

**2008 YILI ABD KAYNAKLI KÜRESEL
FİNANSAL KRİZİN
TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ**

Dr. Öğr. Üyesi Canan TİFTİK

Hiperyayın 575

Araştırma- İnceleme

Yazar

Dr. Öğr. Üyesi Canan TİFTİK

Genel Yayın Editörü

Hatice BAHTİYAR

Mizanpaj

Senem ILGIN

Kapak Tasarım

Kenan TEMİZEL

Yayıncı Sertifika No: 16680

ISBN: 978-605-281-826-8

e- ISBN: 978-605-281-825-1

1. Baskı: İstanbul, 2020

Copyright© Tüm hakları saklıdır. Bu kitabın telif hakları, 5846 sayılı yasanın hükmüne göre, kitabı yayımlayan Hiperlink Eğitim İletişim Yay. Gıda. San. ve Tic. Ltd. Şti. ve Canan TİFTİK' e aittir. Yayımcının ve yazarın izni olmaksızın elektronik ve mekanik herhangi bir kayıt sistemi veya fotokopi ile çoğaltılamaz, kopyalanamaz. Ancak kaynak gösterilerek kısa alıntı yapılabilir.

Tiftik, Canan

2008 yılı ABD kaynaklı küresel finansal krizin Türkiye ekonomisine etkileri / Canan Tiftik. - İstanbul: Hiperyayın, 2020.

215 s.: grf., şkl., tbl.; 21 cm. — (Hiperyayın; 575)

Kaynakça var.

ISBN: 978-605-281-826-8 - e-ISBN: 978-605-281-825-1

1. Ekonomi—Finansal Krizler 2. Türkiye ekonomisi I. Yazar adı II. Eser adı
III. Dizi

HB3722.T87. T54 2020

338.542 TİF 2020

Baskı-Cilt: Mikyas Basım Yayın Matbaacılık Sertifika No: 35532

GENEL SATIŞ PAZARLAMA VE YAYINEVİ

Hiperlink Eğt İlet. Yay. Gıda San. ve Paz. Tic. Ltd. Şti

Tozkoparan Mah. Haldun Taner Sok. Alparslan İş Merkezi

No: 27 Kat: 6 D: 21 Merter- Güngören / İstanbul

Telefon: 0212 293 07 05-06 Faks: 0212 293 56 58

www.hiperlink.com.tr / info@hiperlink.com.tr

Dr. Öğr. Üyesi Canan TİFTİK

Dr. Öğr. Üyesi Canan TİFTİK, 15 Eylül 1977 tarihinde İstanbul'da doğmuştur, aslen Kayseri'lidir. İstek Vakfı Tarabya Kemal Atatürk Lisesi'nden 1995 yılında başarıyla mezun olmuştur. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstriyel İlişkiler bölümünü 1999 yılında bitirdikten sonra, Middlesex Üniversitesi (Londra-İngiltere) İnsan Kaynakları Yönetimi Yüksek Lisans öğrenimini 2002 yılında başarıyla tamamlamıştır. Yüksek Lisans tez çalışmasını Tesco Brent Park şubesinde çalışarak, Balanced Scorecard Performans Yönetim Sistemini şirket yönetimi ile kurmuştur. İkinci Yüksek Lisans derecesini Bilgi Üniversitesi Finansal Ekonomi –İngilizce Tezsiz bölümünden 2010 tarihinde başarıyla almıştır. Tiftik 2015 yılında Okan Üniversitesi İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü'nden doktor ünvanını almıştır. Doktora tezini, İpotekli Konut Krizi ve Türkiye Ekonomisi'ne etkileri ile Türkiye Ekonomisi'nin 1994, 2000, 2001 krizleri ile karşılaştırmalı olarak detaylı incelenmesi üzerine oluşturmıştır.

Canan Tiftik, İdari olarak özel kuruluşlarda İnsan Kaynakları uzman ve orta düzey yöneticilik makamlarında tecrübe kazanmıştır. Özel sektörde istihdam edildiği şirketler sırasıyla Berlitz Dil Merkezi, Vodafone, ACT Havayolları'dır.

Bilgi Üniversitesi İşletme Fakültesi'nde Araştırma Görevliliği pozisyonunda bulunmuştur. Okan Üniversitesi Meslek Yüksekokulu'nda yarı zamanlı öğretim görevlisi olarak çalışmıştır.

Canan TİFTİK, “İnsan Kaynakları Sistemi”, “Performans Yönetim Sistemi”, “Eğitim Yönetimi”, “Kalite Yönetim Sistemleri”, “Meslek Etiği”, “İş Hukuku”, “İş Sağlığı ve Güvenliği” ve “Kariyer Yönetimi” gibi konularda çalışmalar yapmış, bu konularla ilişkili “Chartered Institute of Personnel and Development (CIPD)-İngiltere” kuruluşunda workshop'lara katılarak uluslararası eğitim sertifikası derecesi almaya hak kazanmıştır. 2016 yılından beri İstanbul Gelişim Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu İşletme Bilgi Yönetimi Bölümü'nde Dr. Öğr. Üyesi görevini sürdüren Tiftik, Doktora seminer dersleri, Yüksek Lisans ders, proje ve danışmanlığını devam ettirmektedir. Uzmanlık alanında makale çalışmaları ve bildiri sunum çalışmalarını yapmaktadır.

İÇİNDEKİLER

SEMBOLLER.....	9
KISALTMALAR	9
ÖNSÖZ.....	11

BÖLÜM I

GİRİŞ ve AMAÇ	13
---------------------	----

BÖLÜM II

2.1. KRİZ TEORİSİ.....	17
2.1.1. Döviz Krizleri:	26
2.1.2 Bankacılık Krizleri:	27
2.1.3 Dış Borç Krizleri:	28
2.1.4. Sistemik Finansal Krizler:	28
2.2. Finansal Kriz Modelleri ve Politikaları:	29
2.3. İktisat Okullarının Finansal Kriz Yaklaşımları:	32
2.3.1. Klasik Liberal Yaklaşım:.....	32
2.3.2. Neoklasik Yaklaşım:	34
2.3.3. Keynesyen Yaklaşım:	36
2.3.4. Monetarist Yaklaşım:	45
2.3.5. Arz Yanlı Yaklaşım:	47
2.3.6. Yeni Klasik Yaklaşım:.....	48
2.3.7. Post Keynesyen Yaklaşım:	48
2.3.8. Marksist Yaklaşım:	50
2.4. Kriz Ekonomisi:.....	52
2.5. Finans Krizi Teorileri:	66
2.5.1. Krizin Bulaşma (Contagion) Olgusu:.....	68

BÖLÜM 3

3.1. Küresel Mortgage (Konut) Krizi (2007-2008):	83
3.2. 2008 Küresel Krizin Başlama Aşaması:	85
3.2.1. Türev Ürünler:	87
3.2.2. ABD'nin Mali Durumu:	93
3.2.3. 2008 Küresel Krizle ortaya çıkan Sanal ve Reel Ekonomi balonu ve IMF:	96
3.2.4. Krizin Süreci:	97
3.2.5. Krize Geliş Ortamı:	99
3.2.6. Denetim:	103
3.2.7. Teminatlı Borç Senetleri (Collateralized Debt Obligatin CDO):	105
3.2.8. Moral Hazard (Ahlaki Zafiyet), Agency Problems (Vekalet Problemi), Emlak Spekülasyonu:	108
3.2.9. Basel:	110
3.3. Finansal Durgunluk:	112
3.3.1. Finansal Yönetim Hataları:	115
3.3.2. 2008 Krizinin Yayılması :	118
3.3.3. FED'in (Federal Reserve: Amerikan Merkez Bankası) Para Arzı, Faiz ve Enflasyon Baskısı:	123
3.4. Geleneksel Mali Politikalar:	124
3.5. Krize Devlet Müdahaleleri:	126

BÖLÜM IV

4.1. TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLERİN ANALİZLERİ:	129
4.1.1. 1994 Krizi:	129
4.1.2. 2000 Kasım Krizi:	133
4.1.3. Şubat 2001 Krizi:	135
4.1.4. 2008 Krizi:	139

4.1.5. Krizlerin Genel Özellikleri:	141
4.1.6. 1994 ve 2001 Krizlerinin Ortak Özelliği:	142
4.1.7. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin Ortak Özelliği:	144
4.1.8 2008 Krizinin 1994 ve 2001 Krizlerinden Farkı:	144
4.2. Türkiye’de Döviz Kuru Politikaları 1994–2001–2008 Dönemi	145
4.2.1. Dalgalı Kur Sistemi:	146
4.2.2. Dalgalı Kur ve Para Politikası:	148
4.2.3. 2000 Kasım–2001 Krizi Ve Dalgalı Kur Sistemine Geçiş:...	150
4.2.4. 2002 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikası:	151
4.2.5 2003 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikası:	151
4.2.6. 2004 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikası:	152
4.2.7. 2005 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikaları:	152
4.3. Sabit Kur:	153
4.4. Döviz Kurunun Faiz Oranları Ve Para Talebi Üzerine Etkileri:	154
4.5. 2008 Krizinin Politika Alanları:	155
4.6. Küresel Kriz Öncesi Türkiye Ekonomisinin Büyüme Kaynakları:	159
4.6.1. 2002- 2007 Dönemi Ekonomik Büyümeye Talep Yönlü Katkılar:	159
4.6.2. 2002- 2007 Dönemi Ekonomik Büyümeye Arz Yönlü Katkılar:	159
4.6.3. 2002- 2007 Dönemi İstihdam, Verimlilik ve Ücretler	160
4.7. 2008 Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri	161
4.7.1. 2008 Yılı Küresel Krizin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri:	163
4.7.2. 2008 Yılı Küresel Krizin Reel Ekonomi Üzerine Etkileri:	164

4.7.2.1. Kapasite Kullanım Oranı:	164
4.7.2.2. Açılan ve Kapanan İşyeri Sayısı:	164
4.7.2.3. İstihdam Durumu:	165
4.7.2.4. Reel Kesim Güven Endeksi: (Endekste 100'ün üstü güveni, altı ise güvensizliği göstermektedir.)	165
4.7.3. Küresel Kriz ve Maliye Politikası	166
4.7.4. Para Politikası:	170
4.7.5. Dünya Bankasının Görüşleri:	176
4.7.6. Türkiye Ekonomisinin 2008 Kriz Döneminde Makro Ekonomik Durumu:	179
4.7.7. Türkiye Ekonomisi Temel Makroekonomik Parametreler:	182
4.7.7.1. Büyüme:	182
4.7.7.2. Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi:	185
4.7.7.3. Dış Borç Stoku:	188
4.7.7.5. Enflasyon ve Faiz Oranları:	189
4.7.7.5. Döviz Politikası:	191
4.7.7.6. İşsizlik:	192
4.7.7.8. Genel Değerlendirme:	192
4.8. AKP'nin Asyalaşma Politikası:	193
4.9. Türkiye Küresel Krizinden Etkilenme Derecesi:	196
4.10. Küresel Krizden Çıkış için Maliye Politikası:	197
4.11. Hükümet Müdahaleleri:	198
4.11.1. Ekonomi Yönetiminin 2008 Krizine Yaklaşımı:	203
SONUÇ	205
KAYNAKLAR (REFERENCES)	211

SEMBOLLER

i : Faiz oranı (%/yıl)

KISALTMALAR

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

ŞEKİL LİSTESİ (LIST OF FIGURES)

Şekil: Subprime mortgage krizinin diyagramı	85
Şekil GSYH Büyümesine Sektörel Katkılar (Puan).....	183
Şekil 2.11. Dış Ticaret Göstergeleri	187
Şekil. Özel Sektörün Borç Kullanımı.....	189
Şekil . Enflasyon ve Faiz Oranları	190
Şekil İşsizlik Oranı (%).....	192

TABLO LİSTESİ (LIST OF TABLES)

Tablo: Mortgage Kredi krizinin likidite krizine dönüşüm süreci.....	84
Tablo Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla	184
Tablo Dış Borç Stoku (Milyar\$).....	188

ÖNSÖZ

Bu tez 2007 yılında ABD finansal sektöründe başlayan krizin nedenlerini ve Türkiye'ye etkisini irdelemektedir.

Bu çalışmada ABD kaynaklı 2008 küresel krizin Türkiye ekonomisine etkisi ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verileri analiz edilecektir.

2003 -2013 yılları arasında sanayi şirketlerinin ekonomik krizdeki etkisini analiz etmek için veri yöntemi kullanılmıştır. Sanayi indeksi verileri Merkez Bankası'nın veri tabanından derlenmiştir.

Tezin yazımı sürecinde başta Okan Üniversitesi Kütüphanesi olmak üzere pek çok kaynak kullanılarak 2007 krizi ve daha önceki krizlere ilişkin (1994–2000–2001) literatür taranmıştır. Tez, Türkiye özelindeki ekonomik reform ve yeniden yapılandırma çalışmalarının yetersiz olduğu sonucuna varmıştır. Yeterli bir reform hareketinin mali düzenleme ve iktisadi kurallar koymak suretiyle serbest piyasalara ılımlı müdahale ile gerçekleşeceği savunulmuştur.

Tez çalışması sürecinin her safhasında değerli görüşlerini esirgemeyen danışman hocam Sayın Prof. Dr. Targan Ünal'a, sevgili Aileme ve yine ismini yazamadığım tüm yakınlarıma katkılarından ötürü teşekkürü bir borç bilir, yardımlarından dolayı minnettarlığımı sunarım. Bu tezin konuyla ilgilenenlere yararlı bir katkı oluşturmalarını temenni ederim.

Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde desteklerini benden esirgemeyen çok sevgili Anneme ve Babama ve hayatıma renk katan dostlarıma minnettarlarımı ve şükranlarımı sunarım.

Doktora çalışmam boyunca öğrencisi olmaktan gurur ve şeref duyduğum, kıymetli danışman Hocam Sayın Prof. Dr. Targan ÜNAL'a verdiği destek, anlayış, emekler ve gösterdiği özveri, sabır için çok teşekkür ederim.

BÖLÜM I

GİRİŞ ve AMAÇ

Bu çalışma, tarihin en büyük bunalımlarından biri olan ve 2007 yılında ABD’de başlayan 2008 küresel ekonomik krizi incelemeyi amaçlamaktadır. Krizin daha önce yaşanan 1929 yılındaki dünya ekonomik buhranından sonra dünya ekonomisini etkisi altına almış en büyük krizlerden biri olduğu ve bu yüzden sadece uygulanan ekonomi politikaları değil, aynı zamanda neo-liberal¹ iktisadi paradigmayı da etkileyip değiştireceği bu tezde öne sürülmektedir. Küresel ekonomik kriz emperyalizmin bir krizi olmak-tan çok, bilgi çağına dönüşüm sürecindeki küresel ekonominin yeniden yapılanma arayışdır.

Küresel² boyutta kriz 2008 yılının ikinci yarısında yaşanmış-tır. ABD ekonomisinin ilk iki çeyrekte büyümesi, finans krizinin ekonomik durgunluğa yol açmadan atlatılacağı yanılgısına yol aç-mıştı. Küresel büyüme balonuyla petrol fiyatı 147 doları görmüştü. Menkul Kıymetler ise petrol’un 200 dolar olduğu balonunu oluş-turmuştu. Paralelinde gıda maddeleri fiyatları yükselişe geçmiş, küresel enflasyon paniği yaşanmıştı. Avro 1,60 doları aşmış, altı-nın onsu 1000 doların üzerine çıkmıştı. Ancak sonradan anlaşıldı ki, ABD resesyona girecek ve kriz AB ile Japonya’ya yayılacak hatta Çin olmak üzere çevre-bağımlı ülkelerin ayrışması mümkün olmayacaktı. Küresel yavaşlama petrolün fiyatını hızla 40 doların altına indirmişti. Avro 1,30 doların, altın 900 doların altına in-mişti. Enflasyon paniği yerini deflasyon paniğine bırakmıştı. 2008 krizi, finansal serbestleştirilmeyle birlikte finansal sermayenin kısa dönemli, spekülatif nitelikli kararlar alınmasından başlıyor-du. Şöyle ki, reel sektörde kullanılan her 1 dolara karşılık, dünya finans piyasalarında 25- 30 dolarlık işlem hacmi gerçekleştirildiği hesaplanıyordu; 1970’lerde günde sadece yaklaşık 190 milyar dolar

1 Neo-liberalizm: Klasik liberalizme reform getiren ve devletin daha aktif bir müdahalesini savunan ekonomist ve filozofların temsil ettiği düşünce akımıdır.

2 Mustafa sönmez 100 soruda küresel kriz ve Türkiye .

hacmi olan dünya döviz piyasası işlemlerinin, 1990'ların başında günde 1,2 trilyon dolara, günümüzde de 1,8 trilyon dolara ulaşmış durumda olduğunu belgeliyordu. Bu rakamın dünya ticaret hacminin 70 misline ulaştığı gözlenmekteydi. Ancak bir yandan da spekülasyon kazançların özendirdiği şişkinlik giderek başlı başına bir istikrarsızlık unsuru haline geliyordu.

2008 krizi, kapitalizmin finansallaşma sürecinin doğrudan bir ürünüydü. Ülkelerde sermaye, artık kar oranlarını sürdürebilmek için finansal spekülasyonun gerçek dışı rantlarına bağımlı durumdaydı. 2008 krizinin ana kaynağı olan subprime (ipotekli) konut krizi de finansal kuruluşların ödeme gücü yeterli olmasa da binlerce insanı ipotekli konut kredileriyle borçlandırarak ev sahibi yapma ümidi idi. Konut kredisi verilenlerden alınan senetler hemen menkul değerlere dönüştürülmüştü. Bu senetler, fon adı altında diğer piyasalara satılmaya başlanmıştı. Risk de başkalarına devredilmeye başlanmıştı. Ancak, bireysel borçlar sonunda kişisel gelirlerden, ücretlerden ödenebilirdi ama borçlar da ücretlerden daha hızlı artmaktaydı. Ödenemeyen borçlar hisse senedi kağıtlarının değerini aniden düşürünce krizin kredi piyasalarına yayılması başlamıştı, çünkü kağıtları satın alan kalmadığı için piyasa değerleri de sıfıra inmişti. Bu durum, bankaların bilançolarını da olağanüstü bozmuştu. Bankalar birbirlerine kredi vermeyi kesmişlerdi ve finansal sistem felce uğramıştı.

³Ocak 2009'da Bush yönetiminin son günlerinde, başkan yardımcısı Dick Cheney 2008 krizini 11 Eylül saldırılarına benzetmişti. Röportajında "Felaket gibiydi ama öngörülmesi neredeyse imkansızdı" demişti. Aslında bu doğru değildi. Birçok ünlü ekonomist ülke ekonomisinin yakın gelecekte konut krizinin olacağını, acımasız bir petrol şoku yaşanacağını, sertçe inecek olan tüketici güveninin meydana geleceğini ve derin bir ekonomik durgunlukla karşı karşıya kalınacağı uyarısında bulunmuşlardı.

Reel ekonomik kriz şeklinde Türkiye ekonomisine bulaşan kü-

3 Nouriel Roubini, Stephen Mihm. Kriz Ekonomisi, Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği, pegasus yayınları, 2010. sy. 9

resel krizin, Türkiye'yi teğet geçmesi mümkün değildi. Çünkü siyasi gerilim ve yüksek cari açık, Türkiye'nin iki temel sorunu. İç siyasi çekişmeye dayalı siyasi istikrarsızlık ile dış ticaretten kaynaklanan ekonomik kırılganlık Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu sıcak para nedeni ile ekonomi de ciddi sorunlar yaşanmasına neden olmaktaydı. Yüksek döviz kuru kısa dönemdeki borç ödemesinde önemli kur riskleri nedeniyle önemli bir sıkıntı yaratmıştı. Cari açık artarken de büyüme hızının düştüğü görülmüştü. Dolayısıyla Türkiye'nin; dış açık sorunu, kısa vadeli borçlar sorunu, daralan dış kaynak nedeniyle kaynak sıkıntısı gibi parasal riskler, seçimler nedeniyle bütçe açığı, daralan ekonomi nedeniyle vergi kayıpları bulunmaktaydı.

Anahtar sözcükler: Küresel kriz, Yayılma / Bulaşma (Contagion) etkisi, finans krizi, ekonomik kriz, Türkiye Ekonomisi, Dünya ekonomisi.

BÖLÜM II

2.1. KRİZ TEORİSİ

Kriz kelimesinin kökeni Yunanca “karar vermek” anlamına gelen “krisis” sözcüğünden meydana gelmektedir.

Ayrıca kriz kelimesi “birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme”, “büyük sıkıntı”, “buhran” ve “bunalım” gibi kelimelerle eşanlamlı olarak da kullanılmaktadır. Kökenine bakıldığı zaman “karar vermek” anlamında olan kriz geçmiş ve geleceğe yönelik kararların sorgulanmasının gerekli olduğu anlamını taşımaktadır (Çapraz, 2001: 5).⁴

Krizden söz edebilmek için, önceden bilinmeyen ya da öngörüleemeyen bazı gelişmelerin; makro düzeyde devlet, mikro düzeyde ise firmaları ve bireyleri ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarması gerekmektedir. Aniden ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri kriz olarak adlandırmak gerekir. Çünkü normal süreç içerisinde ortaya çıkan her sorunu kriz olarak değerlendirmek doğru değildir. Kriz, bu açıdan beklenmedik biçimde ortaya çıkan ciddi bir sorun olarak düşünülebilir. Rutin gelişmeler ve sorunlar kriz değildir. Krizin en önemli özelliğinin önceden tahmin edilemeyen ya da bilinmeyen bir anda ortaya çıkması olduğu söylenebilir (Aktan ve Şen, 2002: 1).⁵

Finansal piyasaların giderek birbirine bağlı olduğu ve makroekonomik göstergelerde (döviz kuru, faiz oranı vb.) öngörüleemeyen çalkantıların söz konusu olduğu uluslararası finansal sisteminde herhangi bir ülkenin finansal piyasasında meydana gelen istikrarsızlık, uluslararası finansal piyasalarda zincirleme şekilde istikrarsızlıklara ve daha ileri aşamalarda finansal ve reel krizlere neden olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ve yükselen (emerging) piyasa ekonomilerinde yoğunlaşan bu krizlerin önüne geçilmesi ve/veya tedavi edilmesi, tarihsel deneyimler ışığında söz konusu krizlerin dinamiklerinin doğru bir şekilde ortaya konulmasını ge-

4 <http://sbe.kmu.edu.tr/userfiles/file/tezler/iktisat/erhanduman.pdf>

5 <http://sbe.kmu.edu.tr/userfiles/file/tezler/iktisat/erhanduman.pdf>

rektirmektedir. Geliştirilecek politika önermeleri de bu dinamikleri esas almak durumundadır.⁶

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlayıp, 1990 sonrasında ivme kazanan ulusal ve uluslararası finansal piyasaların birleşme süreci finansal kriz olgusunu da beraberinde getirmişti. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin finansal sistemlerini liberalize edip, sermaye hesabını dışa açık hale getirdiği dönemde, bir taraftan sermayenin uluslararası hareketinde olağanüstü artışlar gerçekleşirken, diğer taraftan şiddeti ve etki alanı hızla genişleyen uzun süreli finansal krizler ortaya çıkmıştı. Bu çerçevede yakın zamanlarda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bu krizlerin nedenleri ve çözüm önerilerine vurgu yapan yeni ve geniş bir literatür oluşmaya başlamıştı.⁷

Aslında, Küreselleşme⁸ olarak adlandırılan olgu, parasal ilişkilerin ön plana çıktığı bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Para ve parasal hareketler, toplumsal ilişkileri tüm boyutlarıyla etkisi altına almış, piyasalar söylemiyle kendini isimlendirmiştir. Para, dünya tarihinde hiç olmadığı kadar üretimden kopmakta, karmaşık spekülasyonlar yoluyla kontrolsüz olarak büyümekte, değer karşılığı olmayan bu büyümeyi idare etme çabaları; iktisadi, toplumsal ve siyasi krizler olarak geri dönmektedir (Bağımsız Sosyal Bilimler Basın Duyurusu, 2008: 24).

Küreselleşme ile bir yandan ülkeler arasında kota ve tarifelelerin olmadığı tam bir serbest ticaret hedeflenirken, diğer yandan üretime yönelik sermaye yatırımı ve finans piyasalarına yönelik para-finance şeklindeki sermaye akımlarının önündeki engellerde kaldırılmaya başlanmıştır⁹(Kaya ve Yılmaz, 2005: 70). Özellikle gelişmekte olan ekonomiler; uluslararası finansal şoklar, döviz ku-

6 Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81. Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif, Güven DELİCE

7 Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81. Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif

8 http://www.academia.edu/1623433/MALI_KRIZLER_VE_SON_MALI_KRIZIN_2008_REEL_SEKTORE_ETKILERI

9 İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik dergisi. Ekonometri ve İstatistik sayı 11, 2010, 61-89

runun yanlış yönetimi, mali düzensizlik, finansal serbestleşme ve ulusal bankacılık sisteminin zayıflığı gibi çeşitli nedenlerle uluslararası finansal krizlerle karşı karşıya kalmaktadırlar¹⁰(Erkekoğlu ve Bilgili, 2005: 16). Finansal krizlerin reel ekonomiyi önemli ölçüde olumsuz etkilediği açıktır. Çünkü bu makro ekonomik etkiler bir yandan reel üretim kayıplarına yol açmakta bir yandan da krizlerin yaşandığı ülkelerden diğer ülkelere hızla yayılmaktadır. Finansal krizlerin özellikle reel ekonomide yol açtığı kayıplar reel ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Şimşek 2008: 189).

Piyasalarda oluşan fiyatlar arasında bağımsız değişkenler bulunmaktadır. Küreselleşen ekonomilerde en önemli denge ölçüsü ise faiz paritesidir. Küreselleşme sürecinde yükselen faiz oranları tasarrufları teşvik edemediği gibi, maliyet artışlarına neden olarak enflasyon oranını da yükseltmektedir. Yükselen faiz oranları da istikrarsızlık yaratıcı faktör haline gelmektedir. Bunun yanında, beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksek ise, nominal faiz de o ölçüde yüksek olmaktadır. Bu durum istikrarı engelleyen en büyük olumsuzluktur.

Bir ekonomide; kamu açıklarının, cari işlemler açığının ve tasarruf açığının artması, ekonomideki yapısal dengenin bozulmasının temel nedenleridir. Genişletici para ve maliye politikaları¹¹, bu açıkları ortaya çıkarmaktadır. Döviz kurunun aşırı değerlenmesi ya da faiz oranlarının aşırı artması ise, bu açıkların bir sonucudur. Kamu ve tasarruf açıklarının artması faiz oranlarını arttırmakta, bu da sonuç olarak döviz talebini ve fiyatını yüksek oranda arttırarak finansal krizin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Kriz sürecinde yükselmeye devam eden faiz oranları, işletmelerin finansman maliyetlerini yükseltir, kredi olanaklarını daraltır, karlılığını azaltır. Dolayısıyla, artan faiz maliyeti, krizi arttırır. Bu

10 İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik dergisi. Ekonometri ve İstatistik sayı 11, 2010, 61-89

11 Maliye Politikası; Harcamalar ve Vergiler, Para Politikası; Faiz Oranları ve Para Miktarı ile etkileşim içerisindedir. Maliye ve Para Politikalarının karşılıklı etkisi makro-ekonomide IS-LM Modeliyle incelenir. Modelde fiyatlar sabit olduğu varsayılır. Bu koşulda mal ve para piyasalarında denge, faiz oranı ve gelir düzeyinin bileşiminde tanımlanır. Hicks-Hansen IS-LM Modeli.

süreçte, mallara olan talep azalır, işten çıkarmalar artar (Eichengreen ve Mussa, 1998: 52).

Finansal krizler, ödemeler dengesi üzerinde cari açıkların artması yönünde etki yaratmaktadır. Sermaye girişindeki artış, cari açığın artmasına olanak vermektedir. Ödemeler dengesinin bozulması, döviz kurlarının sürekli dalgalanması ve ulusal paranın gittikçe değer kaybetmesi, finansal piyasaların bozulmasına neden olmaktadır.

Finansal Krizler, ekonominin reel kesimi üzerinde yıkıcı etkiler yaratmakta ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozmaktadır. Finansal kriz dönemlerinde, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarında şiddetli dalgalanmalar ortaya çıkarken, bankacılık sisteminde bankalara geri ödenmeyen krediler aşırı derecede artmakta ve ciddi ekonomik sorunlar doğmaktadır ¹²(Mishkin, 2003).

Finansal Krizler, finansal piyasaların etkin bir şekilde fonksiyon görememesi ile sonuçlanırlar. Bu durum ekonomik faaliyet hacminde şiddetli daralmalara yol açar. Mishkin, finansal krizlerin oluşumunda dört önemli faktör ileri sürmüştür. (2001:3) Bunlar:

I. Finansal sektör bilançolarındaki bozulma

II. Faiz oranlarındaki artışlar

III. Belirsizlikteki artışlar

IV. Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının (non financial balance sheets) bozulması.

Feldstein ise (1999: 6- 13) finansal krizleri şu şekilde belirtmiştir:

I. Cari hesap krizleri

II. Bilanço krizleri

III. Banka-paniklerinin yol açtığı para krizleri

IV. Sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon

Radelet and Sachs, Finansal krizleri; makroekonomik politi-

12 Eski bilg desktop/küresel ekonomik sistemde finansal krizleri onleme ve yönetme sorunsali

kaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve ahlaki tehlike krizleri olmak üzere dörtlü bir ayırımı tabi tutmaktadır (Radelet and Sachs, 2000:106,107). Diğer taraftan krizler kaynaklandıkları sektöre göre, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde de sınıflandırılabilmektedir (IMF, 2002: 7).

Özellikle, yükselen piyasalarda yaygın olarak görülen finansal krizler ana hatlarıyla; para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal krizler olmak üzere dört grupta toplanabilmektedir.

Finans piyasası, fon arz edenlerle fon talep edenleri bir araya getirip bunların kârlı yatırım alanlarına dönüşmesine olanak verir. Bu nedenle finans piyasalarında meydana gelecek bir dalgalanma fonların kârlı yatırım projelerine dönüşmesini engellemekte ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyerek ciddi azalmalara neden olmaktadır (Delice, 2003: 58).¹³

1980’li yıllarda devletçi ekonomik kalkınma sistemi çökmüş, yerini mal ve hizmet ticaretinde serbestliği savunan liberal yaklaşım almıştı. Sonrasında bu serbestleşme hareketine para ve sermaye hareketi dâhil olmuştur.

Sermayenin serbestleşmesi, gelişmekte olan ülkelere fon sağlamaktadır. Fakat bu durum aynı zamanda finansal krizlerin temelini oluşturmaktadır. Çünkü bu fonlar ekonomide veya siyasi alanda bir sorun veya güvensizlik ortamı oluştuğunda piyasayı terk ederek ülke ekonomisinde hassas olan dengelerin bozulmasına ve finansal krizlere sebebiyet vermektedirler. Finansal serbestleşmeye gitmeden önce çok güçlü denetleyici ve düzenleyici kurumsal çerçevenin yaratılması gerekir. Çünkü finansal serbestleşme gerçekleştiği zaman, risk alma davranışları üzerine kısıtlama getirmek

zorlaşacak ve batık krediler artarak bilançoların ileride bozulmasına neden olacaktır (Kayarkaya, 2006: 54- 55).¹⁴

¹⁵Joseph Schumpeter (1961) *“The Theory of Economic Development and Essays”* adlı kitabında şöyle belirtmektedir: “Para piyasası daima kapitalist sistemin yönetim merkezidir”. Toporowski’nin (2000), *“The End of Finance”* kitabında belirttiği gibi: “Yirminci yüzyılın son on yılları, değer piyasalarının tahvil piyasalarına dönüşmesi bağlamında 1890’lar ve 1900’lerden bu yana tarihinin en büyük finans çağına yükselişine tanıklık etmiştir. Finans çağı ile kastedilen, finansın kapitalist gelişme içinde öncülük rolünü endüstriyel girişimden kaptığı bir tarih sürecidir”.¹⁶ Aynı zamanda, Sweezy (1994) *“The Triumph of Financial Capital”* adlı eserinde şöyle ifade eder: “Şirket yönetimlerinin üyeleri, giderek artan oranlarda, küresel finansal piyasalarının ağında faaliyet gösteren finans sermayesi tarafından sınırlandırılmış ve kontrol edilmiş haldedir. Gerçek iktidar, şirket yönetim kurullarından finansal piyasaların eline geçmiştir. Bu, finansla reel olan arasındaki dönüşmüş ilişki, dünya ekonomisindeki yeni eğilimleri anlamının kilit noktasıdır”.¹⁷ Dolayısıyla, finans, reel sektörün birikimi, üretimdeki yatırımlara yönelik kolektif tasarruf havuzunun bir biçimi olarak görüldü.

Marx (1981)¹⁸ ve Keynes’in (1973)¹⁹ reel ile parasal arasındaki ayrıma karşı çıkıyorlardı. Hem Marx, hem de Keynes tarafından farklı birtakım yollarla incelenen üretimin parasal teorisi, doğal olarak ekonominin işleyişinden bağımsız değil, ona entegre edilmiş bir finans teorisinin, bir finansal kriz teorisinin yolunu açıyor-

14 Masaüstü erhanduman.pdf

15 Schumpeter, J.A. 1961. *The Theory of Economic Development*. New York: Oxford University Press.

16 Toporowski, J. 2000. *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. Routledge.

17 Sweezy, P.M. 1994. “The Triumph of Financial Capital”. *Monthly Review* 46. no.2 (June 1994).

18 Marx, K. 1981. *Capital*. Vol.3. London: Penguin.

19 Keynes, J.M. 1973. *A Monetary Theory of Production*, in Keynes, *Collected Writings*. vol. 13. London: Macmillan

du. Bu noktada yatırım yapılıp yapılmayacağı gibi kararlar, bu tür yatırımcılardan kazanılacak karlarla ve faiz oranına bağlı olarak paraya ve para benzeri kredilere yönelik spekülasyon taleple belirlenecekti. Keynes (1991) “*The General Theory*” kitabında “Spekültörler, düzenli bir girişim akışı içinde balonlar biçiminde zararlı olmayabilirler. Ama girişim bir spekülasyon girdabında balona dönüşürse iş ciddileşir” diyerek belirtmektedir.²⁰ Hyman Minsky (1975), Keynes’i destekler nitelikteki sözleri ile “üretken varlıkların değeri hakkındaki spekülasyonlar, kapitalist ekonominin bir karakteristiği idi. Gelişmiş bir kapitalist ekonomi analiziyle ilişkili paradigma bir takas ekonomisi değil, varlık şirketlerinin ya da cari işlemlerin borçla finanse edildiği bir Wall Street sistemidir” diyordu.²¹ Magdoff ve Sweezy (1987) için ise “Aslında reel olanla parasal olan arasında bir ayrım yoktur. Gelişmiş bir kapitalist ekonomide pratik olarak her işlem parasal terimlerle ifade edilir ve gerçek para miktarlarını (nakit ya da kredi) gerektirir. Asıl analitik ayrım ekonominin üretim merkezi zemini ve finansal üstyapı arasındadır.”²² Dolayısıyla, finansallaşma sürecinde finansal şirketlerin, kurumların ve işlemlerin ekonomi üzerindeki etkileri giderek artmıştır. Reel sektör ile finansal sektör arasındaki dengelerin değişimi, finans sektöründeki karların artmasını beraberinde getirirken, reel sektörde ise düşen karlar, finansal olmayan şirketleri kısa vadeli yatırımlara ve finansal araçların yaygın kullanımına yöneltmiştir. Amaç, şirketlerin kısa vadeli hisse senedi değerlerini maksimum düzeye getirmektir. Ayrıca, bu şirketler, sabit yatırımlarını daha kolay bir biçimde realize edebilmek amacıyla kredilerini sağlamak adına kendi finans şirketlerini de kurmuşlardır. Örneğin, J. P. Morgan Chase ve General Motors şirketleri gibi.

