişikliklerdir. IMF bunların yanı sıra ülkelerde şeffaflığın artırılması, finans piyasalarındaki yasal düzenlemelerin geliştirilmesi gibi politik bir takım değişikliklerin yapılmasına, bankaların kapatılmasına da sebebiyet vermiştir. Piyasadaki güveni yeniden sağlamak amacıyla Tayland, Endonezya ve Güney Kore'ye, zayıf mali kuruluşların kapatılmasının telkin edilmesi, ters etki yaratmış ve iyi durumda olan ve iyi yönetilen kuruluşlardan da kitlesel çekilmelere neden olmuş, bu durumun programların bütünü ile başarısızlığa uğramasını kolaylaştırmıştır.

Kriz devam ederken işsizlik Asya ülkelerinde tırmanışa geçmiş, GSYİH (Gayri Safi Yurt İçi Hasıla) düşmüş, bankalar kapanmıştır. İşsizlik oranı Kore'de dört katına, Tayland'da üç katına, Endonezya'da on katına çıkmıştır. Programın başarısızlığı krizden sonra üç yılın sonunda bile kendini göstermekteydi. Öyle ki krizden 3 yıl sonra Endonezya'da GSYİH kriz öncesine göre %7,5, Tayland'da %2,5 daha düşük düzeylerde olmuştur(Stiglitz, 2006: 119).

Asya krizi ilgili ülkelerde birçok kötü sonuca sebep olurken, IMF'nin önerdiği politik değişiklikler bir takım avantajlar da sağlamıştır. Örneğin krizden sonra iyileştirilen kurumsal yönetim ve muhasebe standartları bu

lkeleri yükselen piyasalar sıralamasında zirveye çıkarmıştır. Tayland'da oluşturulan yeni anayasa daha çok demokrasi vaat etmiş, uluslar arası mali kurumların şeffaflığının kesinlikle ötesinde bir şeffaflık vaadinde bulunmuştur. Ancak sonuç olarak IMF'nin bu krize olan yaklaşımı Asya lkelerindeki özel ve kamu sektörüne yüksek borçları miras bırakmış, yaşam standartlarının artış hızı yavaşlamıştır.

Yaşanan Asya krizinde IMF'nin temel eleştiri noktası olarak aktarılabilecek nokta; makro ekonomik göstergeleri izlemedeki başarısızlığı olarak gösterilmektedir. Asya krizinin yaşandığı dönemde, IMF'nin, krizin gelişini önceden göremediği, ya da erken uyarı sistemi sayesinde grmuştr de görmezlikten gelmiştir, düşüncesi yaygındır. Ancak, IMF uzmanlarının Tayland'da patlak veren krizin boyutlarını ve hızla yayılmasındaki gerçek nedenleri göremedikleri bir gerçektir. Aralık 1997'de World Economic Outlook'un ekinde, IMF'nin ekonomi uzmanları, krizdeki Güneydoğu Asya lkelerinin içinde bulunduğu mali güçlüklerin şiddet ve boyutunu önceden tahmin edememişlerdir. Üstelik, başkan Comdesus, 10 Mart 1997'de "Krizin ilerlemesi için bir neden görmediğini" ifade edebilmiştir. Hatta IMF, 1997 Yıllık Raporunda, "Güney Kore'nin mali alandaki performansının arzu edilen düzeyde olduğunu belirtirken, Tayland'ın makro ekonomik politikasının sağlıklı olduğunu ileri srmuştr. Endonezya ise, tasarruf ve yatırım oranları ile piyasalarda aılma gerçekleştirmeye yönelik politikaları ile övgü almıştır. Bu durum, göz göre göre gelen krizin görmezlikten gelindiğine dair kuşkular yaratmaktadır(zbilen, t.y:4).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNDE IMF'NİN ROLÜ

#### 3.1. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE IMF'YE ETKİSİ

Yaşanan son krizde, yine uluslararası kuruluşların küresel ekonomiyi iyi bir şekilde yönetip yönetmediği ile ilgili bazı soruların akla gelmesine neden olmuştur. 10 yıl öncesine kadar piyasa liberalizasyonuna yönelik politikalar ön plandayken, günümüzde serbest piyasalar çökmüş durumdadır. Finansal krizlerin temelinde başıboş piyasaların yattığı düşüncesi yaygındır. 2008 krizinin de kapitalizmin finansallaşma sürecinin doğrudan bir ürünü olduğu düşünülmektedir. IMF'nin de doğrudan olmasa bile dolaylı yollardan 2008 krizini tetiklediği düşünülmektedir.

IMF gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin genel makroekonomik değişkenleri (GSYİH, enflasyon oranları gibi) konusunda tahminlerde bulunmaktadır. Bu, IMF'nin çok taraflı gözetim aktivitesi olarak adlandırılmaktadır. Yatırımcılar yatırımlarını gerçekleştirirken ülke değerlendirmelerini IMF'nin bu aktivitesi sonucu oluşturduğu verilere dayanarak yaparlar. Bu sebeple de IMF tahminlerinin tarafsız ve etkin olması gerekir. IMF'nin finansal kaynaklarını, üye ülkeler tarafından koyulan kotalar oluşturmaktadır. Bu kotalar, ülkelerin alınacak olan kararlarda oy gücünü ve aynı zamanda dünya ekonomisindeki yerlerini de belirlediğinden önemli bir yere sahiptir. IMF'nin bu anlamda en güçlü beş üyesi; ABD, Japonya, Almanya, Fransa ve İngiltere'dir. Bu ülkelerin IMF'nin önemli kararlarını veto etme hakkı vardır. Kuruluş, güçlü ülkelerin lehine olacak şekilde iyimser ya da kötümser tahminlerde bulunabilmektedir. Makroekonomik göstergelerle ilgili yanlış bir tahmin krizi hızlandırmaktadır.

Dikkat çeken diğer bir nokta da; ekonomik istikrar risk altında iken kuruluşun tahminlerinin çok daha iyimser olmasıdır. 2008 krizinden önce küreselleşme süreciyle beraber ekonomide istikrarın sağlanması, özelleştirmelerin yapılması, serbestleşme gibi kurallar çerçevesinde uygulanan politikalar merkezden çevreye tek yönlü olarak iletildiği için demokratik olmama yönünden eleştirilmiştir. Bu sistemde daha çok İkinci Dünya Savaşı'nda galip gelen gelişmiş ülkelerin çıkarları doğrultusunda hareket edilmiştir. Kuruluşun finansman biçimi ve bunu yansıtan oy hakları, gelişmiş ülkelerdeki ekonomik dengesizlikler karşısında etkisiz kalmasına yol açmıştır. G-7 ülkelerinin 1980 yılında dünya üretiminden aldığı payın % 76 düzeyinde gerçekleşip 2008 yılında % 68'e inmiş olması, dünya ekonomisinde G-20 ülkelerinin önemini arttırmıştır. Bu doğrultuda IMF için oy dağılımı gelişmekte olan ülkeler lehine değişmektedir. Kurumların karar alma süreçleri tam anlamıyla demokratikleşmedikçe ve gelişmiş ülkelere bağımsızlaşmadıkça kriz konusunda kökten çözümlerin üretilmesi mümkün olmayacaktır.

Birçok ekonomiste göre 2008 krizi önceden tahmin edilebilirdi. 2007 yılının ortalarına kadar ekonomideki riskler, volatilitenin ve faizlerin her zamankinden düşük, kaldıraçlamanın ise yüksek olmasına rağmen göz ardı edilmiştir. Çünkü son yıllarda ABD'de finansal ürünlerde yaşanan hızlı gelişmeye bağlı olarak ekonomik genişleme söz konusu olmuştur. Bu dönemde IMF yüksek büyüme hızını ön plana aldığı için riskli varlıkları desteklemeye devam etmiştir. Son otuz yıldır IMF'nin ekonomik bunalımlar karşısında kısmen başarılı olduğu düşünülmekle beraber, üç önemli problemin varlığından söz edilebilir. Birincisi, IMF'nin finansal desteği doğrultusunda ülkeler tarafından uygulanan ekonomik uyum programları politik açıdan tartışmalıdır. İkincisi IMF'nin küresel gözetim ve denetim sistemi yetersiz kalmaktadır. Ve üçüncüsü; IMF özellikle ABD ve Avrupa Ülkeleri gibi endüstrileşmiş ülkeler tarafından yönlendirilmektedir. Bu da değişen dünyada kuruluşun gücünü azaltmaktadır(Güzel, 2008: 63-64).

Yukarıda sayılan nedenlerden ötürü kriz bir anlamda IMF’de reform yapma zorunluluğuna sebep olmuştur. Bu durum kriz sonrası finans sisteminin yeniden şekillendirilmesinde IMF’nin oynayacağı rolün de güçlenmesine sebep olacaktır. Bu etki sayesinde IMF kriz sonrasında dünya ekonomisini yeniden şekillendirmek ve gelecekte krizlerin meydana gelmesini önlemek amacıyla, hükümetlerle ve diğer uluslararası kuruluşlarla işbirliği içerisinde çalışmaya başlamış, risk analizlerini pek çok ülkenin durumunu göz önünde bulunduracak şekilde genişleterek özellikle Finansal İstikrar Kurulu ile ortak bir erken uyarı sisteminin hazırlanması ve Finansal Sektör Değerlendirme Programlarının yeniden düzenlenmesi yoluyla reel sektörle finans sektörü arasındaki bağlantıları ve dış istikrarı gözden geçirmeye yönelik çalışmalar yapmıştır. Ayrıca ülkelerin gözetimi ile ilgili konularda daha etkili çalışmalar yapılması, adil, şeffaf ve tarafsız bir uygulama açısından önem taşıması nedeni ile pazarların küresel bir bakış açısıyla düzenlenmesi ve denetlenmesi konusunda yeni fikirler üretilmesini sağlayacak tavsiyelerde bulunmuştur(IMF, 2012: 5)

### **3.2. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ İLE BİRLİKTE IMF’DE REFORM YAPMA GEREKLİLİĞİNİN ORTAYA ÇIKIŞI**

IMF, küresel ekonomiyi yönlendiren bir kuruluştur. IMF’nin dünyada yaşanan küreselleşme süreciyle birlikte geçirdiği evrim istenilen düzeyde gerçekleşmemiştir. Son yıllarda da, bazı kesimler tarafından Kuruluş’un küresel ekonomide ve finansal sistemde ülkelere yardımcı olma konusundaki rolünün azaltılması gerektiği savunulmuştur. IMF’nin reforma ihtiyaç duyduğuna dair yaygın bir inanış ekonomik düzende Asya Krizlerinden sonra var olmuştur. Bunu düşünen kişilere göre bu reform kapsamında IMF’nin gözetim görevini bırakarak rolünün yönünü borç yönetimi ve acil borç vermeye doğru çevirmesi gerektiğini vurgulamaktadır(Kapur, Webb, 2006: 4).

Sadece finansal krizlerin önlenmesinde değil finansal piyasaların geliştirilmesinde de çok önemli bir fonksiyon taşıyan IMF'nin; son dönemlerde ortaya çıkan küresel boyutlu finansal krizlerde dört ana başlıkta ciddi politika yanlışlıkları yaptığına yönelik iddialar ve eleştiriler oldukça yaygındır. Bu görüşlerden biri de Miranda Xafa'ya aittir. Xafa'ya göre krizin ana sebeplerinden biri IMF'nin gözetim düzenlemelerini yeteri kadar yerine getirmemesi, denetleyici ve düzenleyici rolündeki yetersizliklerinden dolayı ortaya çıkan sistemik riskin artmasıdır. Küresel finans krizi Fon'nun mevcut çalışma şartlarını finansal istikrarı değerlendirmesi ve gelişmiş ülkeleri küresel anlamda erkenden uyarabilmek için yeteneklerini sağlamlaştırmasına ihtiyaç duyulduğunu göstermiştir. Çünkü bu krizin küresel etkileri bir yayılma etkisi ile diğer ülkelere sirayet edecek, bu ülkelerde makroekonomik anlamda etkiler gösterecektir(Xafa, 2010: 476).

Bu konuya ilişkin eleştiriler şöyle toplulaştırılabilmektedir:

- IMF politikalarının ekonomik sonuçları fazlasıyla olumsuzdur. Özellikle Asya Krizi'nde IMF muhtemelen faydadan çok zarar vermiş, geçiş ekonomilerine yönelik programlarda ve Arjantin'de de olumlu sonuçlar alınamamıştır.
- IMF reformlarının esas unsurlarından birisinin “şeffaflık” olmasına rağmen, IMF'nin işleyiş yapısında şeffaflık önemli bir eksiklik olarak nitelendirilmektedir. Karar verme süreci karmaşık ve belirsiz olan IMF, “gizli kurum” olarak da adlandırılmaktadır.
- IMF politikaları üzerinde borç verenlerin etkinliği ve baskısı belirleyici olmaktadır.
- Şarta bağlı IMF programları aşırı sınırlamalar ortaya koymakta ve bu sınırlamalar ülkeler açısından ekonomik krizleri tetikleyici unsurlar haline dönüşmektedir(Taşar, 2009: 139).

2008 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkmasına bir yıla kala IMF'nin finansal piyasalardaki rolünün azaltılması konusu tartışılırken, yaşanan kriz sonucu ülkeler yine ilk olarak IMF'yi bir kurtarıcı olarak görmüş ve yardıma çağırmıştır. Kriz ortamından minimum yara ile kurtulmanın yolu IMF içerisinde gerçekleşmesinin gerekli görüldüğü reformlara bağlıdır. Finansal krizin etkilerinin ortadan kalkması için, yeni bir küresel finans sisteminin oluşturulmasına ya da yeni uluslararası kuruluşların kurulmasına ihtiyaç yoktur. Var olan kurumsal çerçevenin bazı kurallarla yeniden düzenlenmesi ve dünyada piyasa ekonomisinin etkin bir şekilde işlemesi gerekmektedir. Krize karşı uygulanacak reformlar, ekonomik istikrarın sağlanması, yenilikçiliğin geliştirilmesi gibi amaçlarla bağlantılı olmalıdır. Küresel ölçekte krizle ilgili çözüm yolları değerlendirildiğinde; kısa vadeli önlemler ancak mevcut durumu iyileştirir. IMF'nin kriz sonrası kendi içerisinde aldığı birtakım değişim kararları vardır. IMF'nin modernize edilmesiyle ilgili çalışmalar 2008 yılında yeniden yapılandırmayla hızlandırılarak 2009 yılında da devam etmiştir. Kuruluş kriz ile birlikte, hem ulusal hem de uluslararası düzeyde acil politika önlemlerinin alınmasına karar vermiştir(IMF, 2009: 2). Kuruluş bankaların yeniden sermayelendirilmesine, bilançoların temizlenmesine ve para politikası desteğinin öneminin kavranmasına yönelik çalışmalar yapmıştır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ve yeterli mali gücü olan ülkeleri bu güçlerini, talebi arttırmak için kullanmaları yönünde teşvik etmiştir(IMF, 2009: 3-4).

Kuruluş, krizin sebeplerini, kapsamını ve sonuçlarını anlamak için finansal kurumlarla işbirliği sağlanması yönünde çaba sarf etmiştir ve özellikle Finansal İstikrar Kurulu ile görüşmeler yaparak gelecekteki krizlerin önlenmesine yardımcı olacak dört alan belirlemiştir. Daha iyi düzenleme, daha iyi gözetim, daha iyi finansman düzenlemeleri ve daha iyi uluslararası işbirliği ile krizlerin önlenebileceği düşünülmektedir(IMF, 2009: 6). 2008 yılı başında başlayan ve 2009 yılında devam eden yeniden yapılandırmaya ilişkin reformlar IMF'yi daha iyi odaklanmış bir kurum haline getirmeye yöneliktir(Güzel, 2008: 66).

IMF'ye yönelik olarak her bir finansal krizden sonra yaygınlaşan bu eleştirilerin aslında gerekli reformların yönü ve boyutlarına ilişkin belirli bir çerçeveyi de oluşturması mümkün olabilmektedir. IMF'ye yönelik reform önerileri genel olarak beş ana eksen etrafında toplanmıştır. Bu hususlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Birinci eksen IMF'nin geleneksel fonksiyonlarını içermekte ve ödemeler dengesine yönelik yardımların sınırlandırılması, yoksullukla mücadele ve kalkınma programları çerçevesindeki müdahalelerin azaltılmasını hedefleyen esasları benimsemektedir.
- İkinci eksen IMF'nin "veri toplama" görevi yer almaktadır. IMF politikalarında ortaya çıkan hataların öncelikle ulaşılabilir tahmin modellerinin güvenilir olmaması nedeniyle finansal krizlerin öngörülememesinden kaynaklandığı ifade edilebilir. Diğer taraftan IMF'nin bir ülkede ortaya çıkan finansal krize ilişkin gelişmeleri ve verileri kamuoyuna aktarması, küresel ölçekte bütün piyasalarda panik oluşumuna zemin hazırlayabilmektedir. Dolayısıyla IMF'nin finansal krizlere yönelik erken uyarı sistemleri riskli bir strateji olarak belirginleşmekte, finansal gelişmelere ilişkin bilgi akışının daha iyi olması gerekli görülse de yeterli ve başarılı olabilmesi, dikkat gerektirmektedir. Bu anlamda gerçekleştirilecek reformlar; IMF'nin liderlik fonksiyonunu güçlendirecek, piyasa işleyişine ve "şeffaflık" ilkesine etkinlik kazandıracak ve son olarak da diğer regülasyon birimlerine önemli katkılar sağlayacaktır.
- Üçüncü ana eksen ise, IMF'nin ülkelere politik tavsiye ve önerilerini içeren sorumluluk alanıdır. IMF'nin, ülke hükümetlerine karar verme süreçlerinde tavsiyelerde bulunarak ekonomi politikalarına teknik destek sağlaması, küresel ekonominin eğilimlerini belirleme noktasında önem taşımaktadır.
- Belirli bir ağırlığa sahip ülkelerin IMF politikalarındaki belirleyici olma ayrıcalıkları, programlara yönelik toplumsal sahiplenme

açısından sorun yaratmaktadır. Bu nedenle reformların yapılmasının gerekli olduğu dördüncü eksen Fon politikalarının ve etkinliğinin resmi birimler ya da belirli ülke hükümetleri tarafından istismar edilmesinin önlenmesi olarak ortaya konulmaktadır.

- IMF'nin en önemli fonksiyonlarından biri olan son borç verici mercii olma fonksiyonuna (LOLR) normal dönemlerde sıklıkla başvurulmasa da bu fonksiyon kriz dönemlerinde likidite arzı açısından fazlasıyla önem taşımaktadır. Bu nedenle küresel finans krizi nedeni ile IMF'nin kredi kredi mekanizmalarının geliştirilmesi, doğal felaketler ve fiyat dalgalanmaları gibi şoklar karşısında özellikle düşük gelirli ülkelerin korunmasına yönelik Exogenous Shocks Facility ve Policy Support Instruments benzeri programlara ağırlık verilmesi beklenmiştir(Taşar, 2009: 140-141).

IMF'nin bir reform gereksinimlerinin olduğu noktalar yukarıdaki gibi özetlenmeye çalışılmıştır. Bütün bu reformların küreselleşme sürecinde kurumsal bir yapıya sahip olması gereken IMF'nin krizlerin öngörülmesinde ve önlenmesinde daha etkin rol üstlenmesi için gerekli olduğu açıktır.

### **3.3. 2009 YILI G-20 VE IMF-DÜNYA BANKASI TOPLANTILARININ REFORMLAR ÜZERİNE ETKİSİ**

IMF reform hareketine etki eden hususlardan ilki, G-20 toplantılarında alınan kararlar olmuştur. G-20 Toplantıları uluslararası işbirliğinin finansal sektörde ortaya çıkması ile yeni bir çalışma grubu yaratmıştır. Krizin tamamen ortaya çıktığı 2008 Eylül ayından itibaren iki ay sonra reel sektör de etkilenmeye başlamıştır. Eylül ayında ise uluslararası işbirliği, IMF ve Dünya Bankası'nın rolü daha çok tartışılmış, krizin ortaya çıkmasının ardından ilk olarak 15 Kasım 2008'de G-20 ülkeleri de finansal krize çözüm bularak reel sektörün resesyon'a (durgunluk) girmemesi için Washington'da toplanmışlardır. G-20 ülkeleri dünya üretiminin %79'unu ve dış ticaretin

%80'ini yapmaktadırlar. 60 Trilyon dolarlık dünya üretim ekonomisinin 54 Trilyon dolarını, 18 Trilyon dolarlık dünya dış ticaretinin de 15 Trilyon dolarını karşılamaktadırlar(Apak, 2008: 1).

G-20 içinde Türkiye'nin de bulunduğu 19 ülke ile Avrupa Birliği'ni bir araya getiren bir topluluktur ve 1999 yılında bir ekonomik politika forumu olarak ortaya çıkmıştır. G-20 bir örgüt değildir. ABD'deki finansal krizin dünya ölçeğinde etkisini artırması ve 15 Eylül 2008'de Lehman Brothers isimli dünyanın önde gelen finans kuruluşunun batması ile G-20'nin önemi de artmaya başlamıştır. Zira küresel finansal krizin Batılı liderlere öğrettiği belki de en önemli şey, artık dünya ekonomisinin dinamiklerini Batı'nın tek başına yönlendiremediği gerçeği olmuştur.

Dünyanın en gelişmiş sekiz ekonomisinden oluşan G-8'in var olan sorunları çözemeyeceğinin anlaşılması, küresel ekonomide yükselişe geçen gelişmekte olan ülkelerin yardımına olan ihtiyacı artırmıştır. Yani küresel ekonomik büyüme ve krizin dip noktasından hareketle yukarıya doğru çıkışta bu ülkelerin birlikte hareket etme zorunluluğu karşımıza çıkmıştır. Nitekim 24-25 Eylül 2009 tarihlerinde ABD'nin Pittsburgh kentinde yapılan G-20 liderler zirvesinde bir araya gelen liderlerin 2 gün boyunca en çok ağırlık verdiği konu son bir yıldan beri yaşanan ekonomik krizin bir daha tekrarlanmaması için atılması gereken adımlar olmuştur. Zirve'de "küresel mimarinin 21. yüzyılın ihtiyaçlarına göre reforma tabi tutulmasının gerekli olduğu" vurgulanmış, bu kapsamda G-20'nin küresel ekonomik koordinasyon ve işbirliğinde bundan sonra temel platform olacağı ilan edilmiştir. Pittsburgh Zirvesi Sonuç Bildirgesi incelendiğinde, Zira Bildirge'nin 20. ve 21. maddelerinde IMF ve Dünya Bankası'nın oy kotalarının yeniden düzenleneceği, IMF'de "en az %5", Dünya Bankası'nda "en az %3" oranında oy hakkının "aşırı temsil edilen gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere aktarılacağı" dile getirilmiştir. Küresel finans piyasalarının düzenlenmesi, kurtarma paketlerinin daha ne kadar devam etmesi gerektiği gibi konuların yanında diğer önemli tartışma maddesi G-20'nin değişen konumu olmuştur. G-20 toplantısının kapanış

konuşmasını yapan Van Giau, IMF-Dünya Bankası gibi kurumların izlediği krizle mücadele yöntemleri ile ilgili olarak yapılan saptamaları ve toplantıda alınan kararları şu şekilde sıralanmıştır:

- IMF'nin görev tanımı, küresel istikrar açısından önem taşıyan makroekonomi ve finans sektörü politikalarının tamamını kapsayacak şekilde gözden geçirilmeli,
- Esnek Kredi Hattı'nın başarısını daha da ileriye götürmek ve daha fazla sayıda ülkeye sigorta imkânı sunmak gerekli,
- G-20'nin politikaların karşılıklı olarak değerlendirilmesi sürecine IMF'nin katkıda bulunması önerisine destek vermiştir. IMF için yeni bir çok taraflı gözetim faaliyeti olacak olan bu çalışma, makro-finansal bağlantılar ve ülkeden ülkeye yayılma etkisi üzerinde yoğunlaşması sebebiyle gözetim gündemiyle uyumludur. Finansal İstikrar Kurulu ile işbirliği içinde yürütülen yeni Erken Uyarı Çalışması da aşırı dalgalanma risklerini ve kırılganlıkları, ülkeler arası bir boyutu da içermesi sebebiyle daha iyi kavramaya yardımcı olacaktır.
- Gereğinden fazla temsil edilen ülkelere gereğinden az temsil edilen ülkelere, dinamik yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler lehine en az yüzde 5 oranında kota payı aktarılacaktır.

2008 Küresel Finansal Krizi sırasında IMF, üye ülkelere yüksek miktarda krediyi daha esnek koşullarla sağlarken; G-20 ülkeleri, IMF'nin kredi verme kapasitesinin artırılması gerekliliğini bu toplantı ile net bir şekilde ortaya koymuştur. Bu bağlamda, G-20 Londra Zirvesi'nde IMF kaynaklarının artırılması yönünde karar alınmıştır. Ayrıca zirvede mutabık kalınan görüşler genel ifadelerle özetlenmek istenirse şu şekilde özetlenebilir:

“Küresel ekonomik iyileşme üye ülkelerin desteklerinin devamına ve gevşek para politikasından erken çıkılmamasına, güven ortamının

sağlanması için uzun vadeli işbirliğine ve küresel diyalogun inşa edilmesine bağlıdır. Ayrıca ülkeler, regülasyonlar geliştirilmeli ve risk yönetimi güçlendirilmeli, gelişmekte olan piyasaların rolü artırılmalı, büyümeyi desteklemek ve gelişmekte olan ülkelerde yaşam standartlarını iyileştirmek için çalışmalara devam edilmelidir. Uluslararası finansal sistemde kurulması öngörülen yeni denetim mekanizmalarının odağında ise IMF yer almalıdır”.

Kısacası Fon, Asya Krizi'nden bu yana girdiği uluslararası meşruiyet krizini atlatıp kendisini tekrardan “yeni ve güçlü” kılacak bir misyon tazelemiştir. Bu zirve ile krizden çıkış için IMF'nin gücü artırılırken IMF'ye gelecekte çıkabilecek krizler karşısında uyarma görevi de verilmiştir. IMF'nin yeni oluşturulacak “Finansal İstikrar Kurumu” ile iş birliği yaparak küresel finans sistemi için erken uyarı mekanizması geliştirilmesi öngörülmüştür. Özellikle 1997'deki Asya Krizi'nden sonra ciddi bir iç revizyon yaşayan IMF'nin yeni bir sorumluluk alanı bulduğu ve adeta küllerinden yeniden doğduğu gözlenmektedir. G-20 Zirvesi ile IMF bir kez daha küresel ekonomik sistemin merkezine yerleştirmiş olup, küresel sistemdeki krizin sorumlularından birisinin IMF olduğunu düşünürken, küresel sistemi krizden çıkarma görevi yine IMF'ye vermiştir(Durusoy, 2009: 381-382).

G-20 zirvesi küresel ekonomide yeni bir dönemin kapılarını açmıştır. Küresel finans sistemini biçimlendirecek kararların G-20 zirvesinde alınmış olması dünya ekonomi yönetimindeki değişimi gözler önüne sermiştir. Böyle bir gelişim IMF'yi uluslararası parasal sistemin kontrol mekanizması olmaktan çıkaracak şeklinde bir görüşün hakim olmaya başlamasına yol açmıştır ki İstanbul Zirvesi bu gelişimin yönünü tamamen değiştirmiştir.

Dünya Bankası ve IMF yine 2009 yılı içerisinde İstanbul'da her yıl gerçekleştirilen toplantıyı düzenleyerek bazı kararlar aldıklarını bildirmişlerdir. Alınan kararlar “İstanbul Kararları” adı altında düzenlenmiştir. Bu kararlarda IMF ve Dünya Bankası'nın çalışma biçimlerinin ve yaklaşımlarının değişmekte olduğu vurgulanmıştır(Güzel, 2008: 66).

İstanbul'da gerçekleştirilen 2009 IMF-Dünya Bankası Yıllık Toplantıları, 2008 küresel kriz sürecinde yeniden şekillenen dünyada söz konusu kuruluşların görevlerinin ve özellikle IMF'nin rolünün yeniden şekillenmesi bağlamında önem taşımaktadır. 2009 yılında İstanbul'da gerçekleştirilen toplantıda Kalkınma Komitesi ile Uluslararası Para ve Finans Komitesi'nce alınan ortak kararlar tarihe "İstanbul Kararları" olarak geçmiş olup, 2010 yılında Fon'un yapacağı çalışmaların bu kararlar ekseninde gerçekleştirileceği belirtilmiştir. Toplantıda alınan kararlar aşağıdaki gibi özetlenmektedir:

- IMF'nin görev tanımının, küresel istikrar açısından önem taşıyan makroekonomi ve finans sektörü politikalarının tamamını kapsayacak şekilde gözden geçirilmesi,
- Esnek Kredi Hattının başarısının daha da ileriye götürülmesine ve bir nihai kredi mercii olarak daha fazla sayıda ülkeye sigorta imkânı sunulmasına yönelik çalışmalar yapılması,
- IMF'nin Esnek Kredi Hattı gibi yeni kredi enstrümanlarının, ülkelerin büyük miktarda rezerv biriktirerek kendi kendilerini sigorta etme ihtiyacının azalmasını sağlayarak küresel dengesizliklerden kaynaklanan sorunların çözülmesine katkıda bulunup bulunamayacağının değerlendirilmesi,
- Uluslararası Para ve Finans Komitesi, 20'ler Grubunun politikalarının karşılıklı olarak değerlendirilmesi sürecine IMF'nin katkıda bulunması önerisine destek verilmiş olup bu süreçte için yeni bir çok taraflı gözetim faaliyetinin yapılması,
- Ocak 2011'e kadar, gereğinden fazla temsil edilen ülkelere gereğinden az temsil edilen ülkelere, dinamik yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler lehine en az yüzde beş oranında kota payı aktarılması.

İstanbul Kararları'yla kriz sonrası dünyayı yeniden şekillendirmek için işbirliği içinde olunması gerektiği ortaya konmuştur. IMF'nin görev tanımı, küresel istikrar düşünülerek makroekonomik ve finans sektörüne ilişkin politikaları kapsayacak biçimde gözden geçirilmesi, IMF ve Dünya Bankası'nın oy kotalarının yeniden düzenlenmesi, IMF'de en az %5; Dünya Bankası'nda en az %3 oranında oy hakkının gelişmiş ülkelere aktarılması kararlaştırılmıştır. Ayrıca küresel krizle birlikte önemi artan esnek kredi imkânının genişletilmesi de İstanbul Toplantıları'nda alınan kararlar arasındadır. IMF'nin kredi imkânlarının artırılması ve üye ülkelerin kredi imkânlarına ulaşmalarının kolaylaştırılması, kriz sonrası dünyada IMF'nin rolünün artacağını gösteren işaretlerdendir(Özkaya, 2009: 114).