Post-Keynesyen akıma göre finansallaşmanın reel ekonomiye etkilerine ilişkin üç değişik bakış açısı mevcuttur. İlk olarak, fi-

20 Keynes, J.M. 1991. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: A Harvest Book.

21 Minsky, H.P. 1975. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press

22 Sweezy, P.M. Ve Magdoff, H. 1987. *Stagnation And The Financial Explosion*. New York: Monthly Review Press.

nansal olmayan şirketlerin belirlediği hedefler ve karşılaştığı kısıtlamalar ekonomiyi tam anlamıyla etkileyecektir. İkinci olarak, finansallaşma sürecinde hane halkları için geçerli olan yeni fırsatlar, senet ve borçlanma bazlı tüketimi artıracaktır. Son olarak; gelirin dağılımı, hissedar, yöneticiler ve işçiler arasındaki güç ilişkilerindeki değişikliklerden etkilenecektir. Dolayısıyla, finansallaşan çağının şirket ölçeğinde gelmiş olduğu nokta, hissedar karlılığının maksimizasyonu halini almaktadır. Örneğin, “*Maximizing Shareholder Value (Hissedar Değeri’nin Maksimize Edilmesi)*” adlı makalelerinde William Lazonic ve Mary O’Sullivan (2000) bu olguyu “dağıtma ve yeniden yatır” stratejisinden “küçül ve dağıt” a yönelim olarak betimlemektedir.”²³ Bu bağlamda, büyük finansal kriz’in başlama noktası olarak kabul edilen 2007-2008 yılında yapılan krizin nedenlerinin analizi genel olarak Amerika Birleşik Devletler’deki subprime mortgage’ların, kendi mortgage ödemelerini yapabilme olasılığı dahi düşük olan dar gelirli hane halklarına satılmasının yarattığı etkilerdi. Foster’a göre (2008) “Varlıklı bir nesil hedefi için spekülative finans kullanımı, meta ekonomisiyle doğrudan ilişkili olmayan kırılgan koşullarda, büyük yapay kazançlara (ve sermaye artırımına) neden olmaktadır.”²⁴ Nouriel Roubini ve Stephen Mihm, (2010) “*kara kuğu*”²⁵ teorisini reddederek küresel krizi “*beyaz kuğu*” olarak tanımlamışlardır; yani krizi sistematik analize ihtiyaç duyan tamamen sıradan, tekrarlayıcı ve öngörülebilir bir sürecin ürünü olarak betimlemişlerdir.²⁶ Ancak, en önemli beyaz kuğu teorisini, Keynes’in “kapitalist birikim sürecine kapitalist finansal yapıların bazı kaçınılmaz nitelikleri tarafından eklenen kırılganlık” öngörüsüne dayanarak istikrarsızlık varsayımını sunan Hyman Minsky’dir. Kısaca, reel ekonomide yaratılan, giderek artan miktardaki artık değeri harcayacak

23 Lazonic, W. ve O’Sullivan, M. 2000. “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology For Corporate Governance, Economy and Society”. vol.29. no.1

24 Foster, J.B. (2008). “The Financialization Of Capital And The Crisis”. Monthly Review 59. no.11 (April 2008)

25 Kara Kuğu Teorisi: Krizlerin nadir ve öngörülemez ve hiçbir yerden kaynaklanmayan, her yüzyılda bir ya da iki defa görülebilecek türden bir olay olmasıdır.

26 Roubini, N. ve Mihm, S. 2010. Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance. New York: Penguin

bir yer bulamayan sermaye, elindeki aşırı artığı finans sektörüne akıtmamanın yanı sıra, varlık fiyatlarının artışı üzerinden spekülasyon yapmıştır.

Teorik²⁷ olarak Fisher (1932), kriz sürecinde reel sektör ile finansal sektör arasındaki etkileşimi incelemiş ve zincirleme birbirine bağlı dokuz ana başlık ortaya çıkarmıştır.

I. Aşırı Borçluluk: Bu durumda, panik satışlarının ortaya çıkması olasıdır. Borçlular hisse senedi, tahvil vb. ürünlerini satmak zorunda kalırlar. Bu panik satışa tüm toplumun katılması halinde, fiyatlar genel düzeyi de azalma eğilimine girecektir (Fisher, 1932: 13- 14).

II. Para Miktarı: panik satışların temel etkisi, fiyatlar genel düzeyinin düşmesi değildir. Panik halinde satılan malları satın alanlar, satanların harcama gücünü de önemli ölçüde devralırlar ve bu satın alma gücü fiyatları sürdürebilecek kadardır. Panik satışlarından kaynaklanan likiditasyon süreci, kaydı para miktarının azalmasına yol açarak para arzının daralması ile sonuçlanır (Fisher, 1932: 14- 16).

III. Fiyat Seviyesi: Kaydı para miktarının daralması ile azalan para arzı, fiyatlar genel düzeyinin de düşmesine yol açar (Fisher, 1932: 17).

IV. Net Servet: Fiyatlar genel düzeyindeki düşüş, iş dünyasına ilişkin borçların parasal değerini etkilemezken; servetlerin parasal değerinin azalmasına neden olur. Dolayısıyla iş dünyasına ilişkin net servet daralır (Fisher, 1932: 29).

V. Karlar: Fiyatlar düştüğü için azalan gelirlerle fiyatlardaki düşüşten daha küçük oranda karlar düşer. Karlardaki bu düşüş, net servetin azalmasına ve iflasın baş göstermesine neden olur (Fisher, 1932: 29- 30).

VI. Üretim, Ticaret, İstihdam: Kar oranındaki azalış; üretim, ticaret ve istihdam hacminin daralması ile neticelenir (Fisher 1932: 30- 31).

VII. İyimserlik Ve Kötümserlik: Başta net servet olmak üzere kar

27 Eski bilgisayar: korkmaz finansal bulaşma.pdf Bankacılar dergisi sayı 77, 2011.

ve istihdamdaki aşağı yönlü hareketler, psikolojik etkiler yaratır. Net servetteki azalış, panik satışlarını; panik satışları da yine paniği arttırmaktadır. Bu süreçten etkilenmeyenler bile diğerlerinin korkularından korkmaktadır. Böylece bir güven kaybı oluşur ve ekonomiye kötümser bir hava hakim olur (Fisher, 1932: 32- 34).

VIII. Dolanım Hızı: Ekonomideki kötümser ortam; panik halindeki bireylerin sahip oldukları asli paraları istifleme eğilimine girmelerine yol açarak, paranın dolanım hızı ile fiyatların düşmesine yol açar. Fiyatlardaki düşüş ise, üretimdeki daralmayı iyice şiddetlendirir (Fisher, 1932: 34- 37).

IX. Faiz Oranı: Borçlardaki çevrimsel eğilim, faiz oranlarının da çevrimsel eğilimlerine neden olmaktadır. Kötümser bir havanın hakim olduğu ekonomik ortamda, borçlanma arzusu da azalacağından faiz oranı düşme eğilimine girecektir (Fisher, 1932: 38).

2.1.1 Döviz Krizleri:

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan para krizlerinin büyük bir kısmında krizin unsuru yüksek sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye hesabı krizleri olmuştur. Teorik olarak, sermaye akımlarındaki bir tersine dönme para krizlerini başlatabilir ve dış finansman kaynaklarının tükenmesinden dolayı cari hesap açıklarında bir azalmayı beraberinde getirebilirdi. Sermaye hesabı krizlerinin en önemli iki bileşeni, hacimli sermaye girişleri ve bu sermaye içerisinde kısa vadeli kredilerin ağırlıklı olmasıdır. Bu iki durum birlikte para ve bankacılık krizlerine yol açmaktaydı.

Döviz krizlerini ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ikili bir ayırıma tabi tutmak mümkündür. Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi krizi diye adlandırılarak dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, *esnek kur sistemi*²⁸ uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı

28 Esnek Kur: Döviz kurunun devlet müdahalesi olmadan tamamen piyasada oluşan isteme göre belirlendiği sistem. Esnek Kur, içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaları döviz kurlarına yansıttığından parasal büyüklükler yabancı sermaye hareketlerinin etkisine maruz kalmamakta ve merkez bankaları bağımsız para politikası uygulama olanağı bulmaktadır. Piyasaların tam etkin çalıştığı kabul edilirse, esnek kur sistemlerinde, piyasada fiyat dengesizlikleri oluşması mümkün olmadığından spekülasyon hareketlerle kar elde edilmesi imkanı da ortadan kalkmaktadır.

verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiştir bulunmaktadır (Kibritçioğlu, 2001:175).

*Sabit döviz kuru*²⁹ sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur.

Uluslararası sermaye akımları, yurtiçi tasarruflarla sınırlı olmaksızın toplam hasılayı artırmayı mümkün kılar. Hükümetin sabit kurların terk edilmesi halinde yabancı alacaklılara sağladığı garantiler, kriz ortaya çıkıncaya kadar bankacılık sistemine yabancı sermaye girişlerinin devam etmesini sağlar. Zamanla yurtiçi finansal sektör kırılgan hale gelebilir. Kriz öncesinde sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı artar. Bankacılık sistemi borçlarını ödeyemez duruma gelinceye kadar, dış borç kanalıyla daha fazla borçlu hale gelir. Sermaye girişleri aniden durarak, tersine döner ve hasıla şiddetli bir şekilde düşer. Kriz sonrasında büyüme, yeni yabancı sermaye girişleri için yeni teşvikler verilmesine bağlıdır (Dekle and Kletzer, 2001:3).

2.1.2 Bankacılık Krizleri:

Ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılamaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade etmektedir. Bankacılık krizleri fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri; bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri veya hükümetin büyük ölçekli finansal destek-

29 Sabit Kur: yerel para biriminin değerinin, başka bir para biriminin veya para birimi sepetinin değerine bağlandığı kur düzenidir. Ölçü alınan bu değerler yükselip düş-tükçe, bunlara bağlanmış olan yerel para biriminin de değeri değişir.

ler sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğunda ortaya çıkar. Bankacılık krizleri döviz krizlerinden daha uzun süreli olma eğilimi taşırlar ve ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğururlar (IMF, 2002: 6). Sermaye işlemleri üzerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle bankacılık krizleri 1950'ler ve 1960'larda yaygın değildi. Fakat 1970'lerden bu yana sıklıkla ve döviz krizleriyle ard arda ortaya çıkmaya başlamışlardır.

1970'lerden 1990'lara uzanan dönemde yapılan araştırmaların sonuçları, 1970- 1985 arasında daha çok döviz krizleri olduğunu, 1980'lerin ortalarından itibaren de bankacılık krizlerinin arttığını göstermekteydi (Yay, 2001: 1237).

2.1.3 Dış Borç Krizleri:

Bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkarlar.

Borçlanıcı borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler veremeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir döviz krizine yol açabilir (IMF, 2002: 6).

2.1.4 Sistemik Finansal Krizler:

Potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasını ifade eder. Ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanırlar. Sabit bir döviz kuru veya konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının, nihai ödünç mercii (lender of the last resort) olma yeteneğini sınırlayarak bir ödemeler

bilançosu problemini, bir bankacılık sorununa dönüştürür (Fernandez and Schumacher, 1997:25). Belli bir düzeyde sabitlenmiş döviz kurları ticari açıkların artmasına yol açar ve bu da kaçınılmaz bir şekilde ilgili paraya yönelik spekülative bir saldırıya, döviz rezervlerinde bir kayba ve döviz kurlarında uyum sağlayıcı bir düşüşe yol açar (Feldstein, 1999:6). Bekleyişler döviz kurlarını etkilediği için para değerlerindeki dalgalanmalar büyük ve hızlı olabilir. Bir paranın değerindeki ani düşüşün ilk belirgin etkisi yabancı para cinsinden borçların değerindeki artıştır (Feldstein, 1999:5). Bir spekülative atak başladığında ve paranın değerinde bir değer kaybı ortaya çıktığında, yeni gelişen piyasa ekonomilerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı (borç sözleşmelerinin kısa vadesi ve yabancı paralarla birimlendirilmiş olmaları) ile ulusal paranın devalüasyonu arasında karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkar ve ekonomi sistemik bir finansal krize sürüklenir (Mishkin, 2001: 11).

Bu krizler birbirinden bağımsız olmayıp, birçok durumda farklı alanlarda başlayan bir kriz, diğer kriz türlerini de beraberinde getirmektedir.

2.2. Finansal Kriz Modelleri ve Politikaları:

Reel ve finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak geliştirilen çok sayıda teorik model vardır. Ancak bu modeller

bütün kriz türleri için açıklayıcı nitelikte değildir. Çünkü krizler arasında her ne kadar ortak noktalar olsa da, hiçbir kriz birbirinin aynısı değildir. Her birisi krizlerin farklı boyutuna dikkat çeken bu modelleri beş başlık altında toplamak mümkündür:

- 1- Birinci Nesil Modeller (Spekülative Atak Modelleri)
- 2- İkinci Nesil Modeller
- 3- Yayılma / Bulaşma etkisi (Contagion) Modelleri
- 4- Dışsal Faktörlere Vurgu Yapan Modeller
- 5- Diğer Modeller

1- Birinci Nesil Modeller (Spekülatif Atak Modelleri): Paul Krugman tarafından ortaya atılan (1979) ve Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen Birinci Nesil Modeller (Spekülatif Atak Modelleri), krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğu, yani sürdürülemez oluşuna bağlamaktadır. Kanonik modeller olarak da adlandırılan bu modellerde finansal krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi gibi) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığı belirtilmektedir (Krugman, 2000:2). Mali açıkların büyük ölçekli parasal finansmana dayandığı, bunun da bir rezerv erozyonu ortaya çıkaracağı ve sonunda bir para çöküşü ile sonuçlanacağına vurgu yapılan bu modellerde, makroekonomik verilerin kötüleşmesi krizlerin temel nedeni olarak gösterilmektedir. Spekülasyon döviz rezervlerinde önemli azalmalara neden olmakta, daha sonra merkez bankasını sabit tutulan pariteyi korumaktan vazgeçmeye zorlamaktadır (Krugman, 2000:2).

2- İkinci Nesil Modeller: Makroekonomik politika problemlerine vurgu yapan modellerdir. 1992- 1993 Avrupa Para Krizi'nden sonra gündeme gelen bu modellerde, para krizini yaratan olgu, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde ortaya çıkan ani değişikliklerdir.

3- Yayılma / Bulaşma Etkisi (Contagion) Modelleri:³⁰Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ekonomik krizlerin *bulaşma*³¹ olgusunu ortaya çıkarmıştı. Kapitalist sistem küreselleşmeden önce krizlerin bulaşıcılığı çok sınırlıydı. Eskiden örneğin Japonya'da yaşanan kriz Japonya ile ya da en fazla bölgede sınırlı kalırdı. 1990'larda Japonya büyük bir mali kriz yaşadı. Bu kriz o zamana kadar dünyanın en büyük bankaları arasında yer alan Japon bankalarının bir bölümünün batmasına, bir bölümünün başkalarıyla

30 Küresel Finans Krizi Dr. Mahfi Eğilmez. Sy.53.

31 Bulaşma (Contagion); bir ülkede başlayan krizin bir başka ülkede doğurmasıdır. Bir diğer ifadeyle, bir ülkede başlayan krizin başka bir ülkenin makroekonomik temellerini veya piyasa aktörlerinin beklentilerini etkilemesidir.

birleşmesine yol açmıştı. Buna karşın kriz küreselleşmemiştir ve Japonya ve çevresiyle sınırlı kalmıştır. Günümüzde ise sermaye hareketlerinin serbest kalması sonucu dünya finansal sistemi çok daha iç içe girmiş durumda olduğu için bu tür bir kriz hemen hemen bütün dünyaya yansıyor küresel bir görünümü yansıtmaktaydı.

Örneğin, A ülkesindeki yatırımcı B ülkesindeki bankadan aldığı krediyle C ülkesindeki hisse senetlerine yatırım yaptığı varsayımı altında, C ülkesinde ekonomik bir kriz çıktığında ve borsa hızla düştüğünde, yatırımcının hisse senetlerinin değeri de büyük ölçüde kaybettiğini farz ettiğimizde, bu durumda yatırımcı B ülkesindeki kredisini ödeyemeyecektir. Sonuçta, A ülkesinin yatırımcısı C ülkesindeki krizi B ülkesine taşımış, yani bulaştırmış olacaktır.

Bir başka örnek de tahvil konusunda olduğunu varsayarsak; C ülkesindeki yatırımcının A ülkesinde 100 milyon dolarlık hisse senedi yatırımı, B ülkesinde de 100 milyon dolarlık hazine tahvili yatırımı farz edildiğinde, A ülkesinde çıkan bir siyasi kriz, istikrarı bozmuş, beklentileri olumsuz hale getirmiş, bunun sonucunda da hisse senedi fiyatları düşmeye başlamışsa, bu durumda, bu yatırımcının 100 milyon dolarlık hisse senetlerinin değeri 90 milyon dolara gerilemiş olsun. Buna karşılık B ülkesinde ekonomi iyiye gittiği için 100 milyon dolarlık hazine tahvili ikinci el piyasada 110 milyon dolara satılabiliyor olsun. Bu durumda bu yatırımcı eğer A ülkesinde karşılaştığı kaybı gidermek isterse, her iki ülkedeki yatırımından da çıkabilir. Böylece eline 200 milyon dolar geçer ve faiz kayıpları dışında zarar etmemiş olur. Bu durumda A ve B ülkeleri bu çıkışlardan olumsuz etkilenirken, yatırımcının ülkesi olan C ülkesinde kaynak girişi nedeniyle faizlerde düşüş olabilir.³²

4- Dışsal Faktörlere Vurgu Yapan Modeller: Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde dışsal faktörlerin belirleyiciliği hareket noktası olmaktadır. Bu çerçevede sanayileşmiş ülkelerdeki önemli ekonomik gelişmeler (dış ticaret hadlerinde, döviz kurlarında ve faiz oranlarındaki büyük ölçekli değişimler), yatırımların globalleşmesine sermaye piyasalarının artan entegrasyonu gibi

32 Küresel Finans Krizi Dr. Mahfi Eğilmez sy.56

faktörlerin, gelişmekte olan ülkelerde krizleri harekete geçirdiği kabul edilmektedir (Yay, 2001:1241). Örneğin sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarındaki düşüşler, sermaye akımlarını geliştirmekte olan ekonomilere yönlendirirken, faiz oranlarında meydana gelen ani artışlar, bu ekonomilerdeki bankaların ve firmaların maliyetlerin yükselterek, dış finansman akımlarını sınırlayabilmektedir.

5- Diğer Modeller: Özellikle 1997-1998’de Asya’da yaşanan krizin arkasından para ve bankacılık krizlerinin (ikiz –twin- krizler) ortak bazı faktör ve olgular tarafından yaratıldığını vurgulayan ve problemlerin kaynağının banka ve finans sektörü olduğunu belirten çok sayıda model geliştirilmişti. Bu modellerin büyük bir kısmında 1990’lardaki krizlerin bütün sorumluluğu serbest sermaye akımlarına yüklenmekteydi. Ancak sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde özellikle para krizlerinin çok daha olası olduğunu ortaya koyan çalışmalar, bu teze dikkatli yaklaşılmasını gerektirmekteydi. Söz konusu modellere göre finansal liberalizasyonun arkasından iyi düzenlenmemiş bir bankacılık sistemi ve mikro ekonomik bozukluklar, gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi unsurlar ahlaki tehlike ve aşırı borçlanma yaratarak ciddi krizlere yol açmaktaydı (Yay, 2001:1239).

2.3. İktisat Okullarının Finansal Kriz Yaklaşımları:

2.3.1. Klasik Liberal Yaklaşım:

18.yy. sonlarında ve 19.yy. başlarında liberalizm adı altında gelişen klasik iktisat akımı arz ağırlıklı bir akımdır. Klasik iktisadi düşünce bireye ve bireysel düşünceye önem vermiş, toplumda özgürlüğün asıl amaç ve bireyin asıl varlık olduğunu vurgulamış, “*Bırakınız Yapsınlar, Bırakınız Geçsinler*” ilkesini benimsemişlerdir. Bundan dolayı bireyin faaliyetlerini sınırlayıcı olarak gördükleri devlete çok az görev yüklemişlerdir. Bu düşüncede devlet ülke içerisinde, bireyin rolünü genişletici, devletin ekonomik rolünü azaltıcı bir araç olarak desteklenmiş; ülke dışında ise serbest ticareti ve uluslararası barışçıl ilişkiler kurulması yönünde devleti des-

teklemiştir (Friedman, 1988: 19). Liberal okulun öncülüğünü yapan Adam Smith, doğal düzende “*Görünmez El*” olarak tanımladığı mekanizmalar sayesinde bireyin, dolayısıyla toplumun refahını otomatik olarak sağlayan bir denge oluştuğunu ileri sürmüştür. Bireyin kişisel çıkar peşinde koştuğu ekonomilerde optimal işleyiş otomatik olarak *Görünmez El* tarafından sağlanmaktaydı. Bu *Görünmez El* fiyat mekanizması ve piyasa ortamıydı. Devletin müdahale etmediği ekonomilerde arz ve talep kanunları ve bireysel çıkarlar üretimi en uygun biçimde gerçekleştirecektir. Bu nedenle ekonomik faaliyetler rekabet ortamında fiyat mekanizmasının işleyişine bırakılmalı ve devlet ekonomiye müdahale etmemelidir (Güngör, 2008: 5).³³ Bu yaklaşım, ekonomik kuralların her zaman ve her yerde geçerli olduğunu kabul etmiştir. Piyasada tam rekabet koşullarının geçerliliği, ücret, fiyat ve faizin esnekliği, fiyatların arzı ve talebi dengelemesi ve piyasada *Miktar Teorisi*³⁴’nin geçerliliğinin kabul edilmesi klasik yaklaşımın temel ekonomik ilkeleridir. Miktar teorisine göre, piyasa tam istihdam seviyesindeyken paranın dolaşım hızı ve reel üretim düzeyi kısa dönemde artırılmadığından, para arzında meydana gelen bir genişleme fiyatlar genel seviyesini artıracaktır.

Para arzını kontrol eden devlettir. Diğer yandan bireyler; ihtiyat ve işlem güdüsüyle, yani bireyler tüketim ve tasarruf için para talep ederler. Burada tasarrufların yatırımlara dönüşmesi denge faiz oranlarını belirler. Denge faiz oranlarında bir sapma olursa, oluşan tasarruf ve yatırım fazlası faizi tekrar dengeye getirecektir. Çünkü tam istihdam düzeyinde yatırımlar tasarruflara eşittir (Kazgan, 2000: 106). Adam Smith’in öncülüğünü yaptığı klasikler, temelini doğal düzenden alan ve dayanağını Jean Baptiste Say’ın

33 <http://sbe.kmu.edu.tr/userfiles/file/tezler/iktisat/erhanduman.pdf>

34 Miktar Teorisi: Klasik teorinin para arzı ile fiyat seviyesini ilişkilendiren yaklaşımıdır. İki farklı versiyonu vardır. Bunlardan birisi Fisher yaklaşımı, diğeri de Cambridge yaklaşımıdır. Irving Fisher’in gerçekleştirdiği yaklaşımda belli bir dönemde ekonomide gerçekleşen tüm mübadelelerin parasal değerinin para arzı ile paranın kaç kez el değiştirdiğini gösteren dolaşım hızının çarpımına eşittir. $M \cdot V = P \cdot T$ (Belli bir dönemde bir ekonomideki bütün mübadelelerin sayısı T, bu mübadelelerin ortalama değeri P, para miktarı M ve paranın dolaşım hızı V olmaktadır. Cambridge yaklaşımında ise $M = k \cdot P \cdot Y$ denklemi yazılmaktadır. Burada $k = (1/V)$ tanımlaması ile, ortalama olarak elde tutulan paranın nominal milli gelire oranını göstermektedir.

Mahreçler Yasası'nın oluşturduğu “*Her Arz Kendi Talebini Yaratır*” kuralını benimsemişlerdir. Burada üretim fazlasından oluşan bir ekonomik kriz söz konusu olamaz. Ekonomik süreçte kısmi bir tıkanma olsa bile, fiyat mekanizmasının varlığından dolayı, üretim ve tüketim arasındaki dengenin yeniden sağlanacağı görüşü hakimdir (Kazgan, 2000: 107).

2.3.2. Neoklasik Yaklaşım:

Neoklasik yaklaşımın temeli, gelirlerini kendi üretim faaliyetlerinden elde eden bireylerin, gelirlerini kendi istekleri doğrultusunda piyasada sunulan mal ve hizmetler arasında bölüştürmesine dayanmaktadır. Bireylerin belli bir amaç için yaptıkları harcamanın son biriminden elde ettikleri faydanın, başka bir amaç için yaptıkları harcamadan elde ettikleri faydaya eşit olması gerektiğini savunmuşlardır. Birey seçimini yaparken kendine maksimum fayda düzeyini sağlayacak en uygun bileşimi arayacaktır. Buradaki temel amaç, gelir düzeyi veri alınarak, fiyat mekanizması sayesinde, piyasanın bireylerin faaliyetlerini düzenleyen en iyi araç olduğunu göstermektir.

Dolayısıyla Neo Klasik Yaklaşım, Klasik Yaklaşımın kabul ettiği tam istihdam, tam rekabet, say yasası ve piyasanın görünmez el tarafından dengeye geldiği varsayımlarını kabul etmektedir (Guerrin, 1988: 14).

Bu yaklaşıma göre, piyasayı üretici ve tüketicilerin rasyonel davranışları ve kararları yönlendirecektir. Neo Klasik İktisatçılardan Leon Walras, ön kabul olarak tam rekabet koşulları altında işleyen piyasanın, tam bilgiye sahip ve piyasayı etkileyemeyecek kadar üretici ve tüketicinin bir araya gelerek toplam arz ve toplam talebi dengeleyen bir ekonomik sistem ortaya koyduğunu savunmaktadır. Bu sisteme göre, tüketiciler faydalarını, üreticiler ise kârlarını maksimum düzeye çıkarmayı amaçlarlar. Böylece, toplam gelir toplam tüketime eşit olur ve toplam talebin toplam arza

eşit olduğu *Pareto Optimumu*³⁵ ortaya çıkmaktadır. Bu sistemde, denge fiyatında piyasa ekonomisinin normal olarak dengesizlik veya ekonomik kriz yaşamasının mümkün olmayacağı savunulmaktadır. Buradan, piyasaya hiçbir müdahalede bulunulmaması fikrinde olan Neo Klasik iktisatçıların bir bütünlük gösterdiği belirtilmektedir. Piyasaya yapılacak müdahalenin, piyasada arz ve talep dengesizliğine yol açacağı savunulmaktadır (Kazgan, 2000: 142- 159).³⁶

Neo³⁷ klasik büyüme modelinde; Tasarruf, Sermaye birikimi ve Hasıla önemli verilerdir. Ekonomideki sermaye miktarı üretilebilecek hasılanın düzeyini belirler. Hasıla düzeyi de tasarrufun ve yatırımın düzeyini belirler, böylece ne kadar sermaye birikimi olacağı belirlenir. Bununla birlikte, işçi başına hasıla ve sermayenin artık değişmediği durum, ekonominin durağan durumu olarak tanımlanır. Ekonominin istikrarlı bir büyüme trendinin olduğunu ortaya koymaktadır. Ekonomi geçici olarak bu trendden sapsa da uzun dönemde ekonomiyi trende döndürecek kuvvetler bulunmaktadır. Hükümetler ise tasarruf oranını etkilemek için çeşitli araçları kullanabilirler, özel tasarrufları yönlendirebilecekleri gibi bütçe açığı ya da fazlası ile ulusal tasarruf düzeyini etkileyebilirler. Tasarruf oranının sıfıra eşit olduğu bir ekonomide sermaye de sıfırdır. Bu durumda hasıla ve tüketim de sıfırdır. Böylece tasarruf oranının sıfır olması uzun dönemde sıfır tüketimi ifade etmektedir.

35 Pareto Optimumu: Vilfredo Pareto tarafından geliştirilmiş olan bir toplum refah kriteridir. Bu optimum, gelirin toplumun bireyleri arasındaki dağılımını inceler. Buna göre, toplumun bireylerinden en az birinin refahını azaltmadan en az birinin refahını arttırma imkanı yoksa, toplum refahı optimumdur. Pareto, bu optimum ile toplumsal refahın maksimuma çıkarılması gerektiğini ortaya koymuştur.

36 <http://sbe.kmu.edu.tr/userfiles/file/tezler/iktisat/erhanduman.pdf>

37 Makro Ekonomi; Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir; 9. baskı, Ankara 2010

2.3.3. Keynesyen Yaklaşım:

John Maynard Keynes'in³⁸ görüşleri yalnızca klasik modelin zaaflarını ortaya koymakla kalmamış, kendinden sonraki makro-ekonomik teorilerin de iskeletini oluşturmuştur. Keynes'e göre iş-gücü piyasasının ve toplam arzın klasik modeli tam bir makroekonomi teorisi oluşturmayıp, ancak daha geniş kapsamlı bir modelin parçalarını oluşturabilir. Keynes, klasiklerin para talebi teorisini çok basit bulmaktadır. Gerçekte insanların para bulundurmasının pek çok nedeni olduğu halde klasik ekonomistler mübadele güdüsüne çok fazla önem vermişlerdir. Keynes paranın aynı zamanda bir finansal varlık ve servetin bir unsuru olduğunu vurgulayarak, paranın spekülâtif amaçla da talep edilebileceğini ve klasik modelin aksine faiz oranından da etkileneceğini belirtmektedir. Keynes'e göre, tasarrufları belirleyen ana etken faiz oranı olmayıp gelir düzeyidir. Faiz oranı ise daha çok tasarrufların nasıl kullanılacağı konusunda yol gösterici olma işlevine sahiptir. Yatırım harcamaları ise faiz oranından önemli ölçüde etkilenmekle birlikte, yatırımları etkileyen kar beklentisi gibi daha başka değişkenler de vardır. Yatırımların tasarruflara eşit olmasını sağlayacak bir mekanizma da yoktur ve ekonomideki dalgalanmaların kaynağında çoğu kez bu olgu yatmaktadır.

Keynes'in tüketim ile ilgili fikirleri tüketimin *Mutlak Gelir Hipotezi*³⁹ olarak bilinir. Buna göre bir dönem tüketimi, o dönemin (cari) gelirin bir fonksiyonudur, gelir düzeyi yükseldikçe tüketim talebi de yükselmektedir.

John Maynard Keynes'in çıkış noktası, ekonomide toplam istihdam ve milli gelir düzeyini belirleyen *Efektif Talep*⁴⁰'tir. *Efektif*

38 Makro Ekonomi; Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir; 9. baskı, Ankara 2010. sy. 145

39 Mutlak Gelir Hipotezi: John Maynard Keynes tarafından 1936 yılında geliştirilmiştir. Buna göre, Klasik makro iktisattaki gibi faiz oranı ile tüketim arasında ters yönlü bir ilişki değil; bugünkü kullanılabilir gelir seviyesi ile bugünkü tüketim harcamaları arasında doğru yönlü bir fonksiyonel ilişki vardır. Tüketim harcamalarını belirleyen faiz değil, kullanılabilir gelirdir.

40 Efektif Talep: Keynes, klasik iktisatçıların Mahreçler kanunu yerine Efektif Talep teorisini getirmiştir. Efektif talep, toplam arzın toplam talebe eşit olduğu yerdeki talep hacmidir. Keynes'e göre efektif talep girişimcilerin üretecekleri mallara gelecekte yapılacak tüketim ve yatırım harcamaları toplamıdır.

Talep, girişimcilerin belli bir üretim düzeyinde öngördükleri tüketim ve yatırım harcamalarının toplamından oluşan, başka bir ifadeyle, cari işlemler düzeyinde talep edilecek olan tüketim ve yatırım mallarının toplamıdır. John Maynard Keynes, klasiklerin piyasa ve fiyat mekanizmasına bağladıkları denge koşulunu milli gelirdeki değişmelere dayandırmaktadır (Ulusoy, 2007: 50- 52).

Klasik Teoride para arzı ve para talebi fiyat seviyesini belirlemektedir. Paranın Miktar Teorisine göre para arzındaki değişimler fiyat düzeyiyle doğru orantılıdır. Bunun nedeni paranın dolaşım hızının sabit olarak varsayılmasıdır. Keynes'in para konusunda Klasiklere yaptığı ilk eleştiri paranın dolaşım hızının sabit olmadığı konusundadır ve para arzı arttıkça paranın dolaşım hızı düşmektedir. İkinci önemli eleştirisi ise para talebinin amaçlarına ilişkindir. Keynes, paranın *ihtiyat*, *mübadele* ve *spekülasyon* amaçlı olarak talep edilebileceği ve klasik teorisinin aksine para talebinin faiz oranlarından etkilenebileceğini belirtmektedir (Yıldırım ve Doğan, 2005: 141) .

Keynes, para politikasının Efektif Talebi canlandırmada maliye politikasına yardımcı bir araç olabileceğini belirtmiştir. Para politikası ile toplam talebin genişletilmesi, işsizliğin sona erdirilmesi ve reel gelirin yükseltilmesinin mümkün olmadığını belirtmiştir. Ekonomik krizden çıkış ve ekonominin tekrar canlanması için maliye politikasının, özellikle de kamu harcamalarının kullanılması gerektiğini savunmuştur. Sonuç olarak Keynes, toplam talebi artıran kamu harcamalarını, krizin çözümünde ve tam istihdam dengesinin sağlanmasında en önemli araç olarak görmektedir (Ulusoy, 2007: 51).

Ayrıca, Keynesyen İktisatçılar 1970'li yıllara kadar konjonktür dalgalanmalarının kaynağının özel yatırım harcamalarındaki şoklar olduğunu iddia etmişlerdi. Keynes'e göre yatırımcıların gelecekteki karlılık oranları ile ilgili beklentileri tarafından belirlenen yatırım harcamaları büyük ve istikrarsız dalgalanmalar gösterebilmektedir.

Keynes (1936: 313-4), analiz olarak döngüsel hareketi ortaya

koymuştur. Döngüsel hareketten kastedilen, işleyen bir sistemdir. Sistemi yukarı yönde çeken güçler, zirvedeki toplanmadan sonra bu sefer ters yönde işlemeye başlarlar. Ters yönde işleme bu güçlerin yavaş yavaş etkilerini kaybedip, tekrardan sistemi yukarı yönlü harekete geçirebilme kabiliyetine sahip oldukları belli bir noktaya kadar devam eder. Ayrıca Keynes, yukarı ve aşağı yönlü hareketlerin zaman içinde ortaya çıkma sırası ve süresinde de bazı belirgin düzenlilik derecelerinin bulunduğunu ve bu noktanın “ticari çevrim” tanımlamasının önemli bir özelliği olduğunu belirtmekteydi. Kriz ise, ticari çevrimde açığa çıkan bir olguydu. Keynes krizi, “yukarı doğru yönelen bir hareketin yerini aşağı yönlü bir harekete bırakması eğiliminin sıklıkla ani ve şiddetli bir tarzda ortaya çıkması gerçeği” olarak tanımlamaktaydı.

Keynes’in krizle ilgili yaklaşımı bazı çıkarımları da beraberinde getirmektedir:

- Keynes’de ticari çevrimler ve krizler sistemin kendi içsel unsurlarının bir sonucudur.
- O halde sistem kusurludur ve yeni bir “Genel Teori⁴¹”ye ihtiyaç vardır.
- Sistemi yukarı ve aşağı çeken güçleri anlamak, krizlerin süresi ve şiddeti açısından önemlidir.
- Krizler, ekonomik koşullardaki ani ve şiddetli değişimler anlamına geldiğinden, analizlerde beklentiler çok önemli bir yere sahiptir.

Keynes (1936: 313), iktisadi dalgalanmanın temel nedenleri olarak:

- (I)tüketim eğilimindeki,
- (II)likidite tercihindeki ve
- (III)sermayenin marjinal etkinliğindeki dalgalanmaları göstermektedir.