### **3.4. REFORM HAREKETLERİNE GENEL BİR BAKIŞ**

Küresel finans krizinden önce IMF'nin artık etkili olmadığı, bir kimlik krizi ile uğraşmakta olduğu ve ekonomik düzendeki rolünün azaldığı yönünde görüşler mevcuttur. Bu görüşün sahiplerine göre IMF anlamsız bir kaosu içerisine sürüklenmektedir. Sonuç olarak dünya ekonomisi de temelde onun tarafından yönetilmemektedir. IMF uzun zamandan beri dünyanın merkez bankası olma rolünü ve her şeye kendi cephesinden bakabilme özelliğini kaybetmekle birlikte niyet, program ve enstrümanları arasındaki uyumsuzluktan ötürü zor duruma girmiştir. IMF'yi bu pozisyondan kurtarmak ve eski önem arz eden rolüne kavuşması için tek bir hamle yapmak yeterli olmayacaktır(Kapur, Webb, 2006: 3). Aynı görüşe göre, yaşanan küresel finans krizi sebebi ile IMF'de bir takım değişiklikler ve reformlar gerekli olmuştur. IMF'nin etkin bir rol alabilmesi ve de önceden sahip olduğu öneme kavuşabilmesi için hem mevcut kredi araçlarında güncellemelere gitmiş hem de yeni kredi araçları ile esnek uygulama kararlarını hayata geçirmiştir. Tüm dünya çok uzun süredir görülen en şiddetli ekonomik kriz ile mücadele ederken, IMF üyelerini desteklemek için birçok alanda harekete geçmiş, ülkelere daha fazla kredi imkânı sunmuş, uygulanacak politikalar hakkında

çok sayıda ÷lkeye tavsiyelerde bulunmuştur. Sahip olduğu tecrübeyi daha etkin kullanmak ve faaliyetlerini modernleştirmek, üye ÷lkelerin ihtiyaçlarına daha iyi cevap verebilmek için reformlar uygulamaya başlamıştır.

Bu değışikliklere özet olarak aşağıda yer verilmektedir:

**Krizle mücadele için kredi miktarının artırılması:** IMF, küresel ekonomik krize karşı çok hızlı bir şekilde önlem aldı. Dünyanın en fakir ÷lkelerine sunulan ayrıcalıklı kredilerdeki artış da dikkate alındığında, taahhüt edilen kredi miktarı 160 milyar doların üzerine çıkarak rekor düzeye ulaşmıştır.

**Analiz hizmetleri ve hedefe yönelik tavsiyelerde bulunulması:** IMF'nin küresel bir bakış açısı ve geçmiş krizlerden edinilen tecrübelere dayanan izleme ve tahmin çalışmaları ve uygulanacak politikalarla ilgili tavsiyeleri büyük rağbet gördü ve Yirmiler Grubu (G-20) tarafından yaygın bir şekilde kullanılmıştır.

**Daha esnek bir yapının oluşturulması:** IMF, kredi mekanizmasını farklı ÷lkelerin ihtiyaçlarına uyum sağlayacak şekilde gözden geçirmiş ve verdiği kredilerle ilgili koşulları yeniden düzenlemiştir.

**Finansal bir güvenlik ağının kurulması:** IMF, krizin yayılmasını önlemek üzere, kaynaklarını üç katına çıkarmak için ÷lkelerden taahhütler alarak G-20 tarafından onaylanmış geniş kapsamlı bir finansal güvenlik ağı kurmuştur.

**Krizden ders alınması:** IMF, politikalar oluşturulması, düzenlemeler yapılması ve küresel finans sisteminin reformdan geçirilmesi amacıyla krizden dersler çıkarma çabalarına katkıda bulunmuştur. IMF politika araçlarını, global ekonomik ve finansal koşullarına ilişkin analizlerini küresel finansal yapının modernize edilmesi sürecinde kullanmıştır. IMF küresel

finans krizinde gözetim faaliyetlerini ve borç verme prosedürlerini krize karşı koyabilmek amacı ile çok hızlı bir şekilde duruma adapte etmiştir(Xafa, 2010: 476). IMF'nin küresel ekonomik ve finansal görünümün bir parçası olan bölgesel analizleri Dünya Ekonomik Görünüm Raporu, Küresel Finansal İstikrar Raporu ve Mali İzleme Raporu olmak üzere yılda iki kez yayımlanmıştır. Bu analizlerde yer alan projeksiyonlar IMF'nin gerçekleştirdiği, üye ülkelerdeki ekonomik gelişmeler ve politikalar ve finansal istikrar gözetiminin ayrılmaz unsurlarıdır. Bu yayımların çeşitli bölümlerinde gelişmiş ve yükselen Avrupa ülkelerindeki ekonomik gelişmeler ve kilit politika konuları düzenli olarak tartışılmaktadır(IMF ve Avrupa, 2012: 2).

**Yeni kredi mekanizmalarının yaratılması:** Üye ülkelerin IMF kaynaklarına erişim hakkı iki katına çıkarılmış, borçluluğun yarattığı utanç duygusunun azaltılması amacıyla bu konudaki yaklaşım gözden geçirilmiştir. Ayrıca iyi performans gösteren ekonomilere yeni esnek kredi imkanları sağlanmış, reformlar aracılığıyla “katı” yapısal şartlar ortadan kaldırılmış ve spesifik eylemlerden ziyade hedeflere odaklanılmıştır. İyi yönetilen gelişmekte olan ekonomilerin Esnek Kredi Mekanizmasına dahil olmasını onayladığı takdirde, bu ülkeye yapılan ödemeleri aşama aşama yapmamış, herhangi bir koşul da aramamıştır. Bu kapsamda Kolombiya, Meksika ve Polonya'ya toplam 78 milyar dolar kredi verilmiştir.

**Mevcut kredi mekanizmasının gözden geçirilmesi:** Küresel ekonomik kriz boyunca ülkeleri desteklemek için yapılan çalışmalar kapsamında, IMF kredi kapasitesini arttırmış ve daha fazla kredi vererek ve farklı güç ve şartlardaki ülkelere verdiği kredilerin koşullarını gözden geçirerek, borç verme yöntemiyle ilgili önemli bir gözden geçirme çalışmasını onaylamıştır.

**IMF'nin kredi koşulları ile ilgili yeni kurallar:** IMF kredileri için yapısal performans kriterleri uygulamasına 1 Mayıs 2009'dan itibaren son verildi. Buna, düşük gelirli ülkeler için uygulanan programlar da dahildir.

Yapısal reformlar, sadece bir ülkenin ekonomisinin düzelmesi açısından önemli görüldüğü durumlarda IMF destekli programlar kapsamında devam etmiştir. Bu politikaları izleme çalışmaları, borçlu olmaktan duyulan utanç duygusunu azaltacak şekilde yürütülmeye özen gözen gösterilmiştir. Bu çerçevede, ülkeler üzerinde anlaşmaya varılan bir önlemleri belirli bir tarihe kadar hayata geçiremediğinde resmi bir açıklama yapmak zorunda bırakılmamıştır.

**Esnekliğin artırılması, şartların azaltılması:** IMF destekli programlar, her ülkenin içinde bulunduğu koşullara uygun olarak düzenlenmiş ve krizin çözülmesinde en fazla önceliğe sahip sorunlara odaklanılmıştır. IMF destekli programlarda esnek uygulama örnekleri şöyle sıralanabilir:

- İzlanda'da Kasım 2008'de uygulanmaya başlanan IMF destekli programla, bir yandan ekonomik faaliyetlerdeki ani düşüşle ortaya çıkan durumun kötüye gitmesini önlemek amacıyla 2009'da yüksek bir bütçe açığına imkan tanınırken, diğer yandan döviz kurunu stabilize etmek ve bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmak için önlemler (sermaye kontrolleri dahil) alınmıştır.
- Kosta Rika'da Eylül 2008'de uygulanmaya başlanan IMF destekli programda, 2009'da özel sektör talebinde yaşanan düşüşün olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla maaş ödemeleri ve altyapı harcamalarındaki artışlar da dahil edilerek genişlemeci bir mali politika izlenmiştir.
- Guatemala'da Nisan 2008'de uygulanmaya başlanan IMF destekli programda, iç talebi desteklemek amacıyla çok taraflı kuruluşlardan alınan yüksek miktarda dış kaynakla finanse edilen makul bir bütçe canlandırma çalışması yürütülmüştür. Krizin toplumun en fakir kesimleri üzerindeki olumsuz etkisini telafi edebilmek amacıyla bir

düzenleme yapılarak sosyal harcamalar GSYİH'nin yüzde 0,6'sına eşit bir miktarda arttırılmıştır.

- Pakistan'da, ekonomideki durgunluk, ek bağış destekleri ve öncelikli masrafları muhafaza etme gereksinimi nedeniyle IMF ile yetkili organlar arasında 2009/10 yılı bütçe açığı hedefini düşürmeye yönelik bir ön anlaşma imzalanmış, bu anlaşma, ek bağış desteği sağlanmasına, büyümenin canlandırılmasına ve sosyal harcamaların, kalkınmaya yönelik harcamaların ve güvenlik harcamalarının (ülke içinde göç etmek zorunda kalmış kişilere yönelik olanlar da dahil olmak üzere) arttırılmasına yönelik mali imkan yaratmak üzere hayata geçirilmiştir.

**Sosyal korumaya önem verilmesi:** IMF, krizin etkileriyle mücadele etmek için yapılan ekonomik düzenlemelerin, sosyal güvenlik ağlarının oluşturulması ya da genişletilmesi yoluyla toplumun en savunmasız kesimlerinin ihtiyaçlarını da dikkate almasını sağlayacak çalışmalar yürütülmüştür. Bu kapsamda sosyal harcamalar aynı seviyede tutulmuş veya mümkünse arttırılmıştır. Örneğin, Tacikistan'da uygulanan IMF destekli program kapsamında, yetkili organlar 2008'de yüzde 7,3 seviyesinde olan sosyal harcamaların ve yoksulluğu azaltmayı hedefleyen harcamaların GSYİH içerisindeki payını 2009'da yüzde 8,7'ye, 2012 ise yüzde 10'a yükseltmek amaçlanmıştır. Diğer taraftan düşük gelirli ülkelerde uygulanan programların üçte biri, sosyal harcamaların ve diğer öncelikli harcamaların alt limitini belirleyen maddeleri içermesi sağlanmıştır. Ayrıca yapısal reformların, toplumun en savunmasız kesimlerini koruyacak şekilde tasarlanmasına dikkat edilmiştir. Örneğin, El Salvador'da yetkili merciler, konut dışı elektrik sübvansiyonunu kaldırarak sosyal harcamaları GSYİH'nin yüzde 0,3'üne varan bir miktarda arttıracak bir mali imkan yaratmıştır. IMF sosyal amaçlar çerçevesinde sosyal koruma amaçlı dış finansman ihtiyacının belirlenmesi ve sosyal güvenlik reformunun desteklenmesi için Dünya Bankasıyla ve bağışta bulunan ülkelerle işbirliği içerisinde çalışmıştır.

**En yoksul gruplara destek sağlanması:** IMF, düşük gelirli ülkelerin küresel krizin olumsuz etkileriyle mücadele etmelerine destek olmak için önümüzdeki iki yıl boyunca bu ülkelere verilecek ayrıcalıklı desteğin, ciddi ölçüde artırılarak 8 milyar dolara çıkarılmasını öngörmüştür. IMF'nin altın satışından beklenen kaynakların da dahil olduğu kaynaklarla 2014 yılına kadar sağlayacağı ayrıcalıklı kredi miktarının 17 milyar dolara ulaşması beklenmektedir. IMF'nin 2009 Temmuz ayı ortasına kadar Sahra Altı Afrika ülkelerine taahhüt ettiği kredi miktarı 2,7 milyar doları aşmış, ayrıcalıklı finansman imkânına erişim konusunda ülkelere uyguladığı limiti iki katına çıkarmıştır. Bununla birlikte IMF, ayrıcalıklı kredi araçlarını daha esnek hale getirmek ve düşük gelirli ülkelerin ihtiyaçlarına uygun bir şekilde düzenlemek amacıyla reformlar yapmıştır. Örneğin 24 düşük gelirli ülke, IMF'den yaklaşık 6 milyar dolar değerinde borç hafifletme imkânı bulmuştur.

**Mali politikada esnekliğin artırılması:** IMF, kriz nedeniyle 2008 ve 2009'da genel olarak bütçe açıklarının ve harcamaların artacağını hesaba katarak mali destek programlarını esnekletmiştir. IMF, aktif bir IMF programı uygulayan Afrika ülkelerinin yaklaşık yüzde 80'inde (23 ülkenin 18'i) mali hedefler düşürülmüştür. Tüm Sahra Altı Afrika ülkelerinde 2009'da bütçe açıkları ortalama olarak GSYİH'nin yüzde 2'sine eşit bir miktarda arttırılmıştır (tüm petrol üreticileri hesaba katılırsa yüzde 7,5).

**Enflasyon konusunda esnekliğin artırılması:** Ekim 2007'de, düşük gelirli ülkelerde uygulanan programlarla bu ülkelerde 2008 enflasyonunun yüzde 5,3 olacağı tahmin edilmişti. Ancak, 2008'de dünyada gıda ve yakıt fiyatlarındaki artış nedeniyle bu hedeften vazgeçilmiş, Ekim ayında IMF çalışanları, IMF destekli programın uygulandığı ülkelerde 2008 enflasyonunun ortalama yüzde 11 olacağını tahmin etmişti ve enflasyon yüzde 12'ye yakın çıkmıştır.

**Kredi şartlarının gözden geçirilmesi:** Kredi şartları belirlenirken, temel hedeflere daha fazla önem verilmiştir. Uygulanan birçok programda

yapısal şartların sayısı azaltılmış ve en önemli önlemlerle, özellikle de acil olan kamu maliyesi reformlarıyla sınırlandırılmıştır.

**Finansman araçlarında reform yapılması:** IMF, kredi kullanım limitlerini iki katına çıkarmanın yanı sıra, ayrıcalıklı finansman imkânlarını da gözden geçirerek daha esnek ve küresel krizden ciddi şekilde etkilenmiş olan birçok düşük gelirli ülkenin ihtiyaçlarına cevap verebilecek düzeye getirmiştir. Yapılan reformlar sayesinde IMF, kısa vadeli ve acil finansman desteğini daha etkin bir şekilde sağlayabilmiştir. Yeni finansman mekanizmasına göre, kaynaklar artırılarak, borç alma limitleri iki katına çıkarılmış, 2011 sonuna kadar faiz oranları sıfır seviyesinde tutularak ve daha esnek koşulların uygulanması sağlanmıştır.

**IMF kaynaklarının üç katına çıkartılması:** 2 Nisan 2009 tarihinde Londra'da gerçekleştirilen G-20 Zirvesinde krizle mücadele için IMF kredi kaynaklarının büyük oranda artırılmasına destek verilmiş, G-20 Zirvesinde, IMF'nin kredi kapasitesini üç kat arttırarak 750 milyar dolara çıkarma ve IMF'nin para birimi olarak tanımlanabilecek Özel Çekme Hakları (SDR) cinsinden 250 milyar dolar değerinde tahsisat yapılarak dünya ekonomisine ek likidite sağlaması yönünde karar alınmıştır. Bazı ülkelerden iki taraflı taahhüt alınarak 250 milyar dolarlık IMF kaynağının derhal iki katına çıkarılması sağlanmıştır. 250 milyar dolarlık genel tahsis sonucunda Özel Çekme Hakları yaklaşık on katına çıkarılmıştır. Bu sayede, düşük gelirli ülkeler de dahil olmak üzere birçok ülkede rezervler önemli ölçüde artırılmıştır.

**IMF'nin yönetim yapısı dünya ekonomisindeki son durumu daha iyi yansıtacak hale getirilmesi:** Küresel finans krizi ile birlikte IMF'nin en önem verdiği konulardan biri de yönetsel alanda yapmayı planladığı reformlardır. Bu durum gerekli yönetim reformlarının tamamlanması, meşruiyetinin ve etkinliğinin sağlanması açısından en fazla öncelik verdiği konulardan biri olmuştur. Bu reformlar kota ve söz hakkı ile ilgili olup,

reformlar, gelişmekte olan dinamik pazarların payını arttırma ve düşük gelirli ülkelerin söz hakkını koruma yolunda atılan ilk adım olarak görülebilmektedir. Reformlar yürürlüğe girdikten sonra, 54 üye ülkenin kotası artırılmış. Bu ülkeler içerisinde Çin, Kore, Hindistan, Brezilya ve Meksika en büyük kazancı sağlayan ülkeler olmuştur (IMF, 2012: 1-5).

#### **3.4.1. IMF'nin Küresel Ekonomik Krizle Birlikte Oluşturduğu Kredi Araçları**

Küresel finansal krizin etkilerinin gelişmiş ülkelere yayılmasıyla birlikte 29 Ekim 2008'de IMF, orta düzey gelire sahip ülkelere Güney Kore, Meksika ve Brezilya gibi ülkelere verilmesi amacı ile yeni bir kısa vadeli borç imkânını yarattığını duyurmuştur. Bu yeni kredi aracı Kısa Vadeli Likidite Desteği'dir (SLF: Short-Term Liquidity Facility).

Bu kredi imkânıyla IMF, güçlü ekonomi politikaları ve geçmişten beri süregelen iyi bir ekonomik performansı olmakla birlikte küresel sermaye piyasalarındaki olumsuz gelişmeler nedeniyle geçici likidite sıkıntısı yaşayan gelişmekte olan ülkelere kısa sürede kredi sağlamayı amaçlamaktadır. Oluşturulan bu imkânla IMF, ülkelere kotasının beş katına kadar krediyi, 3 ay vadeli olmak üzere, fon kaynaklarından temin edebilme imkânı tanımaktadır. SLF ile kredi kullanımına uygun görülen ülkeler bu krediyi 12 aylık bir süre içinde en fazla 3 kez kullanabileceklerdir. Bu kredi türünün temel amacı, gelişmekte olan ülkelere küresel kriz nedeniyle maruz kalabilecekleri geçici döviz likiditesi sorunlarına karşı destek olmak olup, IMF bu kredi aracılığıyla 100 milyar dolarlık Kısa Vadeli Likidite İmkânı (Short-Term Liquidity Facility-SLF) yaratmayı planlamıştır(Weiss, 2008: 4).

Ülkelerin SLF'den yararlanabilmek için IMF'nin öngördüğü bazı koşullar bulunmaktadır. İlk koşul başvuran ülkenin son yıllarda yerinde politikalar uygulayarak güçlü bir ekonomik performans yakalamış olmasıdır.

Diğer koşullar ise ülkenin hali hazırda uluslararası borçlanma piyasalarına erişebilir durumda ve IMF analizlerine göre sürdürülebilir bir borç yükü altında olması olarak sıralanabilir. Bu kolaylık sayesinde ülkelerin hızlı bir şekilde krizle mücadele etmesine imkân tanınmaktadır.

Kısa vadeli likidite imkânının geliştirilmesinin ardından Esnek Kredi Hattı (FCL: Flexible Credit Line) adı altında yeni bir borçlanma imkânı oluşturmuştur. Esnek kredi hattının kısa vadeli likidite imkânından başlıca farklılıkları; geri ödeme süresinin daha uzun olması, daha fazla miktarda kredi kullanımına olanak vermesi ve ihtiyati olarak da kullanılabilmesidir. FCL kapsamında kredi kullanımı normal limitlere tabi olmayıp, ülkenin durumuna göre belirlenmekte ve taksitlendirme yerine tek ödeme şeklinde gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca FCL ödemeleri stand-by anlaşmalarında olduğu gibi belirli politikaların benimsenmesine bağlı değildir. IMF bu kredi hattı ile ön şart olmadan fon kaynaklarına ulaşım izni vermektedir. IMF, FCL ile kredi çekmede üye ülkelere esneklik tanımaktadır. Buna göre; FCL ile sağlanan kredi onaylandığı andan itibaren kullanılabileceği gibi ülkeler tarafından istenildiği zaman kullanılmak üzere sadece önlem niteliğinde de bulundurulabilmektedir. Yani bu kredi imkânıyla, geçmişteki kredi kullanımının aksine, ülkelere zor duruma düşmeden önce IMF'den "tedbir amaçlı" kredi kullanma olanağı getirilmiştir. IMF'nin FCL imkânından ilk olarak yararlanan ülke Meksika olmuştur ancak sağlanan bu kredi Meksika tarafından kullanılmamıştır.

### **3.4.2. IMF'nin Küresel Ekonomik Kriz Nedeniyle Güncellemiş Olduğu Kredi Araçları**

Krizle mücadelede yeni kredi imkânları yaratan IMF, aynı zamanda kullanımda olan bazı kredi araçlarını ise güncel ekonomik koşullara uyumunu sağlamak amacıyla yeniden düzenlemiştir. Bu çerçevede; IMF başlıca kredi yardımı sağlama aracı olan stand by düzenlemelerinde olmak üzere ve de bir

ülkedeki krizin diğer ülkelere de yayılmasını engellemek üzere 2008 Ekim ayı aylık toplantısında Acil Finansman Mekanizması'nı (Emergency Financing Mechanism-EFM) hayata geçirdiğini açıklamıştır. Bu mekanizma IMF'nin normal kredi verme sürecinin hızlandırılmışı olup 48 ile 72 saat içerisinde tamamlanan hızlı onaylanma prosesini içermektedir.

IMF'nin bu süreçte sunduğu ikinci enstrümanı Dışsal Krizlere Karşı Kolaylık (Exogenous Shock Facility-ESF)'tir. Bu enstrüman düşük gelir düzeyine sahip ülkelerin dışsal kaynaklı şoklar ve krizler karşısında daha az etkilenmelerini sağlama amaçlı politik ve finansal destekleri içermektedir. Bu durum emtia fiyatları değişiklikleri (petrol ve gıda), doğal afetler ile komşu ülkelerde yaşanan ticareti engelleyici zorluklar ve krizler sonucunda oluşabilmektedir. ESF, IMF'nin daha esnek ve hızlı bir şekilde tepki verebilmesi için 2008 yılında tekrar gözden geçirilmiş ve modifiye edilmiştir. Bir ülke önceden kotasının %25'i kadar ESF'den yararlanabilirken yeni düzenleme ile kotasının %75'ine kadar 1-2 yıla kadar ödemeli kolaylığa sahip olabilmektedir. Güncelleştirilen ESF'nin iki bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan hızlı erişim bileşeni ile bir ülke her bir dışsal şok için kotasının %50'sine kadar kaynağı oldukça hızlı bir şekilde ulaşabilmektedir. Bu bileşen tek başına kullanılabileceği gibi daha yüksek oranda kaynağa erişmek üzere birinci adım olarak da kullanılabilmektedir. Yüksek erişim bileşeni ise normal şartlardaki her bir düzenleme için kotanın %150'sine kadar kaynağa ulaşabilmektedir. Bu bileşen hızlı erişim bileşenin devamı niteliğinde olabileceği gibi tek başına da kullanılabilmektedir(Weiss, 2008: 4). IMF'nin kredi çerçevesi reformu kapsamında seyrek kullanıldığı veya hiç kullanılmadığı gerekçesiyle kullanımına son verilen kredi araçları ise; Telafi Edici Finansman Kolaylığı (CFF: Compensatory Financing Facility), Ek Rezerv Kolaylığı (SRF: Supplemental Reserve Facility) ve SLF olmuştur. IMF yetkilileri; EFF'nin ise özellikle yararlı olduğu düşük gelirli ülkelerde devam ettirilmesini destekleme kararı almıştır(Hayaloğlu, Artan, 2011: 148).

### 3.4.3. IMF’de Gerçekleşen Diğer Reform Hareketleri

IMF uluslararası ticaretin uyumlu biçimde gelişmesine, istihdam hacminin genişlemesine, reel gelirin ve üretken kaynakların artışına katkıda bulunmayı amaçlayan bir kuruluş olarak kurulmuştur. IMF’nin parasal fonksiyonu söz konusu hedeflere ulaşmayı desteklemeye yöneliktir. Parasal misyon döviz kurlarında istikrarı sağlayarak, üye ülkelerin ihracatlarını artırmak için devalüasyona başvurmalarını engellemek ve uluslararası ticaretin gelişmesi önünde yükselen kambiyo kısıtlamalarını ortadan kaldırmaktır. Dolayısıyla Bretton Woods sisteminde istikrar ve konvertibilite iki ana ilkeyi oluşturmuştur. IMF’de başta ABD olmak üzere birkaç sanayileşmiş ülke söz sahibidir. IMF’nin kuruluşunda üye olan dokuz ülke kotalara sahiptir. Kotalar Fon’un kaynaklarını oluşturmakta, kaynaklardan yararlanmayı ve oy sayısını belirlemektedir. Oy hakkını kotalar belirlediği için şimdiye kadar özellikle ABD ve İngiltere alınan kararlarda belirleyici ve yönlendirici olmuştur(Sönmez, 2005: 307).

Daha önceki başlıklarda incelenen kredi mekanizmaları reformlarının yanı sıra gözetim ve yönetim alanında da reformlar gerçekleştirilmiştir. Krizin büyük ölçüde, gözetim ve denetim eksikliğinden kaynaklandığı yönündeki görüş birliği, IMF’nin gözetim ve denetim faaliyetinin kapsamını bütün ekonomik riskleri dikkate alacak şekilde genişletilmesi ve küresel ekonomik sistemin doğru temellere oturtulması yönündeki çalışmaları yoğunlaştırmıştır. IMF’nin modernize edilmesine yönelik çalışmalardan bir diğeri, yönetim reformu kapsamındaki kota ve oy gücü sistemi reformudur. Bu alandaki çalışmalar, yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkelerin IMF yönetiminde daha fazla söz sahibi olabilmesi için kotaların gözden geçirilmesi üzerine yoğunlaşmış olup, bu reformlar aşağıda ayrı başlıklar altında detaylı bir şekilde anlatılacaktır(Hayaloğlu, Artan, 2011: 150).

IMF aynı zamanda çabalarını krizin kaynaklarını, kapsamını ve sonuçlarını anlamaya ve diğer uluslararası finansal kurumlar, özellikle

Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board – FSB) ile arasındaki işbirliğini güçlendirmeye yöneltmiştir. IMF İcra Kurulu, 2009 yılı başında, Uluslararası Para ve Finans Komitesi'nin (International Monetary and Finance Committee – IMFC) isteği üzerine hazırlanan krizden çıkarılan ilk derslere ilişkin raporu dikkatle tartışmıştır. Direktörler bu tartışmanın bir ön çalışma niteliğinde olduğunu ve IMF'nin görevi nedeniyle krizin analizini yapma ve küresel finansal istikrarın ve ekonomik büyümenin yeniden sağlanması için hem ulusal hem de uluslararası düzeydeki diğer oyuncularla yakın işbirliği içinde çalışma konusunda bütünüyle kendine özgü bir sorumluluğu bulunduğunu vurgulamışlardır. Bu gözden geçirmenin kısmi bir sonucu olarak, IMF gelecekteki krizlerin önlenmesine yardımcı olacak dört alan belirlemiştir:

- Daha iyi düzenleme,
- Daha iyi gözetim,
- Daha iyi finansman düzenlemeleri,
- Daha iyi uluslararası işbirliği.

Bu alanlarda kilit ama değişik rollere sahip olan IMF, 2009 Mali Yılında bunlarla ilgilenmek ve uygun durumlarda çözümlere katkıda bulunmak için çalışmalara başlamıştır. Bu kapsamda aşağıdaki reformları gerçekleştirmiştir.

#### **i. Küresel Ekonomik ve Finansal Sistemin Doğru Temellere Oturtulması İçin Yapılan Reformlar**

IMF'nin temel görevlerinden biri, üye ülkelerin ekonomilerini gözetlemektir. IMF; ulusal, küresel ve bölgesel bazda gerçekleştirdiği gözetim faaliyetlerinin sonucunda WEO (World Economic Outlook), Küresel Finansal İstikrar Raporu (GSFR: Global Financial Stability Report) ve Bölgesel Ekonomik Görünümü Raporu yayınlamaktadır. IMF, GSFR aracılığıyla küresel finansal piyasaların durumunu, WEO ile dünyadaki ekonomik durumu düzenli olarak değerlendirmekte ve Bölgesel Ekonomik Görünümü

Raporu'nda da beş ana (Asya Pasifik, Avrupa, Orta Doğu ve Orta Asya, Afrika'nın alt Sahara ve Batı Yarımküre) bölge ile ilgili detaylı analizlere yer vermektedir.

Küresel finans krizi ile birlikte IMF'nin gözetim fonksiyonu eleştirilmiş, bu eleştirilerde IMF'nin krizi öngörmekte başarısız olduğu ve IMF'nin bu görevi tam olarak yerine getirmediği vurgulanmıştır(Hayaloğlu, Artan, 2011:150). Bu eleştirileri dikkate alan IMF finansal düzenleme ve denetimin iyileştirilmesi amacıyla düzenleme sınırlarının bütün ekonomiyi kapsayan ve sınır ötesine geçen riskleri içine alacak şekilde genişletilmesini amaçlamıştır. IMF, bu alanda öncülük etmemekle birlikte, gerekliliği konusunda görüş birliğine varılan öğelerin uygulanmasını gözetim süreci içinde izleyebileceğini kabul etmiştir. Bu kapsamda denetimin sınırları, ya da, başka bir deyişle, kapsamı, ulusal ekonomiler ve dış piyasalar için risk içeren bütün faaliyetleri içerecek hale getirilmeli, piyasa disiplini güçlendirilmelidir gibi kararlar alınmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarındaki çıkar çatışmalarını azaltmak ve yatırımcıların gerekli özenle davranma düzeyini artırmak için girişimler başlatılmıştır. Öte yandan yapılması gereken reformlardan bir tanesi de sistem riskleri üzerinde odaklanan, sınır ötesi yayılmaları dikkate alan ve makroekonomik analizle finansal sektör analizini daha çok bütünleştirmeyi hedef alan, daha iyi iki taraflı gözetimin IMF tarafından yapılabilirliğinin sağlanmasıdır. Daha iyi uluslararası işbirliği ve çok uluslu gözetim reformu kapsamında IMF için, yönetim reformu, yükselen piyasalara ve düşük gelirli ülkelere daha büyük bir sahiplik duygusunun verilmesi ve politika alanında küresel işbirliğinin teşvik edilmesi reformun hayati önem taşıyan öğeleridir(IMF Yıllık Rapor, 2009: 6). IMF, küresel işbirliğinin sağlanması ve makroekonomik gözetim mekanizmasının yeniden şekillendirilmesi ve erken uyarı mekanizmasının iyi işletilmesi reformuna yönelik olarak Finansal İstikrar Kurulu, Uluslararası Ödemeler Bankası ve Basel Komiteleri gibi çeşitli uluslararası çalışma grupları arasındaki bağlılığı artırıcı bir görev üstlenmek durumunda kalmıştır. Bu işbirliği çerçevesinde IMF, ekonomik ve finansal veri gereksinimlerine krizin ışığında, işbirliğine dayalı ve küresel bir açıdan

yaklaşılmasını teşvik eden kurumlar arası bir grup kurmuş ve başkanlığını üstlenmiştir. Bu yolda IMF başka kuruluşlarla arasındaki işbirliğini güçlendirmeye yönelik ilerleme kaydederek, Finansal İstikrar Kurulu ile birlikte bir erken uyarı tatbikatı düzenlenmiştir(Weiss, 2008: 6).