Diğer bir ifadeyle, bu üç bileşen Keynes’in bahsettiği sistemi

41 Genel Teori: Keynes’in işlendirme, faiz ve paraya ilişkin görüşlerinin yer aldığı “The General Theory of Employment, Interest, and Money (İşlendirme, Faiz ve Paranın Genel Teorisi)” adlı kitabının kısa adı.

yukarı ve aşağı çeken güçleri oluşturmaktadır. Bununla birlikte Keynes'e göre ticari çevrimlerin başlıca ayırt edici nitelikleri, çevrim kelimesinin gerektirdiği süre ve dalgalanmaların dönemsellik özellikleri dikkate alındığında; sermayenin marjinal etkinliğinde meydana gelen dalgalanmaların incelenmesi üzerine yoğunlaşılması gerekmektedir.

Sermayenin marjinal etkinliği kavramını incelemeden önce, iktisadi dalgalanmanın diğer iki nedeni olan tüketim eğilimi ve likidite tercihi kavramları incelenmiştir. Keynes Genel Teori'de (1936: 89), tüketim eğilimini etkileyen faktörleri iki gruba ayırmaktadır: objektif ve subjektif faktörler.

Objektif faktörler:

1. Ücret birimindeki değişimler,
2. Gelir ve net gelir arasındaki farktaki değişimler,
3. Net gelirle istikrarlı bir ilişki içerisinde bulunmayan sermaye değerindeki değişimler,
4. Zaman iskonto oranındaki, yani bugünkü mallarla gelecekteki mallar arasındaki mübadele oranındaki değişimler,
5. Maliye politikasındaki değişimler,
6. Bugünkü ve gelecekteki gelir seviyesi arasında beklenen ilişki-deki değişimlerdir.

Subjektif Faktörler ise; Zevk ve tercihler, moda, cömertlik, gösteriş, risklere karşı rezerv oluşturma ve miras bırakma isteği gibi psikolojik faktörlerle ilgilidir. Keynes, tüketim eğilimini etkileyen faktörleri bu şekilde belirttikten sonra marjinal tüketim eğilimi kavramına ulaşır ve marjinal tüketim eğilimini dC_w/dY_w şeklinde tüketimin milli gelire türevi biçiminde gösterir. Marjinal tüketim eğilimi, milli gelirdeki bir birimlik artışın ne kadarının tüketime gittiğini göstermektedir. Keynes, marjinal tüketim eğilimiyle çarpan ilişkisini incelemekte fakat yukarda belirtilen nedenlerden

ötürü iktisadi dalgalanmanın temel açıklayıcısı olarak, sermayenin marjinal etkinliğini kullanmaktadır.

Tüketim eğilimini belirleyen faktörler arasında, net gelirle istikrarlı bir ilişki içerisinde bulunmayan sermaye değerindeki değişimler ve maliye politikası ön plana çıkmaktadır. Keynes (1936: 92), net gelirle istikrarlı bir ilişki içerisinde bulunmayan sermaye değerindeki değişimleri, kısa dönemde tüketim eğilimindeki değişimin en önemli nedeni olarak göstermiştir. Keynes'i bu sonuca götüren husus 1929 Büyük Bunalımında ülke borsalarındaki ani ve büyük ölçekli düşüştür. Benzer bir durum, 2008 Küresel Kriz için de geçerliydi.

Teoride, ekonominin temelinde yer alan “Faiz” paranın fiyatı olarak adlandırılmaktadır. Ticaretin belkemiğini oluşturan faiz olgusu krediler içinde çok önemlidir. Faiz oranı düştüğünde, firmaların kredi talebi artmaktadır. Tasarruf sahipleri açısından ise faiz oranı yükseldiğinde, tüketim azalmakta, borç verme yükselmektedir. Keynes, “her arz kendi talebini yaratır” olan Say Kanunu'na karşı çıkmış, faiz oranlarındaki değişimlerden hareket etmiş ve faiz oranlarındaki değişimlerin bu kanunu geçersiz kıldığını savunmuştur. Keynes'e göre, faiz düzeyini belirleyecek olan unsur, banka sistemidir. Banka sistemi, kredi miktarını düşürerek faizlerdeki gerilemeyi engelleyebilir, hatta isterse yükseltebilir. Aynı zamanda faiz oranlarındaki değişimler toplam efektif talep düzeyinde de önemli değişimlere neden olmaktadır.

Keynes'e göre (1936: 94), bireyleri tasarruf yapmaya sadece faiz oranları teşvik etmez, hükümetin maliye politikası da bu konuda etkilidir. Gelir vergileri, özellikle kazanılmış ve kazanılmamış gelirler arasında bir ayırım yaptığı zaman, sermaye karlılığından alınan vergiler, veraset vergileri ve benzerleri faiz oranıyla ilişkili olmaktan daha ziyade, maliye politikasındaki olası değişikliklerle, en azından beklentiler açısından, daha ilgilidir. Maliye politikasının daha adil bir gelir dağılımı için planlı bir araç olarak kullanılması durumunda, tüketim eğilimini artırıcı bir etkiye sahip olacağı açıktır.

Ayrıca Keynes, kamu borcu, vergiler ve ekonomik faaliyetler

arasındaki ilişkiyi de şöyle açıklamaktadır (1936: 95): “Aynı zamanda kamu borçlarının azaltılması için hükümetçe oluşturulan ve klasik vergilerle finanse edilen fonların toplam tüketim eğilimi üzerindeki etkisinin de dikkate alınması gerekir. Bunlar kurumsal tasarrufların bir türü olduğundan, büyük ölçekli bir kamu borcunu azaltma politikası, belirli şartlar altında, tüketim eğilimini azaltıcı bir faktör olarak değerlendirilmelidir. Bu nedenle kamunun borç alma politikasından aksi istikametteki bir borç ödeme politikasına dönüşü (veya zıddı), efektif talepte ciddi bir daralmaya (veya belirgin bir genişlemeye) yol açma potansiyeli taşır”.

İktisadi dalgalanmanın ikinci belirleyicisi olan, likidite tercihi daha çok para politikası ile ilgilidir. Keynes’de likidite tercihi üç ayrı güdüye bağlıdır (1936: 170):

(I) İşlem güdüsü: kişisel ve işle ilgili değiş-tokuşun yapılması amacıyla ihtiyaç duyulan paradır.

(II) İhtiyat güdüsü: gelecekteki güvenliğin sağlanması amacıyla talep edilen paradır.

(III) Spekülasyon güdüsü: ileride piyasanın getirebileceği daha iyi bir kar beklentisiyle talep edilen paradır.

Keynes (1936: 199), para talebini üç ayrı güdü ile açıkladıktan sonra, işlem ve ihtiyat güdüsüyle olan para talebini, M1; spekülasyon güdüsüyle belirlenen para talebini ise M2 ile simgelemiştir. Bu durumda, L1 ve L2 olmak üzere iki likidite fonksiyonuna sahip olunmaktadır. L1 ağırlıklı olarak gelir seviyesine (Y) bağlı olmakta; buna karşın L2 cari faiz oranı (r) ile beklentilerin durumuna bağlı olmaktadır. Bu durum aşağıdaki gibi belirtilebilir:

$$M = M1 + M2 = L1(Y) + L2(r)$$

Yukarıda kısaca bahsedilen likidite tercihi teorisinden yola çıkan Keynes (1936: 172), para arzındaki büyük bir artışın dahi, faiz oranı üzerinde göreceli olarak küçük bir etki yaratabileceğine dikkat çekmektedir. Para arzındaki büyük ölçekli bir artış gelecek hakkında öyle büyük bir belirsizlik yaratabilir ki ihtiyat

güdüleriyle para talebi artabilir, bu arada cari faiz oranının geleceği hakkındaki kanı toplumca öylesine paylaşılabilir ki cari faiz oranlarındaki küçük bir değişme nakit paraya yönelik kitlesel bir hareket başlatabilir. İlginç bir şekilde, para arzındaki değişimlere karşı sistemin istikrarlılığı ve duyarlılığı, belirsizliğin ne olduğu ile ilgili fikirlerin varlığına oldukça bağlı durumdadır. Sistem için en iyisi, geleceği bilmektir. Böyle bir durumun yokluğunda, yine de para arzındaki değişimle ekonomik sistemin faaliyetlerini kontrol etmek isteniyorsa, sistemin geleceği ile ilgili fikirlerin birbirleriyle farklı olmasının gerekliliğine dikkat etmek gerekir.

Keynes, Genel Teori’de, para arzının artırılması ile uygulanacak bir genişleyici para politikasını bütünüyle etkisiz bulmadığını; ancak özellikle büyük kriz dönemlerinde para politikasının etkisinin de ciddi kısıtlamalara sahip olduğunu belirtmiştir. Bununla birlikte, politika faiz indirimlerine dayalı geleneksel para politikası uygulamalarının, küresel ölçekte yaşanan güven bunalımına dayalı kredi tıkanıklığını ortadan kaldıramaması ve dolayısıyla ekonomik faaliyetler üzerinde istenen etkiyi yaratamaması sonucunda, gelişmiş ülke merkez bankaları ekonomiye doğrudan para aktarımını içeren geleneksel olmayan (nicel) para politikası uygulamalarına yönelmişlerdir.

Keynes, iktisadi dalgalanmanın temel belirleyicisi olan sermayenin marjinal etkinliği kavramını ortaya koymuştur (1936:135-136): “Bir kimse bir sermaye varlığını satın aldığı zaman; söz konusu varlığın ömrü süresince varlığın çıktısını sağlamanın maliyetini düştüktan sonra, çıktının satışından elde etmeyi umduğu gelecekteki getiriler serisini elde etme hakkını satın alır. Yatırım varlığının gelecekteki gelirine karşılık, sermaye varlığının arz fiyatına sahip olunur. Bununla söz konusu varlık türünün piyasada satın alınabileceği piyasa fiyatını değil, üreticiyi bu varlığın ilave bir birimini üretmeye yönlendiren fiyatı, bazen yerine koyma maliyeti denilen şey kastedilmiştir. Sermaye varlığının gelecekteki getirisi ile arz fiyatı veya yerine koyma maliyeti arasındaki ilişki, yani o tür bir sermayeden bir birim daha fazla üretmenin gele-

cekteki getirisi ile o birimi üretmenin maliyeti arasındaki ilişki, bize o tür bir sermayenin marjinal etkinliğini verir. Keynes (1936: 162–163) gelecekle ilgili beklentileri ise, güvenilmez, istikrarsız ve ani değişimlere açık olarak nitelendirmektedir. Yatırımcı, gerçekten de gelecekle ilgili çok az bilgiye sahiptir ve esasında kararları gelecekle ilgili sayısal verilerden ziyade kendi içgüdüsüne dayanır. Yatırımcı batma tehlikesini çoğu zaman kendinden uzak görür. Öyle ki, güven duygusundaki bir azalmanın sonucu yatırımlar tamamen durabilir. Keynes’in krize bakışında varılan nokta; Keynes’in “beklentilerdeki belirsizliği” iktisadi dalgalanma analizinin temeline yerleştirdiğidir. Beklentilerdeki değişim; marjinal tüketim eğilimini, reel para talebini, faiz oranını ve daha da önemlisi iktisadi dalgalanmaların temel yönlendiricisi olan sermayenin marjinal etkinliğini değiştirmektedir.

Keynes (1936: 316), analizine genişleme döneminin son aşamalarına gelmiş, krizin başlangıcına yaklaşmış bir ekonomiyle başlar. Genişleme döneminin son evrelerinde, sermaye mallarının gelecekteki getirisiyle ilgili iyimser beklentiler; sermaye mallarının artan miktarını, yükselen maliyetini ve genellikle faiz oranındaki yükselişi dahi karşılayacak düzeydedir. Bununla birlikte, genişleme döneminin son evrelerinde tüketim eğilimiyle uyumlu olmayan bir yatırım artışı söz konusudur. Yatırım harcamalarındaki bu orantısız artış, tasarrufları artırarak tüketim harcamalarını kısar. Bunun kaçınılmaz sonucu, efektif talepteki düşmedir. Üretilen malların satılamaması ile birlikte zirve noktasından düşüş başlamış olur. Keynes (1936:315) bunu şöyle ifade eder: “Tüketim eğilimindeki değişimle uyumlu olmayan her yatırım dalgalanması, kuşkusuz, istihdamda bir dalgalanmayla sonuçlanacaktır.” Sonuçta sermayenin marjinal etkinliği önemli ölçüde düşmeye başlar ve bu durum gelecekle ilgili belirsizliği daha da artırarak sermayenin marjinal etkinliğinin düşmesini hem hız hem de şiddet bakımından artırır. Bununla birlikte, sermayenin marjinal etkinliğindeki azalmaya, artan belirsizliğin yol açtığı likidite tercihindeki, yani para talebindeki, keskin bir yükseliş eşlik eder. Bunun Keynesyen

iktisattaki doğal sonucu faiz oranlarındaki yükseliştir. Faiz oranındaki bu yükselişin de katkısıyla ekonomide yatırımlar neredeyse durma noktasına gelir, üretim ve gelir azalır, işsizlik artar. Keynes (1936: 316), sermayenin marjinal etkinliğindeki çöküşün yatırımlar üzerindeki etkisinin büyüklüğü nedeniyle, faiz oranında mümkün olabilecek hiçbir düşüşün bunu dengeleyemeyeceğini belirtmektedir. Bu yaklaşımıyla Keynes, düşük faiz oranının belli bir zaman sonra ekonominin toparlanması üzerinde itici bir kuvvet olabileceğini kabul etmekte fakat bir bunalım döneminde özellikle kısa dönemde pek de işe yaramayacağını belirtmektedir.

Keynes'e göre (1936: 317) daralma döneminin süresini belirleyen, sermayenin marjinal etkinliğindeki iyileşmeyi yönetecek unsurlardır. Bunlardan birisi, daralma dönemindeki büyüme oranıyla duran varlıkların yaşam süresi arasındaki ilişkiydi. Diğeri ise, fazla stokların saklama maliyetleriydi. Keynes, belirttiği bu faktörler nedeniyle dalgalanmaların sürelerinin tesadüfî bir nitelik göstermediğini ve dalgalanmanın süresinin 1–10 yıl arasında değil, 3–5 yıl arası olmasının daha gerçekçi olduğunu belirtmekteydi.

Genişleme dönemi boyunca, yeni yatırımların çoğu tatmin edici bir cari gelir sağlar. Eğer üretimin cari maliyetinin, gelecekteki maliyetinden daha fazla olacağı düşünülüyorsa, bu durum sermayenin marjinal etkinliğinde düşüş için başka bir sebep oluşturmaktı. Güvensizlik bir kere başladı mı, hızla yayılırdı. O halde daralma döneminin başında, büyük olasılıkla sermayenin önemli bir kısmının marjinal etkinliği ihmal edilebilir bir düzeydedir, hatta negatiftir. Eskime, yıpranma ve kullanma vasıtasıyla hissedilebilir bir sermaye stoku yetersizliğinin belirterek sermayenin marjinal etkinliğinde artma olması için geçmesi gereken zaman aralığı, bir dereceye kadar sermayenin ortalama ömrünün istikrarlı bir fonksiyonu olarak görülebilir. O halde daralma döneminin süresi; ekonominin daralma dönemi boyunca kaydettiği büyüme oranıyla, duran varlıkların yaşam süresi arasındaki ilişkiye bağlıdır.

İstikrar kazandırıcı ikinci zaman faktörü, saklama maliyetleriyle uyumlu olarak fazla stokların belirli bir dönem içerisinde

eritilmesiyle ilgiliydi. Daralma dönemine girilmesiyle birlikte yeni yatırımların birdenbire kesilmesi, gerek mamul, gerek yarı mamul malların stoklar biçiminde birikmesine neden olacaktı. Stok malları fiyatlarındaki düşmenin, stokları eritmesi beklenilir. Stokların eritilmesi işlemi negatif yatırımı simgelemektedir. Bu durum ise, işsizliğin daha da artması demektir. Ancak tüm bu fazla stoktan kurtulma işlemi bittiğinde iyileşme yaşanabilecekti.

Ayrıca, işletme sermayesindeki azalış, negatif yatırımın diğer bir unsurunu temsil etmekteydi. Daralma dönemine girilmesi ile birlikte işletme sermayesi de azalmaya başlar. Daralma döneminin başlamasıyla birlikte, işletme sermayesindeki azalma aşağı yönde güçlü bir kümülatif baskı oluşturur. Tipik bir daralma döneminin başında, büyük ihtimalle stoklardaki artış, işletme sermayesindeki düşüşü dengeler. Daha sonra genelde kısa bir süre için hem stoklarda hem işletme sermayesinde negatif yatırım gözlenir.

İktisadi dalgalanmanın en dip noktasına geçildiğinde ise, muhtemelen işletme sermayesindeki yeni yatırımı kısmen dengeleyecek bir ilave stok azalması söz konusudur. Sonuçta, ekonomi düzelmeye başladığında hem stoklar hem de işletme sermayesi yeni yatırımlar için uygun olacaktır.

2.3.4. Monetarist Yaklaşım:

Milton Friedman ve Anna Schwartz tarafından 1963 yılında yapılan araştırma, ABD'deki ekonomik daralma dönemlerinde çıktındaki azalmaya para arzındaki daralmaların eşlik ettiğini ortaya koymuştur. Friedman bu gözlemi konjonktür dalgalanmalarının para stokundaki değişimlerden kaynaklandığı şeklinde yorumlamıştır.⁴²

Monetarist iktisatçılara göre ekonomideki istikrarsızlığın nedeni izlenen yanlış istikrar politikalarıdır. Bu durumda, ekonominin doğası gereği istikrarlı olduğu, istikrarsızlıkların devletin para arzıyla oynamasından kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir (Orhan, 1989: 73).

42 Makro Ekonomi: Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir; 9. baskı. Sy.327.

Ekonomide istikrarı bozan etkenlerin çoğu, hükümetlerin izlediği para ve maliye politikalarından ve para otoritelerinin firmalar ve kişiler arasında farklılık yaratıcı uygulamalarından kaynaklanmaktadır. Ekonominin kendi haline bırakıldığında işsizlik ve enflasyon gibi ekonomik hastalıklara sürüklenmeyeceğini ileri sürmüşlerdir. Ekonomide böyle hastalıklar ortaya çıkarsa bu çoğu zaman ekonomiye dışarıdan uygulanan para ve maliye politikaları sayesinde gerçekleşecektir. Monetaristler, ekonomide denk bütçe uygulanmasına özen gösterilmesini ve piyasanın işleyişini etkileyen tekellerle mücadele edilmesini, devletin para arzını her yıl üretim artış hızına eşit bir oranda artırmasını tavsiye ederler. Bu yaklaşımda ekonomik kriz hallerinde maliye politikalarının etkin olmadığı görüşü hâkimdir. Maliye politikalarında bir değişiklik talep üzerinde geçici ve rastsal etkide bulunacaktır. Talebin değiştirilmesi için sürekli gelirin ve tüketimin değiştirilmesi gerektiği, tüketime sürekli gelirin fonksiyonu ve uzun dönemde istikrarlı bir gelir kavramı olduğunu savunurlar. Bundan dolayı geçici geliri etkilemeye yönelik politikaların sürekli gelir üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmayacağını ve izlenen maliye politikalarının da tüketime etki etmeyeceğini iddia etmektedirler (Ulusoy, 2007: 60- 63).

Monetarist⁴³ iktisatçıların konjonktür teorisi olarak adlandırdıkları monetarist teoriye göre, para arzındaki büyümeyi merkez bankası kontrol ettiği için, para politikaları ile ekonomik daralmadan çıkılabileceği ima edilmektedir. Monetarist Teoride Yayılma mekanizmasını da ortaya koyarak; bunun temelinin beklenen ve gerçekleşen fiyat düzeyleri arasındaki fark olduğu savını ileri sürmektedirler. Bu farkın nedeni uyumcu beklentilerdir. Uyumcu beklentiler teorisi ekonomik birimlerin gelecekle ilgili tahminlerini oluştururken ellerinde mevcut olan bütün bilgiyi kullanmadıkları, bunun yerine sadece geçmiş verileri kullandıklarını varsayar. Bu nedenle ekonomik birimlerin gelecek dönemle ilgili tahminleri değişkenlerin gerçek değerinden ya daha küçük veya daha büyük olmalıdır. Ekonomik birimlerin yeni duruma uyum sağlamaları

43 Makro Ekonomi: Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir; 9. baskı. Sy.327.

zaman alır. Bu gecikme Monetarist teorideki yayılma mekanizmasını teşkil eder.

2.3.5. Arz Yanlı Yaklaşım:

1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin sorunlarını çözmede yetersiz kalan Klasik Yaklaşımın yerini Talep Yönlü Ekonomi almıştır. 1970'li yıllarda ekonomin karşılaştığı sorunların çözümünde Talep Yönlü Ekonominin yetersiz kalması sonrası, yerini de temelde klasik ekonomi teorilerini benimseyen, bazı yönlerden eleştiren Arz Yönlü Yaklaşım gündeme gelmiştir. Arz Yanlı Yaklaşım ile ilgili olarak ilk bilinmesi gereken husus bunun yeni bir teori olmadığıdır. Arz Yanlı İktisat, klasik teoriden günümüze kadar bilinen teorilerin zaman içinde ihmal edilen ve üretime yönelik ilkeleri bazı eklemeler yaparak yeniden gündeme getirmişti. Arz Yanlı Yaklaşımın başlıca önerileri özel girişimi serbestleştirmek, tasarruf ve yatırımı özendirmek için vergi yapısını düzenlemek, kamu harcamalarını azaltmak, iş dünyasına yardımcı olmayan kural ve düzenlemeleri kaldırmak olarak sıralanabilir (Thurow, 1989: 4).

Keynesyen yaklaşımın Toplam Talebe ağırlık vermesi Arz Yanlı Yaklaşım tarafından eleştirilmiştir. Arz Yanlı Yaklaşım göre ekonomik istikrarsızlıklar arz ve üretim yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşımda, daha fazla çalışmayı teşvik amacıyla ücret ve maaşlarda uygulanan vergi oranlarının düşürülmesi gerektiği, gelir ve kurumlar vergisi indirimlerinin; tasarrufları artırıcı, faizleri düşürücü ve yatırımları artıracığı görüşü hâkimdir. Bu nedenle, ekonomideki istikrarsızlıkları para arzı artışlarına bağlayan Arz Yanlı Yaklaşım, üretim ve istihdamı artırıcı vergi indirimleri politikası uygulanırsa ekonomideki istikrarsızlıkların azalacağı görüşündedir. Kamu harcamalarının, vergi oranlarının ve toplam talebin aşırı artmasının ortaya çıkardığı krizlerden Toplam Arzı artırıcı politikalar uygulanarak çıkılabileceğini ileri sürmüşlerdir.^{44,45}

44 www.metinberber.com

45 <http://sbe.kmu.edu.tr/userfiles/file/tezler/iktisat/erhanduman.pdf>

2.3.6. Yeni Klasik Yaklaşım:

Yeni Klasik Yaklaşım, 1961 yılında John Muth tarafından klasik teorisin temel ilkelerini benimseyerek ortaya çıkan yeni bir ekonomik teoridir. Yeni klasik yaklaşım iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bunlar; bireyler ellerindeki mevcut tüm bilgiyi kullanırlar ve fiyatlar ile ücretler esnek olduğu varsayımlarıdır. Temel varsayımlardan ilki şöyle ifade edilebilir. Beklentilerin oluşturulması için gereken bilgilerin elde edilmesi sürecinde rasyonel davranış tarzı uygulanmalıdır. Rasyonel davranan bireyler, ekonomik değişkenlere ait beklentileri, elde edebildikleri tüm bilgileri kullanarak ve tutarlı bir iktisadi model çerçevesinde değerlendirerek oluştururlar. İkinci temel varsayım da işsizliğin daima gönüllü olduğunu ve insanların ücretlerin çok düşük olduğunu düşündükleri için işsiz kaldığı savunulmaktadır (Güngör, 2008: 19- 20).

Bu teoriye göre devlet, kuralları belirlememeli ve bireyler de olası sonuçları önceden anlamaya çalışmalıdır. Bireyler bu yaklaşıma göre, para ve fiyatlar arasındaki ilişkiyi anlayarak bilgilerini sürekli olarak reel ve nominal değişimler arasında ayırım yapmak için kullanırlar. Bundan dolayı kısa dönemde para yansız olup, para arzı dalgalanmalarının beklenen kısmı fiyatları etkilerken, beklenmeyen kısmı ise ekonomiyi reel açıdan etkilemektedir. Bu yaklaşımdan dolayı, hem Keynesyen hem de Monetaristlerin fiyat beklentilerinin kısa dönemde sabit kaldığı varsayımını eleştirmişlerdir. Ekonomide görülecek herhangi bir krizi paranın etkilerine bağlayarak, devletin istihdam ve üretimi artırmak için para ve maliye politikasını kullanmasının gereksiz olduğunu savunmuşlardır.⁴⁶

2.3.7. Post Keynesyen Yaklaşım:

1970'li yıllarda ortaya çıkan ekonomik kriz karşısında iktisat politikası önerilerinin yetersiz kalması ve yeni klasik iktisadi düşüncenin piyasaya hâkim olmaya başlaması sonucu ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşım, belirsizliği temel alarak yeni klasik yaklaşımın

savunduğu belirsizlik görüşünü reddeder. Yeni Klasik Yaklaşımında karar birimlerinin bilgi ile ilgili bir problemlerinin olmadığını, piyasanın tam bir bilgiye sahip olduğu ve piyasaların bu bilgiyi en etkin şekilde kullandığı görüşü hâkimdir. Tam bilginin geçmiş, içinde bulunulan zaman ve geleceği kapsadığı varsayımı altında gelecekle ilgili bir belirsizliğin olmayacağını ve geleceğin bilinebilir bir yapıda olduğunu savunmuşlardır.

Post Keynesyen yaklaşım da piyasalarda bilgi asimetrisinin bulunabileceği, gelecek hakkındaki belirsizliğin iktisadi karar birimlerini etkileyebileceği ve piyasada tam bilginin aksayabileceği savunulmuştur. Bu durumda Yeni Klasik yaklaşımda her şey bilinebilir ve belirsizlik yoktur düşüncesi geçerli olsa da, Post Keynesyen yaklaşımda her şeyin bilinmesi imkânsızdır ve piyasalara belirsizlik hâkimdir (Yavuz ve Tokucu, 2006: 150- 152).

Post Keynesyenler, Keynes'den farklı olarak yatırımları, faiz oranlarına değil kâr seviyesine bağlamışlar ve yatırımların

tasarruf oranları tarafından değil, tasarrufların yatırım oranları tarafından belirlendiğini ileri sürmüşlerdir. Bu yaklaşımda yatırımları belirleyen iki unsur vardır. Bunlar; cari ürün ve sermaye varlıkları fiyatları ile ekonomide var olan finansman ve kredi kurumlarının yapısı ve şartlarıdır. Yatırımı belirleyen iki etkenden birincisini efektif talep kavramını ön plana çıkarmak, ikincisini ise yatırımların yalnızca müteşebbislerin içsel fonlarına bağlı olmadığı, kredi kurumlarının yatırımlardaki fonksiyonunu belirtmek için kullanmışlardır. Ekonomik dalgalanmaların yatırım ve piyasa üzerinde etkili olduğu bu yaklaşımda, tam istihdama varılmadan önce finansal kaynakların üretimden spekülasyona doğru bir hareketi olursa bunun ekonomide daralmalara ve krizlere yol açacağı savunulmaktadır. Ekonominin uzun süre büyüme sağlaması; sermaye donanımı, reel ücret oranları, iş gücü ve teknolojik gelişme düzeyinin yüksek olmasına bağlıdır. Devletin ekonomik hayata müdahalesini savunan bu yaklaşım ticaret ve finans sektöründe büyük firmaların tekelci gücünü azaltmak ve gelir dağılımında adaleti sağlamak amacıyla başta kamu yatırım harcamaları

olmak üzere kamu politikalarının aktif bir şekilde kullanılmasını önermektedir (Ulusoy, 2007: 55- 58).⁴⁷

2.3.8. Marksist Yaklaşım:

Sosyalizmin kurucusu olan Karl Marks, klasik yaklaşımı reddederek işçi sınıfının sermaye sınıfı tarafından sömürüldüğünü ortaya koymuş, kapitalizmin kâr ve sermaye birikimi ile geliştiğini belirtmiştir. Kâr ve sermaye birikim sürecinin aksayarak sekteye uğramasının kapitalizmin dinamiklerine özgü bir çelişki ortaya çıkardığını savunan Karl Marks, kapitalist üretim ve dolaşım süreçlerinin aksaması sonucu ekonomik krizlerin meydana geldiğini savunmaktadır (Sönmez, 1985: 20). Bu yaklaşıma göre işçi çalıştığı zaman belli bir değeri olan mal ve hizmetler üretir ve verdiği emeğe karşılık ücret alır. Üretilen mal ve hizmetler ile bunların üretimi için ödenen ücret arasındaki fark *Artı-Değeri*⁴⁸ oluşturmaktadır (Baby, 2000: 53).

Kapitalist üretim tarzında ekonomik kriz oluşturan içsel çelişkileri, kâr oranlarında düşme ve üretim gücünde sürekli bir artış olarak iki başlık altında toplayan Marks, kâr oranlarında düşme eğilimini; üretim tekniklerinin ilerlemesi, sabit sermaye oranının değişken sermaye oranına göre yükselmesi sonucunda artı değer oranının aynı kalması durumunda kâr oranlarının zorunlu olarak düşeceğini ileri sürmüştür. Ancak Marks, kâr oranlarında düşme eğiliminin yavaşlatılabileceğini ve hatta geçici olarak durdurulabileceğini belirtmiştir. Örneğin sermayenin değersizleşmesi; savaşla sonuçlanan krizlerde fiziken tahrip olan sermayelerin, yeni teknolojik buluşlarla demode olan sermayelerin ve iflaslarla ortaya çıkan sermayelerin diğer sermayelerin verimliliğini artırarak kâr oranlarında düşme eğilimini yavaşlatacağını savunmuştur. (Marks, 1990: 206–212).

47 <http://sbe.kmu.edu.tr/userfiles/file/tezler/iktisat/erhanduman.pdf>

48 Artı Değer: Emek gücünün mübadele değeriyle kullanma değeri arasında, ikinci lehine olan fark, artı-değer'i oluşturur. Toplam artı-değer, sömürme haddi ve kullanılan değişken kapital miktarına, yani kullanılan işçi sayısına bağlı olduğu için, iki belirleyici etken söz konusudur. Toplamın artı-değerin artabilmesi için, eğer bu etkenden biri azalırsa, diğerinin bu azalışı telafi edecek şekilde büyümesi gerekir. Artı-değeri artırmanın bir yolu, işgününü uzatmaktır. Buna mutlak artı-değer denir. Diğer bir yol ise, emeğin geçimlik tüketiminin üretimi için gerekli iş saatlerini azaltmaktır. Buna da nispi artı-değer denir. Bu da emek veriminin artmasına bağlıdır.

Marksist yaklaşım sermayenin değersizleşmesindeki etkenin enflasyon olduğunu savunmuş ve enflasyonun sermaye için uzun dönemde tehlike taşıdığını belirtmiştir. Sermayenin değersizleşmesinin oluşturacağı sorunlardan bir tanesi de ödemeler dengesi açığıdır. Marks, kapitalist anlamda ekonomik krizlere fazla üretimin neden olduğunu belirtmiştir. “Mesele, mevcut nüfusa oranla fazla ihtiyaç maddesinin üretilmesi değildir. Bunun tam tersi doğrudur. Büyük kitlelerin insanca yaşayabilmesini sağlayacak üretim yapılamamaktadır. Kapitalist düzene özgü dağıtım ve tüketim koşulları altında mallar, içlerindeki değer ve orta değerlerin gerçekleşmesini engelleyecek kadar yüksek bir hacimde üretilmektedir”. Marks’ın, eksik tüketimci bir yaklaşımı getirmediğini vurgulamak gerekir. Kapitalist üretimin gerçek engelini sermayenin oluşturduğunu ve üretim tarzının içsel çelişkilerinden kaynaklanan krizlerin kaçınılmaz olduğunu savunmuş ve kesintiye uğrayan sermayenin hem krizi tetiklediğini, hem de sürecin yeniden canlanma dinamiklerini bünyesinde barındırdığını belirtmiştir (Marks, 1990: 221).

Kapitalizm geliştikçe, krizler daha şiddetlenecektir (Kazgan, 2004:327). Marx’ın elde ettiği sonuçlara göre klasik krizler rastlantısal değil, yapısal olgulardır. Diğer bir sonuç, kâr oranından sonra kriz, uzun dönemde iktisadi sistemin dinamiğinde ikincil düzenleyici rolü oynamaktadır. Yani kriz, varolan çelişkilerin anlık ve şiddetli bir çözümü, bir an için kargaşalı bir denge kuran şiddetli bir taşmadır. Krizden doğan bunalım, üretken sermayenin büyük bir bölümünün yeterli kâr sağlayamadığı ölçüde “değer kaybetmesine” neden olacaktır (Rosier, 1991: 33).⁴⁹

2.4. Kriz Ekonomisi:

Kriz Ekonomisi, piyasaların nasıl ve neden başarısız olduğunu inceler.⁵⁰ Ünlü İskoçlu düşünür Adam Smith ve diğer birçok ünlü ekonomistler ise aksine piyasaların nasıl başarılı olduğunu açıklamışlardır. Adam Smith'in "*Milletlerin Zenginliği*" adlı kitabında, bireysel ekonomik oyuncuların birbirinden farklı çıkarlarını bir şekilde istikrarlı, kendi kendini düzenleyen bir ekonomik sistemde birleştiren, *Görünmez El*⁵¹ metaforunu öne sürmüştür. Sayısız bireysel tercihin kaosundan düzen ortaya çıkmaktadır. Bir sürü ekonomist David Ricardo, Jean-Baptiste Say, Leon Walras ve Alfred Marshall, Adam Smith'in öngörülerini yeniden düzenleyerek bu noktayı kanıtlamak için matematiksel bir yapı inşa etmeye başlamıştı. Piyasaların temel istikrarına inanç önemli bir sonuca yol açmıştı; eğer piyasalar esas olarak kendi kendini düzenliyorsa, o halde piyasalarda alınıp satılan varlık fiyatları isabetli ve doğrudur. 20. Yüzyılın başlarındaki ekonomistler bu teoriye matematiksel bir geçerlilik kazandırmaya çalışmıştı.

Fransız Matematikçi Louis Bachelier'in 1900'de tamamladığı ve bir varlığın fiyatının bilinen tüm bilgileri doğru şekilde yansıttığını savunduğu *Spekülasyon Teorisi*'ne (*Theorie De La Speculation*) dayandılar. Ona göre düşük ya da yüksek fiyatlanmış bir varlık diye bir şey yoktu; piyasalar altta yatan esasların mükemmel bir yansımasıydı. Kesin olan, varlık fiyatlarının, çoğu zaman sadece yeni bir bilginin gelişine karşı rasyonel ve refleks olarak değiştiğiydi. Büyük Buhran'ı başlatan çöküşün sonrasında ise Princeton'lı ekonomist Joseph Lawrence, "Değer İşlemi takdire değer Menkul Kıymetler Borsası'nda, milyonların anlaştığı görüş, hisse senetlerinin şu anda fazla değerlendirilmiş olmadığıdır", demişti. Çoğunluk

50 Nouriel Roubini, Stephen Mihm. Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği. Pegasus yayıncılık. 2010. sy.46

51 Görünmez El: Adam Smith; herkesin bencil olduğu bir toplumda uyum, bilinçli bir müdahale olmasa da, kendiliğinden oluşacaktır. Bu kendiliğindenliği sağlayan görünmez el, piyasa ilişkileridir. Görünmez el ve piyasayı düzenleyen fiyatlar seviyesi, kaynakların en verimli şekilde kullanılmasına imkân sağlar. Smith, doğal kanunların varlığını kabul etmekte ve iktisat konusunun bu kanunları keşfetmek olduğunu söylemektedir. Yani Smith, doğal düzenin kişisel çıkara göre oluşacağı inancındadır. bu bakımdan Smith'in doktrinini fırsatçı (oportünist) ve gerçekçidir (realist).

olarak ve şiddetli bir biçimde, herhangi bir mal varlığının herhangi bir zamandaki fiyatının her zaman tamamen doğru olduğuna inanılıyordu. Yani bir varlık daha yüksek ya da daha düşük fiyatlanmış olamazdı. Gelecekteki fiyat değişiklikleri ise şu anda bilinmeyen şeylere dayanmalıydı. Bu nedenle, fiyatların ne yönde değişeceğini tahmin etmek olası değildi. Bu kavrayış “*Rastlantısal Yürüyüş-Random Walk*”⁵² teorisini doğurmuştu. Bu teoriye göre, hisse senetlerini seçmeye gelindiğinde piyasaları yenmeye çalışmanın anlamı yoktu, bu mantıkla hisse senetlerini rastgele seçmek ve hareketleri görmezden gelerek bu seçimlere bağlı kalmak çok daha iyi olduğuydu. Artık ana fikir piyasaların etkin çalıştığı ve tüm bilinen bilgileri fiyata dahil ettiği idi.