Küresel krizin gündeme getirdiği eleştirilere tepki olarak İcra Kurulu 2009 Mali Yılında IMF'nin gözetim faaliyetlerinin yeterli ve etkili olmasını sağlamaya yönelik çabalarını yoğunlaştırmıştır. IMF'nin Ekim 2008'de tamamlanan Üç Yılda Bir Gerçekleştirilen Gözetim Gözden Geçirmesi bağlamında Kurul ilk kez bir Gözetim Öncelikleri Beyanı yayınlayarak 2011 yılı sonuna kadar olan dönemde IMF'nin gözetim faaliyetlerine ilişkin olarak dört ekonomik öncelikle dört işlemsel öncelik belirlemiştir. Gözden geçirmenin sonunda yapılan görüşmede Direktörler IMF'nin önümüzdeki birkaç yıl içinde gerçekleştireceği gözetimde dört alana öncelik verilmesi gerektiği konusunda görüş birliğine varmışlardır. Bu alanlar; risk değerlendirmesi, makro-finans bağlantıları, çok uluslu perspektif dış istikrar ve döviz kuru değerlendirmelerinden oluşmaktadır.

## **ii. Kota ve Oy Gücü Sisteminde Reform**

IMF'ye üye olan her ülke Fon'a kota adı verilen bir katkı payı ödemektedir. Ülkelerin dünya ekonomisindeki yerine bağlı olarak belirlenen kotalar, üye ülkelerin IMF'den kullanabileceği kredi miktarını belirlemesi yanında, IMF'deki oy haklarının da belirleyicisidir. Üye ülkeler, IMF'deki kota oranlarına bağlı olarak IMF'ye üye her ülke 250 sabit oyu yanında, her 100.000 SDR'lik kotası için bir oy ve yönetim hakkına sahip olmaktadır. IMF ülke kotalarının belirli aralıklarla (genellikle her beş yılda bir) gözden geçirilip ayarlanması zorunludur. Yapılan "Genel Kota Artırımı Toplantısı" sonucunda, IMF gerekli gördüğü durumlarda ülke kotalarında artırımına gitmektedir. IMF'nin kurulmuş olduğu 1946 yılından bu yana dünyadaki ekonomik güç dağılımında önemli değişimler meydana gelmiştir. Ancak dünya ekonomisindeki gelişmelere rağmen ülkelerin IMF'deki kota ağırlıkları ve oy

güçleri önemli ölçüde değişmemiştir. Bu nedenle IMF'ye yöneltilen eleştirilerden biri de ülkelerin temsil güçleri ve oy oranlarıyla ilgili olarak yöneltilmektedir. Özellikle yükselen piyasa ekonomilerin IMF'deki kotalarının dünya ekonomisinde bulundukları yeri yansıtmaması Fon'u bu konuda reform yapmaya itmiştir. Yapılacak reformlarla düşük gelirli ülkeler ve yükselen piyasaların IMF yönetimine katılımı ve kota paylarında iyileştirme yapılması ve bu ülkelerin IMF yönetiminde daha fazla söz sahibi olabilmesi amaçlanmıştır.

Bu doğrultuda, ülkelerin dünya ekonomisindeki ağırlık ve rollerine göre yeni gruplandırmalar yapılması kararlaştırılmıştır. 250 olan sabit oy sayısı Nisan 2008 tarihinde kabul edilen büyük ölçekli kota ve temsil reformu ile IMF Guvernörler Kurulu tarafından alınan kararla 750'ye yükseltilmiştir. Bu reformun amacı, bir yandan düşük gelirli IMF üye ülkelerinin karar aşamasına katılımı ve temsili artırmayı amaçlarken, diğer yandan da kotaların değişen ekonomik dengelere daha duyarlı olmasını sağlamayı amaçlamaktadır(Hayaloğlu, Artan, 2011: 152).

IMF'nin kabul görebilmesi ve etkili olabilmesi için öncelikli olarak yapılması gereken diğer reform da yönetim reformunun gerçekleştirilmesidir. 5 Aralık 2010 tarihinde yönetim kurulu tarafından 14. Kotaların Genel Gözden Geçirilmesi kapsamında yönetim reformunun yapılmasına karar verilmiştir. Bu reform gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkelerin fakir ülkelerin payından paylaştıkları kotalarda %6'dan daha fazla bir oranda azalmaya sebep olacaktır. Bu reform aynı zamanda temsil gücü yüksek ve tamamen seçilmiş bir icra kurulunun olması olanaklı kılacaktır. Bu reformun kabul edilebilmesi için 83 üye ülke tarafından kabul edilmesi yani yaklaşık oyların %85'ini alması gerekmektedir. Aynı zamanda oy kullanacak üye ülkelerin kotalarının %70'den aşağı olmaması gerekmektedir. Bu yönetim reformu paketi esasında 2008 yılının Nisan ayında kabul edilmiş olup, 2011 yılının Mart ayından itibaren etkili olmaya başlamıştır. Bu reformlar sonucunda 54 üye kotaları artırılmış, bundan en çok yararlananlar arasında Çin, Kore,

Hindistan, Brezilya ve Meksika yer almıştır. Düşük gelir düzeyine sahip ülkelerin de içinde bulunduğu diğer 135 üye ülke ise temel anlamda yönetime katılma/oy hakkını elde etmiştir(IMF Factseets, 2012: 4).

### **3.5. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNDEKİ IMF AKSİYONLARI VE ETKİLERİ**

2007 yılında subprime konut sektöründe yaşanan çöküşle başlayan küresel finans krizi Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) küresel para sistemindeki ana rolünü yerine getirip getiremeyeceğinin bir testi gibi görünmektedir. Küresel mali krizin tüm dünyaya yayılan yıkıcı etkileri IMF kredilerine olan talebi arttırmış, küresel krizden etkilenen ülkeler politika önerisi ve finansal destek için tekrar IMF'ye başvurmaya başlamıştır. Bu durumun bir sonucu olarak IMF; ülkelerin mali krizle mücadele etmelerine yardımcı olmak ve yaşanan bu krizden önceki dönemde IMF'nin gerekliliği ve yeterliliği konusunda yapılan eleştirilere bir cevap verebilmek, uluslararası ekonomideki kaybettiği önemini geri kazanmak amacıyla yeni ve güncellenen araçları ile yeniden ekonomik düzende rolünü oynamaya başlamıştır. Bu başlık altında IMF'nin küresel finans krizinde oynadığı aktif rol hakkında rakamsal bilgilere ve bu rolün ekonomik anlamda yarattığı etkilere değinilecektir.

IMF'nin küresel finans krizi ile birlikte sergilemekte olduğu operasyonlar ve üstlendiği sorumluluklar üç başlık altında toplanabilmektedir. Bunlar; gözetim, kredilendirme ve teknik destektir. Gözetim faaliyetleri üye ülkelerin ekonomilerinin ve finansal gelişimlerinin takip edilerek politika önerilerinde bulunulmasını içermektedir. Kredi verme görevi; özel şartlar altında bir ülkenin ödemeler bilançosu dengesizliklerinin giderilmesine yönelik finansal kaynağın aktarılması anlamına gelmektedir. Bu görev kapsamında IMF, aşağıda yer alan Tablo 5'deki kredi imkânlarından üye ülkelerini faydalandırma yoluna gitmiştir.

**Tablo 5:** IMF'nin Yıllara Göre Kredi Araçları

| IMF'nin Kredi Araçları                                                                                                                   | Yıllar |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Stand By Düzenlemeleri                                                                                                                   | 1952   |
| Esnek Kredi Hattı (FCL)                                                                                                                  | 2009   |
| Genişletilmiş Fon Kolaylığı (EFF)                                                                                                        | 1974   |
| İhtiyati Likidite Hattı (PLL)                                                                                                            | 2011   |
| Hızlı Finansman Aracı (RFI)                                                                                                              | 2011   |
| Düşük Gelirli Üye Ülkeler İçin Kredi Araçları (Genişletilmiş Kredi Kolaylığı-ECF, Stand By Kredi Kolaylığı-SCF, Hızlı Kredi İmkânı (RCF) | 2010   |

**Kaynak:** IMF Yıllık Raporu 2009: 20

Teknik destek verme görevi ise ülkelerin politika oluşturucu ve karar verici mercilerine kaliteli, etkili tasarımlar yapabilmeleri yönünde verilen bilgi desteği anlamına gelmektedir. IMF; makroekonomik politika, vergi politikası ve gelir yönetimi, harcama yönetimi, para politikası, döviz kuru sistemi, finansal sektör istikrarı, mevzuat çerçeveleri, makroekonomik ve finansal istatistikler de dahil olmak üzere birçok alanda teknik destek sağlamaktadır. Özellikle bu krizde gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Avrupa ülkelerinden IMF'ye uluslararası finansal sistemi güçlendirmek üzere iletilen IMF'nin teknik destek taleplerinin sayısı artmıştır. IMF, teknik desteği çeşitli yollarla sağlamaktadır. Destek genellikle genel merkezden gönderilen sınırlı süredeki personel misyonları aracılığıyla veya uzmanların ve/veya yerleşik danışmanların birkaç hafta ile birkaç yıl arasında değişen bir dönem için görevlendirilmesiyle sağlanır. Ayrıca, bu destek, teknik ve tanısal çalışmalar, eğitim kursları, seminerler, çalıştaylar ve “online” danışma ve destek verme şeklinde de sunulabilmektedir(IMF ve Avrupa, 2012: 4).

Krizde IMF verdiği teknik desteğin haricinde ülkelere verdiği krediler ile esas olarak gündemde olmuştur. IMF bu krizde, alışılmışın dışında bir harekette bulunarak krizden en çok etkilenen gelişmiş ülkelere de borç vermiştir. Bu atılımının yanı sıra makroekonomik düzenin varlığı için önemli fikirlerin kaynağı olan diğer uluslararası finans kuruluşları ile de rekabet

etmiştir. IMF bu şekilde davranarak krizin bir sarmal şeklinde diğer az gelişmiş ülkeleri de etkilemesini önlemeye çalışmıştır. IMF önemli bir kuruluş olduğunu ve ekonomik düzendeki yerinin vurgusunu tekrar ileri sürerken acil kriz yöneticisi şeklinde hareket etmiş ve son borç verici mercii olduğunu göstermeye çalışmıştır. Acil kriz yönetimi kapsamında gelişmiş ve daha az gelişmiş ülkelere öncelikli olarak ödemeler dengesi desteğinin verilmesi ve diğer taraftan da Avrupa ülkelerinde kredi verilmesi yoluna gidilmiştir(Weiss, 2008: 3).

Öncelikle 2008 yılında ilk olarak IMF Ekim 2008'de İzlanda ile 2,1 milyar dolar tutarında ekonomik iyileşme programı üzerinde anlaşmaya varmıştır. Sonrasında Kasım 2008'de IMF, Ukrayna ve Macaristan ile sırasıyla 16,6 milyar dolar ve 15,7 milyar dolar tutarında ekonomik destek programı üzerinde anlaşmaya varmıştır(Demirdizen, 2011: 81).

Küresel finansal kriz sırasında, birkaç yükselen Avrupa ülkesi IMF'den mali ve dış dengesizliklerinin üstesinden gelmek için finansal destek talebinde bulunmuşlardır. Avrupa'daki IMF düzenlemeleri, çoğunlukla stand-by düzenlemeleri, Esnek Kredi Hattı (FCL), İhtiyati Likidite Hattı (PLL) ve Genişletilmiş Fon Kolaylığı (EFF) aracılığıyla sağlanmıştır. IMF'nin kriz sürecinde gerçekleştirdiği finansman desteği Ocak 2012 itibari ile aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir.

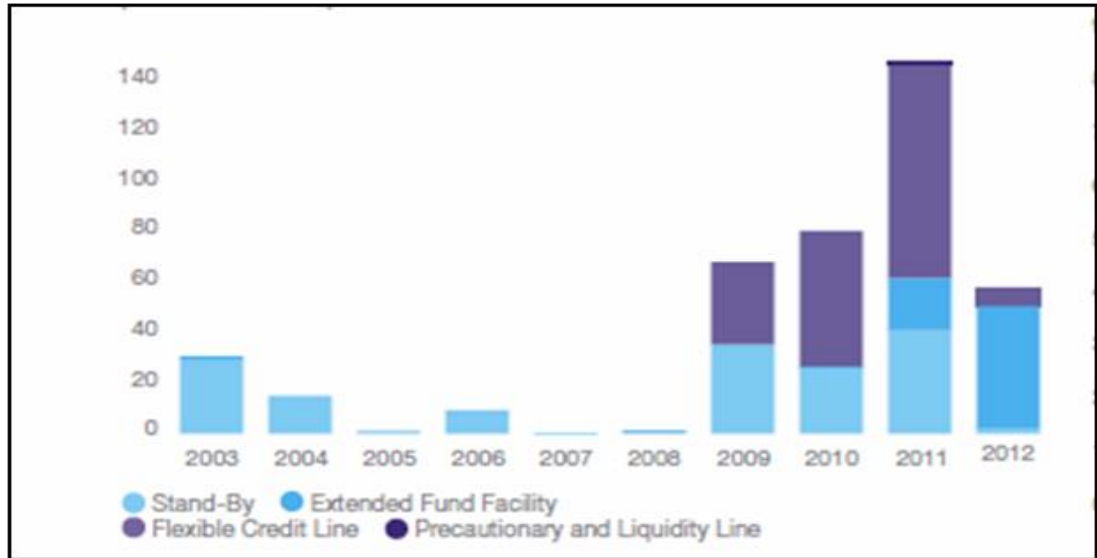
**Tablo 6:** Avrupa'daki IMF Destekli Programlar

| Üye                               | Yürürlüğe<br>Girme Tarihi | Sona Erme<br>Tarihi | Anlaşılan Miktar (Milyar) |              |
|-----------------------------------|---------------------------|---------------------|---------------------------|--------------|
|                                   |                           |                     | Dolar                     | Kota Yüzdesi |
| <b>Stand By Düzenlemeleri</b>     |                           |                     |                           |              |
| Bosna                             | 2009                      | 2012                | 1,57                      | 600          |
| Yunanistan                        | 2010                      | 2013                | 39,34                     | 2,399        |
| Kosova                            | 2010                      | 2012                | 0,14                      | 157          |
| Romanya                           | 2011                      | 2013                | 4,9                       | 300          |
| Sırbistan Cumhuriyeti             | 2011                      | 2013                | 1,47                      | 200          |
| Ukrayna                           | 2010                      | 2012                | 15,15                     | 729          |
| <b>Uzatılmış Düzenlemeler</b>     |                           |                     |                           |              |
| Ermenistan                        | 2010                      | 2013                | 0,2                       | 145          |
| İrlanda                           | 2010                      | 2013                | 29,87                     | 1,548        |
| Moldova                           | 2010                      | 2013                | 0,29                      | 150          |
| Portekiz                          | 2011                      | 2014                | 37,38                     | 2,306        |
| <b>Esnek Kredi Hattı</b>          |                           |                     |                           |              |
| Polonya                           | 2011                      | 2013                | 29,8                      | 1,135        |
| <b>İhtiyati Likidite Hattı</b>    |                           |                     |                           |              |
| Makedonya                         | 2011                      | 2013                | 0,64                      | 600          |
| <b>Genişletilmiş Kredi Olanğı</b> |                           |                     |                           |              |
| Ermenisan                         | 2010                      | 2013                | 0,2                       | 145          |
| Moldova                           | 2010                      | 2013                | 0,29                      | 150          |

**Kaynak:** IMF ve Avrupa, 2012 Bilgi Notu: 4

Tablo 6'da görüldüğü gibi 12 Ocak 2012 tarihi itibariyle, IMF'nin Avrupa'da toplamda yaklaşık olarak 120.6 milyar Avro veya 161.6 milyar Dolar tutarında 14 adet düzenlemesi mevcuttur. Bu, IMF'nin, mevcut durumda, IMF destekli düzenlemeler altında taahhüt edilen toplam kullanılabilir kaynaklarının yaklaşık olarak yüzde 36.4'ünü Avrupa'ya bir bütün olarak tahsis etmiş olduğu anlamına gelmektedir. Bu ülkeler arasında en çok kredi tahsis edilen ülkeler Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve Polonya olmuştur. 2008-09'daki IMF-destekli programların ilk dalgasının büyük bir bölümü, Avrupa'daki yükselen ekonomiler için kullanıldı. IMF, birçok yükselen Avrupa ülkesine önden yüklemeli, esnek ve yüksek seviyelerde finansman

tedarik etmiştir. AB ülkelerinde Macaristan, Letonya ve Romanya dahil bu finansman AB bağlantılı olarak temin edilmiştir(IMF ve Avrupa, 2012: 3). Bu ülkelerin haricinde IMF, Meksika'ya Nisan 2009'da Esnek Kredi Hattı (FCL) kapsamında önlem nitelikli olarak 31.5milyon SDR (47 milyar dolar) tutarında kaynak sağlanmış ancak sağlanan bu kredi Meksika tarafından kullanılmamıştır. Bununla birlikte, süresi bir yıl olan söz konusu anlaşmanın sona ermesiyle Meksika Mart 2010'da IMF ile FCL kapsamında 31.5 milyon SDR (47 milyar dolar) tutarında yeni bir anlaşma imzalamıştır. Meksika'nın yanı sıra, IMF'den yine önlem nitelikli olarak Polonya 13.7 mil-yar SDR (20.5 milyar dolar) ve Kolombiya 7 milyar SDR (10.5 milyar dolar) tutarında kredi sağlayarak bu kısa vadeli kredi imkanından faydalanmıştır(Hayaloğlu, Artan, 2011: 148).