1970’lere gelindiğinde *Etkin Piyasa Hipotezi*⁵³, Chicago Üniversitesi’ndeki akademik kürsülerden telkin edilerek halk arasında yaygın inanış haline gelmişti. Aslında, herkes bu teoriyi benimsemiyordu. Piyasaların kayda değer şekilde etkisiz görüldüğünü söyleyen en etkili muhalif Yale Ekonomisti Robert Shiller’di. 1980’lerin başında Robert Shiller, piyasaların oynaklık gösterdiğini ortaya koyan araştırmalar yürütmüştü. 1980’lerin sonunda ise varlık fiyatlarının nadiren dengede kaldığını, çoğunlukla çılgınca yükselip alçaldığını gösteren yığınla kanıt gösterilmişti. Herhangi bir günde yatırımcılar, bir varlıkla ilgili iyimser bir şekilde fazla tepki vererek fiyatları yükseltilere taşıyabilirler. Ertesi gün ise paniğe kapılarak varlığı yok pahasına elden çıkarabilirlerdi. Aslında, piyasaların tam olarak hangi nedenle etkin olmadığını açıklamak davranışsal finansın alanına girmektedir. Davranışsal finans perspektifinden bakılınca, spekülasyon balonların nasıl şişebileceğini, sonunda patlayıp ekonomiye daha fazla zarar verene kadar nasıl kendilerine yetebilecek hale gelebildiğini ortaya çıkarmıştı.

Ünlü ekonomist John Stuart Mill ise “*Politik Ekonominin İlkele-*

52 Rastlantısal Yürüyüş (Random Walk) olan teori: hisse senetlerinin fiyatlarının bağımsız olduğunu, geçmişteki fiyat hareketlerinin gelecekteki hareketleri belirlemekte kullanılamayacağını savunmaktadır.

53 Etkin Piyasa Hipotezi: Finansal piyasaların bilgi açısından etkin çalıştığını bu yüzden ticarete konu varlıkların (örn. bonolar, senetler) zaten mevcut bütün veriyi yansıttığını ve yeni bilgiye mümkün olan en yüksek hızla tepki verdiğini savunan tezdur.

ri” adlı kitabında ekonomik balonların dışsal bir şok ya da bir tür kaza, örneğin yeni bir pazar vb. bir spekülasyonun yaratıldığında ortaya çıktığına inanıyordu. Fiyatlar yükseldikçe, diğerlerinin zenginleştiğini görmek, daha fazla taklitçiye harekete geçiriyordu dolayısıyla spekülasyon fiyatları yükseltmekle kalmayıp aynı zamanda böyle bir yükseliş için hiçbir temeli olmayan mallara da uzanmaktaydı. Fiyat artışları daha fazla fiyat artışını doğuruyordu ve giderek kendi kendini idame ettiren bir balona dönüşüyordu. Aslında John Stuart Mill, bir balonun tek başına kriz oluşturmadığını, kredi ve borcunda önemli bir rol oynadığını savunmaktaydı. Balon oluşurken, büyük bir kredi bolluğu bulunmaktaydı. Sadece salgının bulaştığı herkesin çok fazla kredileri bulunmaktaydı ve olağanüstü karlar elde ediyor gibi görünüyordardı bu durum da insanları her zamankinden çok daha rahatça kredi almaya ve vermeye yöneltmişti. Gerçek olan husus ise, yükseliş birkaç büyük şirketin beklenmedik batışının piyasada genel güvensizlik yaratmasıyla sona erip, belirsizliğin yayılması ve kredinin güvence altına alınmasını imkânsızlaştırmasıydı. Borçlarını ödeyemeyen şirketler çöker, iflaslar hızla artar. Krediler buharlaştıkça, fiyatlar düşer ve kriz piyasayı sarar. Büyüyen panik, fiyatları her zaman aşağıya doğru sürüklerdi.

Karl Marx’ın analizi ise, malların gerçek değerinin üretiminde kullanılan iş gücüne bağımlı olduğuydu. Kapitalistler maliyetleri düşürebilmek için işçilerin yerine makineleri koydukça, karlar azalacaktı. Bu azalma kapitalistleri maliyetleri daha da azaltmaya yöneltecek en sonunda da ekonomi fazla üretim ve eksik istihdam kaynaklı krize sürüklenecekti. Kapitalizmin başarısızlığa mahkûm olduğu uyarısını yapmıştı. Bugüne kadar Karl Marx haklı çıkmadı ama ana fikri krizin kapatilizme özgü olduğu çok önemli bir öngörü olmuştu. Marx’tan sonraki ekonomistler, kapitalizmin kendi çöküşünün tohumlarını içinde barındırdığı olasılığını kabul etmişlerdi. Ancak, Marx’ın vizyonu geniş çapta kabul görmemişti.

19. Yüzyıl sonu ve 20. Yüzyıl başlarında çoğu ekonomist, ekonominin kendi kendini düzenleyen, kendini düzeltebilen bir oluşum olduğunu, kendi haline bırakılacak olursa denge durumuna geleceği, istikrar ve tam istihdamın olacağını savunmuşlardı. Kessin olanın ise, krizlerin gelip geçeceğini ama asla kalıcı olmayaacağı teziydi. Bu inanç Büyük Buhran'la birlikte yok olmuştu. Bu olay devlet politikalarıyla birlikte ekonomi disiplini de dönüştürmüştü. Aslında, Büyük Buhran 2008 krizinin nasıl ele alınması gerektiği tartışmasında önemli bir yer tutmaktaydı.

Büyük Buhran'ın en önemli ekonomisti John Maynard Keynes, krizin sebebinin talebin çökmesi olduğu, devletin krizde işi ele alacak, talep yaratacak ve aşağı doğru büyümeyi tersine çevirecek olması teziydi. Savaş sonrası yıllarda bu anlayış kabul görmüş ve dünyanın her yerinde devletler ekonomik durgunluğun daha da derinleşmesini engelleyebilmek için Keynes'in tezini benimsemişti. O dönemin diğer önemli ekonomistleri daha doğrusu ⁵⁴*Monetarist*'leri Milton Friedman ve Anna Jacobson Schwartz ise Keynes'in tezine karşı çıkmışlardı. Friedman ve Schwartz'a göre Büyük Buhran'a Keynes'in ileri sürmüş olduğu gibi talepteki çöküş neden olmamıştı. Asıl sebebin paniğe kapılan yatırımcıların paralarını çekmeleri ve bankaların kapanmasıyla banka mevduatlarının ve rezerv miktarlarının ani düşmesiydi.

Friedman ve Schwartz prensipte devlet müdahalesine karşıydı özellikle de Keynes usulü devlet harcamasına, ama FED (Federal Rezerve: Amerikan Merkez Bankası) bankaların borçlanma faizini düşürmüş olsaydı para arzındaki düşüşün engellenebileceğine inanıyorlardı. Daha da önemlisi Monetaristler, FED (Amerikan Merkez Bankası)'i zor durumdaki banka ve finans kurumlarına kredi açmayıp nihai kredi merci olmamakla suçluyordu. Monetaristlerin Büyük Buhran'la ilgili yorumlarında haklılık payı vardı. 1930'larda para arzının çöküşü kredi krizini şiddetlendirmiş ve FED (Amerikan Merkez Bankası) durumu daha da kötüleştir-

54 Monetarizm: Ekonominin para arzı üzerine konulacak denetimle yönlendirilebileceği görüşüdür.

mişti. Ancak Peter Temin gibi diğer ekonomi tarihçileri, toplam talepteki düşüşün, felaketin ilk katalizörü olduğunu Keynes'in haklı olduğunu savunuyorlardı. Bu görüşe göre saldırgan bir para politikası toparlanmaya katkıda bulunsa bile sadece kamu harcamalarının artırılması toplam talebi aynı seviyede tutabilirdi. Ancak 1980'lerde etkili olan Keynes değil, Friedman olmuştu. Buna karşın Washington Üniversitesi Ekonomi profesörü olan Hyman Minsky, Keynes'in yanlış anlaşıldığını savunmuştu. Minsky, Keynes'in kapitalizmin kendi doğası nedeniyle istikrarsız ve çöküş eğilimli olduğu yolunda kuvvetli bir savı olduğunu savunmuştu. Minsky'ye göre, istikrarsızlık, kapitalizmi mümkün kılan finansal kurumlardan kaynaklanmaktaydı. Keynes'in analizinde üstü kapalı olan görüş, kapitalist ekonominin temelde kusurlu olduğudur diye ifade etmişti. Bu hususu ise şu şekilde özetlemişti: "*Birikmiş finansal değişimler finansal sistemi kırılan hale getirir*."

John Maynard Keynes krizi, "yükselen konjonktür ortamında, iktisadi ajanlar tarafından genellikle öngörülme-yen ve çoğu zaman şiddetli ve ani olarak meydana gelen bir olay" olarak ifade etmiştir. Aynı şekilde Keynes; istihdam, tüketim, dönem başı (ex-ante) ve dönem sonu (ex-post) yatırım, toplam gelir, *marjinal tüketim eğilimi*⁵⁵, efektif talep gibi makro iktisadi değişkenlerin, çarpan⁵⁶ ve hızlandıran mekanizmalarının⁵⁷ ve de sermayenin marjinal etkenliğine ve faiz oranına ait beklentilerin karşılıklı etkileşimi ile, yükselen konjonktür döneminin kendi kendini besleyen bir büyüme dinamiği oluşturduğunu; konjonktür dalgasının daralma istikametine döndüğü tepe noktasında dönüşün, ani ve şiddetli olduğunu; bu noktadan sonra aynı unsurların, bu kez daralma yönünde etkileşimler yaratarak işlediklerini; fakat daralma devresinden yükselen konjonktür devresine geçişin (krize girişte-

55 Marjinal tüketim eğilimi, bir tüketicinin net gelirinde oluşan artışın harcamalarına ne derecede etki ettiğini gösteren bir parametredir.

56 Çarpan etkisi: Çarpan etkisi, otonom yatırımlardaki bir değişikliğin milli gelirde meydana getireceği artışlar veya azalışlardır.

57 Hızlandıran etkisi; uyarılmış yatırımlardaki bir artışın milli gelir üzerindeki etkisini ifade etmektedir.

ki olgunun tersine) ani ve şiddetli değil, yavaş ve tedrici olduğunu belirtmektedir (Öztürk ve Çakmak, 2002:13).⁵⁸

1970’lerde önemli diğer iktisatçılardan Friedrich August von Hayek’in 40 yıl önceki konjonktür teorisinde bulunması (Yay, 1993: 80) literatürde önem arz etmektedir. Hayek’ e göre krizlerin asıl nedeni, ekonominin sanayi yapısının toplumun tasarruf planları ile uyuşmamasından doğmaktaydı. Hayek’in analizi, kendi içinde istikrarlı bir piyasa ekonomisini ifade etmektedir. Piyasanın işleyişi sistematik bir şekilde bozulmadığı takdirde, fiyatlar bilgi iletim fonksiyonları ile tüketim yapısını sanayi yapısına uydurmayı garanti eder. Ekonominin dengesini (istikrarını) bozucu etkiler, bankacılık sektöründe yaratılan kredi artışları, Keynesyen iktisat politikaları gibi piyasanın işleyişini bozan, daha açıkçası, fiyatların yanlış bilgiler iletmelerine yol açan, piyasaya dışsal olan etkilerdir. Bireylerin gönüllü tasarruflarının ötesinde bankacılık sektöründe yaratılan krediler aracılığıyla girişilen büyüme süreci, ancak kredilerin artması devam ettiği sürece sürebilir. Bu bir enflasyonist büyüme sürecidir. Cebri tasarrufla girişilen bu yatırım süreci, gerçek tasarrufların üzerinde bir sermaye birikimine yol açar. Ancak bir süre sonra ya bankacılık kesiminde faizlerin yükselmesi ya da faktör fiyatlarının yükselmesi sonucu kârsız bir sermaye yapısı ortaya çıkar ve hem sermaye değersizleşmesi hem de büyük bir gayri iradi işsizlik doğar (Yay, 1993: 151). Keynes’in tezi ise kapitalist piyasa sisteminin kendi haline bırakıldığında sık sık büyük miktarlarda işsizlik şeklinde krizlerin doğacağını ileri sürer, yani kriz kapitalist piyasa sisteminde içseldir savıdır.⁵⁹

Hayek’e göre ekonomide konjonktür dalgalarının ortaya çıkması için gerekli ve yeterli şart, para hacminin elastik olmasıdır (Hayek, 1933: 140–41). Böylece ekonomi dalgalanmaların çıkış nedenini, bankacılık ve kredi sistemine bağlamıştır. Kısaca para miktarındaki değişimler, nispi fiyatların ve üretim yapısındaki değişimlerin temel sorumlusudur (Hayek, 1933: 124–125). Bu bağ-

58 masaüstü, oyılmaz.pdf

59 masaüstü: oyılmaz.pdf

lamda, Hayek 1920-1930'larda karşılaştıkları kriz olgusunu şöyle açıklamaktadır: Tipik olarak bankaların kredi hacminde artış şeklinde görülen para arzındaki genişleme, parasal faiz haddini denge seviyesinin altına düşürür. Yatırımlar canlanır. Üretim kaynakları tüketim malları kesiminden sermaye malları üreten kesimlere kayar; sermaye malları üretimi artar. Sermaye mallarına yapılan harcamaların artması nedeniyle bir süre sonra faktör gelirleri artarak tüketim mallarının taleplerini ve dolayısıyla fiyatlarını artırır. Söz konusu bu fiyat artışları kaynak dağılımı sürecini tekrar tersine çevirerek krize yol açar; kullanılmayan üretilmiş sermaye malları fazlalığı ortaya çıkar (Yay, 1993: 101).

Hayek'e göre işsizliği azaltmak için para arzı artışı ile talep yaratılması, her şeyi daha kötü yapar: Para arzı artışıyla bir yandan enflasyon körüklenirken, tersine dönen süreç hızlandırılır ve işsizlik daha da artar. 1970'lerde stagflasyon⁶⁰ olarak adlandırılan işsizlik içinde enflasyon olgusu ortaya çıkar (Yay, 1993: 110).⁶¹

Bir diğer önemli literatüel yorum; Keynesyen ve Neo-Klasik iktisadi kriz kuramlarının gerek bunalımın oluşum mekanizmasını açıklamaları, gerekse bunalımdan çıkış için önerileri birbirinden son derece farklı olmasıdır. Neo-Klasik iktisatçılar bunalımdan çıkış mekanizmasını şöyle tanımlamaktadırlar: Depresyon konjonktüründe yatırımlar azaldığı için borç verilebilir fon piyasasından kredi talebi önemli ölçüde azalır. Dolayısı ile faizler çok düşer. İşsizlik artar, emek piyasasında arz fazlası oluşur. Böylece, emeğin ücreti de düşer. Faiz ve ücret, sermayedar için önemli iki maliyet

60 Stagflasyon: 1970'lerin ortalarında başlayan olaylar Keynesyen geleneğin ve onu izleyenlerin sorgulanmasına yol açmıştı. Bu olayların başında yüksek enflasyon ve işsizliğin birlikte bulunduğu stagflasyon sorunuydu. Stagflasyon, ekonomik durgunluk ile enflasyonun aynı anda yaşandığı makroekonomik duruma verilen addır. Hem Klasik iktisat Teorisi'nde hem de Keynesyen Teori'de stagflasyon, paradoksal bir durumdur (normalde enflasyon ve işsizlik oranı arasında ters orantı mevcuttur biri düşerken diğeri yükselir; ancak stagflasyon ortamında her ikisi de yükselmektedir). Her iki kuram çerçevesinde açıklanması olanaksızdır. Ekonomilerde enflasyonun ortaya çıkması, toplam talebin toplam arzı aşacak derecede artması sonucudur. Toplam arz, toplam talepteki artışı karşılayamamaktadır çünkü ekonomide, istihdam edilerek üretimi artıracak işgücü kalmamıştır, ekonomi tam istihdamdadır. Oysa durgunluk, istihdamın düşmesidir.

61 masaüstü:oyılmaz.pdf

unsurudur. Dolayısı ile üretim maliyetlerinde olağanüstü bir düşüş olmuştur; bu durum, yeni kâr olanakları yaratır ve böylece sermayedarlar bir noktadan sonra yeniden yatırım yapmaya başlar. Depresyon, işte bu noktada sona erer ve yeni bir yükselen konjonktür dalgası başlar. Sonuç olarak, bunalımdan çıkış için kamu otoritesinin sisteme dışarıdan müdahalesi gereksizdir. Sistem otomatik olarak bunalımdan çıkacaktır.

Aslında, 1929 Dünya Bunalımı bu tezi doğrulamamıştır. Keynes'e göre bunalımdan çıkış mekanizmasının çözülmesinde “*Yetersiz Efektif Talep*”⁶² kavramı merkezi bir rol oynar. Ona göre, nominal faizler belirli bir noktadan daha aşağı inemez; çünkü para talebi eğrisinin faiz esnekliği, para arzını artırarak nominal faiz oranlarını belirli bir noktadan aşağı düşürmek mümkün değildir. Üstelik bu durumda, nominal faizler sıfıra yaklaşırsa bile, reel faizler pozitif ve hatta epey yüksek olabilir. Çünkü depresyon konjonktüründe fiyat endeksleri önemli oranda düşmektedir. Ayrıca daha da önemlisi, *likidite tuzağı*⁶³ oluşmasa bile, faizleri düşürerek, depresyon ortamında yatırımları artırmak mümkün değildir. Çünkü öyle bir konjonktürde, yatırımın faiz esnekliği sıfırdır. Hem faiz hem de emek maliyetleri olağanüstü düşüşler göstermiş olsa bile, sermayedarlar depresyon koşulları altında yeni yatırım yapmayacaklardır. Çünkü fabrikalar bu süreçte çok düşük kapasitede çalışmaktadırlar. Öyle ise, eğer satışlarda marjinal bir artış gözlenir ve bu nedenle üretimi bir miktar artırmak gerekirse, işverenler sadece kapasite kullanımını marjinal olarak artırma yoluna gidecekler ve yeni sabit sermaye yatırımı yapmayacaklardır.

Kısacası, nominal faizlerin ve ücretlerin çok düştüğü depres-

62 Yetersiz Efektif Talep: Keynes'in çözümlemesinde “yetersiz efektif talep” kavramı; bir-kere, nominal faizler bir noktadan aşağı inmez; çünkü para talebi eğrisinin faiz esnekliği, depresyon konjonktüründe, sonsuza yaklaşır (likidite tuzağı). Dolayısıyla, böyle bir konjonktürde para arzını arttırarak nominal faiz oranlarını bir noktadan aşağı düşürmek mümkün değildir. Üstelik, bu durumda nominal faizler sıfıra yaklaşırsa bile reel-faizler pozitif ve hatta epey yüksek olabilir; çünkü depresyon konjonktüründe fiyat endeksleri önemli oranda düşmektedir.

63 Likidite tuzağı, ekonomide faiz oranlarının inebileceği en düşük seviyeye inmiş olduğu ve para arzını arttırarak faiz oranları (dolayısıyla yatırımlar ve toplam talep) üzerinde etkili olunmadığı durumdur.

yon konjonktüründe sırf üretim maliyetleri olağanüstü düştü diye, kapitalistler üretim artışına gitmezler. Çünkü, ne genel konjonktürde ne de satışlarda herhangi bir kalıcı düzelmenin olacağına dair hiçbir işaretin ufukta görülmediği bir ortamda, sermayenin marjinal etkinliği o denli düşmüştür ki, iş verenler, sıfır kâra teka-bül eden fiyatlarla bile satılmayacağına inandıkları malları üretmeye yanaşmazlar. Nitekim gelirler ve tüketim bu kararlar nedeni ile bir türlü artmamaktadır. Bu durum, kendi kendini besleyen bir kısır döngü yaratmaktadır. Tüm bu açıklamalar sonucunda, Keynesyen kurama göre, depresyon konjonktüründe para politikası etkin değildir. Toplam efektif talebi artırmak, işsizliği azaltmak ve ekonomiyi canlandırmak için bütçe açıkları vererek, hükümet harcamalarını artırmak gerekir. Dolayısı ile Keynes, konjonktür devresini yükselen istikamete çevirmek için kamu harcamalarının (özellikle alt yapı harcamalarını) önemli ölçüde artırılmasını ve böylece insanlara iş ve gelir sağlanmasını önerir. 1933–1939 yılları arasında bu öneriler ABD’de kısmen de olsa uygulama alanı bulmuş, ancak alt yapı yatırımları yeterince artırılmadığı için krizden tam çıkış, 1940 yılında II. Dünya Savaşı’nın patlaması ile gerçekleşmiştir. 1940 yılı bu bağlamda Keynesyen kriz kuramının, pratikte doğrulandığı yıl olarak tarihe geçmiştir (Öztürk ve Çakmak, 2002: 21)⁶⁴.

Bir diğer önemli husus Hyman Philip Minsky, bankalar ve finans kurumlarının birbirlerine daha bağımlı ve karmaşık hale geldikçe, tüm sistemi nasıl çökertebileceğini belirtmektedir. Hyman Philip Minsky’nin analizi, borcun nasıl biriktiği, dağıtıldığı ve değerlendirildiği idi. Keynes’in izinden giderek borcu zaman içinde evrim geçirmesi gereken dinamik bir sistemin parçası olarak görmekteydi. Aynı şekilde Keynes’e uyararak, bu dinamizmin ekonomik hesaplamalara istikrarsızlık enjekte ettiğini düşünüyordu. İyi zamanlarda sürekli büyüme ve karlılık vaadi istikrarsızlığı yatıştırıyordu. Ama kötü zamanlarda belirsizlik finansal oyuncuları kredi vermemeye, riskleri düşürmeye ve sermayeyi istiflemeye yöneltmekteydi.

Minsky'nin “*Finansal İstikrarsızlık Hipotezi*” çalışması ekonomideki kredi alanlarını finansman türüne göre üç grupta sınıflandırıyordu: “*Hedge İçin Kredi Alanlar*”, “*Spekülatif Amaçlı Kredi Alanlar*” ve “*Ponzi Kredi Alanlar*”.⁶⁵

“Hedge İçin Kredi Alanlar”; faiz ve anapara ödemelerini kendi nakit akışlarından karşılayabilenlerdi.

“Spekülatif Amaçlı Kredi Alanlar”; gelirleri sadece kredinin anaparasını değil, sadece faizini ödemeye yetenlerdi; eski kredileri ödeyebilmek için yeni kredi alarak kredilerini döndürmeyi sürdürmeleri gerekmektedir.

“Ponzi Kredi Alanlar”; en istikrarsız olanlardı: gelirleri ne anapara ne de faizi ödemeye yetiyordu. Krediyi aldıkları varlıkların değerinde bir artış olmasını umut ederken, tek seçenekleri daha fazla borçlanarak gelecekteki finansmanlarını rehin vermektir.

Minsky, spekülatif bir yükseliş sırasında hedge için kredi alanların sayısında azalma olurken, spekülatif amaçlı ve ponzi kredi alanların sayısında artış olacağına inanmaktaydı. Hedge için kredi alanlar, muhafazakar yatırımları sayesinde şimdilik nakit bolluğu yaşadıkları için, spekülatif ve ponzi kredi alanlara borç vermeye başlayabilirlerdi. Yükselişin merkezindeki varlığın örneğin gayrimenkul fiyatı yükseldikçe tüm kredi kullanıcılarını daha fazla borçlanmaya kışkırtırdı. Döndürülemeyen kredi tutarı şiştikçe, sistem finansal bir felakete yaklaşırdı. Minsky'e göre, tetikleyenin ne olduğunun hiç önemi yoktu. Bir kurumun batışı (2007 ve 2008'deki konut balonunu sona erdiren, hedge fon'lar ve büyük banka iflaslarıydı) olabilir. Minsky'e göre, kredi muslukları kurdukça, normalde sağlıklı olan finansal kuruluşlar, şirketler ve tüketicilerin nakit sıkıntısı çekmeye başladığını, varlıklarını satmadıkça borçlarını ödeyemez hale geldiğini fark etmişti. Daha fazla sayıda insan varlıklarını satmaya başlayınca düşen fiyatlar kaçınılmaz olmuştu. Toplam talep seviyesi mal arzının altına indiğinde, genel ekonomi fiyat deflasyonunun etkisine giriyordu.

65 Ponzi: daha sonra gelen yatırımcıların parasını ilk yatırımcılara ödeyerek aşırı kazançlar sağlayan ve gerçek bir ticari faaliyet içermeyen yasa dışı sistem.

Deflasyon, insanların borç yükünü artırdığı gibi geri ödeyememe ve iflas olasılığını da arttırıyordu. Borcu ödeyememe ve iflaslar arttıkça, ekonomik bunalım derinleşmişti.

2007 ve 2008 yılında yapılan küresel krize yol açan sebep tam olarak buydu. FED (Federal Rezerve: Amerikan Merkez Bankası) çok büyük tutarlarda kredi limiti tahsis etmişti. Bu durum, yatırım bankaları, sigortacılar, *hedge fon*⁶⁶lar, para piyasası fonları ve diğerlerinin ödeme gücünü yitirmesini engellemişti ve en sonunda düşen fiyatlar kaçınılmaz olmuştu.

Büyük Buhran döneminde 1930'ların başında kriz kontrolden çıkarken, hükümetler bütçeyi dengelemeye yönelmişlerdi, bu da kamu harcamalarında azalma ve vergilerin arttırılmasına neden olmuştu.

2009'da Obama Yönetimi ise vergi indirimlerini içeren en büyük teşvik yasasını onaylamıştı. Ekonomi politikaları, hükümetin para arzı üzerindeki aşırı kontrolü ile mali politikalar yani hükümetin harcama ve vergilendirme araçları kapsamında yapılması gereken her şey yapılmıştı ama hatalıydı.

Farklı teorik yorumları biraz daha inceleyecek olursak; Avusturya Ekolü: 19. yy sonları ve 20. yy başlarında bir grup Avusturyalı ekonomist tarafından başlatılmıştı: Carl Menger, Ludwig von Mises, Eugen von Böhm-Bawerk ve Friedrich Hayek devletin ekonomiye özellikle de ekonomik sisteme müdahalesi konusunda şüphecilik Avusturya Ekolü'nün ana prensiplerinden birisiydi. Örneğin, özel tasarruflarla finanse edilen sürdürülebilir ekonomik büyüme ve merkez bankası kredileriyle finanse edilen istikrarsızlık, başarısızlığa mahkûm bir büyüme arasında kuvvetli bir ayrım

66 Hedge Fon: Subprime (ipotekli) konut sisteminin özünde finans piyasasındaki "Hedge Fonlar"lar" bulunmaktaydı. Hedge Fonlar; genellikle kısa vadeli hareket eden ve yüksek kar amacıyla piyasadan piyasaya dolanan fonları ifade etmektedir. Bu fonlar yüksek kar gördüğü yerlere hızla girip, karlar düşünce hızla çıkmaktadırlar. Hedge fonlar, genellikle benzer risk kategorisindeki ülke tahvilleri, hisse senetleri, özel sektör tahvilleri, kredi türev enstrümanları gibi enstrümanlarından oluşturulan portföylerin olası getiri farklarından faydalanmak beklentisi ile oluşturulmuştu. Bu şekilde konut satıcıları bu kredileri Amerikan bankalarına veya büyük finans kuruluşlarına devretmekte, onlarda bu kredileri bir Hedge Fon enstrümanı olan Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetlere (seküritizasyon) çevirmekteydiler.

yapmaktaydı. Aşırı varlık ve kredi balonlarının tehlikeli krizlere yol açtığı konusunda Keynes ve Minsky'le hemfikir olsalar da, bu sorun için kapitalizmi suçlamazlardı. Onun yerine, serbest piyasa işleyişine müdahale ettiği söylenen düzenleme ve müdahalelerle birlikte devlet politikalarını neden olarak görürlerdi. Bunun yanında bu ekol ekonomik analizin birimi olarak bireysel girişimcilere odaklanıyordu. Girişimcilik teorisi olan yaratıcı yıkım ortaya çıkarılmıştı. Bu analizin savunucusu Joseph Shumpeter, kapitalizmin refah zamanlarında yenilik dalgalarını izleyen, bunalım zamanlarında ise acımasız savrulmalardan ibaret olduğuydu. Bu savrulmaktan kaçınmak ya da dağılmayı azaltmak söz konusu değildi.

Avusturya Ekolü'nden ekonomistler 2008 küresel krizine tepki olarak yapılan politika değişikliklerinin çok kötü olduğunu savunmaktaydılar. Dünyanın pek çok yerinde hükümetler, zayıf, fazlasıyla borçlu banka, şirket ve hatta insanların yaratıcı yıkım patlamasında yok olmasına ve böylelikle güçlü olanların hayatta kalıp büyümesine izin vermek yerine, müdahil olarak bir yaşayan ölüler ekonomisi yarattıklarını; merkez bankalarının sonsuz kredi tahsisleriyle yaşama asılan hasarlı bankalar, sürekli hayatta kalmaları için devletin hissedarlığına bağımlı olan şirketler, kreditörleri yaklaştırmayan yasal düzenlemelerle canlı tutulan ve böylece en baştan alım güçlerinin yetmeyeceği evleri kaybetmekten kurtulan ABD'li vatandaşlar idi. Bu süreçte özel zararlar kamulaştırılıyordu: Genel olarak bütçe açıkları, kamu borçlarında sürdürülemez artışlara dönüşerek ulusal hükümetin yükü haline geliyordu. Bu ezici borçlar zaman içinde, devletlerin finansmanını zora sokarak uzun vadeli ekonomik büyümeyi yavaşlatıyordu. Bu yük artarsa hükümetler borçlarını ödeyemez hale gelmesine yol açıyordu ya da para basmaya, yüksek enflasyona sebebiyet veriyordu.

Avustralyalı ekonomistlere göre, çok fazla düzenleme en başta krizin nedeniydi ve daha fazlası sadece gelecekteki krizleri daha da kötüleştirecekti. Çünkü Avustralyalılar, bu hususun nedeninin mevduat sigortası ve nihai kredi merci gibi yeniliklerin bir yandan tasarruf mevduatı olan herkese güvence sağlarken, diğer taraftan

da bankacıların risk iştahını körüklediğini savunmaktaydılar. Avusturyalı ekonomistler, hükümetlerin ekonomiyi ayakta tutabilmek için mali açıkları sürdürmelerinin kamu borç seviyesini sürdürülemez hale getirebileceğini; en sonunda da hükümetlerin her türlü toparlanmayı yok ederek faizleri yükseltmek zorunda kalacağını; bu sorunun ise kolay çözümünün para basma olarak yapılmasını eleştirerek bu durumu yüksek enflasyona ve hatta stagflasyona yol açabileceğini savunmuşlardı.

Avusturya vizyonu aslında Keynesçi düşüncenin antitezidir. Çünkü Keynes, kapitalizmin arada sırada dengesizleşebileceğini ancak hükümet müdahalesi ile istikrara kavuşturulabileceği savını ileri sürmüştü.

Aslında, Avusturya ekolünün yaklaşımı kısa vadeli politikalar söz konusu olduğunda yanılğı içinde kalmaktaydı. Keynes ve Minsky'nin yorumu, hükümet müdahalesi olmadığında, finansal aşırılıklardan kaynaklanan bir kriz bunalım haline dönüşür ve riskten kaçış ise bozguna dönüşebilirdi. Dolayısıyla, sıkıntıya giren ama hala ödeme gücü olan şirketler, bankalar ve insanlar hayatta kalabilmeleri için gerekli krediye erişimi sağlayamazlardı. Temerrüde düşmüş bankaların, şirketlerin, insanların batması normaldi. Bu noktada, Keynes'in tespitinde yer alan, kısa vadede tüm finansal sistemin çöküşünü parasal rahatlama yoluyla ve nihai kredi merci aracılığıyla ve de zor durumdaki bankalara da sermaye enjeksiyonu yaparak önlenmesi en iyi çözüm olacaktı. Dolayısıyla, toplam talebi canlandırıcı harcamalar ve vergi indirimleriyle desteklemek de en iyisiydi. Ancak uzun vadeli bir süreçte Avusturya ekolünün öğrettiği bir şey vardı. Minsky bile, bir krizi uzun vadede çözmek için insanlardan, şirketler ve bankalara kadar herkesin borç seviyesini azaltmasını dile getirirdi. Özel borçlanmanın azaltılmasında başarısız olunması halinde bankalar, şirketler ve insanlar borca boğulur; ödünç verme, harcama, tüketme ve yatırım yapma yeteneğini kaybederdi. Ayrıca borçların kamulaştırılmasına da devletin sonu gelmez kurtarma operasyonları yoluyla da katlanılamazdı. Benzer şekilde, para biriminin değerini düşürerek borçlardan

kurtulma isteği de. Bu süreçler problemin ekonominin belirli bir bölümünden bir başkasına kaydırılmasını sağlıyordu. Uzun vadede, temerrüde düşen bankalar, şirketler ve insanların iflas etmesi gerekliydi çünkü onları sonsuza dek ayakta tutmak sadece sorunu uzatacaktı. Özetle, kısa vadede canlandırıcı harcamalar, kurtarma operasyonları, nihai kredi merci desteği ve parasal politikalar işe yarayabilirdi ancak uzun vadede refaha ulaşmayı sağlayabilmek için bu yöntemler yeterli gelmemekteydi. Önerilen yöntem ise kontrollü bir yönlendirme ile dünyadaki riskli varlıklar kabul edilmeli, düzenlemeler kaleme alınmalı ve uluslararası finansal kurumlar yeniden doğmalıydı. Ayrıca bir krizin incelenmesi ekonomi teorileriyle sınırlanmamalı, geçmişin de incelenmesi gerekmektedir. Çünkü ekonomi tarihi etkin piyasa teorilerinin ve rasyonel yatırımcıların yönlendirmelerinden çok daha önemliydi. Tarih kendisini döngüsel şekilde tekrar ettiği için değil, daha çok tarihin hammaddesi ekonomi teorilerini şekillendirebildiği içindi. Tarih alçak gönüllüğü destekler; sıradan ekonomik kuralların artık geçerli olmadığını belirten kibirli açıklamaları takip eden krizleri değerlendirirken önemli bir ayrıntıdır. Krizler olduğu sürece, onları tarihsel bağlama koyma teşebbüsleri olmuştur.