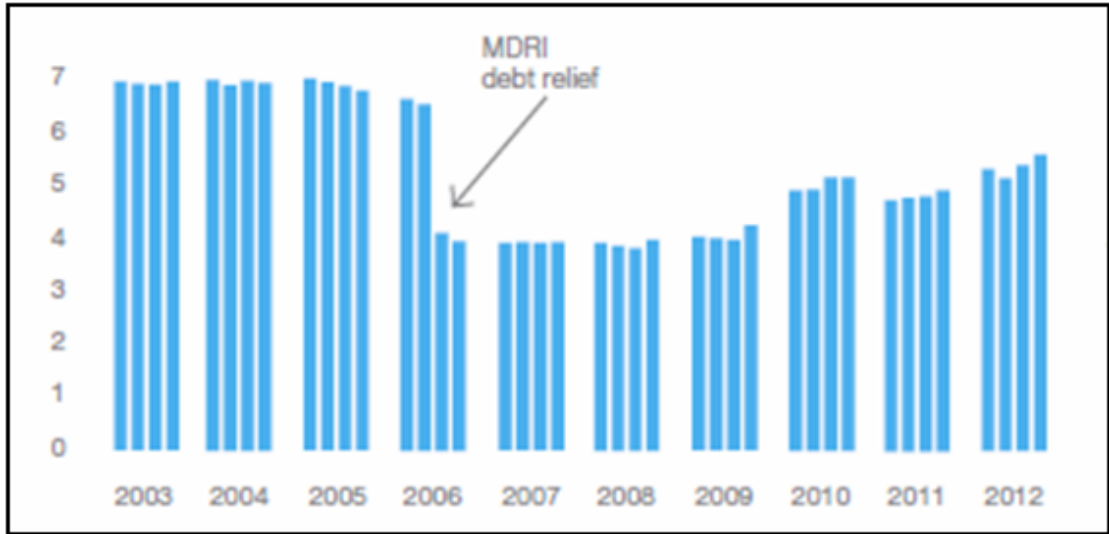
**Şekil 15:** 2003-2012 Yılları Arasında Gerçekleşen Kredi Anlaşmaları (milyar SDR)

**Kaynak:** IMF Yıllık Raporu 2009: 22

2012 Nisan ayı itibari ile gerçekleşen kredi anlaşmaları 32.2 milyar SDR (49.9 milyar dolar) olmuştur. Bu sayıya Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'e verilen krediler de dahildir). Şekil15'deki grafikten de görüleceği gibi finans krizinin ortaya çıktığı 2008 yılından sonra 2009'dan itibaren

günümüze kadar verilen kredilerin tür olarak dağılımı stand by ve Esnek Kredi Hattı (FCL) şeklinde olmuştur.

IMF küresel finans krizi ile birlikte ülkelere özel yardımlarda bulunmuştur. Gıda ve yakıt fiyatlarındaki büyük artışlar nedeniyle, 2009 Mali Yılı'nın ilk aylarında bazı orta ve düşük gelirli ülkeler önemli sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Bu baskıları hafifletmek için harekete geçen IMF, bir dizi düşük gelirli ülke için finansmanı Yoksulluğun Azaltılması ve Büyüme Programı (Poverty Reduction and Growth Facility - PRGF) bağlamında kaynaklarını artırmış, PRGF ve ESF programları kapsamında yeni düzenlemeleri onaylamıştır. 2008 Mali Yılı içinde 25 ülkeye 1,1 milyar SDR ayrılmıştır (IMF Yıllık Rapor,2009: 4). Şekil 16'dan da görüldüğü gibi düşük gelir grubuna 2008 yılından itibaren kullanılan bu tür krediler de artış göstermiştir.



**Şekil 16:** 2003–2012 Yılları Arasında Düşük Gelirli Ülkelere Verilen Ayrıcalıklı Finansman İmkânları (milyar SDR)

**Kaynak:** IMF Yıllık Raporu 2009: 25

IMF, düşük gelir düzeyine sahip üye ülkelere ayrıcalıklı oranlardan ve şartlardan Yoksulluğu Azaltma ve Büyüme Hesabı'ndan (Poverty Reduction and Growth PGRF) kredi kullanırmıştır. Fon 2012 yılında 17 düşük gelirli

üye ülkesine 1,9 milyar SDR'lik fon kullandırmıştır. 64 ülkeye kullandığı toplam ayrıcalıklı finansman miktarı 30 Nisan 2012 itibari ile 5,5 milyar SDR olmuştur.

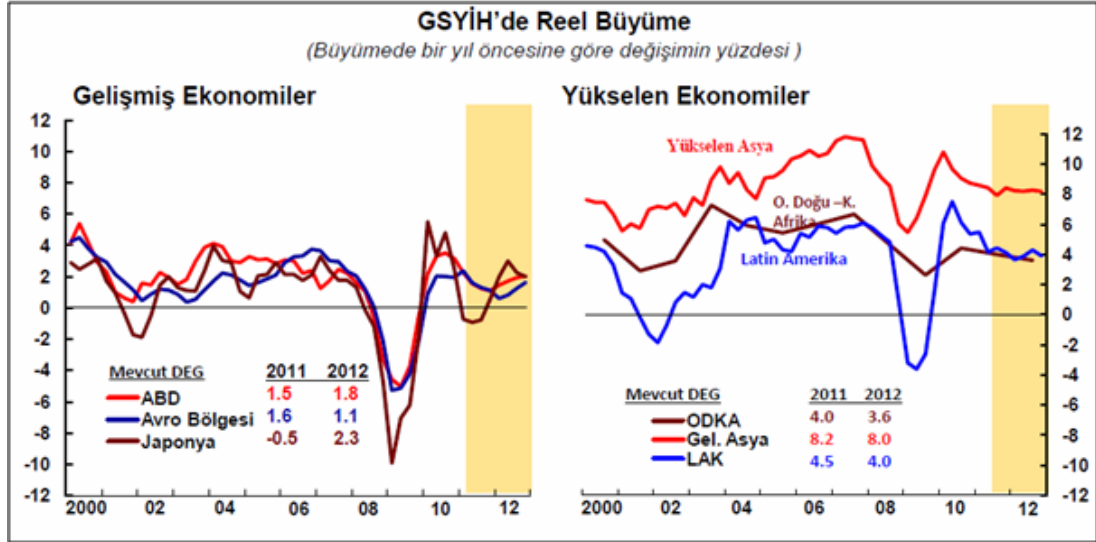
**Tablo 7:** Ekonomilerin Gerçekleşen Büyüme Oranları ve 2012 Tahminleri (%)

| Ülkeler                             | Büyüme Oranları |      |      |      |      |       |
|-------------------------------------|-----------------|------|------|------|------|-------|
|                                     | 2007            | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012* |
| Dünya                               | 5,0             | 2,8  | -0,6 | 5,1  | 4,4  | 3,3   |
| Gelişmiş Ülkeler                    | 2,6             | 0,2  | -3,2 | 3,0  | 2,4  | 1,3   |
| ABD                                 | 2,0             | 0,0  | -2,6 | 2,4  | 2,9  | 2,2   |
| Japonya                             | 2,1             | -1,2 | -5,2 | 4,5  | 1,4  | 2,2   |
| Kanada                              | 2,7             | 0,5  | -2,5 | 1,9  | 2,8  | 1,9   |
| İngiltere                           | 3,0             | -0,1 | -4,9 | 1,8  | 1,7  | -0,4  |
| Euro Bölgesi                        | 2,6             | 0,5  | -4,1 | 2,00 | 1,6  | -0,4  |
| Almanya                             | 2,5             | 1,0  | -4,7 | 4,00 | 2,5  | 0,9   |
| Fransa                              | 2,2             | 0,1  | -2,5 | 1,7  | 1,6  | 0,1   |
| İtalya                              | 1,5             | -1,3 | -5,0 | 1,8  | 1,1  | -2,3  |
| İspanya                             | 3,7             | 0,9  | -3,7 | -0,3 | 0,8  | -1,5  |
| Yükselen ve Gelişmekte Olan Ülkeler | 8,0             | 6,0  | 2,5  | 7,3  | 6,5  | 5,3   |
| Rusya                               | 8,1             | 5,2  | -7,9 | 4,3  | 4,8  | 3,7   |
| Çin                                 | 11,9            | 9,6  | 9,1  | 10,4 | 9,6  | 7,8   |
| Hindistan                           | 9,3             | 6,4  | 5,7  | 10,1 | 8,2  | 4,9   |
| Brezilya                            | 5,4             | 5,1  | -0,2 | 7,5  | 4,5  | 1,5   |
| Meksika                             | 3,2             | 1,5  | -6,5 | 5,6  | 4,6  | 3,8   |
| Türkiye                             | 4,7             | 0,7  | -4,7 | 9,2  | 4,6  | 3,2   |

**Kaynak:** İstanbul Sanayi Odası, Dünya Ekonomisi Bülteni, Ekim 2012: 3

\* Ekim 2012 itibari ile IMF tarafından Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Ekim 2012'de tahmin edilen değerlerdir.

Tablo 7'de gösterilmeyen gelişen Asya ülkeleri de 2010 yılından itibaren sırasıyla % 9,5 ve % 7,8 büyüme oranları gerçekleştirmiştir. Tablo-8'den de görüleceği üzere 2010 yılından itibaren ülke ekonomik büyüme oranlarında iyileşmeler yaşanmıştır. Büyüme rakamlarının grafiksel gösterimi ise aşağıda yer almaktadır.



**Şekil 17:** Dünyada Büyümenin Bir Önceki Yıla Göre % Değişimi (2000–2012)

**Kaynak:** Uluslararası Para Fonu, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu, Araştırma Bölümü, 2011

IMF'nin Türkiye bürosu tarafından hazırlanan ve Şekil 17'den de görülebileceği gibi sunumda krizin yaşandığı günden bugüne kadar ekonomik toparlanmanın mevcut olduğu ancak bu toparlanmanın dengesiz olduğu vurgulanmaktadır. Çalışmada yükselen ekonomiler olarak adlandırılan Yükselen Asya Ülkelerindeki büyümenin %6'dan büyük olacağı, gelişmiş ülkelerde bu oranın %2'den küçük olacağı ve toplamda küresel büyümenin ise yaklaşık %4 civarında olmasının beklendiği vurgulanmaktadır.

**Tablo 8:** Gerçekleşen İşsizlik Oranı ve 2012 Tahminleri (%)

| Ülkeler                                    | İşsizlik Oranları |      |      |      |      |       |
|--------------------------------------------|-------------------|------|------|------|------|-------|
|                                            | 2007              | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012* |
| <b>Gelişmiş Ülkeler</b>                    | 5,4               | 5,8  | 8,0  | 8,3  | 7,9  | 8,0   |
| <b>ABD</b>                                 | 4,6               | 5,8  | 9,3  | 9,6  | 9,0  | 8,2   |
| <b>Japonya</b>                             | 3,8               | 4,0  | 5,1  | 5,1  | 4,6  | 4,5   |
| <b>Kanada</b>                              | 6,0               | 6,2  | 8,3  | 8,0  | 7,5  | 7,3   |
| <b>İngiltere</b>                           | 5,4               | 5,5  | 7,5  | 7,8  | 8,0  | 8,1   |
| <b>Euro Bölgesi</b>                        | 7,5               | 7,6  | 9,4  | 10,0 | 10,2 | 11,2  |
| <b>Almanya</b>                             | 8,4               | 7,4  | 7,5  | 6,9  | 6,0  | 5,2   |
| <b>Fransa</b>                              | 8,3               | 7,9  | 9,4  | 9,7  | 9,6  | 10,1  |
| <b>İtalya</b>                              | 6,1               | 6,8  | 7,8  | 8,5  | 8,4  | 10,6  |
| <b>İspanya</b>                             | 8,3               | 11,3 | 18,0 | 20,1 | 21,7 | 24,9  |
| <b>Yükselen ve Gelişmekte Olan Ülkeler</b> |                   |      |      |      |      |       |
| <b>Rusya</b>                               | -                 | -    | 8,4  | 7,5  | 6,5  | 6,0   |
| <b>Çin</b>                                 | -                 | -    | 4,3  | 4,1  | 4,1  | 4,1   |
| <b>Hindistan</b>                           | -                 | -    | 8,1  | 6,7  | -    |       |
| <b>Brezilya</b>                            | -                 | -    | 5,5  | 5,4  | 6,0  | 6,0   |
| <b>Meksika</b>                             | 10,3              | 11,0 | 14,0 | 11,9 | 5,2  | 4,8   |
| <b>Türkiye</b>                             | 5,4               | 5,8  | 8,0  | 8,3  | 9,8  | 9,0   |

**Kaynak:** İstanbul Sanayi Odası, Dünya Ekonomisi Bülteni, Ekim 2012: 6

\* Ekim 2012 itibari ile IMF tarafından Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Ekim 2012'de tahmin edilen değerlerdir.

Tablo 8'den de görüleceği üzere 2010 yılından itibaren ülke ekonomik büyüme oranlarında yaşanan iyileşmelerin istihdamın artırılmasına bir etki yapmadığı, ülkelerin işsizlik oranlarına ilişkin rakamların durumun kötüye gittiğini gösterdiği açıktır.

## SONUÇ

2007 yılında ABD’de başlayıp 2008 yılına gelindiğinde tüm dünyaya yayılmış olan 2008 Krizi, 1929’dan bu yana yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilmektedir. Temelinde ABD’de konut piyasasının aşırı derecede yaygınlaşması olan kriz başka nedenlere de dayanmaktadır. Bu nedenler; mortgage piyasasından kaynaklanan bozulmalar, faiz politikaları ve kredi hacmindeki genişleme, kredi kullandırım standartlarının bozulması, sorunlu kredilerin ortaya çıkışı, türev piyasalar, finansal yenilikler ve menkul kıymetleştirme, düzenleyici ve denetleyici kurumların zayıflığı, derecelendirme kuruluşlarının payı, asimetrik bilgi sorunu ve ortaya çıkan ahlaki tehlikedir. Sıralanan bu nedenlerden birkaç tanesi krizin ortaya çıkışının ana sebebi iken diğerleri krizin bu denli gelişmesine ortam hazırlamada önemli rol oynamış diğer faktörlerdir.

Krizin ortaya çıkış sahnesi başlangıçta yüksek gelirli müşterileri hedef alınarak tasarlanan kredilerin zaman içinde düşük gelirli müşterilere değişken faizli şeklinde kullandırılması ve sonrasında ABD Merkez Bankası’nın faizleri yükseltmesi ile başlayan olaylar zinciri ile başlamıştır. Bununla birlikte bir süredir artış gösteren ev fiyatlarının da düşüşe geçmesi, müşterilerin aldıkları kredileri geri ödeyememeye başlamalarına neden olmuştur(Eğilmez, 2009: 66-67). Yaşanılan bu durumlara bağlı olarak belirsizlik ortamı kredi mekanizmalarına olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. Bu dönemde şirket yönetimlerinin başarısızlığı, kredi değerlendirme ve risk derecelendirme şirketlerinin gerçek risk değerlerini kamuoyu ile paylaşmaması, düzenleme ve denetleme mekanizmalarının zayıflığı ve ahlaki tehlike problemleri de krizin büyük boyutlara ulaşmasına sebep olmuştur. Bu durumların da etkisi ile 2007 yılı Haziran ayında, konut piyasasında başlayan finansal kriz, 2008 yılına gelindiğinde, borsa ve finans balonlarının patlamasıyla tüm dünyaya yayılmıştır. Bu krizin diğer krizlerden farkı “yüksek hacimli türev ürünlerini” kapsaması ve buna bağlı olarak hasarın çok önemli boyutlarda olmasıdır.

ABD'deki mortgage kredilerinin aşırı genişlemesi sonucu ortaya çıkan kriz, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlamış olup kısa sürede özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Dahası kriz başladığında finansal piyasalarla sınırlı kalacağı tahmin edilirken daha sonra reel sektöre de sıçramıştır. Krizin diğer ülkelere sıçraması ve daha büyük dengesizlikler yaratmasının önleme çabaları içerisinde gözler Uluslararası Para Fonu'na (IMF) çevrilmiştir.

1-22 Temmuz 1944'te Bretton Woods'da düzenlenen "Uluslararası Para ve Finans" konferansında, kurulması kararlaştırılan ve kuruluşundan bu yana dünya çapındaki üye ülkeler ile birlikte yönetim birimleri ve çalışma grupları aracılığıyla ekonomik ve finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktadır. Ekonomi tarihi açısından son dönemler, özellikle 1990'lı yıllar, sosyalist ekonomilerin piyasa ekonomisine dönüşümü, küreselleşme, teknolojik gelişme, bilgi akışı, siyasi çalkantılar, finansal krizler vb. pek çok faktörün etkisiyle oldukça hareketli ve dramatik gelişmelere sahne olmuştur. Özellikle sermaye hareketleri ve parasal dalgalanmalar; Meksika 1994-1995, Doğu Asya 1997, Rusya 1998, Brezilya 1999 vb. uluslararası finansal krizleri beraberinde getirmiştir. Bu gelişmeler ise Uluslararası Para Fonu (IMF) ye güçlü bir arabuluculuk görevi yüklemiştir. IMF kriz yöneticisi rolünü üstlenirken, finansal krizlerde istikrarı sağlamak için çaba gösteren devletlere kredi sağlamaya yönelmiştir. IMF, 2008 küresel finans krizi öncesindeki krizlerde yapısal uyum programları ve istikrar politikaları yolu ile ülkelere belli şartlar karşılığında stand by anlaşmaları şeklinde kredi sağlamıştır. O dönemde yaşanan her kriz IMF'ye bağlılığı artırmış, IMF'nin daha da güçlenmesine sebep olmuştur. Ancak buna rağmen IMF'nin son finans krizi öncesindeki ekonomik düzen ve kriz yöneticisi rolü çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır. Çünkü IMF'nin o dönemki politikalarının odak noktasını harcamaların kısılması, enflasyonun düşürülmesi, yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi (Endonezya ve Tayland'da kapanmaya zorlanan bankalar, işletmeler gibi), sermayenin serbestleştirilmesi yani ülkelere yabancı sermayenin girişinin serbest bırakılması, ekonomik büyümenin

sağlanmasının göz ardı edilmesi ile uzun dönemde istikrarı sağlayıcı politikalar oluşturmaktaydı. Doğu Asya’da başlayan kriz Güney Kore, Tayland, Brezilya, Endonezya gibi ülkeleri etkilemiştir. Malezya ise krizden etkilenmiş ancak IMF politikalarının olumsuzluklarını gördüğü için IMF politikalarından kendisini uzak tutmuştur.

IMF, 2008 yılına kadar ciddi eleştirilere maruz kalmıştır. Eleştiri noktalarına geçmeden önce IMF’nin temel görevlerinden birinin global ekonomi ve finansal istikrarı tehdit eden beklenmedik riskleri tanımlamak ve bu tür risklere karşı politika önerileri geliştirmek olduğunu vurgulamak faydalı olabilecektir(Xafa, 2010: 486-487). Bu bağlamda, dünya ekonomisini yönlendiren en önemli kuruluşlardan biri olan IMF’nin küresel ekonomiyi iyi yönetip yönetmediği konusu, yaşanan son krizle tekrar gündeme gelmiştir. IMF’nin en önemli görevlerinden biri olan gözetim aktivitesinin taraflı olduğu düşünülmektedir. Yaşanan krize karşı erken uyarı sisteminin iyi işletememesi ve risklere karşı başta ABD’yi uyarmaması ilk eleştiri noktalarından bir tanesidir. Nitekim aynı eleştiri Doğu Asya krizlerinde de IMF’nin yaklaşan tehlikenin farkında olmayıp krizin patlak verdiği yılın global istikrar raporunda finansal piyasaların durumunu olağan üstü iyi olarak yorumlamasının bunun en büyük göstergesi olduğu şeklinde ortaya atılmıştır. Bu krizlerden sonra IMF’nin 1999–2007 yılları arasında ülkelerle imzaladığı stand by anlaşması sayısı 64’tür. Yapılan stand by düzenlemelerinin sayıları 1999 yılından itibaren giderek azalmış ve son olarak 2007 yılına gelindiğinde ise yalnızca üç ülke ile stand by düzenlemesine gidilmiştir(Hayaloğlu, Artran, 2011: 137). Bu rakamlar IMF’ye başvurma oranının 2000’li yıllardan itibaren düştüğünü, hatta 2004 yılından itibaren dünya ekonomisindeki olumlu koşullar sonucu birçok ülke IMF’ye olan borçlarını ödemiştir. Bu durum Fon’a duyulan ihtiyacın azaldığını göstermektedir. Ancak küresel finans krizinin ortaya çıkması ile birlikte 2008 yılından itibaren IMF’ye olan borçlar tekrar artışa geçmiştir.

Kriz, IMF'ye uluslararası ekonomideki rolünü tekrar kazanması ve eski gücüne kavuşabilmesi için büyük bir fırsat sunmuştur. Kriz sürecinde uygulanacak politikaların isabetli olmasının 2008 krizini en az zararlarla atlatabilmede önemi büyüktür. Bu bağlamda IMF, yeni koşullara uyum sağlamak ve eski itibarını kazanmak için bir dizi çalışma başlatmıştır. Küresel mali krizle mücadele kapsamında IMF'nin çalışma şekli birçok açıdan değişime uğramıştır. Her şeyden önce finansal krizin IMF kaynaklarına olan talebi arttırması, IMF'nin krizin yıkıcı etkileriyle karşı karşıya kalan ülkelerin ihtiyaçlarına hızlı bir şekilde yanıt verebilmek için kredi kapasitesini genişletmesine yol açmıştır. Bunun ilk adımı olarak Fon 2 Nisan 2009'da krizin gelişmekte olan ve düşük gelirli ülkeler üzerindeki baskılarını hafifletmek adına G-20 liderleri bir araya gelerek IMF'nin normal kapasitesini genişleterek 750 milyar Dolara yani üç misline çıkarmıştır. Buna bağlı olarak IMF'nin düşük gelirli ülkelere verdiği imtiyazlı kredilere ilişkin kaynakları iki katına ulaştırken, Genel Özel Çekme Hakları da 250 milyar Dolar tutarında artış göstermiştir. Bunun yanında, ülkelerin IMF'den kredi kullanımını kolaylaştırmak üzere, daha fazla kaynağa daha az kısıtlamayla ulaşılmasına imkân veren yeni düzenlemelere gidilmiş, yeni kredi araçları yaratılmıştır. Bu doğrultuda IMF kredi kullanımında öngördüğü koşulluluk prensibini önemli ölçüde gevşetmiş, acil finansman mekanizmasıyla hızlandırılmış destek sunmaya başlamıştır krizde üye ülkelere daha yüksek miktarda krediyi daha esnek koşullarda sağlama imkanı sunmuştur. IMF'nin krize karşı oluşturmuş olduğu Esnek Kredi İmkânı (FCL) esnek kullanım özelliklerinden dolayı krizde öne çıkan kredi araçlarından olmuştur. FCL imkânı sağlanan kredi miktarının fazla olması, geri ödeme süre-sinin uzunluğu, alınan kredinin ihtiyati olarak da kullanılabilmesi gibi özellikleriyle kriz şartlarına uygun bir kredi aracı olmuştur. IMF ayrıca; küresel ekonomik kriz nedeniyle kredi araçlarını da gözden geçirmiştir. Buna göre, ülkelere krizin üstesinden gelebilmeleri için yeni kredi imkânları sunmasının yanında bazı kredi araçlarını da güncelleme kararı almıştır. IMF bu düzenlemeler ile daha hızlı, daha fazla ve daha az koşullu kredileri üye ülkelerin kullanımına sunmuştur.

Kriz nedeni ile IMF’de yaşanan reform hareketlerinden bir tanesi de IMF’nin sistem risklerine odaklanan daha iyi gözetim ve denetim sistemine sahip olabilmek için başlattığı çalışmadır. Bu kapsamda Fon, gözetim önceliklerini yeniden belirlemiş, risk analizlerini reel sektörle finansal sektör arasındaki bağlantılar da dahil olmak üzere genişletme kararı almıştır. IMF ayrıca daha etkin bir gözetim için başta Finansal İstikrar Kurulu olmak üzere diğer uluslararası finansal kurumlarla işbirliğini güçlendirmek için çalışmalar başlatmış olup, bu işbirliği erken uyarı sisteminin kurulması alanında atılmış önemli bir adımdır. Diğer reform hareketi ise kota ve oy gücü konusunda olmuştur. Kota ve oy gücü reformu ile temsil hakkı az olan yükselen piyasa ekonomilerinin dünya ekonomisindeki ağırlık ve rollerini yansıtacak şekilde %6 oranında kotaların artırılması kararı alınmıştır. Bu yenilikle birlikte gelişmekte olan ülkelerin IMF yönetiminde daha fazla söz sahibi olmaları ile IMF kaynaklarından daha fazla yararlanmaları sağlanmıştır.

Gerçekleştirilen yeni kredi araçlarının oluşturulması, mevcut kredilerin kullandırım koşullarının esnetilmesi, karar alma sürecinin kısaltılması, ülkelere politika oluşturma ve karar alma süreçlerinde teknik destek sağlanması, periyodik yayınlar ve analizler ile küresel ekonomik düzene makro ölçekte bakılması, yönetsel anlamda adalet ve eşitliğin sağlanmasına yönelik reform yapılması üyeleri IMF’ye erken bir aşamada başvurmaya teşvik etmeyi ve böylelikle kriz olasılığını azaltmayı amaçlamaktadır. IMF’nin kaynaklarındaki kayda değer artışla birlikte bu reformlar IMF’nin, üyelerinin yalnız mevcut krizle değil, gelecekteki krizlerle de baş edebilmesine yardım etmek için güçlü bir şekilde tepki gösterebilmesini sağlayacak bir platform oluşturmuştur. Ancak burada unutulmaması gereken bir nokta daha vardır. O da kriz sürecinde tek borç verici mercii olarak IMF’nin görev almadığıdır. Bu süreçte FED de tıpkı bir borç verici mercii olmuştur. 2007 yılı Ağustos ayında başlayan finansal kriz sadece Amerika Birleşik Devletleri dolar fon piyasalarını değil, aynı zamanda deniz aşırı ülke piyasalarını da bozmuştur. FED kriz sürecinde fonlama baskılarını gidermek için, diğer ülkelerin merkez bankaları ile karşılıklı olarak

yürüteceği swap hattı denilen likidite, döviz düzenlemelerini ortaya çıkarmıştır. Swap hatları, ABD dolarının bulunabilirliği artırılarak küresel mali piyasalarda likidite koşullarının iyileştirilmesine yardımcı olmak için dizayn edilmiştir. Bu imkan ile swap hattında bulunan merkez bankası kendi ülkesindeki finansal kuruluşlara fon kaynağını kendi yetkisinde sağlayabilmekteydi. Swap hattında olan yabancı ülkenin merkez bankası kendi ülke parasını cari döviz kuru fiyatından FED'e satmaktadır. Aynı zamanda FED ve yabancı ülke merkez bankası, yabancı merkez bankasının gelecekte bir taihte aynı dövzi kurundan sattığı parayı FED'den geri satın alacağı üzerinde anlaşmaya varır. Kur riski ortaya çıkmaması adına başlangıçta bu anlaşma yapılır. Yabancı merkez bankası FED'den kendi ülke parası karşılığında elde ettiği doları satın aldığı dolarları kendi ülkesindeki finans kuruluşlarına borç verir. Vade sonunda yabancı merkez bankası anlaştığı fiyattan kendi ülke parasını FED'den geri alır ve karşılığında kullandığı dolarların işlem maliyeti kadar bir faiz ödemesini FED'e yapar. Böylelikle kur riski, kredi riski gibi riskler olmaksızın likidite kaynağına ulaşılmış olur. İşte ABD bu süreçte bazı ülkelerle döviz swap hattı kurarak bu ülke paralarını dolar ile değiştirip dolar likiditesi sağlamak üzere önlem aldı. ABD açıkladığı kurtarma paketleriyle ileriye yönelik bir likidite arzı artışının sinyallerini vermeye devam ettikçe global ortamda dolar likiditesi ile ilgili endişeler azalmaya başladı. İlk olarak 2007 yılının Aralık ayında FED tarafından uygulanmaya başlanan swap hatları kriz döneminde ilk olarak Avustralya, Kanada, Danimarka, İngiltere, Japonya, Yeni Zelanda, Norveç, İsveç, İsviçre ve Avrupa Merkez Bankası ile yapılmış olup, daha sonra Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur ile yapıldı. FED, bu ülkelerin her birinin merkez bankasına 30'ar milyar dolar sağlamıştır (FLEMİNG, KLAGGE, 2010: 2-3).

Sonuç olarak, yaşanan bu kriz göstermiştir ki IMF artık eski krizlerdeki gibi Barry Eichengreen'in dediği gibi likidite denizinde başsız bir gemi gibi davranmayı yaptığı reformlarla engellemiştir. Sadece likiditenin sahibi olarak son borç verici bir mercii gibi davranmamış, ülkelere önerdiği politikalarda

ülkenin sosyo-ekonomik düzeyini dikkate alarak, sosyal harcamaların artırılmasını teşvik etmiş olması (diğer krizlerdeki harcama kısıcıcı politika önerisinin aksine), ülkelerin uzun dönemli büyüme rakamlarının takip edilmesinin önemini kavramış olması, kurulduğu yıldan beri gelişmekte olan ülkelerin Fon'daki temsil hakkının adaletsizliğine seyirci kalmayıp, krizden en çok etkilenen gelişmekte olan ülkelerin yararına olması için oy hakkı ve kotaların artırılması yönünde iyileştirme yapmış olması gibi nedenler göz önünde bulundurulduğunda ve de ülkelerin krizin kurtarıcısı olarak tekrar IMF'yi görevi çağırmasını da hesaba kattığımızda IMF'nin rolünün değiştiği açıkça ortadır. Ancak tüm bu hususların IMF'yi dünya ekonomisinde hedeflediği konuma getirip getirmeyeceği ise ancak ilerleyen zamanlarda gözlemlenebilecektir.