1841’de yayınlanan “*Olağanüstü Kitlesel Yanılgılar Ve Kalabalıkların Çılgınlığı -Karışıklığın Karmaşası*” kitabının yazarı Charles Mackay, ekonomik krizlerin tarihçesinden ders çıkarmaya çalışan ilk denemedir. Mackay’ın yorumu, insanoğlunun aşırı coşku ve neşe krizlerine yatkın irrasyonel bir grup olduğu, hem davranışsal ekonomi hem de krizler konusunda öncü olmuştu. Aslında kapsamlı krizlerin tarihçesini Charles P. Kindleberger 1978’de “*Cinnet, Panik Ve Çöküş*”, yazmıştır. Aynı şekilde, Carmen Reinhart ve Kenneth Rogoff’un 2009’da “*Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi*” adlı kitabında, para birimi çöküşleri, bankacılık panikleri ve kredilerin temerrüdü detaylarının değişiklik göstermesine karşın, krizlerin genel yörüngesinin on yıldan on yıla, yüzyıldan yüzyıla çok az değişkenlik gösterdiğini ortaya koyarak krizler üzerine tarihsel birikimi incelemişlerdi.

Günümüzde, 1800’lerin görece durağan ekonomisine nispetle çok daha hızlı ve ani değişen ve gelişen bir ekonomi dünyası söz konusudur. İktisadi sınırların, en azından finansal anlamda, olmadığı günümüz ekonomisinde ilgi reel krizlerden çok finansal krizler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu denli hızlı değişen ve her türlü spekülasyona açık finansal yapıda dünün ve bugünün krizini anlamak, önemlidir. Ancak, ekonominin doğası gereği yarının muhtemel krizini şimdiden bilmek adına mutlak bir koruma sağlamamaktadır.⁶⁷

2.5. Finans Krizi Teorileri:

Para krizleri ile ilgili olarak yapılan “ampirik çalışmalar” 1950’lerin başlarından günümüze kadar olan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yer aldığı çeşitli ülke örneklerini incelemiştir.

1990’ların ikinci yarısından itibaren teorik literatür ışığında akademisyenler, uluslararası örgütler (IMF⁶⁸, ABD Federal Reserve ve Bundesbank vb.) ve özel sektör kuruluşları tarafından, ülkelerin bir finansal kriz tarafından etkilenip etkilenmeyeceği ve bu tür bir etkilenmenin zamanını öngörmek amacıyla “erken uyarı sistemi” (EUS) modelleri geliştirme çabaları gündeme geldi. IMF, gelişmekte olan ülkeler için EUS modelleri geliştirme konusundaki bu çabalara öncülük etmiştir.

Bir ülkenin para veya ödemeler bilançosu kriziyle karşılaşma olasılığını öngörmeye dönük bazı istatistiksel yöntemlerin kullanıldığı bu modeller, ödemeler bilançosundaki kırılgan bir pozisyonun veya sürdürülemez döviz kuru düzeyinin öncü bir göstergesi olabilecek ekonomik ve finansal değişkenler üzerinde odaklanır. Potansiyel değişkenler dizisi, hem ulusal ekonominin temel makroekonomik göstergelerini, hem de piyasa duyarlılığındaki ve global

67 masaüstü: oyilmaz.pdf

68 Meksika krizinden sonra IMF, gelecekte benzer felaketleri önlemek için bir erken uyarı sistemi oluşturma çalışmaları başlattı. Sistem Meksika para krizinin birincil sebeplerinden biri üzerine dizayn edildi: Devalüasyondan önce otoritelerin ülkenin finansal koşulları konusunda doğru ve yeterli bilgiyi sunmaması. IMF yetkilileri buna inanıyorlar: Eger ülkeler, enflasyon, para arzı artışı ve döviz rezervleri gibi konular hakkında zamanında ve doğru raporlar yayınlarlarsa, problemler tam ölçekli krizlere dönüşmeden önce yatırımcılar onları görebilirler.

ortamdaki değişikliklerin olumsuz etkilerini kapsar. Bu değişkenler genel olarak yurtiçi makroekonomik dengesizliklere ve bankacılık sektörü zayıflığına ilişkin göstergeleri (mali açıklar ve yurtiçi kredi artışı gibi); döviz kurunun aşırı değerlenmesini; cari hesap açığı, nisbi fiyatlar veya maliyetler ve ihracat artışı gibi göstergeleri ve dışsal kırılmalık ve bulaşma olgusunu ihtiva eder (Berg et al, 1999:1).⁶⁹

Genelleme yapılacak olursa, finansal krizler için bir erken uyarı sistemi düzenlemeye yönelik yakın zamanlarda yapılan çalışmaların birbiriyle ilişkili iki farklı formda geliştiği söylenebilir. Birinci yaklaşım, açıklayıcı değişkenler olarak erken uyarı göstergelerinin gecikmeli değerlerinin yer aldığı *probit* kriz oluşum modelini⁷⁰ tahmin etmektedir. İkinci metot ise her bir potansiyel değişkenin öneminin daha dolaysız ölçümünü yapabilmek için bir “sinyal gönderme” veya “öncü-göstergeler” yaklaşımını kullanmaktadır. Bu çalışmaların temel yaklaşımı bir krizin başlamasından önceki dönemde çeşitli makroekonomik değişkenlerin zaman serilerinde bir kısım anormal davranışlar bulmaya çalışmaktır. Her bir değişken için bir eşik tayin etmek suretiyle bir değişkenin normal ve sinyal veren davranışları arasında ayırım yapılır. Sinyallerin sayısı bileşik bir göstergede özetlenir ve bu göstergenin düzeyi bir ülkenin bir krizden zarar görme düzeyini belirler. Her iki ampirik inceleme grubunda ortak olan olgu döviz rezervlerindeki azalma ve reel döviz kurunda ortaya çıkan bir değer kaybının birçok finansal kriz öncesinde gerçekleşen olgular oldukları, dolayısıyla bunların yakın bir gelecekteki spekülasyon saldırılarının iyi birer göstergesi oldukları şeklindeki bulgudur⁷¹ (Brüggemann and Linne, 2003: 35).

69 Güven Delice, İstanbul Üniversitesi elektronik dergi sistemi

70 Probit Model: parasal kırılmalarda potansiyel olarak önemli değişkenlerin analizinin yapılması.

71 Birçok ampirik incelemede reel döviz kurunun ve bu kurun trendden sapmalarının krizleri öngörmede önemli değişkenler oldukları sonucuna varılmıştır (Bkz. Goldfajn and Valdes, 1997:6).

2.5.1. Krizin Bulaşma (Contagion) Olgusu:

Finansal krizlerinin bir başka özelliği bulaşma olgusudur. Pür anlamda bulaşma etkilerinden veya spekülatif saldırılardan kaynaklanan krizler öngörülemeden piyasa reaksiyonlarından doğmuşlardır.

Literatür, bir finansal krizin ekonomik bağlantılar vasıtasıyla diğer bir ekonomiye aktarılmasına, “karşılıklı bağımlılık” olarak ifade etmiştir. Dornbush ve diğerleri (2000) tarafından “kökten ilişkili bulaşma” dünya bankası tarafından da “reel bulaşma” şeklinde nitelenen ekonomik ilişkiler kaynaklı aktarım; ekonomilerin “temel makroekonomik parametrelerinde” meydana gelen ilişkilerdir. Aslında, bulaşıcılığın nedeni daha çok ülkeler arasındaki ilişkilerdir. A ülkesindeki para krizi B ülkesindeki yapıyı olumsuz biçimde etkilemektedir. Bir ülkenin döviz krizine girerek devallüasyon yaptığını düşünelim, dolayısıyla dünya piyasalarında fiyat farkından dolayı avantajlı duruma geçecektir. Bu durum rekabette bulunduğu bir diğer ülkenin ihracatı üzerinde baskı oluşturacak ve o ülkeyi krize itecektir. Krizlerin bulaşmasının bir diğer yolu da şu şekilde belirtebiliriz: İki ülkenin iyi ticari ortak olduğunu, bir ülkenin ödemeler dengesindeki toplam yekûn içerisinde diğer ülkenin büyük bir orana sahip olduğunu varsayarsak; böyle bir durumda bir diğer ülkenin krize girerek döviz kurunu yükseltmesi o ülkeden yapmış olduğu ithalatı azaltacak ve ülkenin ödemeler dengesi üzerinde baskı unsuru olacaktır.⁷²

Krizlerin yayılması konusunda çok çeşitli açıklamalar bulunmakla beraber Fratzscher krizlerin bulaşıcılığını şu şekilde belirtmiştir:

Finansal Bağımlılık: Ülkeler arasındaki finansal bağımsızlık en az iki farklı nedene sahiptir. Birincisi, krizlerin direkt olarak sınırlar ötesi büyük holdinglere sahip finansal kurumların sahip olduğu finansal bağlantılarla yayılmasıdır. İkincisi de adına direk olmayan finansal bağlantılarla yayılmasıdır. Bu durum genellikle borç verme kararının nedeni ile ortaya çıkmaktadır. Bir ülke bir

72 Bülent ERDOĞAN, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri”, Yüksek Lisans Tezi, 2006, (s.51-52)

başka ülkeye, kriz yasayan bir ülkenin şartlarına benzer şartlarda olduğu için kredi vermezse, kriz bu ülkeye de sıçrayabilir.⁷³

Reel Bağımlılık: İki ülkenin ya karşılıklı ticaret ya da üçüncü pazarda birbirine rakip olması durumunu ifade etmektedir. Eğer bir ülkenin diğeri ile ticaret hacmi yüksek ise krizin yayılma olasılığı yüksektir (gelir etkisi). Diğer bir durumda ise üçüncü bir pazarda birbirinin rakibi olan iki ülkeden birisi rekabet edebilirliğini kaybederse devalüasyon yapmaktan kaçınmaz (fiyat etkisi).⁷⁴

Bir diğer Yayılma / Bulaşma model teorisine göre; finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların veya krizin bir başka yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğinden hareket etmektedir (Masson, 1998:2), Hükümetlerin ahlaki tehlikeye yol açan politikaları (özellikle finansal güvenlik ağları), krizi yaratan temel faktör olarak ele alınmaktadır. Aslında Masson (1998) krizlerin niçin bir arada toplandıklarıyla ilgili üç olası sebepten bahsetmektedir (Aktaran, Mariano et al, 2002:4; Abiad, 1999):

1- Muson etkileri: Dünya faiz oranlarındaki dalgalanmalar, petrol krizi gibi dünya çapındaki arz şokları, diğer önemli paralara karşı referans bir paranın değerlendirilmesi gibi ilgili bütün ülkeleri etkileyen ortak dışsal şoklar olabilir.

2- Yayılma (Spillover) Etkileri: Ticari rekabetçilik veya portföy yeniden yapılandırma etkileri nedeniyle bir ülkeden diğerine yayılma şeklinde olabilir.

3- Pür Bulaşma Etkileri: Spekülatif saldırılar sadece piyasa duyarlılığı veya sürü davranışı⁷⁵ temelinde de ülkeden ülkeye yayılabilir.

73 Bülent ERDOĞAN, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri", Yüksek Lisans Tezi, 2006, (s.53)

74 Bülent ERDOĞAN, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri", Yüksek Lisans Tezi, 2006, (s.53)

75 Sürü Davranışı: Yatırımcıların kendi bilgileri yerine başkalarının işlemlerine göre davranışları sonucu oluşur ve finansal krizlerin yaşandığı birçok piyasada olumsuz ve istenmeyen bir davranış tipi olarak ortaya çıkar.

Reel bulaşma doğrudan ticari bağlar kanalıyla oluşur. Örneğin bir ülkenin ithalatı azalırsa ticari partnerinin ihracatı azalır.⁷⁶ Finansal bulaşma ise finansal piyasaların tepkisini ilgilendiren bir kavram olarak kullanılmaktadır. O zamanakadar uygun bir yatırım ortamı olduğu düşünülen bir ülkede işlerin aniden kötüye gitmeye başlamasıyla birlikte, yatırımcılar aynı ekonomik kategoriye dahilmiş gibi ele aldıkları diğer ülkelerdeki (özellikle komşu olanları) hisse senedi ve banka portföylerini hızlı bir şekilde yeniden gözden geçirirler (Yap, 2002: 4).⁷⁷ Reel bulaşma, yeni gelişen ülkelerdeki krizleri açıklamada fazla dikkate alınmaz. Çünkü bu ülkelerin ticaretlerinin büyük bir kısmı Japonya, ABD ve Avrupa gibi önemli piyasalara yönelik olup, kendi aralarındaki ticari bağlar zayıftır (Cooper 1999: 21-22).

Gerlach ve Smetz (1995)⁷⁸’e göre “yayılma etkisi”; bir ekonomide gerçekleşen finansal kriz sonucunda nispi fiyatlarda (dış ticaret haddi) ortaya çıkan farklılaşmadan kaynaklanmaktadır. Bu açıklamanın temel hareket noktası, kriz neticesinde parası devalüe olan ekonominin halen sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülke üzerinde yaratacağı rekabet baskısıdır. Gerlach ve Smetz (1995)’e göre “yayılma etkisi”nin büyüklüğü, etkileşime maruz kalması olası ekonomi açısından aşağıdaki faktörlere doğrudan bağlıdır (Gerlach ve Smetz: 1995: 62):

- I) Kriz yaşayan ekonomi ile arasındaki ticari ilişkilerin yoğunluğu,
- II) Reel ve nominal ücret esnekliğinin düşüklüğü,
- III) Ulusal paranın değişim değerinin sabitlendiği büyük ekonomi ile arasındaki ticari ilişkilerin hacmindeki düşüklük.

Fratzcher (2003) ise, yayılma etkisinin iki ekonomi arasındaki ticari ilişkilerin yoğunluğu yanında iki ekonominin üçüncül piyasalardaki ticari rekabetinden kaynaklanan reel bütünleşme dere-

76 Gerlach and Smets (1994) bir ülkede yapılan devalüasyonun onun ticari partnerlerinin de rekabetçi ilişkilerindeki azalmayı telafi etmek için devalüasyona yol açtığı bir model geliştirmişlerdir. Eğer bulaşma etkileri varsa, komşu ülkelerdeki bir kriz yakın gelecekteki bir krizin göstergesi olabilir.

77 Güven Delice, İstanbul Üniversitesi Elektronik Dergi Sistemi

78 www.tbb.org.tr Bankacılar. Sayı 77. Haziran 2011.

cesine de bağlı olduğunu vurgulayarak Gerlach ve Smetz (1995)'in çıkarımlarını geliştirmiştir.

Finansal krizlerin ekonomik bağlantılar vasıtasıyla aktarımını açıklayan bir diğer yaklaşım da; Masson (1998) tarafından adlandırıldığı şekliyle muson etkisi'dir. Mason (1998)'a göre muson etkisi; sanayileşmiş ekonomilerin iktisat politikasında meydana gelen değişimlerin, gelişmekte olan ekonomilere ilişkin temel makroekonomik değerleri etkilemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Sanayileşmiş ekonomilere ilişkin para arzı, faiz oranı, enflasyon oranı, cari işlemler açığı (fazlası) ve bütçe açığı (fazlası) gibi sayısı daha da artırılabilir bir dizi makroekonomik değişkende meydana gelen hareketler; gelişmekte olan ekonomiler üzerinde gerek sermaye gerekse de mal hareketleri vasıtasıyla etkili olmaktadır. Ekonomik bağlantılar üzerine odaklanan son yaklaşım ise, Kaminsky ve Reinhart (2000)⁷⁹ tarafından "finansal sektör bağlantıları" Fratzscher (2003) tarafından da "finansal karşılıklı bağımlılık" şeklinde adlandırılan finansal bağlantılar kanalıdır. Kaminsky ve Reinhart (2000), finansal krizlerin aktarımını ekonomik bağlantılara dayalı olarak açıklayan yaklaşımların, büyük ölçüde ticari ilişkileri içerdiğini ve finansal sektöre pek yer vermediğini öne sürmüş; finansal ilişkilerdeki yoğunluğun da, aktarım sürecini mal ve hizmet ticaretindeki yoğunluktan daha fazla etkilediği yolunda kanıtlar sağlamışlardır. Fratzscher (2003) ise, Kaminsky ve Reinhart (2000)'a paralel olarak söz konusu iki ekonominin banka kredileri konusunda üçüncü piyasalarda girdikleri rekabetin derecesi ile menkul kıymet piyasalarındaki bütünleşme derecesinin de; aktarım sürecinin önemli bir kanalını oluşturduğunu iddia etmiştir. Fratzscher (2003)'a göre aktarım sürecinin en önemli mekanizması; yayılma etkisinden ziyade finansal bağlantıların yoğunluk derecesidir.

Agenor ve Aizenman (1998)⁸⁰, bulaşma etkisini, bir ekonomi üzerinde etkili olan dışsal şoklarda gözlenen oynaklığın artışı ola-

79 www.tbb.org.tr Bankacılar. Sayı 77. Haziran 2011

80 www.tbb.org.tr Bankacılar. Sayı 77. Haziran 2011

rak tanımlamıştır. Ancak bu tanım, yapılan birçok araştırmanın ve tartışmanın sonucunda artık oldukça sığ kalmaktadır. Bulaşma etkisi, günümüzde Agenor ve Aizenman (1998) tarafından işaret edilen dışsal şokların kaynağına bağlı olarak birçok sınıfa ayrılabilir. Sözelimi; Fry ve diğerleri (2008), bulaşma etkisini, yalnızca finansal kriz sürecinde bir dağılımın momentlerinde meydana gelen ve “piyasa temelleri” ile açıklanamayan değişimleri tarif etmek amacıyla kullanmaktadır. Fry ve diğerleri (2008) tarafından yapılan bu tanım, aslında bir çok yazar tarafından yayımlanan teorik ve ampirik çalışmaların bir sentezinden ibarettir. Bulaşma sürecini açıklamaya yönelik olarak yapılan katkılar arttıkça tahmin edilebileceği üzere bulaşma teriminin ihtiva ettiği belirsizlik de her geçen gün azalmıştır.

Her ne kadar birçoğu birbiri ile bağlantılı olsa da; finansal krizlerin bulaşma vasıtasıyla aktarımını açıklamaya yönelik birçok farklı yaklaşım önerilmiştir. Söz konusu önerilerden ilki; “çoklu denge” yaklaşımına dayanmaktadır. Eichengreen ve diğerleri (1996), çoklu denge kavramı ile iki denge durumunun kastedildiğini belirtmektedir. Bunlardan birincisi; ekonomik birimlerin sabit kurun süresiz olarak devam ettirileceği, hiçbir spekülasyon saldırının yaşanmayacağı ve ekonominin temel parametrelerinde herhangi bir değişim olmayacağı beklentisine sahip olmaları durumuna işaret etmektedir. İkinci denge durumunda ise; temel ekonomik parametrelerde meydana gelen değişimleri takip eden bir spekülasyon saldırının, dönem sonunda (ex-post) spekülasyonların olmasını beklediği döviz kuru değişimini geçerli kılacağı denge durumu kastedilmektedir. Daha açık bir ifadeyle; spekülasyon bir saldırının olması veya olmaması olasılığına bağlı olarak iki farklı denge noktasının bulunduğu iddia edilmektedir. Eichengreen ve diğerleri (1996)’ne göre çoklu denge olasılığı; cari politikaların sabit kur rejiminin devamı ile uyumluluğunu sorgulamayan piyasa katılımcılarının başarılı bir spekülasyon atak sezinlemeleri durumunda artmaktadır.

Masson (1998), finansal krizin temel aktarım kanalının beklenilerdeki bozulma olması halinde; söz konusu bulaşma sürecini “saf bulaşma” olarak nitelendirmektedir.

Bulaşma sürecine ilişkin diğer bir açıklama da; “artan farkındalık” yaklaşımıdır. Lowell ve diğerleri (1998)⁸¹, söz konusu yaklaşımın, zaten zayıf olan iktisadi parametreler ile bunlara ilişkin bilgi açığını eşleştirdiğini vurgulamıştır. Gelişmekte olan ekonomilere ilişkin analizler ve veri seti, ya düşük kalitede ya da yüksek maliyetlidir. Bu nedenle, yatırımcılar portföylerinde yer verdikleri tüm ekonomiler hakkında tam bilgiye sahip değildirler. Dolayısıyla, portföylerini yalnızca birkaç ekonomiyi referans alarak şekillendirirler. Portföyde yer verilen ekonomilerden herhangi birinde meydana gelebilecek olumsuz bir hareket, portföy’deki diğer ekonomilerin de daha yakından incelenmesine neden olur. Bu durum; bozuk parametrelere sahip olduğu halde daha önce fark edilmeyen ekonomilere ait varlıkların da satılması ile sonuçlanacaktır. Bu modelin sürü davranışından farkı, iktisadi parametrelerin zaten bozuk olmasıdır (Lowell-Neu-Tong, 1998: 30-32). Goldstein (1998) tarafından da “uyandırma hizmeti” şeklinde ifade edilen söz konusu yaklaşım; bir başka ekonomide ortaya çıkan finansal krizin, mevcut ekonomiye ilişkin makroekonomik dengesizlikler için de farkındalık yarattığını iddia etmektedir.

Diğer yandan, finansal krizlerin aktarımı üzerine odaklanan bazı çalışmalardan elde edilen sonuçlar; ekonomiler arasındaki etkileşimin, yalnızca finansal kriz dönemlerine özgü olmadığını da ortaya koymuştur. Örneğin; Bayoumi ve diğerleri (2003), gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye girişlerinin de tıpkı çıkışlarda olduğu gibi etkileşimli olabileceğini ve bu nedenle bulaşma sürecinin yalnızca finansal kriz dönemlerine ilişkin olarak değil aşırı iyimserlik dönemleri için de ele alınması gerektiğini göstermiştir. Eichengreen ve diğerleri (1996), sanayileşmiş yirmi ekonomiye ilişkin bir veri setinden yararlanarak para krizlerinin aktarımına yönelik ilk sistematik kanıtları ortaya koymuştur. Çalışmadan elde

81 www.tbb.org.tr Bankacılar. Sayı 77. Haziran 2011

edilen ampirik bulgular; çalışmada yer verilen ekonomilerden herhangi birinde meydana gelen para krizinin, ele alınan ekonomiye ilişkin ulusal paraya karşı spekülâtif bir saldırı yaşanması olasılığını %8 artırdığını ortaya koymaktadır.

Agenor ve Aizenman (1998), ekonomi üzerinde etkili olan dışsal şoklarda gözlenen oynaklığın artması şeklinde tanımladıkları bulaşma etkisini; çalışma sermayesi gereksinimlerini, uluslararası finansal piyasalardan borçlanan bankacılık sektörü vasıtasıyla karşılayan yurtiçi üreticileri dikkate alarak açıklamayı amaçlamıştır. Yazarlara göre gerek yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki gerekse de yurtiçi kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki sapma (spread); kredi anlaşmasının uygulanması konusundaki beklenen maliyet ile ters bir etki durumunda ortaya çıkması beklenen gelir kaybının fonksiyonu olan bir oran (mark-up) tarafından belirlenmektedir. Agenor ve Aizenman'a (1998) göre daha yüksek oranlı bir oynaklık; finansal aracılık sapmalarını, üreticilerin fon maliyetleri ile birlikte yükseltmektedir. Bu bağlamda; söz konusu ekonominin uluslararası finans piyasaları ile entegrasyon derecesi arttıkça oynaklıktan kaynaklanan potansiyel maliyetin de yükseldiği sonucuna varılmıştır.

Kruger ve diğerleri (1998), gelişmekte olan on dokuz ekonomiyi içeren bir veri setinden yararlanarak para krizlerine ilişkin bölgesel bulaşma etkisinin mevcudiyetini test etmiştir. Çalışmadan elde edilen ampirik bulgular, bankacılık kesiminin özel sektörden alacaklarının GSYİH' ya oranı olarak tanımlanan "kredi patlaması", "reel döviz kuru sapması" ve M2'nin uluslararası rezervlere oranı olarak tanımlanan rezerv yetersizliğindeki artışların; ulusal paraya karşı spekülâtif bir saldırı yaşanması olasılığını güçlendirdiğini göstermektedir. Çalışmanın en önemli bulgusu ise, para krizlerinin bölgesel bulaşma etkisi taşıdığıdır.

Lowell ve diğerleri (1998); finansal krizlerin, gerek coğrafi gerekse de yatırımcılar tarafından aynı risk sepetine dahil edilmek şeklinde birbirine yakın ekonomik ilişkiler ile birbirine bağlı ve benzer ekonomik problemlere sahip ülkeler arasında yayıldığını belirtmişlerdir.

Ahluwalia⁸² (2000), on dokuz gelişmekte olan ekonomiyi içeren bir veri setinden yararlanarak para krizlerinin aktarım sürecini incelemiştir. Ahluwalia (2000)'ya göre kısa dönemli sermaye akımlarının kontrolü, bulaşma sürecinin engellenmesi için kısa dönemli ve kısmi bir çözüm yolu olabilir. Ancak uzun dönemde, yatırımcıların ülke ile ilgili analizler yapmalarını ve/veya bilgiye ulaşmalarını teşvik edecek başta şeffaflığın sağlanması gibi önlemlerin alınması gerekmektedir.

Bayoumi ve diğerleri (2003), on altı gelişmekte olan ekonomiyi kapsayan bir veri setinden yararlanarak finansal krizlerin sürü davranışı yoluyla aktarım sürecini incelemiştir. Çalışmada kullanılan terminolojiye göre bulaşma, yatırımcıların sürü davranışı psikolojisi içerisine girmeleri durumunu ifade etmektedir. Bayoumi ve diğerleri (2003) tarafından elde edilen bulgular, bulaşma sürecinin yalnızca kriz dönemlerine ilişkin olduğunu öne süren yaygın görüşün aksine, manya dönemleri olarak ifade edilebilecek aşırı iyimserlik dönemlerinde de gözlemlenebileceğini ortaya koymaktadır. Ayrıca gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye girişlerinin de, tıpkı çıkışlarda olduğu gibi coğrafi ve etnik unsurlardan etkilendiği; daha açık bir ifadeyle sürü davranışına bağlı olduğu yolunda kanıtlara ulaşılmıştır.

Fratzscher (2003), aralarında Türkiye'nin de bulunduğu yirmi dört gelişmekte olan ekonomiye ilişkin bir veri setinden yararlanarak bulaşmanın temel kanalının reel ve finansal bütünleşme dereceleri olduğu yolundaki çıkarımı doğrulamıştır. Ayrıca, finansal bütünleşme derecesinin reel bütünleşme derecesinden; menkul kıymet piyasalarındaki bütünleşme derecesinin de banka kredileri konusundaki rekabet derecesinden daha önemli olduğunu gösteren ampirik bulgular sağlamıştır. Fratzscher (2003)'in çalışması, gerek bulaşma sürecinin modellenmesi gerekse de politika çıkarımı açısından oldukça önemlidir. Modelleme tekniği açısından önemi; tıpkı Ahluwalia (2000) gibi bulaşma etkisini çoklu denge ve/veya güneş patlamaları gibi yaklaşımlar ile açıklayan modellere

üstü kapalı da olsa getirdiği eleştiriden kaynaklanmaktadır. Ekonomiler arasındaki reel ve finansal bütünleşme derecelerinin analize dahil edilmesi, krizin bulaşma sürecini açıklamakla birlikte gözlenemez nitelikteki doğrusal-dışı yapıyı da ortadan kaldırmaktadır. Çalışmanın politik çıkarım konusundaki önemi de; dünyaya entegre olmuş hiçbir açık ekonominin, kendisini dünyanın geri kalan herhangi bir yerinde meydana gelen finansal çalkantılardan tam olarak koruma yeteneğine sahip olmadığı görüşüne yaptığı katkıdan kaynaklanmaktadır.

Bae⁸³ ve diğerleri (2003), bulaşma olgusunu on sekiz ekonomiyi içeren bir veri setinden yararlanarak yalnız ülkeler arasında değil; aynı zamanda bölgesel bazda da incelenmiştir. Bae ve diğerleri (2003) tarafından elde edilen bulgular, bir bölgedeki negatif şok (finansal kriz) sayısının başka bir bölgedeki negatif şok sayısının önemli bir tahmincisi olduğunu; bir bölgedeki şok sayısının ise, bölgesel oynaklık, bölgesel döviz kuru ve bölgesel faiz oranları ile açıklanabildiğine işaret etmektedir. Pozitif şokların aktarımı konusunda ise istatistiksel olarak kabul edilebilir herhangi bir bulguya rastlanmamıştır.

Markwat ve diğerleri (2009); on iki gelişmekte olan ekonomi ile ABD ve AB (bölgesel) ekonomilerini içeren bir veri setinden yararlanarak bugün meydana gelen bir “yerel” (bölgesel) krizin, yarın meydana gelecek “bölgesel ve küresel” (küresel) krizler için öncü gösterge olabileceği yönünde bulgular üretmişlerdir.

Herhangi bir ekonomide gerçekleşen finansal kriz ya da finansal çalkantıların; karşılıklı bağımlılık ve bulaşma etkileri vasıtasıyla diğer bazı ekonomilere de aktarılabilceği yönünde bir konsensüs sağlandığından bahsedilebilir.

Bulaşma etkisine ilişkin hakim görüş; herhangi bir gelişmekte olan ekonomide ortaya çıkan finansal çalkantının, karşılıklı bağımlılık yoluyla zaten diğer gelişmekte olan ekonomilere de aktarılabilceği; bulaşma etkisinin ise söz konusu aktarımın yol açtığı etkileri şiddetlendirebileceği ve hatta finansal çalkantıya konu olan ekonomi ile hiçbir önemli etkileşimi bulunmayan eko-

83 www.tbb.org.tr Bankacılar. Sayı 77. Haziran 2011

nomilerin dahi sürü davranışı, çoklu denge veya makroekonomik benzerlik gibi nedenlerle söz konusu finansal çalkantıdan etkilenebilecekleri şeklindedir.

Dolayısıyla, söz konusu tespitler; “finansal istikrarın sağlanması konusunda ulusal politikaların artık tek başlarına yeterli olmadıkları” şeklinde ifade edilen bir görüşün de ortaya çıkmasına neden olmuştur.

2008 Küresel krizde bulaşma etkeni: Ekonomide kayıt dışı para, sıcak para, batık kredi vb. olgular birer bulaşma etkenidir ve finansal sektör için tehdit edicidir.

Bulaşma kaynağı adına üç virüsten söz edilebilir. (Erdoğan, 2007: 297-9)⁸⁴

I.Hiperenflasyon virüsü: temelinde hükümetin harcamalarını karşılıksız para basarak finanse etmesi yatmaktadır. Merkez bankası özerk olan ekonomilerde virüs bu yolla kriz yaratmaz, çünkü özerk bir merkez bankası hazinenin her istediği avansı vermemektedir.

II. Temerrüt ya da borç erteleme virüsü: bu virüsü bünyesine alan ekonomiler ya borçlarını ödeyemez hale gelmekte ya da ödeyemeyeceklerini ilan etmektedirler. Bu virüs, genel olarak ya sabit kur ya da bant içinde dalgalanan kur sisteminde devlet harcamalarını disiplinsizce artıran ülkelerde etkisini göstermektedir. Kamusal harcamalar, iç-dış yüksek borç maliyetleriyle artırıldığında, bütçe açıkları oluşmaktadır. İç talep patlaması yüzünden oluşan enflasyon, ülke mallarını dış pazarlarda pahalı hale getirmekte, ihracatı azaltmakta ve cari açığı yükseltmektedir. Bu gelişmeden rahatsız olan yabancı sermaye çıkışı başlayınca, sabit ya da bant içinde dalgalanan kur patlamakta ve ülke borç ödeme krizine girmektedir.

III.Verimi düşük yatırımlar virüsü: Yüksek büyüme hızını sağlamak amacıyla desteklenen yabancı sermayenin tüketici kredilerini pompalaması ve özel sektör yatırımları uyarması sağlandıktan sonra özellikle emlak sektörüne akması ve burada balonları oluş-

84 Maliye Dergisi Sayı 160. Ocak-Haziran 2011. Finansal Enfeksiyon ve Aşı Kuramı: Bir Genel Kriz Eleştirisi.

turması, borç getirisinin borç maliyetlerinin altında kalması ve bu borçların geri istenmesi sonucunda, ödenemeyen yabancı yatırımcılara borcun hükümet tarafından bütçeden verilmesi ve bütçe açıklarının GSYH'ye oranının %10'ları aşması söz konusu olabilir.

Spekülasyon ve elektronik araç olarak; paranın, hisse senedi ve emeklilik fonlarının yükselen önemi; hane halkı, işletme ve kamu borçlarındaki anormal artışı; sigorta şirketlerinin ve finans şirketleriyle birleşmelerinin yaygınlaşıp güçlenmesi; bireysel finans yatırımcılarının çoğalması; patlayan türev piyasalarında uluslararası finansal spekülasyondaki göz alıcı büyümesiydi. Dowd'a (2008:238-9) göre bu durum, spekülasyonun elektronik yollarla artmasıydı. Ayrıca, Krugman'ın (2005:127) "evrenin efendileri" adını verdiği ve başarılı / başarısız sonuçlar yaratsa da dünya piyasalarını saran ve hatta zaman zaman sarsan Hedge Fonları ve diğer sorun yaratan fonları da etkisi göz ardı edilmemeliydi.

Eichengreen vd. (1996), yirmi sanayileşmiş ülkenin 1959-1993 yıllarına ait makroekonomik ve politik verilerini kullandıkları çalışmalarında, dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkan bir spekülatif saldırının başka bir yerde ulusal para üzerinde bir atak olma olasılığını %8 artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Fisher (1932), kriz sürecinde reel sektör yanında finansal sektöre de sistematik olarak yer veren ilk yazardır. Sonraki yıllarda yine Fisher (1933) tarafından "Borç-Deflasyon Teorisi" (Debt-Deflation Theory) olarak isimlendirilen söz konusu yaklaşım, reel sektör ile finansal sektör arasındaki etkileşime kriz sürecinde stratejik bir önem vermektedir. Kriz sürecini doğuran temel unsurlar, Fisher (1932) tarafından zincirleme bir şekilde birbirine bağlı dokuz ana başlık altında ifade edilmektedir:

I. Aşırı Borçluluk: Aşırı borçluluk durumu keşfedildiğinde ve düzeltmeye gidildiğinde; "panik satışlarının" ortaya çıkması olasıdır. Bu durumda, borçlular bazı sahipliklerini (hisse senedi, tahvil gibi) satmak zorunda kalırlar. Bu panik satışa tüm toplumun katılması halinde, fiyatlar genel düzeyi de azalma eğilimine girecektir (Fisher, 1932: 13- 14).

II. Para Miktarı: Panik satışlarının temel etkisi, fiyatlar genel düzeyinin düşmesi değildir. Panik halinde satılan malları satın alanlar, satanların harcama gücünü de önemli ölçüde devralırlar ve bu satın alma gücü fiyatları sürdürebilecek kadardır. Panik satışlarından kaynaklanan likidasyon süreci, esasen “kaydi para” miktarının azalmasına yol açarak para arzının daralması ile sonuçlanmaktadır (Fisher, 1932: 14–16).⁸⁵

III. Fiyat Seviyesi: Kaydi para miktarının daralması nedeni ile azalan para arzı, fiyatlar genel düzeyinin de düşmesine yol açar (Fisher, 1932: 17).

IV. Net Servet: Fiyatlar genel düzeyindeki düşüş, iş dünyasına ilişkin borçların parasal değerini etkilemezken; servetlerin parasal değerinin azalmasına neden olur. Dolayısıyla iş dünyasına ilişkin net servet daralır (Fisher, 1932: 29).

V. Karlar: Fiyatlar düştüğü için azalan gelirlerle fiyatlardaki düşüşten daha küçük bir oranda azalan ödemeler arasındaki farka eşit olan karlar düşer. Karlardaki bu düşüş, net servetin azalmasına da eşlik ettiğinden başarısızlıklar ve iflaslar baş göstermeye başlar.(Fisher, 1932: 29- 30).

VI. Üretim, Ticaret, İstihdam: Kar oranındaki azalış; kapitalist sistemin bir sonucu olarak üretim, ticaret ve istihdam hacminin daralması ile neticelenmektedir (Fisher, 1932: 30–31).

VII. İyimserlik ve Kötümserlik: Başta net servet olmak üzere kar ve istihdamdaki aşağı yönlü hareketler, psikolojik etkiler yaratır. Net servetteki azalış, panik satışlarını; panik satışları da yine paniği artırmaktadır. Bu süreçten etkilenmeyenler bile diğerlerinin korkularından korkmaktadır. Böylece bir güven kaybı oluşur ve ekonomiyi kötümser bir hava hâkim olur (Fisher, 1932: 32–34).

VIII. Dolanım Hızı: Ekonomideki kötümser ortam; panik halindeki bireylerin, sahip oldukları asli paraları “istifleme” eğilimine

85 www.tbb.org.tr Bankacılar. Sayı 77. Haziran 2011.

girmelerine yol açarak paranın dolanım hızı ile fiyatların düşmesine yol açar. Fiyatlardaki düşüş ise, üretimdeki daralmayı iyice şiddetlendirmektedir (Fisher, 1932: 34-37).

IX. Faiz Oranı: Borçlardaki “çevrimsel” eğilim, sonuç olarak faiz oranında da çevrimsel eğilimlere neden olmaktadır. Kötümser bir havanın hâkim olduğu ekonomik ortamda, borçlanma arzusu da azalacağından faiz oranı düşme eğilimine girecektir (Fisher, 1932: 38).

Fisher (1932), faiz oranında meydana gelen düşmenin ardından ekonominin yukarıda sıralanan dokuz faktörü tersine çevirecek yeni bir “genişleme” sürecine hazır olduğunu vurgulamaktadır. Ekonomideki kötümser havanın dağılması ise, yukarıdaki süreci tersine çevirmek için yeterlidir. Fisher (1932) tarafından geliştirilen ve iş çevrimlerinin (dolayısıyla da reel krizin) oluşumunu ekonominin reel unsurları ile finansal unsurları arasındaki etkileşim vasıtasıyla açıklayan Borç-Deflasyon Teorisi’nin; Friedman ve Schwartz (1963), Minsky (1975, 1982, 1986) ve Kindleberger (1978)⁸⁶ için de esin kaynağı olduğu iddia edilebilir. Söz konusu yazarlar, krizin oluşum sürecinde finansal sektöre stratejik bir rol atfederek safi finansal krizlere özgü bir literatür oluşumunun mimarı olma sıfatına hak etmişlerdir.

Borç krizleri ise, kendi arasında “ödememe” ve “likidite krizleri” şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Bir yükümlünün, aşağıda verilen koşullardan biri veya birkaçını sağlamaması halinde ödememe durumu gerçekleşmiş olur (Moody’s, 2003, s.4):

I) Vade tarihinden sonra itfa edilmiş olsa dahi; faiz ve/veya anapara ödemesine ilişkin olarak bir gecikmenin veya kaybın ortaya çıkması,

II) “Panik değişiminin” gerçekleştirilmesi.

Dolayısıyla, herhangi bir ekonomide gerçekleşen finansal kriz veya finansal çalkantıların; karşılıklı bağımlılık ve bulaşma etkileri vasıtasıyla diğer bazı ekonomilere de aktarılabilceği yönün-

de bir konsensüs sağlandığından bahsedilebilir. Bulaşma etkisine ilişkin hakim görüş; herhangi bir gelişmekte olan ekonomide ortaya çıkan finansal çalkantının, karşılıklı bağımlılık yoluyla diğer gelişmekte olan ekonomilere de aktarılabilceği; bulaşma etkisinin söz konusu aktarımın yol açtığı etkileri şiddetlendirebileceği ve hatta finansal çalkantıya konu olan ekonomi ile hiçbir önemli etkileşimi bulunmayan ekonomilerin dahi sürü etkisi/davranışı⁸⁷, çoklu denge⁸⁸ veya makroekonomik benzerlik gibi nedenlerle söz konusu finansal çalkantıdan etkilenebilecekleri şeklindedir.

87 Sürü Etkisi / Davranışı (Herd Behavior):Sürü davranışı büyük bir grup yatırımcının kendi bilgilerinden bağımsız bir şekilde diğer yatırımcıların gözlemlerine dayanarak aynı yatırım seçimini yapmalarıdır. Yatırımcıların diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etmeleri sonucunda ortaya çıkar. Bu büyük sosyal taklit, bazen beklendiği kadar olumlu sonuçlar üretmemektedir. Sürü davranışı; piyasalarda volatilitayı artırır, piyasaların dengesini bozar, finansal piyasaların kırılganlığını artırır. Bir yatırımcının diğerlerini taklit etmesi için, diğerlerinin yaptıklarının farkında olması ve diğerlerinin yaptıklarından etkilenebilmesi gerekir. Örneğin, diğer yatırımcıların yatırım yaptığı bilgisi bir bireyin kararını yatırım yapmamaktan yatırım yapma yönünde değiştiriyorsa sürü davranışı göstermiş olur.

88 Çoklu Denge: aynı koşulların farklı sonuçlar yaratabilmesi.

BÖLÜM 3

3.1 Küresel Mortgage (Konut) Krizi (2007-2008):

1973 senesinde Bretton-Wood sistemi⁸⁹'nin çökmesinin ardından özellikle de 1980 sonrası dönemde üretim sermayesinin dönüşme eğiliminin bir sonucu olarak ulusal piyasalar birbirine sıkıca bağlı hale gelmişti. Bu durumda, dünya piyasası, ekonomik kriz durumunda dışarıdan gelebilecek tüm tehlikelere açıldı. Bundan ötürü sistemin güvenliğinin ve devamlılığının sağlanması için uluslararası finans örgütlerinin desteği gerekli olmuştu. Dolayısıyla; IMF, Dünya Bankası, International Finance Corporation, World Trade Organisation(WTO), Avrupa Birliği (AB) gibi yapılanmalar mal ve hizmetlerin serbest ticareti için gerekli şartların sağlanmasına çalışmaktadırlar (Coşkun, 86).

Küresel Krizin Nedenleri:

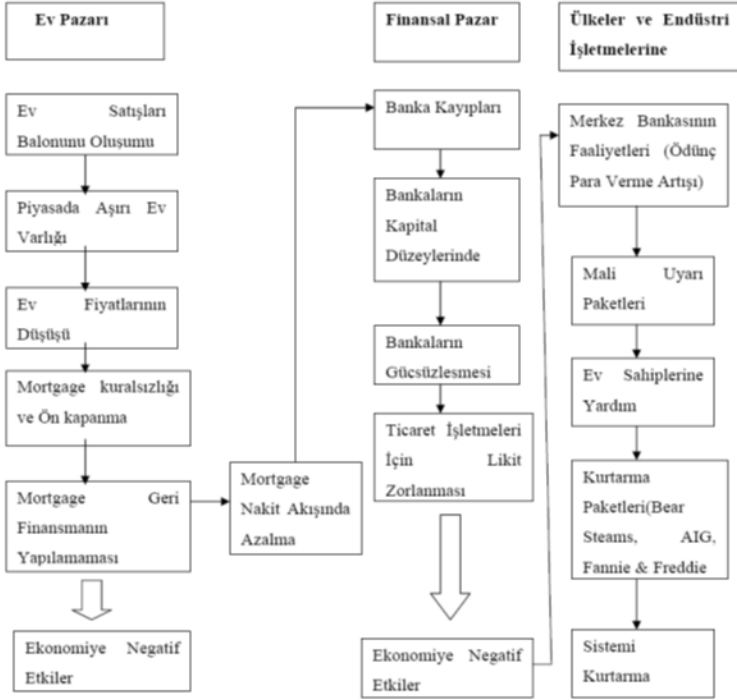
- I. Likidite bolluğu ve özensiz krediler,
- II. Menkul kıymetleştirme,
- III. Saydamlık eksikliği,
- IV. Derecelendirme kuruluşlarının eksiklikleri,
- V. Düzenleyici denetleyici kuruluşların esneklikleri,
- VI. Konut fiyatlarında düşüş, büyüme oranında düşüş, işsizlik oranında artışlar, enflasyonist baskı, regülasyonlar ve müdahaleci yaklaşımların geri gelişi, şeklindedir.

89 Bretton Woods sistemi, II. Dünya Savaşı sırasında Temmuz 1944'te ABD'nin küçük bir kasabası olan Bretton Woods'da toplanan Birleşmiş Milletler Para ve Finans konferansında ortaya çıkan iktisadi sistemdir. Bretton Woods uluslararası para idare sistemi, dünyanın önde gelen devletleri arasındaki ticari ve finansal işlemlerde uyulması gereken kuralları belirler. Bu sistem , dünya tarihinde ilk kez, bağımsız ulus-devletlerin kendi aralarında ortak bir parasal düzen üzerinde anlaşmaları sonucunda uygulamaya konulmuştur.

2007 Temmuz Subprime / Kredi Krizi	2007 Ağustos Likidite Krizi	2007 Eylül Kredi ve Liki- dite Krizinin Devam etmesi	2007 /C4 ve Sonrası
*Piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılmamasıyla şoka girdi. *Subprime kredilerine dayalı finansal ürünler tekrar değerlendirildi. *Yüksek profili olan yatırımcılar zarar kaydetti. *Yatırımcılar riskten kaçınmaya başladı. *Kredi riskleri yeniden fiyatlandı. *Yatırımcılar nakit varlıklarını sattı.	*İlk kredi sorunları sonuçlarını göstermeye başladı. *Risk iştahı azaldı. *Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonusu almakta isteksiz davrandı. *Kısa vadeli finansman talepleri oluştu. *Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başladı. *3 aylık LİBOR oranları yükseldi. *Borçlanma maliyetleri etkilendi.	*Likidite açığı devam etti. *Bankalar hala kısa vadeli borçlanmaya devam etti ve dönem faizlerini yükseltti. *Yeni kredi kullanıcıları için koşullar sıkılaştırıldı.	*Yüksek dönem faizleri. *Spekülatif davranışlar kredi kullananları olumsuz etkiledi. *Tüketiciden kaynaklanan riskler azaldı. *Merkez bankası yardımlarını tahmin etmek kolaylaştı.

Tablo: Mortgage Kredi krizinin likidite krizine dönüşüm süreci.⁹⁰

90 Nihat Altuntepe, "2008 Küresel Krizinin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi", <http://edergi.sdu.edu.tr/index.php/sduvd/article/viewFile/1372/1460>. (13 Mart 2010), s. 13



Şekil: Subprime mortgage krizinin diyagramı⁹¹

3.2. 2008 Küresel Krizin Başlama Aşaması⁹²:

2008 Küresel Krizi devlet müdahalesinin bile etkin şekilde işe yaramadığı bir yıl olmuştu. ABD ekonomisinin 2008 yılında ilk iki çeyrekte büyümesi, finans krizinin ekonomik durgunluğa yol açmadan atlatılacağı yanılgısına yol açmıştı.

Küresel büyüme balonuyla petrol 147 doları görmüştü. Menkul Kıymet kuruluşları petrolün 200 dolar olur balonunu öne sürmüşlerdi. Gıda fiyatları yükselişe geçmiş, küresel enflasyon paniği yaşanmıştı. Avro, 1,60 doları aşmış, altının onsu 1000 doların üzeri-

91 Emre Çırak, "Küresel Mali Kriz Üzerine Bir Araştırma", 2009, <http://emrecirak.blog-cu.com/kuresel-mali-kriz-uzerine-bir-arastirma/5167862,22.03.2009> (12 Mart 2010)

92 100 Soruda küresel kriz ve Türkiye, Mustafa Sönmez

ne çıkmıştı. Ancak ikinci yarı işler değişmişti. ABD'nin resesyona gireceği anlaşılmış ve krizin AB ile Japonya'ya yayılacağı Çin'den ayrışmamasının mümkün olmayacağı görülmüştü. Küresel yavaşlama senaryosu petrol fiyatını 40 doların altına indirmişti. Avro 1,30 doların, Altın 900 doların altına inmişti. Enflasyon paniği yerini deflasyon paniğine bırakmıştı. 15 Eylül'de Lehman Brothers'ın iflası küresel finansa çöküşü ortaya çıkarmıştı.

Küresel Krizi 2006 yılında tahmin etmesiyle ünlenen New York Üniversitesi Profesörü Nouriel Roubini, U.S. News World Report'un sorularını yanıtlarken, ABD ve küresel hisse senetlerinin yüzde 15- 20 daha değer kaybedeceğini öngörmekteydi. Roubini, 2008 de yüzde 6 olan ABD işsizlik oranının 2010'da yüzde 9'u geçeceğini ve 2006'dan bu yana yüzde 25 değer yitiren konutların ise yüzde 1520 daha değer kaybına uğrayacağını belirtmişti. Roubini'ye göre, ABD hükümeti her adımı doğru atsa bile, son 60 yılın en derin durgunluğunun önüne geçemeyecekti. Ancak Roubini, ABD hükümetinin özel talebi canlandırmaya yönelik mali teşvik planlarını yürürlüğe koyabileceğini belirtmişti. Bu sayede alt yapı yatırımları, işsizlik yardımları ile eyalet ve yerel yönetimlere 500-700 milyar dolar civarında teşvike gereksinim olduğunu belirtmişti. Ayrıca, bankalara ek olarak, aracı kurumlar, finans şirketleri ve sigorta şirketleri de yeniden sermayelendirilmeliydi. Bunun yanında, tüketicilerin borç yükü, kredilerin değişken faizleri uzun vadeli sabit oranlara çevrilerek ve mortgage (konut) kredileri devlet tarafından alınarak hafifletilmeliydi.

Roubini⁹³ (2010), 1997-2006 döneminde konut sektöründe hızlı büyüme sonucunda oluşan balon ve reel konut fiyatlarının yüzde 100 artmasının arkasında yatan sebepler olarak şunları sıralamaktadır:

I. 2001 sonrası dönemde FED (Federal Rezerve: Amerikan Merkez Bankası) faizlerinin düşük olması (gevşek para politikası).

II. Küresel tasarruf fazlası nedeniyle uzun vadeli faizlerin düşük kalması.

93 Nouriel Roubini, ABD ekonomisinde yaşanan gelişmeler, bu gelişmelerin piyasalar ile Türkiye'ye yansımaları, 2008, <http://www.rgemonitar.com> (10 şubat), s-8.

III. Geleneksel olarak ABD’de uygulanan konut destekleme politikaları ve bu sektörde görülen kolaylaştırıcı vergi uygulamaları.

IV. Eşik altı krediler dışında da gözlemlenen, denetleme ve düzenleme eksikliğinin borç vermeyi kolaylaştırması.

V. Menkul Kıymetleştirme nedeniyle ortaya çıkan aşırı borç verme faaliyetleri ve düşük kredi standartları.

VI. Konut fiyatlarının artmaya devam edeceğine dair oluşan yanlış beklenti.

2008 Küresel Krizi, kapitalizmin finansallaşma sürecinin doğrudan bir ürünüydü. Merkez ülkelerde sermaye, artık kar oranlarını sürdürebilmek için finansal spekülasyonun sanal rantlarına bağımlı durumdaydı.

3.2.1. Türev Ürünler:

Amerika Birleşik Devletlerinde⁹⁴ (ABD) konut fiyatlarını ölçmek üzere kullanılan Case Shiller indeksi 2007 yılı ortasından 2008 yılı ortasına kadar % 16 oranında düşüş gösterdiği sırada uzmanlar bu indeksin % 10 oranında daha düşmesi gerektiğini öne sürüyorlardı. Sahibi oldukları konutların fiyatının yükselmesiyle refahlarının arttığını düşünen ve bu çerçevede borçlanıp para harcayan Amerikalılar için bu durum büyük bir şok oluştuyordu. Kapitalizmin son yükselişi bir anlamda konut fiyatlarının şişmesi üzerine kurulmuştu. Konut fiyatları artıyor, konut sahipleri kendilerini daha zenginleşmiş hissedip borçlanarak harcamalarını artırıyorlar, bu durum ekonomiye canlılık getiriyor ve konut fiyatları daha da artıyordu. Konut fiyatları arttıkça konut talebi de artıyor, bu kez konuta dayalı kâğıtlarla yapılan finansal işlemler büyüdükçe büyüyordu. Herkes yatırım amacıyla ikinci, üçüncü gayrimenkulünü alıyordu. Bu alımların altında yatan varsayım bunların günün birinde daha yüksek bedelle satılabileceğiydi. Bu varsayımın gerçek olmayabileceği anlaşılınca fiyatlar düşmeye ve balon

sönmeye yönelmişti. Dolayısıyla, 2008 küresel krizi, konut fiyatlarının şişkinliği de olsa, kredinin değil, ona dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı bir çeşit kredi krizi olarak tanımlanıyordu. Sorunu yaratan; kredinin elden ele inanılmaz bir ölçekte el değiştirmesinden kaynaklanıyordu. Bu el değiştirme ⁹⁵Türev Ürünler olan bir finansal buluşla yapıyordu. Türev Ürünler olan bu finansal sözleşmeler konut kredisi verenin bu krediyi kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere, örneğin *Hedge Fon* ⁹⁶lara devretmeye yarıyordu. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük risklere girebiliyor ve krediler ile doğal olarak türev ürünler çığ gibi büyüyordu. Başlangıçta riski devretmeye yarayan ve sistemde sigorta işlevi gören türev ürünler giderek kendileri birer risk unsuru olmaya başlamışlardı. Dünyadaki bütün uluslararası işlem yapan bankalar birbirlerine kefil olmuş gibi bir sonuç ortaya çıkmıştı. Bu ilişkinin kaynağı olan banka da *Lehman Brothers* ⁹⁷tı. Sözleşmelerin yerine getirilemeyeceği haberi kesinleşince Lehman Brothers batma durumuyla karşılaşmıştı. Hükümet ve FED (Federal Rezerve: Amerikan Merkez Bankası) Lehman Brothers'ı kurtarmayacaklarını açıklamışlardı. Bu durum Lehman Brothers'tan alacaklı konumunda bulunan bütün bankalar açısından büyük zararların ortaya çıkması demekti.

Sonuçta, 2008 Küresel krizi piyasaların rekabet kuralları hariç, ne kadar az kurala tabi tutulurlarsa o kadar etkin çalışacaklarını kabul ediyordu, ancak büyük bir hayal kırıklığı yaşatmıştı. ⁹⁸ Küreselleşme adım adım yerini ulusal korumacılığa, kapitalist devlet

95 Türev Ürünler: şirketlerin başka işlemlerden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmelerdir.

96 Hedge Fon: kısa vadeli hareket eden ve yüksek kar amacıyla piyasadan piyasaya döşen fonları ifade etmektedir. Bu fonlar yüksek kar gördüğü yerlere hızla girip karlar düşünce hızla çıkıyorlar.

97 Lehman Brothers Inc. merkezi ABD'nin New York kentinde bulunan bir ABD'li yatırım bankasıdır. Ağırlıklı olarak sabit faizli hisse senetleri ile çalışır. 2004 yılı itibarıyla dünya çapında yaklaşık 20.000 çalışanı vardır. 15 Eylül 2008 tarihinde iflasını açıklamasıyla 613 Milyar USD borcu ile ABD tarihinin en büyük iflası meydana geldi.

98 Seyfettin Gürsel 20 kasım 2008 Referans gaz.; 2008 Buhranından 21. yüzyıl Sosyalizme Mustafa Sönmez.

müdahaleciliğine, hatta devletçiliğe bırakmaktaydı. 2008 Buhra-
nıyla çöküntüye uğrayan aslında kapitalizmdi. Ayrıca, devlet mü-
dahalesinin de işe yaramadığı bir 2008 yılı olmuştu.

Türkiye ise 2008 Küresel krize büyük cari açık, yüksek dış borç
stoku, ithalata dayalı AB'ye bağımlı ihracat yapısı ile zor bir süreçte
sürüklenmişti.

İpoteğe Dayalı (subprime) Menkul Kıymetler'in oluşum süreci
ise, bir diğer ifadeyle 2008'de yaşanan krizde konut yükselişlerini
tetikleyen teknolojik yenilik değildi, finansal hizmetler sektörü so-
runuydu yani basit bir konut sahibinin konut kredisi için başvur-
ması ve bankanın krediyi verip sonra da anapara ve faiz ödemele-
rini tahsil etmesi işlemi değil, oluşturulan ipotekleri bir havuzda
toplamak sonra da bu havuza dayalı bonolar ihraç edilmesi kavra-
mını içermektedir.⁹⁹ Sonuçta, ipotek ödemelerini tahsil etmek için
uzun yıllar beklemek yerine hükümetin garantisi altında bonoyu
satın alanlardan toplu bir tutar tahsil edilebiliyordu. Karşılığın-
da ise bu bonolara yatırım yapanlar binlerce konut sahibinin yap-
tığı ipotek ödemeleri gelir akışının belirli bir tutarını tahsil ede-
biliyordu. Seküritizasyon (Menkul Kıymetleştirme) adı verilen bu
sistem sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar bir havuzda
toplanıp açık piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüştürüle-
biliyordu. Zaman içinde *Freddie Mac* ve *Fannie Mae*¹⁰⁰ gibi diğer
devlet kurumları da seküritizasyon işine girmişlerdi. Aynı şekilde
yatırım bankaları, aracı kurumlar, konut inşa edenler giderek ar-
tan sayıda konut ipotegini daha karlı havuzlarda toplayarak ka-
tılmışlardı. Genel varsayıma göre ise konut fiyatları hiçbir zaman
düşmeyeceğiydi. Her satış size daha fazla kredi vermek için para
sağlayacaktı. Seküritizasyon (menkul kıymetleştirme) büyüdükçe,
finansal şirketler ticari gayrimenkul kredileriyle birlikte değişik

99 Nouriel Roubini, Stephen Mihm. Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği. Pegasus yayıncılık. 2010. sy.70

100 Fannie Mae, 1930'larda, Freddie Mac de 1970'lerde kamunun, mortgage ve konut kredilerinin akışkanlığını sağlamak için kurduğu iki özel şirkettir. Bu şirketler, doğrudan tüketiciye kredi sağlamıyor; ama özellikle kredi şirketlerine bir çeşit sigorta poliçesi niteliği taşıyan garantileri bir bedel karşılığında sunup ödenmemesi durumunda da borcu üstlenmekteydi.

cinsten tüketici kredilerinin de menkul kıymete dönüştürülmesini yönetmişlerdi. Kurumsal krediler gibi borçlu şirketlere verilen ek krediler, sektörel ve ticari krediler de menkul değerlere dönüştürülüyordu. Ortaya çıkan bonolar, varlığa dayalı menkul değerler popülerliğini kanıtlamış ve seküritizasyon (menkul kıymetler) kısa zamanda her yere yayılmıştı. Kredi riskini dünyanın her yerine aktarmak finansal sistemi garip, karmaşık ve kendine özgü hale getirmişti ki alışıldık yöntemlerle değerlendirilmeleri zorlaşmıştı. Piyasa fiyatları yerine, finans kurumları bunları değerlemek için riski en aza indirgeyen iyimser varsayımlara dayanan modellere yönelmişlerdi. Dolayısıyla, sonuç ise tamamen şeffaf olmayan, paniğe hazır bir finansal sistemdi.

Finansal yenilikler, kolay para politikası, şeffaf olmayan kurumlar küresel krize neden olmuştu.¹⁰¹ Ekonomist ve Başkan Alan Greenspan problemi fark etmiş 2004–2006 arasında faizi yüzde 1’den yüzde 5.25’e yükselttiğinde, uzun vadeli faiz oranları ve sabit faizli ipotek kredi faizleri hiç kıpırdamamıştı. Teoride, uzun vadeli faiz oranları ve ipotek faizlerinin FED’in (Federal Rezerve: Amerikan Merkez Bankası) faiz artırımıyla birlikte yukarı tırmanmış olması gerekirdi. Alan Greenspan bu duruma *Bono Piyasası Bilmecesi* (*Bond Market Conundrum*) adını vermiş, entegre olmuş bir dünya ekonomisinde, ABD’nin borç alabileceği faiz oranları giderek artan oranda küresel piyasalarda belirlenir olmuştu. Bunun yanında, küresel piyasalarda Çin, Japonya ve diğer gelişmekte olan ülkelerden kaynaklanan bir tasarruf fazlası vardı. Ancak federal hükümetin uzun vadeli ve kısa vadeli borçlarının düşük getirileri, yatırımcıların daha yüksek getiri sağlayan kağıtlara yönelmesine neden oluyordu. Böylece yatırımcılar Freddie Mac ve Fannie Mae’nin borçları ve bu kurumların garanti ettiği ipoteğe dayalı menkul değerlerini satın almışlardı. Tüm bunlar, dolaylı olarak ABD Hazine’sinin garantisi altındaydı. Ancak, yurt dışındaki yatırımcılar bununla yetinmemişti. ABD’ye borç veren özel

101 Nouriel Roubini, Stephen Mihm. Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği. Pegasus yayıncılık. 2010. sy.89

yatırımcılar özellikle Avrupa'daki yatırımcı ve finansal kuruluşlar menkul değeriştirilmiş ürünlerin alıcısı haline gelmişti. ABD'nin ihraç ettiği menkul değerlerin yüzde 40 ila 50'si yabancı yatırımcıların portföyünde yer alıyordu. Yabancı yatırımcılar bu alımları yaparak balonu sürükleyen borçlanma çılgınlığını finanse etmeye yardımcı oluyordu. Aslında ABD dünyanın süper gücü olmak yerine gelişmekte olan bir ekonomi olmuş olsaydı, kreditorlerin ömrü çok kısa olurdu. Ancak ABD olduğu için kolay para ABD'ye aktı ve bu güçlü küresel trend yükselişin devam etmesini sağladı. Gevşek para politikaları, risk problemleri, gözü kara finansal atılımlar, ve *gölge bankacılık*¹⁰² sistemiyle beraber kolay para büyük felaketin oluşmasına neden olmuştu. Yine de bu gelişmelerin hiçbiri tek başına krize neden olamazdı. İlave faktörün kaçınılmaz olduğu; finansal sisteme bağlı herkesin, giderek artan şekilde borç ve kaldıracı bel bağladığı gerçeğiydi. Minsky'ye göre borç ve kaldıracı ne kadar fazla ağırlık verilirse, finansal sistem de o kadar kırılgan olurdu. Kaldıraç¹⁰³ uzun yıllar yükselişteydi. Borç, özel sektörün her alanında fırlamıştı. 2008'de ise borcun çoğu konut sektöründe kaldıraç şeklindeydi, konut alanlar giderek daha pahalı evleri daha az anapara koyarak satın alır hale gelmişti. Aslında, konut krizi zirvedeyken, konutlar eş zamanlı alınan ikinci ipotekli konut kredileri sayesinde hiç peşinat yatırmadan satın alınabiliyordu.

Küresel finans sistemi kanalını oluşturan kurum Para Piyasaları'dır. Para Piyasaları, banka ve diğer finans kuruluşlarının kısa vadeli borç alıp verdikleri yerlerdir. Bu borç-alacak ağları kriz dönemlerinde küresel ekonominin bir kısmından diğerine yayar-

102 Gölge Bankacılık Sistemi: "gölge bankacılık sistemi" denilen bu mekanizma, kısa vadeli likit kaynakların, uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırılması sonucu, yapılandırılmış yatırım ürünleri (structured investment vehicles-SIV) denilen pazarı oluşturmaktadır. Gölge bankacılık sisteminin baş aktörleri olan para piyasası fonları, monoline'lar, yatırım bankaları ve hedge fonlar, yükümlülüklerinin kısa, varlıklarının uzun vadeli olması nedeniyle piyasa, kredi ve likidite risklerinin yüksek olacağına aldırmadan, tüm finansal alanlara kısa zamanda yayıldılar. Bugün subprime mortgage krizinin global bir krize dönüşmesinin arkasında bu gölge bankacılık sistemi bulunmaktadır.

103 Kaldıraç: Borcun yatırımın tamamlayıcısı olarak kullanılması kaldıraç olarak bilinir.

lar. Çünkü bir büyük banka/ kurum/ temerrüde düştüğü zaman, alacaklılarını tehlikeli biçimde fonsuz, diğer şirketlerin kredisini garanti edemez durumda bırakır, böylece bir iflasın sonuçları tüm para piyasasına yayılabilir. Bu nedenle, para piyasasındaki sorunlar finansal krizlerin kaynağı olmuştur. Aslında salgının başlangıcı, uluslararası finans sistemini birbirine bağlayan karmaşık borç alıp verme ağıydı. Ağın çözülmesiye çok zordu. Bu salgın 15 Eylül 2008’de Lehman Brothers’ın çöküşüyle alevlenmişti. Battığı zaman ihraç etmiş olduğu milyarlarca dolarlık kısa vadeli kredi (borçlanma senedi, bonolar) değersiz hale gelmişti. Panik oluşarak, yabancı bankalara kısa vadeli kredi veren bankalar, faiz oranlarını astronomik şekilde 400 baz puanının üstünde arttırmıştı. Yurt dışındaki yatırımcıların “Lehman Şoku” dedikleri bu durum, paniği küresel para piyasalarına yaydı, kredi vermeyi durdurdu ve sonunda küresel ticaret çöktü. Lehman Brothers’ın iflası, krizin dünya finans sistemine yayılmasında önemli etkindir fakat tek başına katalizör değildi. Krizleri yayan önemli bir mekanizma da değişik ülkelerdeki yatırımcıların aynı varlıkları elde tuttuğu gerçeğiydi. Şöyle ki, teminatlı borç senetlerinin (Collateralized Debt Obligation) ve değerlerini dayandırdıkları ipoteğe dayalı menkul değerlerin yabancı yatırımcılara satılmış olduğu gerçeği nedeniyle, Amerika’dan Avrupa’ya, Avustralya’ya ve dünyanın diğer yerlerine dağılmıştı. Konut yükselişi sırasında yabancı bankalar, emeklilik fonları ve bir dizi kuruluş bu menkul değerleri kapışmıştı. Bunun yanında, hedge fon’lar da yüksek riskli menkul değerlere daha fazla yatırım yaparak çalışıyordu. Kriz çıkıp, salgın başlayınca da bankaların net karına darbe vurmuştu. Artık salgın yayılmaya başlamıştı. Bankaların taşıdığı zararlar Avrupa’daki sektörler üzerinde ek zararlar ortaya çıkarmıştı. Sermaye piyasalarından yararlanan Amerikan şirketlerinin aksine, Avrupalı şirketler ağırlıklı olarak banka kredilerine dayandığı için Subprime (ipotekli konut) krizi Avrupa bankalarına darbe vurmuştu. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki kredilerin çöküşü bu ülkelerin resesyona girmelerine neden olmuştu. Bu yolla, ABD’deki subprime problemi finansal

bağlar yoluyla yayılmıştı. Bu durum aslında bankacılık sisteminin, ABD'nin yüksek risk ihtirası için ortaya çıkardığı sistemin bulaşıcı bir vakasıydı.

Ayrıca, hisse senedi piyasaları da düşüşe geçmişti. Artık hemen hemen bütün ülkelere bulaşan kriz, yatırımcıların artan riskten kaçınma eğilimini oluşturmuş ve hisse senetlerini daha az riskli varlıklarla değiş tokuş etmeye yönelmişlerdi. Nitekim finansal küreselleşme hiç de yeni bir şey değildi. 1875'te bankacı Karl Mayer von Rothschild, küresel hisse senedi piyasalarının birlikte dibe vurduğunu gözlemledikten sonra şu yorumu yapmıştı :*‘Bütün dünya tek bir şehir haline gelmiş’*.

3.2.2. ABD'nin Mali Durumu:

Makroekonomik açıdan bakıldığında ABD tarihinin en büyük cari açıklarını veriyordu.¹⁰⁴ Buna karşılık büyük miktartlı fon çekiyor ve bununla cari açığını finanse ediyordu. Sistem ise şu şekilde işliyordu: ABD'li şirketler sermayelerini, teknolojilerini alıp Çin'e gidiyor, orada yatırım yapıp, ucuz Çin'li emeğiyle üretime başlıyor, ürettiklerini ağırlıklı ABD ve Avrupa pazarına satıyor, oradan elde edilen kazançları da ABD hazine tahvillerine yatırıyorlardı. ABD'nin cari açığını önemli ölçüde Çinli emeği finanse etmiş oluyordu. Ancak, bu açığın sonsuza kadar gidemeyeceği, bir yerde ABD ekonomisinde bir düzeltme olması gerektiği de biliniyordu. Dolayısıyla, ABD'nin dış dengesi de bir balon üzerine oturmuş durumdaydı. Bir yandan böyle balonlar oluşmuşken, 2008 yılında petrol, gıda ve metal fiyatları hızla artmaya yönelmişti. Bu artışlar mali kesimde zaten oluşmuş kötümser havaya yeni olumsuz beklentiler eklenmesine yol açmıştı.

Aslında,¹⁰⁵ 2008 küresel krizi büyük ölçüde marjinal alanlara, kişi ve kurumlara verilmiş konut kredileriyle ucu bucağı belli olmayan türev ürünler bileşiminin yarattığı bir finansal krizdi. Bu bozuk sistemin bu kadar büyümesinin temel nedeni kuralların

104 Küresel Finans Krizi Dr. Mahfi Eğilmez

105 Dr. Mahfi Eğilmez, Küresel Finans Krizi. Remzi kitapevi. 2008.

yetersizliği ve denetim eksikliği idi. Aslında, 2008 krizinin nedenlerini bir tek yerde aramak da doğru değildi, ama kuralların uygulanmaması ya da kapsamlarının genişletilmemesi en temel neden gibi görünmekteydi. Aslında sorun, türev ürünlerin kurala bağlanmasına karşı çıkılmasıydı. 2008 küresel krizinin gelişme yolundaki ülkeleri de derinden etkilemesinin birçok nedeni vardı. Çünkü bu ülkelere yönelik sıcak para çekilmeye başlanmıştı. Sıcak paranın kaynağı olan ülkelerde sorunlar çıkınca bu sorunların gelişmekte olan ülkeleri de etkileyeceği korkusu, sıcak paranın çıkmasına yol açmıştı. Gelişmiş ülkelerde büyümenin düşmesi, talebinde gerilemesine yol açınca, gelişme yolundaki ülkelere yapılan ithalatta azalma olmaya başlamıştı. Dolayısıyla, gelişme yolundaki ülkelerin dış ticaret gelirlerinin düşmesine ve ekonomilerinin küçülmeye başlamasına yol açmıştı. Daralmanın sonucu olarak petrol, metal fiyatları da çok hızlı bir çöküş içine girmişti. Dolayısıyla, bu durum deflasyonist bir etki yaratmıştı.

2008 krizinin bütün öteki krizlerden farkı, tam anlamıyla bir küresel kriz olması ve dünyadaki bütün ülkeleri etkilemiş olmasıydı. 2008 yılında mali sistemin bütününe bakıldığında ise başarısızlık olarak adlandırılabilir; varlıkların doğru fiyatlandırılması, aşırı risk alınmasına izin verilmesi de eklenmeliydi. ABD’de son 40 yılı biçimlendiren iki temel değişiklik belirtilirse, ilki 1970 yıllarına uzanan borsa simsarlarına ödenen komisyonların düzenlemelere tabi olmaktan çıkarılması. İkincisi ise, 1990 yıllarına uzanan ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetleri arasındaki kısıtların ortadan kaldırılmasıydı. Mali piyasa düzenlemesi alanındaki bu gelişmeler 2007–2008 krizinin başlangıcını hazırlamıştı. Mali sistemin bilançosundaki küçülme kredi hacminde daralmaya yol açmıştı.

Makroekonomik olarak; fiyatların, döviz kurunun, faiz oranının ve ücret oranlarının sağlıklı işlemlerini sağlayan bir ekonomik denge bozulmuştu. Aslında 2008 Küresel krizinde iki önemli makroekonomik baskı ve zorlama; bütçe açıkları ve cari işlemler açığında yaşanmıştır. Hükümetler, yüksek faiz oranları sebebiyle

le büyüyen bütçe açıklarını finanse etmekte sıkıntı yaşamışlardır. Birçok gelişmekte olan ekonomilerin hükümetleri ekonomi paketleri oluşturmuşlar ancak bu paketler, hükümetlerin bütçelerine istinaden kısa dönemli olduğundan pek faydalı olamamıştır. Kısa dönemde, üretim sektöründe meydana gelen işgücü kaybı, uzun dönemli büyüme elastikiyetinde problemler yaratmıştır. İşgücünde meydana gelen ciddi azalış ve işsizliğin giderek artması, yoksulluğun da artmasını beraberinde getirmiştir.