## KAYNAKÇA

AKALIN, Gülsüm, UÇAK, Ayhan; IMF Politikaları Üzerine Bir Kritik, Marmara Üniversitesi, **İİBF dergisi**, 2007, Sayı 1, Cilt 22, (Erişim) [www.iibf.marmara.edu.tr/.../27-36-IMF-politikalari-uzerine-bir-kritik.pdf](http://www.iibf.marmara.edu.tr/.../27-36-IMF-politikalari-uzerine-bir-kritik.pdf), 2 Ekim 2012

AKÇAYER, Barkın; **Kriz Teorileri Işığında Mortgage Krizi ve Etkileri** Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2009.

AKYÜZ, Yılmaz; **“Reforming the IMF: Back to the Drawing Board”**, 2005, G-24 Discussion Paper No. 38, (Erişim) [www.un.org/esa/ffd/.../UNCTADG24.pdf](http://www.un.org/esa/ffd/.../UNCTADG24.pdf), 8 Kasım 2011

ALTUĞ, Sumru; “Kriz, Dünya ve Türkiye”, **TSK Akademi**, Özel Sayı, 2009, s.71.

APAK, Sudi; Küresel Finansal Kriz, G-20 Konferansı ve Türkiye, **Beykent Üniversitesi Stratejik Araştırmalar Dergisi / Journal of Strategic Studies** 1 (2), 2008, s:1-11, (Erişim) <http://www.beykent.edu.tr/docs/2.pdf?phpMyAdmin=26b1ab37aa748d52c4747d623bec741b>, 2 Ekim 2012

A VoxEU.Org. Publication; “The First Global Financial Crisis Of The 21st Century”, 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>,

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu; **BDDK Çalışma Tebliği**, Ankara, 2008.

<http://www.bis.org/>

BOERİ, Tito, GUIISO, Luigi; **The Subprime Crisis: Greenspan’s Legacy**, Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.37-40.

- BORİO, Claudio; **Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment And Some Policy Considerations**, Bank For International Settlement (BIS) Working Paper, No.251, March 2008, s.4.
- CALOMİRİS, W.Charles; “Not (Yet) A Minsky Moment?”Columbia University, 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.77-83.
- CECCHETTI, G. Stephen (a); **The Subprime Series, Part 1: Financial Crises Are Not Going Away**, Bank for International Settlements and CEPR, 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.21-23.
- CECCHETTI, G. Stephen (b); **The Subprime Series, Part 3: Why Central Banks Should Be Financial Supervisors**, Bank for International Settlements and CEPR, 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.29-32.
- CECCHETTI, G. Stephen (c); **The Subprime Series, Part 4: Does Well-Designed Monetary Policy Encourage Risk-Taking?**, Bank for International Settlements and CEPR, 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.33-35.
- DEHESA, De La Guillermo; **How To Avoid Further Credit And Liquidity Confidence Crisis**, Banco Santander, Goldman Sachs and CEPR, 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.151-154
- DELL' ARİCCİA, Giovanni, İGAN, Deniz, LEAVEN, Luc; **The Relationship Between The Recent Boom And The Current Delinquency Subprime Mortgages**, Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.7-10.
- DEMİRDİZEN, Cihan; **1929 Krizi ve 2008 Küresel Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, 2011.

DURMUŞ, Mustafa; **Kapitalizmin Krizi: 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi**, Ankara, Tan Kitabevi Yayınları, 2010.

DURUSOY, Serap; **Kriz Sonrası Küresel Kapitalizmin Geleceği**, Alternatif Politika, Cilt 1, Sayı 3, Aralık 2009, s: 363-389,

EĞİLMEZ, Mahfi; **Küresel Finans Krizi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2009.

ERCAN, Atilla; **Mortgage Uygulaması Ve Krizin Nedenleri – Etkilerinin Değerlendirilmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2009.

<http://www.federalreserve.gov/>

FISCHER, Stanley; **On the Need for an International Lender of Last Resort**, 1999, (Erişim) [www.imf.org/external/np/.../010399.HTM](http://www.imf.org/external/np/.../010399.HTM), 22 Ekim 2011

FLEMİNG, Michael J., KLAGGE, Nicholas J.; **The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines**", Federal Reserve Bank Of New York Current Issues In Economics And Finance, Volume:16, Number 4, April 2010, (Erişim) [http://www.newyorkfed.org/research/current\\_issues/ci16-4.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-4.pdf), s.2-3), 08 Şubat 2013

FRANKEL, J.A., ROSE, A.K.; **Currency Crashes In Emerging Markets: An Emprical Treatment**, Journal Of International Economics, 1996, s.351-366

GAYĞUSUZ, Filiz, YILMAZ, Derya; **2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri**, Uludağ Üniversitesi, (Erişim) <http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/kalkinma/kalkinma39.pdf>, 3 ocak 2011

GRABEL, Ilene; **Not Your Grandfather's IMF: Global Crises, 'Productive Incoherence' and Developmental Policy Space**, Political Ecomic

Research Institute (PERI) Working Paper Series Number 214, 2011,(Erişim) [www.peri.umass.edu/236/hash/.../395/](http://www.peri.umass.edu/236/hash/.../395/), 2 Eylöl 2012

GÜZEL, Simla; 2008 Küresel Ekonomik Krizi ve IMF'nin Önerdiği Ekonomi Politikalarının Krizle Mücadeledeki Rolü, **İktisadi ve İdari Bilimler Faköltesi Dergisi**, Cilt XXVIII, Sayı 2, 2009, s. 55-69

HAYALOĞLU Pınar, ARTAN Seyfettin; Küresel Ekonomik Krizle Mücadelede IMF'nin Değişen Rolü, **International Journal of Economic and Administrative Studies**, Sayı 6, 2011, s:133-158,

HULL, C.; **The Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?**, Joseph L. Rotman School of Management University of Toronto, May 2009.

IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Yüksek Borç ve Yavaş Büyüme ile Başa Çıkmak, 2012, (Erişim) <http://www.imf.org/external/country/tur/rr/2012/100112t.pdf>

IMF Güncellenmiş Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, 2012, (Erişim) <http://www.imf.org/external/country/tur/rr/2012/021312.pdf>

IMF Yıllık Raporu, 2009, (Erişim) [http://www.imf.org/external/lang/turkish/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09\\_tur.pdf](http://www.imf.org/external/lang/turkish/pubs/ft/ar/2009/pdf/ar09_tur.pdf) f. 20.09.2012

IMF Yıllık Raporu, 2011, (Erişim) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/ch3.pdf>, 20.09.2012

IMF Yıllık Raporu, 2012, (Erişim) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/ch3.pdf>, 20.09.2012

International Monetary Fund, IMF Factsheets; **IMF ve Avrupa**, Ocak 2012, (Erişim) <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/g20map.htm> g, 12 Haziran 2012

International Monetary Fund, IMF Factsheets; **IMF's Response to the Global Economic Crisis**, May 2012, (Erişim) [www.imf.org](http://www.imf.org), 12 Haziran 2012

İstanbul Sanayi Odası, **Dünya Ekonomisi Bülteni**, Ekim 2012, (Erişim) <http://www.iso.org.tr/tr/documents/arastirma/dunyaekonomisibulteni.pdf?redirected=1>, 15.10.2012

KAPUR, Devesh, WEBB, Richard; **"Beyond the IMF"**, Paper for G-24 Technical Group Meetings, 2006, (Erişim) <http://repositories.lib.utexas.edu/bitstream/handle/2152/4080/webb.pdf?sequence=2>, 9 Şubat 2011

Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor**, 2011, (Erişim) <http://www.maliye.gov.tr/YillikEkonomikRapor/Y%C4%B1ll%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor%202011.pdf>, 12.10.2012

MONACELLİ, Thomas; **"An Extensive But Benign Crisis"**, Bacconi University And Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.73-76.

<http://www.Moneycafe.com/>

ÖZATAY, Fatih; **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, İstanbul, 2010

ÖZBİLEN, Şevki; Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri, (Erişim) <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf>

ÖZKAYA, M. Hilmi; **"IMF'nin Değişen Rolü: Bretton Woods'tan Günümüze"**, **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2/2, 2009, s:102-117, (Erişim)

sosyaldergi.usak.edu.tr/2009\_2/200902MHOZKAYA.pdf, 24 Ağustos 2012

ÖZTÜRK, Nazım; **“IMF’nin Değişen Rolü Ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri”**, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Sayı 57, t.y, s:95-125, (Erişim) <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/469/5372.pdf>, 3 Ocak 2011

PORTES, Richard; **Ratings Agency Reforms**, London Business School and CEPR, 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.145-149.

REINHART, Carmen; **Reflections On The International Dimansions And Policy Lessons Of The US Subprime Crisis**, Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.55 <http://www.reuters.com>.

S&P/Case -**Schiller Home Price Indices 2009**, (Erişim) <http://www.standardandpoors.com/>, 30 Kasım 2010.

SNOWER,J.Dennis; **Four Mega Dangers İnternational Financial Markets Face**, University Of Kiel And Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.109-111

SÖNMEZ, Cahit; **Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri**, Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz, Ed. Sadi Uzunoğlu, İstanbul, Literatür Yayınları, 2009.

SÖNMEZ, Sinan; **Dünya Ekonomisinde Dönüşüm**, 2. Baskı, İmge Kitabevi, Ankara, 2005

STIGLITZ, Joseph; **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Çeviren: Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, Basım 4, Plan b Yayınevi, İstanbul, 2006

TAŞAR, M. Okan; IMF İstikrar Programlarının Temel Esasları ve Reform Gereksinimi, **Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 12, Sayı 18, 2009

TRUMAN, Edwin M.; **How the Fund Can Help Save the World Economy**, Peterson Institute for International Economics Op-ed in the Financial Times, 2009, (Erişim) [www.iie.com/publications/.../oped.cfm](http://www.iie.com/publications/.../oped.cfm), 15 Ekim 2012

TRUMAN, Edwin M.; **The Role of the International Monetary Fund and Federal Reserve in the Stabilization of Europe**, Peterson Institute for International Economics, 2012, (Erişim), <http://www.iie.com/publications/testimony/print.cfm?ResearchId=1580&doc=pub>, 15 Ekim 2012

UBIDE, Angel; **The Financial Crisis: Why It May Last**, Tudor Investment Corporation, 2007, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>, s.103-105.

ÜNAL, Ali, KAYA, Hüseyin; **Krizin Anatomisi: Küresel Kriz ve Türkiye**, İstanbul, Ekonomi ve Politika Araştırma Merkezi, 2009, <http://www.ekopolitik.org>

VÉRON, Nicolas; **Financial Reform after the Crisis: An Early Assessment**, Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, 2012

WEISS, Martin; **The Global Financial Crisis: The Role of the International Monetary Fund (IMF)**, CRS Report For Congress, 2008, (Erişim) [http://assets.opencrs.com/rpts/RS22976\\_20081030.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/RS22976_20081030.pdf), 12 Nisan 2012

WILLIMSON, John; **Reforming the IMF**, 2009, (Erişim) [www.Voxeu.Org](http://www.Voxeu.Org)., 17 Ağustos 2012

WOODS, Ngaire; **Governance in international organizations: The Case For Reform In The Bretton Woods Institutions**, 1998, In UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Vol. IX.

XAFA, Miranda; **Role of the IMF in the Global Financial Crisis**, Cato Journal, Vol. 30, No. 3, 2010, (Erişim) [www.cato.org/pubs/journal/.../cj30n3-5.pdf](http://www.cato.org/pubs/journal/.../cj30n3-5.pdf), 12 Nisan 2012

ZAZZARO, Alberto, PRESBİTERO, Andrea F.; **The IMF Response To The Crisis: Crisis Prevention An Political Influence**, 2012, (Erişim) [www.Voxeu.Org](http://www.Voxeu.Org), 26 Temmuz 2012.

## ÖZET

**BAKIR TÜRKMEN, Ebru. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Uluslararası Para Fonu’nun Rolü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2013.**

IMF, parasal konularda uluslararası işbirliğini güçlendirmek, uluslararası ticaretin dengeli büyümesini sağlamak ve demeler dengesi sorunlarını çözmek için oluşturulmuştur. Ancak, dünya ekonomisinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak IM’nin rolü de değişmiştir. 1980’li yıllara kadar daha çok demeler dengesi sorunlarını gidermeye yönelik politikalar üreten IMF, 1980 sonrasında yapısal uyum programları adı altındaki uygulamaları denetleme yolu ile etkinliğini giderek artırmış, küreselleşme sürecine bağlı olarak yaşanan son finansal krizde de son kredi veren mercii rolünü üstlenmiştir.

2007 yılında ABD’de Subprime konut sektöründe yaşanan çöküşle başlayan küresel finans krizi Uluslararası Para Fonu’nun (IMF) küresel para sistemindeki ana rolünü yerine getirip getiremeyeceğinin bir testi niteliğinde olmuştur. IMF bu krizde, alışılmışın dışında bir harekette bulunarak krizden en çok etkilenen gelişmekte olan ülkelerin yanında Avrupa ülkelerine de borç vermiştir. Bu atılımının yanı sıra makroekonomik düzenin varlığı için önemli fikirlerin kaynağı olan diğer uluslararası finans kuruluşları ile de rekabet etmiştir. IMF bu şekilde davranarak krizin bir sarmal şeklinde diğer az gelişmiş lkleri de etkilemesini önlemeye çalışmıştır. IMF önemli bir kuruluş olduğunu ve ekonomik düzendeki yerinin vurgusunu yaparken iki boyutta hareket etmiştir. Bunlardan birincisi acil kriz yöneticisi, ikincisi ise uluslararası finans sisteminin uzun dönemli sistemik reformcusu şeklindedir. Bu tez çalışmasında, IMF’de meydana gelen söz konusu değişiklikler ve IMF’nin dünya ekonomisinde üstlendiği yeni rol tartışılmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:**

1. 2008 Küresel Finansal Krizi,
2. Subprime Mortgage Kredileri,
3. Uluslararası Para Fonu (IMF),
4. IMF Programları,
5. Reform.

## ABSTRACT

**BAKİR TURKMEN, Ebru. 2008 Global Financial Crisis and the Role of the International Monetary Fund, Master Thesis, Ankara, 2013.**

IMF has been created to make international cooperation on financial matters stronger, for providing stable growth of foreign trade and for solving the problems of balance of payment. However, the role of IMF changed because of recent events occurred in the world economies. Fundamentally, IMF made policies in order to solve problems of balance of payment till 1980s, expanded its effectiveness much and more by controlling the applications called structural adjustment programs after 1980s., undertook the role of an international lender of last resort on recent crises occurred because of globalization trend and saw itself as an international lender of last resort during this financial crisis.

The current global financial crisis, which began with the downturn of the U.S. subprime housing market in 2007, is testing the ability of the International Monetary Fund (IMF), in its role as the central international institution for oversight of the global monetary system. Though the IMF is unlikely to lend to the developed countries most affected by the crisis and must compete with other international financial institutions<sup>1</sup> as a source of ideas and global macroeconomic policy coordination, the spillover effects of the crisis on emerging and less-developed economies gives the IMF an opportunity to reassert its role in the international economy on two key dimensions of the global financial crisis: (1) immediate crisis management and (2) long-term systemic reform of the international financial system. This thesis investigates foregoing changes occurring in the IMF and its new role assumed in the world economy.

**Key Words:**

1. 2008 Global Financial Crisis,
2. Subprime Mortgage Credits,
3. International Monetary Fund (IMF),
4. IMF Programs,
5. Reform.