Dünya üretim kapasitesi ise 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren yavaş toparlanmaya başlasa da, üretim küresel kriz öncesindeki seviyenin minimumunda gerçekleşmişti.

2008 Küresel krizi dünya ekonomisinde ağırlıklı olarak ihracat odaklı üretim yapan ekonomileri olumsuz etkilemiştir. Kriz döneminde Çelik sanayi ve alüminyum sanayisi üretim olarak çok fazla açık verip özellikle gelişmiş ekonomiler ise otomobil talebinde ciddi daralma yaşamışlardır.

2009 yılında dünya ekonomisinin dip seviyede oluşunda, dış ticaret hacminde, hammadde fiyatlarındaki büyük düşüşler önemli etkenlerdi. Petrol fiyatları 2009 yılında %30'ların üzerinde, diğer emtia fiyatları ise %20'lere yakın düşmüştü. Emtia fiyatlarındaki bu düşüşler kriz nedeniyle talebin gerilemesinden kaynaklanmıştı; bu durum aynı zamanda ileride krizin aşılp talebin gerilemesiyle birlikte emtia fiyatlarındaki sıçrama potansiyeline işaret etmekteydi. Sadece bu husus, cari açık ve enflasyon sorunları yaşayan ülkelerde, krizden çıkışın çok sorunlu olacağına işaret etmişti.

Dünyada, 2008 yılında ortalama kişi başına düşen gelir 11 bin dolaylarındayken 2009 yılında 10 bin 800 dolara gerilemiştir. İşsizlik 2009 yılında ortalama %8,3 iken 2010 yılında da bu oran %8,8'e yükselmiştir. Dolayısıyla, bu dönemde, işsizlik ve düşük istihdam kalkınmamış ülkelerin sorunları olmaktan çıkmış, kalkınmış ülkeleri de tehdit eder duruma gelmiştir.

3.2.3.2008 Küresel Krizle ortaya çıkan Sanal ve Reel Ekonomi balonu ve IMF¹⁰⁶:

Reel ekonomi¹⁰⁷'deki varlıkları temsil eden sanal ekonomi¹⁰⁸'deki kâğıtların değeri ne kadar yükselirse, bu iki ekonominin birbirinden kopması o kadar fazla olur. Sanal ekonominin şişmesi reel ekonomide malı bulunanların işine gelmekteydi. Piyasa değeri sanal ekonomideki değerlere göre belirlendiği için, sahip olunan şeylerde o kadar değerli gibi görünür. Rasyonelliği sağlayan piyasanın bir alanda irrasyonelliğe yol açması ise; piyasanın en önemli eksilerinin başında varlık değerlerini temsil eden kâğıtlarda, hisse senetleri, tahviller ve benzeri yatırım araçlarında rasyonelliği sağlayamaması tam tersine irrasyonelliğe yol açması gelmekteydi. Normal olarak fiyatı yükselen mal ve hizmetlere talep düşer. Bunun sonucunda da fiyatlar düşer ve denge yeniden rasyonel bir düzeyde oluşur. Hisse senedi, tahvil gibi kâğıtları da birer mal gibi kabul etmek gerekir. Dolayısıyla rasyonellik kuralı burada işlerse bunların fiyatının yükselmesi halinde bunlara olan talebin düşmesi gerekir. Oysa böyle olmamaktaydı. Tam tersine bunların fiyatları arttıkça talebi de artmaktaydı. Bu gelişim piyasanın rasyonellik sağlama fonksiyonunun belirli alanlarda işlemediğini göstermekteydi. Balon denilen şey bu şekilde oluşmaktaydı. Balonun yaratılması, sanal değerle reel değer arasındaki farkın giderek büyümesiydi. Sonra günün birinde bu sanal değerlere yatırım yapanlar bu değerlerden kuşkuya düşerek peş peşe satmaya başlayınca da balon patlamıştı. ¹⁰⁹Balonun patlamaya başlaması ise 6 Kasım 2008'de ABD'nin iki önemli otomotiv şirketi General Motors ve Ford, 25 milyar dolar nakit paraya acil ihtiyaç duyduklarını duyurmalarıyla başlamıştı. ABD'de Ekim 2008'de yayımlanan istihdam verileri ise; 240,000 işin buharlaştığını, 2008 yılında buharlaşan iş sayısının yarıdan fazlasının son üç ayda olmak üzere

106 Dr. Mahfi Eğilmez. Küresel Finans Krizi. Remzi kitapevi. 2008.

107 Reel ekonomi: Şirketler, gayrimenkuller, değerli metaller.

108 Sanal ekonomi: para, hisse senetleri, tahvil, bono, türev ürünler, fon katılım belgesi.

109 Mustafa Sönmez 100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye, Alan yayıncılık. 2009

1,2 milyona ulaştığı ve 14 yıldan beri ABD işsizlik oranlarının % 6,5'e yükseldiği ortaya çıkmıştı.

IMF (International Monetary Fund: Uluslararası Para Fonu) 8 Ekim 2008'de, 2009 için dünya ekonomisi büyüme tahminini % 3 olarak öngörmüşken 6 Kasım 2008'de bunu %2,2'ye çekmişti. Ama bununla da kalmamış, 2009 Ocak sonunda bu kez % 0,5'e çekmişti. Böylece 3 ayda tahmini % 3'ten % 0,5'e kadar kötümserleştirmişti.¹¹⁰

Küresel sistem kapitalizme, ekonomik hastalıkların küresel boyutta bulaşması sıkıntısını getirmişti. Eskiden küçük ekonomilerde çıkan ekonomik hastalıklar kendi içinde kalır ya da ticari ilişkide bulunduğu birkaç ekonomiye bulaşır, onları da bir ölçüde etkilerdi.¹¹¹ Büyük ekonomilerde ortaya çıkan hastalıklar ise dış ticaret daralmalarına yol açarak daha bulaşıcı bir nitelik taşırdı. IMF(International Monetary Fund: Uluslararası Para Fonu)'in kuruluş amaçlarından biri de bu tür dış ticaret daralmalarının yarattığı ithalat kısıtlamalarına gidişi önlemek için ödemeler dengesi sıkıntısına giren ülkeye yardım elini uzatmaktı. Küreselleşen dünyada bulaşıcılık dış ticaret ilişkileriyle sınırlı kalmaktan uzaklaşmıştı. Küresel sistem hastalık bulaştırmayı finansal ilişkilere taşımıştı ve dolayısıyla çok daha yaygın ve etkili hale gelmişti.

3.2.4. Krizin Süreci:

Amerika Birleşik Devletleri'nde 2000 yılında ileri teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlaması ve 11 Eylül 2001'deki terör saldırısı akabinde de, ekonomik durgunluk sonucunda, FED (Federal Rezerve: Amerikan Merkez Bankası) ekonomiyi canlandırmak amacıyla 2001'de % 6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003'e dek %1'e kadar indirmişti. Kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesiyle birlikte, "değişken faizli ipotekli konut kredilerinde"¹¹² uygulanan faiz oranları da düşmüştü. Ocak

110 Mustafa Sönmez 100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye, Alan yayıncılık. 2009

111 Dr. Mahfi Eğilmez Küresel Finans Krizi. Remzi kitapevi. 2008. sy. 117

112 Değişken faizli konut kredilerinde tüketiciler, konut kredisi taksitlerini günün koşullarına göre ödemektedir. Bu konut kredisi seçeneğini tercih edenler olası faiz oranları yükselişini veya düşüşünü sözleşme itibarıyla göze almaktadır.

2002’de %1,14 olarak kaydedilen enflasyon oranı ise ülke tarihinin en düşük oranlarından biri olmuştur. Düşük faiz oranlarının ve enflasyon oranının bir sonucu olarak konut satın alma maliyetleri düşmüş ve talep artmıştı. Bu noktada, “değişken faizli konut kredilerinin” kapsamı; bu kredilere ayarlama dönemleri boyunca uygulanacak olan faiz oranı, kredi sözleşmesinde esas alınan referans endeks oranına¹¹³ (benchmark index) yine sözleşmede belirlenen bir marj (spread) eklenerek bulunmakta ve ilgili dönemde kredi faiz oranı olarak belirlenen bu oran kullanılmaktaydı. Ayarlama dönemleri itibariyle belirlenen kredi faiz oranındaki bu değişiklikler, geri ödeme miktarını, vadeyi veya her ikisini değiştirmek suretiyle gerçekleştirilmekteydi.

Özensiz konut kredileri verilmesinde, “Yüksek Likiditenin” (küresel) etkisi oldukça büyüktü. Yüksek Likidite olarak adlandırılan aktörler; yatırım fonları, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, egemen ülke fonları ve petrolün de içinde bulunduğu emtia ticareti yapan ülkelerdeki yatırımcılardı. Özellikle, Çin’in de içinde bulunduğu bazı Asya ülkelerinin GSYİH’larının yaklaşık %40’ına varan yüksek tasarruflarını dış varlıklar satın alma yoluyla değerlendirmesi küresel likidite fazlasını ortaya çıkarmıştı (Akbulut, 2010: 51). Bu aktörler, 2000 yılından itibaren 11,5 trilyon dolara ulaşan varlıkları ile küresel finans sistemini yönlendirmeye başlamış ve yüksek miktarda tasarruf fazlası sisteme girmişti. Bu tasarruf fazlası da küresel ekonomide dengesizliklere¹¹⁴ ve varlık fiyatlarında aşırı değerlenmeye sebep olmuştu.

Claessens’a (2010) göre, 2008 Küresel Krizin kendisinden önceki krizlerden dört noktada ayrılmaktaydı:

I. Karmaşık ve saydam olmayan finansal araçların geniş kullanımı söz konusuydu.

II. ABD odaklı olup ulusal ve uluslararası düzeyde finansal piyasa-

113 Endeks: Belli bir yıldakini referans alıp daha sonraki yıllarda fiyatını kıyaslamaktır.

114 Küresel ekonomide cari fazla ve açık veren ülkelerin sayısı artmış bulunmaktadır. CIA’nın “The World Factbook 2008” isimli yayınına göre, 2007 yılı sonu itibariyle cari açık veren ülke sayısı 101’e; cari fazla veren ülke sayısı da 61’e ulaşmıştır.

lar arasında karşılıklı bağımlılık kısa dönemde artmıştı.

III. Finansal kurumların kaldıraç (manivela) etkisi şiddeti hızlanmıştı.

IV. Hane halkı kesimi merkezi bir yol oynamıştı

Aslında, bankalar, borsa, sigorta şirketleri; krizin küreselleşmesi için geleneksel kapılardı. Banka, likidite krizi, döviz krizini yaratabilir ve bu yolla yayılabilir. Bulaşma hızı ve niteliğini; bir ölçüde ticaret ve hizmet ortağı olan ülkeler belirlerdi. Bir başka deyişle, bulaşma niteliği, ilk krize giren ve krizi yayan “klavuz” ülkeye göre değişirdi. Çünkü Rosier’in (1991: 24) belirttiği gibi, genellikle mal, hizmet ve finansal değiş tokuştan dolayı krizin uluslararası alanda bulaşması söz konusuydu. Bu bulaşma, uluslararası finansal ve ticari değiş tokuştaki bir daralmanın, kimi yerde kar beklentilerine, kimi yerde de daralma etkisine eklenmesiyle gerçekleşir; fakat kriz bulaşırken de evrim geçirebilirdi.

Finansal bulaşmanın tehdit ettiği ekonomi, üretim ve ticaret ekonomisidir; bu sektörde mecburi olarak bulamadığı için yüksek faiz vererek satın aldığı pahalı krediyi, yatırım maliyetlerine eklediğinde enflasyon ile işsizliğin artmasına yol açmaktaydı. Finansal bulaşma, yanlış finansal davranışlara eğilimli yatırımcıların yoğun olduğu ortamlarda ya da zaman dilimlerinde oluşabilirdi. Aşırı kar güdüsüyle hareket etmek finansal bulaşmaya giden yolu kısaltmış olmaktaydı.

3.2.5. Krize Geliş Ortamı:

Düşük Faiz / Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması:

Konut finansmanında ve fiyatlarında artışa neden oldu. Faiz oranlarının oldukça düşük seviyelerde seyretmesi özellikle dar gelir grubundaki kişiler için kredileri cazip kılmıştır.

Konut Fiyatlarının Yükselmesi:

Daha yüksek getiri arayışlarına neden oldu. Subprime kredi yaygınlaştı, çünkü daha yüksek getiri sağlıyordu. Daha detaylı bir

şekilde ifade edersek; subprime kredilerini veren kuruluşlar, bu kredileri kendi içinde risk gruplarına ayırarak bunları çeşitli enstrümanlar vasıtası ile ikincil piyasaya sürüyorlardı. İkincil piyasada bu yatırım enstrümanları farklı yatırımcı grupları tarafından yüksek getiri beklentisi ile satın alınıyordu. Yatırımcıların yüksek getiri beklentisinin temelinde yatan neden ise dünyadaki para bolluğu idi. IMF'nin Nisan 2007 raporuna göre, 2005 yılı sonu itibariyle toplam finansal varlıklar dünya gayri safi milli hasılasının (GSMH) 3,5 katına ulaşmıştı. 10- 15 yılda bazı devletlerin, kurumların ve kişilerin ellerinde büyük miktarlarda paralar da birikmişti. Dünyadaki bu para bolluğu ise faizlerin düşmesine sebep olmuştu. Risk iştahı artan ve bu faizler ile yetinmeyen yatırımcılarda daha çok getirisi olan ama daha riskli ve karmaşık yatırım enstrümanlarına yönelmeye başlamışlardı.

Yüksek Getiri Arayışları:

Mortgage'e dayalı finansal araçlara yansımıştı. Menkul kıymet çıkarılmasına dayanan bankacılık modeli gelişmişti. Bu sayede kredi riski yatırımcılara satılmış olmaktaydı. ABD'de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardı. Risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlaması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanması menkul kıymetleştirmeyi özendirilen hususlardı. Süreç içerisinde menkul kıymetleştirme; dolaşım kabiliyeti olmayan finansal kontratlara dolaşım kabiliyeti kazandırılması olarak işlevsellik kazanmıştı.

Kredi Riski:

Düşük faiz oranları ve artan ev fiyatlarının doğasında olan dalgalanma hareketlerinin taşıdığı yüksek risk ile karşı karşıya kalmıştı. Esasında, 2004 yılından 2006 yılına kadar geçen dönemde faiz oranlarının %1,5'lardan %5'e doğru hareketlenmesi, kredi kullanan alt gelir gurubunu etkilememişti. Ancak, 2006 yılı sonlarından itibaren alınan kredilerin yapısı sabitten, değişkene dönünce

ve kişilerin gelirleri de aynı dönem içerisinde artmayınca, kredi geri ödemelerinde zorluklar ortaya çıkmıştı. Bu süreçte bankalar herhangi bir işi, geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardı. Kamuoyunda alt gelir veya NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilinen bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştı. Fakat ABD Merkez Bankası (FED)'in 2006 yılından itibaren faiz oranlarını arttırması konut sektörünü büyük bir durgunluğa sokmuştu. Konut satış fiyatları önceden kredi verilen seviyeden aşağılara inince dar gelir grubu aldıkları kredileri düzenli olarak ödeyemez duruma gelmişlerdi.

Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştı. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştı. Bu durumda, halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisini kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştı. Dolayısıyla, bu kişilerde evlerinin kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdi.

Şeffaflık:

ABD'de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştu. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve girift ilişkilere sahipti. Örneğin, faiz haddi türev piyasaları “vadeli (forward) swap¹¹⁵” işlemleri gibi finansal araç sunmaktaydı. Finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılmasında önemli bir zorluk söz konusuydu. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen, yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün değildi. 2008 krizinde banka ve brokerlerin ne çeşit varlıklara sahip oldukları, bu varlıkların değerinin ne olduğu hatta bunların muhatabının kimler olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemişti. Bu problemler, türev diye adlandırılabilir

115 Vadeli (Forward) Swap (Takas): Döviz kurlarındaki değişimlerin yarattığı riskleri azaltmak, ülke, firma ve döviz bazında oluşabilecek dezavantajları asgariye indirmek amacıyla geliştirilen finansal bir tekniktir.

kompleks ticari sözleşmelere sahip “Lehman Brothers” gibi şirketlerin iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesini zorlaştırmıştı.

Derecelendirme Kuruluşları ve Denetleyici Kuruluşlar:

Derecelendirme kuruluşları öz itibariyle, bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edildiğinden, objektifleri sorgulanır hale gelmişti. Düzenleyici denetleyici kuruluşların da özellikle de FED’in değişen risk ortamına karşı önlem almakta geciktiği söylenebilir. FED başkanı Mayıs 2007’de yaptığı bir açıklamada konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklemediklerini dile getirmişti. Pratikte ise tam tersi olmuş, konut piyasasında başlayan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına almıştı. (Alantar, 2008:4- 5)

Sistematiik Risk:

Sistematiik risk (makroekonomi değişkenlerinde ortaya çıkan değişimler sonucunda piyasadaki bütün şirketleri etkileyen ve menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesiyle giderilmeyen risk) göz ardı edilmişti.

“**Sistematiik Risk**”: ekonomik, politik ve sosyal yaşamın ve değişkenliğinden kaynaklanmakta, tüm finansal (para ve sermaye) piyasaları ve piyasalarda işlem gören menkul değerlerin (finansal varlıkların) tümünü etkilemekteydi. Sistematiik riski, yöneticilerin kontrol olanakları yoktu.

Sistematiik Risk Kaynakları:

I. Faiz Oranı Riski: Piyasada faiz oranlarındaki değişimler, menkul değerlerin (finansal varlıkların) fiyatlarını etkiler.

II. Kur Riski: Kurun değerinde yaşanan değişiklikler sonucu varlıklarda meydana gelebilecek değişimlerdir.

III. Satın Alma Gücü (Enflasyon Riski): Satın alma gücü riski, enflasyon oranında ortaya çıkan yükselişin, paranın satın alma gücündeki azalış nedeniyle, finansal varlıkların fiyatlarını etkilemesidir.

IV. Piyasa Riski: Piyasa riski, kuruluş faaliyetlerinden tamamen bağımsız olarak, geçerli bir ekonomik nedene dayanmayan veya daha çok belirsizliği artırıcı etkilerin sonucu ortaya çıkmaktadır.

V. Politik Risk: Politik koşullardaki değişimler nedeniyle finansal varlık fiyatlarında ve getirilerinde ortaya çıkan değişikliklerdir.

2004 yılından itibaren Amerikan Merkez Bankası olan FED (Federal Rezerve)'in enflasyonla mücadele adına faiz oranlarını yükseltmesi krize giden yolun başlangıç noktası olmuştur. Daha düşük gelir gruplarına sağlanan ve riskli olan subprime kredilerinin geri dönüşlerinde zorluklar oluşmasına yol açmıştır. Faizlerin %8'lerin üzerine çıkmasıyla kredilerini ödeyemez hale gelen alt gelir grubu ve akabinde konut fiyatlarının da düşmeye başlaması konut piyasasında sıkıntı yaratmıştı. Bu durum yatırım bankalarına da sıçramıştır. İpotekli konut kredisi (Mortgage) veren bankalar söz konusu kredileri yatırım bankalarından sağladıkları Hedge Fonlar'la finanse etmişlerdir. ABD, subprime kredilerini menkul kıymetleştirerek (seküritizasyon) finansal sistemi tabana yaymak ve buradan elde edilen hedge fonlarla “birincil piyasada”¹¹⁶ konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamayı hedeflemiştir. Ancak özellikle “denetim eksikliği” nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı sağlanamamıştır.

3.2.6. Denetim:

Denetim, “Kredi Derecelendirme”¹¹⁷ Kuruluşları'nın sorumluluğundadır. Bir şirketin kredi derecelendirmesi, potansiyel yatırımcılar için tahvil gibi kredi kağıtları hakkında bir mali göster-

¹¹⁶ Birincil Piyasa: bir yatırım aracının ilk defa piyasaya sürülmesi, satılmasıdır.

¹¹⁷ Kredi derecelendirmesi; bir kişi, şirket veya hatta bir ülkenin kredi itibarının belirlenmesidir. Kredi derecelendirmesi, bir borçlunun kredi geçmişi hakkında yapılan bir değerlendirme olabileceği gibi, potansiyel bir borçlunun borcunu geri ödeyebilme yeteneğinin bir değerlendirmesi de olabilir. Hesaplanması için mali geçmiş, cari varlık ve cari borçlar incelenir. Tipik olarak bir kredi değerlendirmesi, borç veren veya yatırımcı için, o borcun geri ödenme olasılığını belirlemek için yapılır.

gedir. Bu derecelendirmeler, Standard & Poor's¹¹⁸ ve Moody's¹¹⁹ gibi kredi değerlendirme kuruluşları tarafından yapılır. Her iki kuruluşunda derecelendirme sistemleri şu şekildedir; Standard & Poor's derecelendirme skalası, en iyiden en kötüye, şöyle sıralanır: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D. BBB'nin altındaki tahviller spekülâtif veya yüksek riskli sayılır. Moody's derecelendirme sistemi benzerdir ama isimlendirme biraz farklıdır. En iyiden en kötüye şöyle sıralanır: AAA, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C. Sorumlulukları ise; konut piyasalarında bulunan ürünlerin fiyatlamasıdır. Kredi notları, risk-getiri düzeyinin belirlenmesinde referans noktasıdır. Derecelendirme süreci finansal, ekonomik ve teknik analizlere dayalı olarak gerçekleştirilir. Kredi değerlendirme sürecinde özellikle firmanın muhasebe düzeni incelenir ve kayıtların gerçeği tam olarak yansıtıp yansıtmadığı araştırılır. Bağımsız denetim raporu kalitesi uygun görülürse analizlere geçilir. Analizlerde şirketin malî ve malî olmayan yapısı, bulunduğu piyasanın şartları, çalıştığı endüstrinin özellikleri, genel ekonomik ve siyasi durum çeşitli yöntemlerle analiz edilir. Şirket kredibilitésinin değerlendirilmesinde kullanılan temel ölçütler; aktif kalitesi, fonlama ve likidite, sermaye yeterliliği, kârlılık ve yönetim etkinliğinin araştırılmasıdır. İhraç edilen menkul değerin özelliğine ve derecelendirmenin türüne göre bu ölçütlere ülke riski, endüstri riski, piyasa konumu, firma yapısı, faaliyet etkinliği, mali uygunluk, nakit akışı uygunluğu, gelirlerin sürekliliği gibi ölçütler eklenir. Tüm nicel ve nitel analizlerin değerlendirilmeleri sonucunda verilen derecelendirme notu, ilgili şirketin onayı alınmadan yayınlanmaz. Ancak, kredi derecelendirme kuruluşlarının gelirlerini, tahvil ihraç eden kurumlardan sağlamaları ve kriz sarmalı oluştuğunda peş peşe mortgage (ipotekli konut) tahvillerinde not indirimine gitmesi,

118 Standard & Poor's (S&P), merkezi ABD'nde New York'ta bulunan uluslararası kredi değerlendirme kuruluşudur.

119 Moody's kurumu dünyanın en eski kredi derecelendirme kuruluşlarından biridir. Moody's kurumu 110 ülke, 15.000 ihracatçı, 25.000 kamu ihracatçısı ve 110.000 yapılandırılmış finansman tahvillerini ve borçlarını izlemektedir.

ama bu tahvillere yakın tarihlerde çok olumlu notlar da verdiğinin bilinmesi, verdikleri denetim kalitesinin sorgulanmasına yol açmıştır.

3.2.7. Teminatlı Borç Senetleri (Collateralized Debt Obligation CDO):

Yukarıda bahsedilen, Hedge Fonların yatırım yaptığı başka ve en karışık olan enstrüman Collateralized Debt Obligation- (CDO) denilen “Teminatlı Borç Senetleri¹²⁰” dir. Subprime krizinin oluşmasında en önemli etkenlerden kabul edilen “Teminatlı Borç Senetleri (CDO)” sadece ipotekli kredilere ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlere (seküritizasyon) dayalı değil, çeşitli varlıklara dayalı olarak ihraç edilir. Birçok farklı varlık bir araya getirilir ve teminat niteliğindeki havuz karşılığında farklı sınıflarda teminatlı borç senedi çıkarılır. “Teminatlı Borç Senetleri: Collateralized Debt Obligation (CDO)” sistemindeki amaç, piyasayı genişletmek olduğu için riski azaltmanın ve güveni arttırmanın çaresi olarak tahakkuk swaplarına¹²¹ (default swap) yönelmişlerdir. Böylece, yatırımcılar yüksek risk-yüksek faizli enstrümanları risk iştahlarını arttırarak satın alırken, öte yandan bunları ihtimal dahilinde bile olmayan tahakkuklara karşı sigortalatmışlardı. Yatırımcılara verilecek güvenin sonu yoktu. Tahakkuk swaplarının CDO’ları (Collateralized Debt Obligation- Teminatlı Borç Senetleri) satan ve aynı zamanda birincil riski taşıyan kurumlar tarafından satılması yatırımcılarda “counter party risk”nin (karşı taraf riski) varlığını ortaya koymuştu. Her ne kadar birincil riski taşıyan şirketlerin kredi derecelendirmesi en üst derece olan 3A ise de, bu şirketlerinde tahakkuka düşebileceği, hatta finansal başarısızlığa uğrayabileceği Enron şirketi¹²² örneği vardı. Kredi derecelendirmesi 3A olan şirketi sigorta eden şirket oluşturuldu. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ska-

120 Teminatlı Borç Senetleri şeklindeki krediler, bankalar tarafından borç portföylerindeki riskleri transfer etmek için kullanılan araçlardır.

121 Tahakkuk swapları, ikinci tarafın birinci taraftan satın aldığı bononun tahakkuk riskinin, üçüncü tarafa transferine izin veren finansal ürünlerdir.

122 Enron şirketi: dünyanın en büyük muhasebe skandalı

lası 3A'da bitiyordu ama teorik olarak batma ihtimali olmayan bir şirketi sigorta eden şirket şüphesiz hiç batmazdı. Bu yüzden bunların dereceleri 4A olarak belirlenmişti. “Monoline”¹²³ denilen bu şirketler tahakkuk swaplarını da sigortalayınca artık yatırımcının gözünde risk algılaması sıfıra düşmüştü.¹²⁴ Sistem mükemmele yakın işliyordu. Kredi riski transfer edilmiş, varlık fiyatı talep yoğun piyasa tarafından kontrol ediliyor, likidite riski artan CDO (Collateralized Debt Obligation: Teminatlı Borç Senetleri) satışlarıyla likidite bolluğuna dönüşmüş ve hatta şirketin çok düşük batma ihtimali de “Counterparty Risk: karşı taraf riski” Monoline'ye aktarılacak olası tüm riskler en başarılı şekilde yönetilmişti.

Hesaplanabilmesi o anda zor olan önemli bir sorun vardı; cari fazla yaratan ve düşük maliyetlerle üreten BRIC (Çin, Hindistan, Brezilya, Rusya) artan dolar rezervlerinin, dolar üzerinde aşağı yönlü riskleri arttıracak, Amerika'nın sanayi üretiminin büyük kısmının bu düşük maliyetli ülkelere kayacağı, bunun istihdamı azaltacağı, azalan istihdamın azalan kişi başı gelirin konut talebini düşürecek, düşen talebin varlık fiyatlarını aşağıya çekecek, nakit akımlarındaki yetersizliğin Collateralized Debt Obligation- CDO (Teminatlı Borç Senetleri)'ni tahakkuka düşürecek, tahakkuk swaplarını satanların bunları finanse ederken likidite krizine girecek ve kredi derecelerini geriletecek, düşük kredi derecelerinin “Monoline”ler üzerindeki baskıyı arttırıp sermaye yetersizliklerini öne çıkaracak ve bunun da dünyada büyük bir güvensizliğe sebep olacağı, artan güvensizliğin dünya ekonomisini sonu görülemeyen bir bunalıma sokacağı hesaplanmamıştı. 300 trilyon dolar olduğu tahmin edilen, gelecek dönemlerdeki nakit akışları üzerine kurulu olan sentetik ürün piyasasının cari piyasa değerinin alış-satışının durma noktasına gelmesiyle sonuçlanmıştır.

Kısaca; Amerikan bankaları veya büyük finans kuruluşları tarafından verilen subprime kredilerinde, bankalar; alacaklarını

123 Monoline; tahvil ve alacak sigortası işini yapmaktadır. Monoline'lar hükümetler ve belediyeler tarafından ihraç edilen bonoları ve özel sektör tahvil ve borçlanmalarını temerrüde karşı sigortalamaktadırlar.

124 Tahakkuk Swap: vadeli çift taraflı döviz değişiminin gerçekleşmesi

teminat göstererek tahvil çıkartıp iskonto ile satışa sunmuşlardı. Riski de getirisi de yüksek olan bu Hedge Fonlar, yüksek likidite odaklı yatırımcılar tarafından satın alınmıştı. 2000’li yıllarda verilen kredilerin vade süreleri yaklaştığı halde riskli kredi alıcıları gerekli geri ödemeyi yapamadılar. Bu yüzden subprime ipotek ile aldıkları konutu satışa çıkardılar; bu sayede subprime kredi ödemeleri konuttan çıktıkları için duracaktı ve sattıkları konuttan elde ettikleri para ile de kredi kapatılacaktı. Bu şekilde birçok kredi alıcısı aynı yolu izleyince, mevcut konutlarını satışa çıkardıkları için konut satışları artmış oldu. Paniğe kapılan subprime kredi alıcılarının büyük çoğunluğu evlerini satmaya başladılar. Bu arzdaki artış fiyatlarda düşüşe neden olmuştu. Konut fiyatları çok düşmüştü. Düşük fiyattan satılan konutlardan elde edilen gelir kredileri kapatmaya yetmemişti. Bankalarda ciddi likidite sorunu yaratmıştı. Bankalar bu alacaklarını teminat gösterip fon satışında bulunmuşlardı. Bu “Hedge Fonları” alan yatırımcılar da ellerindeki fonları çıkartmaya başlamışlardı. Bu nedenle, piyasada şiddetli bir satış akımı oluştu. Arzın artması yine piyasada değerlerini kaybetmelerine neden olmuştu.

Esasında, Finansal düzenleyici kuruluşlar olan FED (Federal Rezerve-Amerikan Merkez Bankası) ve Amerikan hazinesinin¹²⁵ de yaptıkları hatalar krize zemin hazırlamıştı. FED’in düşük faiz politikası büyük bir hataya sebep olmuştu ve değişen risk ortamına karşı önlem almada gevşek davranmıştı. Ayrıca, birçok eyalet aşırı riskli mortgage borçlarının seküritize (menkul kıymetleştirme) edilip satılmasına önlem almak istemiş, ancak Amerikan Hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasalar çiğnendiği gerekçesi ile buna karşı çıkmıştı. Bunun dışında bazı politikacılar (Banking Committee, Budget Committee, Countrywide Financial) gibi subprime sektöründeki şirketlerle yasal olmayan ilişkilere girmişlerdi.

125 Amerikan Hazinesi, Amerika Birleşik Devletleri Hazine Bakanlığı’nda Devlet Borcu Ofisi tarafından işlenen devlet borçlarıdır. Bu işlemler, ABD’nin borç finansal araçlarıdır.

3.2.8. Moral Hazard (Ahlaki Zafiyet), Agency Problems (Vekalet Problemi), Emlak Spekülasyonu:

ABD Federal Hükümetinin Yarattığı Moral Hazard (Ahlaki Zafiyet)¹²⁶:

ABD Federal Hükümeti iki lider mortgage kurumu Fannie Mae 1938 ve Freddie Mac 1970 yıllarında kriz ortamında oluşturmuştu. Fannie ve Freddie kredilendirme konularında oldukça cesur davranabildiler çünkü arkalarında ABD hükümetinin desteğini hissediyorlardı. Bu destek 1990'larda daha da güçlendirildi ve bu kurumlar kredibilitesi oldukça düşük alıcılara bile konut kredisi (mortgage) açtılar. Gerek bu kredilerin, gerekse bu krediler üzerine çıkarılan kâğıtların alım-satım hacimlerinin artmasıyla, finans kuruluşları kârlarını arttırma fırsatı yakalamışlardı. Finansal kompleks bu yoğun kredilendirme ortamını MBS (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler- Mortgage-Backed Securities)'ler üreterek değerlendirdilermişlerdi. Bu enstrümanların riski yayararak azalttığı düşünülüyordu. Bunların etkisi ve hükümetin yarattığı moral hazard (ahlaki zafiyet) ile mortgage kredilendirmesi ivme kazanmıştı. Kredi verenler çok riskli işlemler yaptılar ve bu riskleri MBS (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler- Mortgage-Backed Securities)'ler aracılığı ile yatırım fonlarının üzerine kaydırmayı başarmışlardı. MBS (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)'ler sahte bir şekilde diğer seküritelerden daha karlı görülüyor ve fonlar tarafından kapışılıyordu.

Denetim Dışı Kalan Mortgage Broker'ları (Agency Problems-Vekalet Problemi)¹²⁷:

Konut sektörüne yeni ve kredibilitesi düşük yatırımcıların yanı sıra, denetim dışı mortgage broker'ları gibi yeni oyuncuların da katılması sorunların büyümesine neden olmuştu. Broker'ları motive eden unsur aldıkları komisyondur. Bu motivasyonla, mortgage kredisi verirken yeterince titiz davranmadılar. Borçlananları yüksek maliyetli ve kendi ödeme güçlerine uygun olmayan borçlara

126 <http://www.riskonomi.com/wp/?p=1002>

127 <http://www.riskonomi.com/wp/?p=1002>

yönlendirmişlerdi. Aynı zamanda evin gerçek değerini belirleyecek düzenli keşifler, ekspertizler yapılmamıştı. Verdikleri borçları kendilerinde tutmayıp sattıkları için konut kredisi vermiş oldukları kişilerle uzun süreli bir ilişkileri de olmamıştı. Ancak, 2006 yılının sonlarına doğru broker'lar bütün mortgage kaynaklarının %80'i için hesap vermek durumunda kalmışlardı.

Emlak Spekülasyonu¹²⁸:

ABD emlak piyasasında gözlenen spekülasyon eğilimi krizi tetikleyen önemli nedenlerden biri olmuştu. 2006 yılında satın alınan konutların 22% si (1.65 milyon birim) yatırım amacını taşıyordu. Diğer bir 14% ise (1.07 milyon birim) tatil amaçlı satın alınan konutları oluşturuyordu. Diğer bir deyişle konut satışlarının yaklaşık 40% mertebesi birincil barınma amacını taşımıyordu. Emlakçılar Miami de satılan yazlıkların 80% inin spekülasyon amaçlı olduğunu vurguluyorlardı. Buna karşılık bu pazarın doyuması üzerine spekülâtörler hızla pazardan çekildiler ve fiyatlar ani bir düşüş yaşadı. ABD de konut satışları geleneksel olarak bir yatırım aracı olarak düşünülmez iken bu durum balon yaptığında değişmişti. Spekülâtörler yazlıkları daha inşa halinde iken satın alıp tamamlandığında önemli karlarla satmaya başlamışlardı. Spekülâtör yatırımcılar bu işi paketler halinde yapıp yüksek oranda kaldıraç'lar kullanmaya başlayınca konut şirketleri bu sürecin yüksek riskler taşımaya başladığını fark ettiler ve kredilendirme faizlerini yükselttiler. Bu süreç konut sentetik ürünleri MBS(İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)'lere de yansırken karlı fakat riskli bir finansal ortam oluşmuştu. Bu gerçekçi olmayan ve makroekonomik dengeler ile uyumlanmayan gelişme olumsuz koşullarda borçlananların kitle halinde temerrüde düşmesi ile bir çöküş yaşamış ve peşinden bankacılık sistemini de krize sürüklenmişti.

128 <http://www.riskonomi.com/wp/?p=1002>

3.2.9. Basel:

Bankacılık denetimi için Basel komitesi 1974’de kurulmuştur. Basel I ve II olarak devam etmiştir. Basel Sermaye Uzlaşısı Basel I’de koşul olarak birkaç ülkede faaliyet gösteren bankaların risk ağırlıklı varlıklarının yüzde 8’ini eş değer sermaye bulundurmalarıydı. İlk Basel Uzlaşısı 1980’lerde uygulanmaya başlamıştı. Ancak burada gelişmiş ekonomiler için mantıklı olan standartların geliştirmekte olan ekonomiler için sağlanmasının özellikle kriz dönemlerinde daha zor olduğu ortaya çıkmıştı. Daha sonra Basel II ortaya çıkarılmıştı. Burada risk tanımı varlıkların açık piyasada değer kaybetmesi olasılığı gibi diğer tehlikeleri de kapsayacak şekilde genişletilmişti. Ancak Basel II’nin yapılışında sorun bulunmaktaydı, sermaye hesaplamasında kullandığı yöntemlerin, bankaların ekonomik büyüme dönemlerinde elde tuttuğu sermaye tutarlarını abartılı hesaplaması ve kriz darbe vurduğunda da aksini yapması gibi ters bir etkisi vardı; bu bankaların aldıkları riski aşırı ve işleyişi aksatıcı şekilde azaltmalarına neden olmuştu. Krizde, varlık fiyatları düşmüştü ve bankalar aniden sermaye bulmanın çok zor olduğu bir zamanda daha çok sermayeye ihtiyaç duyar olmuştu.

Basel’de ortaya çıkan bir başka sorun da likidite eksikliğiyle ilgili tehlikeydi. 2008 krizinde finansal kurumlar, bankalar likidite krizine son derece açık durumdaydı. 2008 krizindeki felaket finans kurumunun likit bazda, kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yaptığı bankacılık kriziydi. Panik vurduğunda, bankalar kısa vadeli kredileri yenileyememişti. Likit olmayan hale gelmişlerdi. Bu yüzden, banka ya da banka dışı tüm finans kuruluşlarının gelecekteki düzenlemelerinin esas amaçlarından biri likidite riskinin yönetimine daha fazla vurgu yapılması olmalıydı. Bunun için kurumların kısa vadeli borçlanmaktan kaçınması, yükümlülüklerinin vadesi ve süresini uzatmaları gerekmektedir.¹²⁹ Basel sisteminde bir diğer yanlış ise, risk değerlendirilmesinde finans kurumlarının kendi iç modellerini kullan-

129 Nouriel Roubini kriz ekonomisi 219

ması için çok fazla takdir yetkisi veriyor olmasıydı. Bunlardan biri *riske maruz değer* bir kurumun varlıkları nedeniyle zarara uğrama olasılığının hesaplanmasıydı. Diğeri ise *Collateralized Debt Obligation -CDO* (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri) gibi araçları fiyatlamak için kullanılan istatistiki hesaplama olan *Gaussian* bağıdır. Her iki model de kriz geldiğinde bankaları kırılgan hale getiren diğer önemli aksatıcı olayların olasılığını görmezden gelmiştir.

Aslında çözüm olarak seküritizasyonun düzenlemeye tabi tutulması, türevlerin kamu denetimine açılması, rating (denetleyici) kuruluşlarının kontrolünün ele alınması ile finans sisteminin denetime açık ve şeffaf olmasına katkıda bulunmalıydı.

Ayrıca ücretlendirme sisteminde de bu dönemde sorunlar mevcuttu. Gazeteci Yazar Erdal Şafak'ın yorumuna göre, ¹³⁰2008 krizini “Etik Açığı” tetiklemişti. “Yozlaşma, bol sıfırlı yılsonu bonus çeki/ ikramiyeler için tüm ahlaki değerlerin, ayaklar altına alınmasıydı. Dolgun ikramiyelerle/ ücretlerle pahalı otomobiller, milyonlarca orta gelirli ve yoksul insanın kandırılmasıydı”.

Dolayısıyla, Finans sermayenin tüm dünyada iş yapması ve türev araçlarla kendini büyütme konusundaki kurlsız ve denetimsiz arayışları yeni krizlere neden olmuştu. Finans sermayenin denetimsiz, kurlsız hareket etmesini önlemek ve ülkeleri yeni krizlere karşı korumak için piyasanın kendi kendini denetlemesi yanında devletin düzenleme ve denetim fonksiyonuna da ağırlık vermesi gerekmektedir. Yeniden kriz yaşanma olasılığı yani krizlerin farklı biçimlerde de olsa kendini tekrarlama olasılığı ve Türkiye açısından durum konusunda N. Roubini, “Türkiye’de cari açık gittikçe büyüyor. Kredi talebindeki artış aşırı olmaya başladı. Cari açığı kısa vadeli fonlarla kapatmaya çalışmak, kırılganlığı artırıyor” diyerek bazı önemli uyarılarda bulunmuştu. Türkiye’de güçlü iç talep nedeniyle cari açık sorunu ciddi bir durum almaya başlamıştı.

Polley’in (2009) Amerikan merkezli 2008 küresel krize “*Ekono- mide Üçlü Kanama*” (*The Triple Hemorrhage*) adını verdiği bunla-

130 <http://www.sabah.com.tr/Yazarlar/safak/2012/07/14/curume>

rın; ithalat harcamaları- cari açık, imalat sektöründeki işgücü- iş kayıpları ve yatırım açıkları'nın olduğuna dikkat çekmiştir. Bir diğer görüş de Johnson ve Kwak tarafından yazılan ve Wall Street finans kurumlarının çok güçlü bir “Oligark”¹³¹i oluşturduğu anlatılan “13 Bankacı” adlı kitaba dayanmaktadır. Yazarlara göre, ABD’de oligark niteliğindeki büyük bankalar tepedeki siyasetçilerle karşılıklı çıkar ilişkisi içindeydiler, seçim kampanyalarını finanse ediyorlar ve bunun karşılığında üst düzey yöneticilerini ve danışmanlarını Beyaz Saray’da ve Amerikan Hazine’sinde önemli makamlara taşımışlardı. Oligarki bankalar risk alıp hisse senedi sahiplerine para kazandırmakta ve başarılı kurumlar oldukları yönünde toplumsal bir yargı yaratmıştı. Böyle bir algıyı oluşturmak ve sürdürmek için büyük harcamalar yapmaktan ve hükümetin kurtarma planlarına güvenerek de risk katsayısı yüksek türev ürünlerine yatırım yapmaktan kaçınmamışlardı. 2008 Krizini hazırlayan bu koşullar bu algı düzeltilmedikçe ileride de tekrar krize yol açabileceği yorumuydu.

Risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerini sağlaması Yüksek ücretler’dir. (piyasa oyuncularının normaldekinden daha fazla kazanç sağlamaları)

3.3. Finansal Durgunluk:

Likidite krizinin ilk batış haberi Haziran 2007’de ABD’nin beşinci büyük aracı kurumu dünyanın en büyük Hedge Fon yöneticisi, ABD’nin ikinci büyük mortgage tahvilleri ihracatçısı, uluslararası yatırım bankası Bearns Stears¹³²ten gelmişti. Bearns Stears

131 Oligark: Özelleştirmelerle zengin olan işadamlarına denilmekteydi

132 Bearns Stears şirketinin Nisan 2007’de hisselerinin birim fiyatı 159,7 doları ve toplam piyasa değeri ise 18,9 milyar doları buluyordu. Daha mortgage krizi derinleşmemişken şirketin mali durumu fazlasıyla güçlü duruyordu. Ancak banka bir yıldan az bir sürede kademeli bir şekilde erirken bir de Mart 2008’de iki günde bankadan tam 17 milyar dolar para çekilmesi, banka açısından krizin kaçınılmaz olduğunu göstermişti. Şirket, 16 Mart 2008’de hisse başı 2 dolar ve toplam 236 milyon dolarlık bedelle adeta bedavaya JP Morgan Chase bankasına satıldı.

şirketi Hedge Fonlar yüzünden tam 3 milyar dolar(\$) kaybetmişti. Bu panik tüm piyasaları etkilemişti. Daha sonra ABD’de Sowood Capital 3 milyar dolar(\$)'lık fonun çöktüğünü açıklamıştı. Bunun yanında, ABD’nin önde gelen mortgage şirketlerinden American Home Mortgage Investment Corporation, ABD’nin en büyük mortgage kredisi verilen kuruluşu Countrywide Financial, bu krizden büyük yara aldıklarını açıklamıştır. 17 Eylül 2008 tarihinde ABD’nin en büyük yatırım bankalarından 158 yıllık Lehman Brothers¹³³, iflas ederek mortgage birimini kapatmış, 1200 çalışanının işine son vermişti. 18 Eylül 2008 tarihinde ise ABD’nin en büyük sigorta şirketlerinden AIG, Amerikan hazinesinin desteği ile FED (Amerikan Merkez Bankası) tarafından 85 milyar dolar kredi açılarak iflastan kurtarılmıştı. AIG şirketinin kurtarılmasının nedeni ise finansal enstrümanlarda özellikle kredi temerrüt swaplarını yönetiyor olmasıydı. AIG şirketinin iflasına karar verilseydi 60 trilyon dolar hacme ulaşan Teminatlı Borç Senetleri (Collateralized Debt Obligation CDO) piyasasının yokluğu, krizin küresel piyasaların tümünü kapsayabilecekti. ABD’nin bir diğer köklü bankası Merrill Lynch’e Amerikan yönetimi tarafından el konulmuştur. Ama Merrill Lynch’de sahipsiz kalmadı ve yine hükümetin desteğiyle “Bank of America”, “Merrill Lynch”i 50 milyar dolara satın alacağını açıklamıştır.

Bunun yanında, ABD’nin en büyük kuruluşlarından olan “New Century Financial Corporation”¹³⁴ın subprime kredilerindeki temerrüt oranı 2006 yılında % 6 civarındayken 2007 yılının nisan ayı itibariyle bu oran %13,8’e yükselmişti. Bu durum, New Century gibi birçok finansman şirketinin menkul kıymet şeklinde ihraç edilmiş kredilerini bankalardan artan fiyatlardan geri al-

133 Lehman Brothers, Amerikan bankacılık sisteminin 158 yıllık amiral gemisi, 15 Eylül 2008’de alıcı bulamayıp 639 milyar dolar toplam varlıkla beraber iflas etmiştir. Bu batış hacim olarak o kadar dev bir batıştı ki; uluslar arası çevrelerde bu iflasın tsunamisi etkisi yaratabileceği belirtilmiştir.

134 New Century Financial Corporation: ABD’li yüksek riskli (subprime) mortgage kuruluşu olan şirket, sahip olduğu kredilerinin gerektirdiği asgari finansal hedeflerine ulaşamayacağını açıklayarak federal soruşturma konusu olmuştur. İflas başvurusunda bulunmuş ve çalışma gücünün yarısını azaltmıştır.

maya zorlamıştı. Alınan kredilerin iskontolu olarak geri satışı ise krizin başlaması ile mümkün olmamıştı. Bu nedenlerden dolayı New Century’i içine alan onlarca finans şirketi birkaç ay içinde iflas etmişti.

Öte yandan, “Bank of America”nın 2007 dördüncü çeyrek kazançları % 97 düşmüştü. Aynı dönemde Sun Trust Bank’ın kazançları % 98 düşmüştü. ABD’nin yalnızca özel mortgage şirketleri değil, devlet garantisine sahip mortgage kuruluşları olan Freddie Mac ve Fannie Mae¹³⁵i de krizde sarsılmıştı. Aynı dönemde Amerikan bankaları yoğun bir şekilde “Term Auction Facility (TAF)”dan borçlanmaya başladı. Şubat 2008’de FED (Amerikan Merkez Bankası) piyasaya yaklaşık 200 milyar dolarlık likidite sağlamıştı.

ABD mortgage piyasası 10 trilyon dolar \$ dünyanın en büyük piyasasıydı; yüksek riskli (subprime) mortgage piyasasının büyüklüğü ise yaklaşık 1,4 trilyon \$’dı. Subprime mortgage sektörü, tüm mortgage sektörünün yaklaşık %15’ini oluşturmaktaydı. Sorun yaşanan subprime konut’ların oranı ise yaklaşık %20’di. 2001 yılında yaklaşık 180 milyar dolarlık yüksek riskli (subprime) kredisi kullanılmışken, bu tutar 2006 yılında 600 milyar dolara yükselmişti. Yine 2001 yılında 154,000 subprime kredisi verilmişken, 2006 yılında aynı tür 753,000 kredi kullanılmıştı. Subprime kredi hacminin artışının ardında, ABD’deki muhafazakâr mali politikalarının uygulanması, ülkede gelir eşitsizliğini arttırmış, ekonomik büyümeden ağırlıklı olarak zenginler yararlanmıştı. Orta gelirli kesimin göreceli yoksullaşması subprime kredilerin hacmini ve hane halklarının borç düzeylerini arttırmıştı.

Ancak, sadece konut piyasasıyla sınırlı kalmayan 2008 küresel krizin dünya ekonomisine bulaşması zararın boyutlarını şiddetli olarak arttırmıştı.

Literatür¹³⁶ tarihinde finansal çöküş tepkilerde göze çarpan ilk

135 Freddie Mac ve Fannie Mae: krizden önce Freddie Mac ve Fannie Mae, ABD mortgage piyasasının yaklaşık yarısını ellerinde bulunduran iki süper güçtü. Ancak 2008 kriziyle FED tarafından koruma altına alınmıştır.

136 Önce Trajedi Sonra Komedi Yada 2008 Finansal Krizi ,Slavaj Zizek

şey “ Ne yapmak gerektiğini kimsenin gerçekten bilmiyor” olmasındı. 2008 Krizinde de süreç içinde kimse gerçekten ne yapacağını bilmiyordu bunun sebebinin ise piyasaların nasıl tepki vereceği sadece insanların müdahalelere ne kadar inanacağı yönünde değil, başkalarının buna ne kadar güveneceğini düşünmelerine bağlı olmasıydı. Sorman, piyasanın tamamen mantık dışı tavır ve tepkiler gösterdiğini kabul etmekteydi ve ilaç olarak sunduğu psikoloji değil, nöroekonomiydi. Ekonomik aktörler hem rasyonel hem de irrasyonel davranma eğilimine sahipti. Sorman’a göre davranışçı ekonominin aşırı devlet düzenlemelerini haklı çıkarmak için kullanmasının gereksiz olduğuydu. Çünkü Sorman’a göre devlet bir bireyden daha fazla rasyonel değildi ve devletin tedbirlerinin aşırı derecede yıkıcı sonuçları da olabilirdi. Rasyonel problemlerin teknik çözümleri vardı. Kapitalizmin kendisinin bir bilim değil de işlevsel bir şey olarak temsil edilmesi şarttı. Kapitalizm felsefi iddialara sahip bir sistem değildi, mutluluk arayışı içinde değildi; sadece “işte bu işliyor” komutunu kullanır. Dolayısıyla, tek ölçüt verimlilikti. Alain Badiou’nun ifade ettiği “küresel kapitalist dünya görüşü yoktur, gerçekten kapitalist bir medeniyet olamaz” tezidir.

3.3.1. Finansal Yönetim Hataları¹³⁷:

I. Riske Duyarsızlık: Krizin ortaya çıkmasında belki de en önemli etken riske karşı umursamaz bir tavır takınılmasıydı. Kriz öncesi dönemde gerek finansal kuruluşlar gerekse yatırımcılar piyasalarda aslında var olan riski görmezden geldiler. İşe yaramaz tahviller, gelişmekte olan piyasaların bazı riskli borçları, mortgage’a dayalı finansal varlıklar, CDS’ler (Credit Default Swaps) gibi riskli varlıklar sanki hiç risk yokmuş gibi büyük bir iştahla alım satıma konu oldular ve bu arada yanlış fiyatlandılar.¹³⁸ Bu ürünleri fiyatlamasında uygulanan risk kadememelerinin de riskin yanlış de-

137 <http://www.riskonomi.com/wp/?p=1008>

138 Credit Default Swaps (CDS): Bir alacaklının, 3. bir kişiye belli bir ücret ödeyerek, alacağını garantilemesidir. Alacaklının, borçlunun iflas riskinden kurtulmasıdır. Bu riski artık CDS satıcısı üstlenmiştir. Elbette belli bir ücret karşılığı. Bu ücrete CDS Premium (CDS primi) denir.

ğerlendirilmesinde katkısı olduğudur. Piyasadaki bu iyimserliğin global ekonomiden kaynaklanan temel bir nedeni vardı. Piyasa katılımcıları ekonominin önceki yıllara göre daha istikrarlı olduğuna inanıyorlardı. Büyük bir resesyon, önemli iflaslar, büyük kredi problemlerinin yaşanmayacağı istikrarlı bir ekonomi düşünüldü. Ancak bu düşüncede aşırıya kaçıldı ve ekonomideki bazı olumsuz göstergeler dikkate alınmadı. Dönem dönem ortaya çıkan ekonomideki iniş ve çıkışlar ılımlı karşılandı.

II. Yatırım Bankalarının Spekülatif Faaliyetleri: Globalleşme ve artan rekabet koşulları nedeniyle yatırım bankaları varlıklarını sürdürmek için faaliyet alanlarını genişletmek gereğini duydu. Karmaşık türev ürünler yaratmak ve bu ürünlerin satışından kazanç elde etmek önemli bir faaliyet konusu haline geldi. Bu faaliyeti gerçekleştirmek için de kendilerini para piyasalarından fonlamaya ve daha fazla kaldıraçtan yararlanmaya başladılar. Böylece bir kriz için gerekli ortam hazırlanmış oldu.

III. Hedge Fonların Verimsizliği: Kredi daralmasının bir diğer boyutu hedge fonların oynadığı rollerle ilgiliydi. Bu fonlar geniş anlamda denetimsiz olup, işlemlerini gizlilik içinde yürütürler. Özellikle oldukça zengin kişiler için oluşturulmuşlardır. 2006 yılının sonlarına doğru bankalar hedge fonlara cömertçe ödünç para vermişlerdi. Hedge fonlar bu parayı ağırlıklı olarak mortgage yatırımlarında kullanmışlardı. Ancak, çok sayıda ev sahibinin mortgage borçlarını geri ödeyemeyeceği ortaya çıkınca hedge fonlara akan nakit akışı kurumaya başlamıştı. Hedge fon yöneticileri kendilerini tahmin edemeyecekleri kadar büyük zararlarla karşı karşıya bulmuşlardı.

IV. Finansal Varlıkların Değerlemesindeki Hatalar: Finansal kuruluşların sahip olduğu finansal varlıklar satın alma fiyatıyla değil piyasa fiyatıyla değerlendirilir. Bu doğrultuda, yatırım bankaları finansal varlıklarını değerlerken yüksek bir değerle değerlemeyi tercih ettiler. Böylece daha yüksek kar elde etme ve sermaye düzeylerini artırma olanağına kavuştular. Bu motivasyonla, söz konusu

kuruluşlar bu varlıkları daha fazla satın almaya başladılar. Gerek finansal kuruluşlar gerekse yatırımcılar, ‘yüksek risk yüksek getiri sağlar’ prensibinden yola çıkarak riskli alanlara yatırım yaptılar. Bu yatırımları yaparken de çoğunlukla borçlanmışlardı. Piyasalarda bir ülkeden diğerine dolaşıp duran, hatta nereye gideceğini bilemeyen çok fazla likidite vardı. Böylece para yöneticileri, yatırımcılar yüksek tutarlarda likiditeye sahip oldular. Doğal olarak ellerindeki bu parayı çalıştırmak gereği duydular. Bunun için de bir finansal üründen öbürüne koşturup durdular. Ancak yatırım bankalarından, mortgage bazlı ve diğer finansal varlıkların bugünkü değerini yansıtmak için bilançolarını yeniden gözden geçirmeleri istendiğinde beklenmeyen bir durumla karşılaşıldı. Sahip olunan CDS (Credit Default Swap: Kredi Risk Swap) ve CDO (Collateralized Debt Obligation: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri) gibi finansal varlıkların tahmin edildiğinden çok daha düşük bir değere sahip oldukları anlaşılmıştı. Bu varlıklardan doğan zararların karşılanması istenince bankalar finansal açıdan oldukça güç durumda kalmışlardı. Geline durum sonucunda finansal kuruluşların sermayelerindeki erimeler inanılmaz boyutlara ulaşmıştı.

V. ABD Bankacılık Sisteminde Kredi Daralması (Credit Crunch): Finansal piyasalarda ciddi bir para ve kredi eksikliği olarak da tanımlanmaktadır. Bankacılık sisteminde kredi daralması (credit crunch) sistemin kredi arzında ani bir azalma veya bankalardan borçlanma maliyetlerinde ani bir yükselme ile ortaya çıkan durumdur. Bu durumun neden olduğu konusunda çeşitli nedenler ileri sürülür. Önde gelen nedenler bankaların kredi verirken talep ettikleri teminatların ekonomik değerlerinde gözlenen düşmeler veya bankacılık sistemi içindeki bankaların sistemdeki likiditenin azaldığı konusunda bir risk algılamalarıdır. Bunun yanında merkez bankalarının para ve faiz politikaları da bankacılık sistemini tedirgin ederek daha konservatif davranmalarına yol açabilmektedir.

VI. Finansman Bonosu Piyasasında Likidite Sorunları: finansman bonoları, şirketler tarafından çıkarılan ve vadesi bir yıla kadar

olan kısa süreli bir finansman aracıdır. Para piyasasındaki büyümenin bu tür borçlar için büyük bir kaynak yaratması nedeniyle, finansman bonolarının kullanımı son 20 yılda oldukça yayılmıştı. Bir para piyasası aracı olan finansman bonolarının banka mevduatına göre daha yüksek faiz ödemesi de yatırımcılara oldukça cazip gelmişti. Firmaların çoğu her ayın borcunu yeni bir borçla ödeyerek, başka bir deyişle düzenli bir şekilde her ay borçlanarak uzun süreli finansman ihtiyaçlarını kısa süreli finansman bonoları ile karşılamaya başlamışlardı. Halbuki finansman bonusu firmaların kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamaya yönelikti. İşte bu durum, kriz nedeniyle nakit akışının durduğu bir anda birçok firmayı mevcut bir likidite düzeyi olmadan yakalamıştı.

3.3.2. 2008 Krizinin Yayılması ¹³⁹:

Literatürdeki yaygın tartışma ve kanılara göre, ABD'deki konut piyasasında yaşanan krizin; ABD başta olmak üzere pek çok ülkede ulusal hükümetlerin 1970'lerden itibaren finans piyasalarındaki yetersiz kalan denetimleri ve özellikle ABD'de finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin yeni icat edilen finansal araçlar kullanarak aşırı risk üstlenmeyi başlamaları kabul edilmektedir. ABD'de ve diğer ülkelerde çeşitli ulusal hükümetlerin özellikle 2000 yıllarında uyguladıkları kötü iktisadi politikaları da küresel krizin oluşumunda etkili olmuş faktörler olarak kabul edilmektedir. ABD'deki konut piyasasında 2006- 2007 yıllarında ortaya çıkan kriz, 2007-2009 yıllarında önce finansal sonrada reel sektöre hızla yayıldı ve böylece ABD ekonomisi, Aralık 2007- Haziran 2009 yılları arasında büyük bir işsizlik artışı ve durgunluk (resesyon) sorunu ile karşılaşmıştı. ABD'deki bu ekonomik kriz, özellikle güçlü finansal ilişkiler kanalıyla dünyanın diğer gelişmiş ekonomilerine özellikle AB ülkelerine yayıldı. Aradan geçen zamanda, gelişmekte olan ülkelerin ABD'deki krizden gelişmiş ekonomilere kıyasla görece daha az etkilendiği görülmüştür.

¹³⁹ mpira.ub.uni-muenchen.de/29470/1/kibritcioglu

Dört çok önemli potansiyel yayılma kanalları:

I. Aşırı riskli varlık ticareti kanalı: kriz öncesinde ABD ile arasında var olan uluslararası finansal akımlar aracılığıyla, ileride zararlı yani toxic niteliğe bürünecek olan varlıklar (assets) edinmiş olan finansal aktörlerin varlığı ABD'nin krizinin ilgili ülke ekonomisine de bulaşması için açık kapı yaratıyordu.

II. Kredi kanalı: kriz nedeniyle daralan uluslararası kredi kanalları, ilgili ülkelere fon akışlarını azaltarak da o ülkelere krizi bulaştırabilir. Çünkü küresel likiditedeki daralma yerli bankaların ve şirketlerin dış finansman güçlükleri yaşamalarına ve / veya mevduat bankalarının açtıkları yurtiçi kredilerde daralmalara sebep olabilirdi.

III. Ticaret kanalı: Krize sebep olan ABD veya krizin bulaştığı AB ülkeleri gibi ülkeler üçüncü ülkelerin temel ticaret ortağı oldukları ölçüde, bu kriz ülkelerindeki olası durgunluk ve reel gelir kayıpları, üçüncü ülkelerin mal ve hizmet ihracatına yönelik dış talebi daraltarak sonuçta krizi üçüncü ülkelere de aktarabilir.

IV. Tüketici ve yatırımcıların üçüncü ülke ekonomisine ve orada uygulanan iktisat politikalarına olan güvenlerindeki azalma ve belirsizlikler de, o ekonomilere olumsuz etkiler yansımaları güçlendirebilir.

2007 yılında krizin başlangıcı sırasında, Amerikan ekonomisindeki yavaşlama ve faizlerdeki indirim doların değerinin düşmesine neden olmuştu. Bu değer kaybı, ABD'ye yaptıkları ihracata dayanan ekonomilere darbe indirmişti. Para birimleri dolara karşı değer kazandıkça, ABD'deki tüketici için bu malların fiyatını artırıyordu.¹⁴⁰ ABD finansal krizin tam merkezinde olmasına karşın, yine de gelişmekte olan ekonomilerden daha güvenli görünüyordu. Yatırımcılar dolar biriktirirken, diğer ülkelerin para birimleriyle birlikte, çeşitli gelişmekte olan ülke piyasalarındaki hisse senedi ve bonoları da elden çıkararak, bu ülkelerin para birimleri ve

140 Nouriel Roubini Kriz ekonomisi

gelişmekte olan ülkelerin para birimleri arasındaki farkı daha da açıyorlardı.

Aslında, Nouriel Roubine'ye göre, 2008 krizinin bir bulaşıcı hastalık olarak gösterilmesinin de sınırı vardı.¹⁴¹ Çünkü çok sayıda ülke kendi balonlarını ABD'den bağımsız olarak büyüttmüş ve daha temkinli politikalar uygulamışlardı. Subprime salgınına karşı bağışıklık sistemleri çok zayıftı çünkü onlar da kendilerini hastalığa karşı hassas hale getirmişlerdi.

Nouriel Roubine'ye göre, konut balonu yaşayan ülkelerin çoğu kolay para politikalarını izlemiş, borçlanma maliyetleri sadece küresel tasarruf fazlasıyla güçlenebilen bir eğilim izleyerek düşük seviyelere inmişti.¹⁴² 2006 yılına gelindiğinde, gelişmiş ve gelişmekte olan her ülkenin ekonomisinde enflasyon tek hanelere düşmüştü. Düşük tasarruflar ve yüksek yatırım oranları *cari işlemler dengesi*¹⁴³ düşüşe doğru yön değiştirmişti. Cari açık fazlası olan ülkelerin aksine, cari açığı olan ülkeler yatırımlarını finanse etmek için diğer ülkelerin tasarruflarına ihtiyaç duymaktadır. ABD ve konut balonu olan diğer ülkeler bu ikinci gruptaydı: Cari açıklarını denge de tutabilmek için giderek artan sayıda yabancı ülkelere bağımlı hale gelmişlerdi. Bu durum ise şişmiş para birimlerine yol açmıştı ve de bu ülkelerin cari açıklarının daha da büyümesine neden olmuştu. Sorunun derinleşmesini ise Nouriel Roubini şu şekilde açıklamıştır: “Düşük tasarruflar ve yüksek yatırım oranları cari dengenin olumsuz bir tabloya doğru gittiğini göstermektedir. Cari açığı olan ülkelerin yatırımlarına teminat vermek için diğer ülkelere yapılan tasarruflara ihtiyaç olur. Konut patlamasıyla ilgili kriz yaşayan ABD ve diğer ülkelerde yaşanan durumdur; kendi bütçelerini dengeleyebilmek için dış sermayeye bağımlı hale gelmişlerdir.” Sonuçta para enflasyona uğramış ve bu ülkenin cari dengelerinde bozulma gerçekleşmiştir. Konut balonunun patlaması ABD'yi vurduğunda, diğer bütün ekonomiler benzer duruma düşmüştü.

141 Nouriel Roubini Kriz ekonomisi134

142 Nouriel Roubini Kriz ekonomisi 136

143 Cari işlemler dengesi: bir ülkenin toplam tasarruflarıyla yatırımları arasındaki farktır.

Nouriel Roubini'e göre, 2008 yılı başlarında kriz güçlenmişti. Ancak ABD dışındaki finans yöneticilere kanıtlara rağmen kararsızlık sergileyip, enflasyon endişesi taşıyorlardı.¹⁴⁴ Daha sonra gelişmekte ve gelişmiş olan ekonomilerin merkez bankaları faizleri yükseltmişti. Avrupalı finans yöneticileri sert bir teşvik politikası uygulamayı reddetmişlerdi. Nitekim, kötü bir şekilde krize sürüklenilmiştir. Dolayısıyla, dünyanın geri kalan kısmı ABD'den daha fazla krizi yaşamışlardır. Sonra herkes dünyaya yayılan bu salgının nedenini Lehman Brothers'ta bulmuştu. Aslında hatalı bir tespitti, çünkü Lehman Brothers'ın Eylül 2008'deki çöküşüne gelindiğinde, ABD ekonomisi on aydır resesyon yaşıyordu ve dünyanın çoğu da aynı durumdaydı. Küresel kredi sıkışıklığı bir yıldan uzun bir süredir tüm hızıyla devam ediyordu ve küresel hisse senedi piyasaları bir yıldır aşağı yönlüydü. Lehman Brothers'ın batışından bir buçuk yıl önce ABD'de başlamış olan kriz, birçok kanal aracılığıyla; finansal sistem, ticaret bağlantıları vb. çoktan dünyanın geri kalanına yayılmıştı. Dolayısıyla, diğer ülkelere kazara bulaşmamıştı. Kriz yıllardır, çoğu konut hisse senedi ve kredi balonlarına ve aşırı kaldıraç, risk alma ve harcamaya neden olmuştu. Kırılganlıklar yıllardır birikiyordu hatta daha temkinli olan Çin ve Asya'nın büyük kısmı bile hayatta kalabilmek için ihracata çok fazla yüklenmişlerdi.

2008 yılı sonuna gelindiğinde ise standart kural olarak faizler düşürülmüştü. Daha sonra parasal genişleme, sermaye enjeksiyonu gibi işlemler yapılmıştı. Yine de bu önlemler büyük resesyonun yeni bir büyük buhran'a dönüşmesini engellemişti.

Son Çare, klasik yöntemlere başvurularak faizleri düşürüp, insanların ve şirketlerin borçlanmalarını daha ucuz hale getirmek olacaktı.¹⁴⁵ Bu durum insanları daha fazla harcamaya teşvik edecek, konuttan fabrika ekipmanına kadar her şeye talebi arttıracaktı. Faizleri indirmenin çoğu zaman doların değerini aşağı çekmek gibi fazladan bir etkisi olur; ihracatı daha çekici hale getirir, ithalat

144 Nouriel Roubini Kriz ekonomisi 142-143

145 Nouriel Roubini Kriz ekonomisi 147

daha pahalı hale gelir, yerli ürünlere talep artar ve toparlanmaya katkıda bulunur. Mali teşvikler de tekrar büyümeyi sağlamak için kullanılırdı.

2008 krizinde ABD’de fiyatlar genel olarak ciddi oranlarda düşmüştü. 2008 sonbaharında *The New York Times* ¹⁴⁶deflasyonun ortaya çıktığını duyurmuştu. Deflasyon genelde ekonomik büyümeyle uyumlu değildir. Çünkü toplam talebin toplam arz ve ekonominin üretim kapasitesine kıyasla sert düşüşünden kaynaklanmaktadır. Örneğin, yatırım yapmayı düşünen bir fabrika, fiyatların düşüşü durana kadar kenarda beklemeyi tercih edebilir. Dolayısıyla harcamaları ertelemek ekonominin büyümesini teşvik etmeyi değil, tam aksini getirir. Finansal krizden doğan deflasyon dönemi daha tehlikeli ve yıkıcı olabilir. Deflasyon net bir ekonomik bunalımla sonuçlanmasa da büyümeyi yıllarca boğabilir, en iyi ihtimalle stagflasyon olarak tanımlanan, ekonominin yavaşlaması ve hatta durgunluğa girmesinin deflasyonla birleştiği bir duruma yol açabilirdi. Böylesi bir durumda ise para politikalarının araçları etkisini kaybetmeye başladı.

Irvin Fisher’e göre ekonomik bunalımların iki nedenle büyüdüğünü; bunların, kriz öncesinde çok fazla borçlanılmış olması ve sonrasında çok fazla deflasyon oluşması, tezini öngörmekteydi. Fisher’a göre, varlıkları yok pahasına elden çıkarma telaşı, menkul değerlerden emtia’ya kadar her şeyin fiyatının düşmesine yol açacaktı. Arz talebi açık ara geçecek ve fiyatlar düşecekti. Aynı zamanda, insanlar bankalardaki paralarını, borcu nakde dönüştürmek için ya da banka iflaslarına karşı tedbir olarak çekeceklerdi. Bu para çekmeler ekonomistlerin “mevduat para birimi” adını verdikleri şeyde azalmaya ve toplam para arzında daralmaya yol açacaktı. Bu daralma fiyatları daha da aşağı çekecekti. Fiyatlar düşmeyi sürdürdükçe her tarafta varlık fiyatları aşağı doğru sü-

146 Deflasyon, fiyatların düşmesine denir. Fiyatların daha da düşeceği beklentisiyle insanlar tüketmezse üretim düşer, üretim olmazsa ekonomi küçülür; ayrıca şirketler de gelecekte fiyatların düşeceği beklentisiyle yatırım yapmazlar çünkü fiyat düşüşleri devam ederse zarar edebilirler. Ekonomi küçüldükçe deflasyonist baskılar da devam eder ve bu durum kendi kendini besleyen bir kısır döngüye dönebilir.

rüklenecek, bu varlıkları elinde tutan bankaların ve şirketlerin net varlıklarında da düşüş yaşanacaktı. Sonuçta, piyasalarda daha az likidite, ve daha fazla yok pahasına satışa yol açacaktı. Dolayısıyla, deflasyonun ters sonuçları olacaktı. Çünkü borçlular borçlarını ödedikçe düşmüş olan mal ve hizmet fiyatları doların satın alma gücünü ve kalan borcun da reel değerini artıracaktı. İnsanlar borçlarında ilerleme kaydetmek yerine, geriye gitmiş olacaktı. Fisher bu duruma “büyük paradoks” adını veriyordu, insanlar ne kadar fazla borç öderse, borçları onları o denli aşağı çekecekti. Bir diğer ifadeyle, borcun ödenmesi için kullanılan doların, borcun ilk alınan zamandaki dolara oranla çok daha az değerli olmasıdır.

3.3.3. FED’in (Federal Reserve: Amerikan Merkez Bankası) Para Arzı, Faiz ve Enflasyon Baskısı:

FED (Amerikan Merkez Bankası) , Amerika’da para arzını “Açık Piyasa İşlemleri¹⁴⁷” aracılığıyla kontrol eder. İkincil piyasalara girebilir ve kamu borcunun alım satımını yapabilir. Bunu yaparken ülkenin bankacılık sistemine etkin olarak para ekleyebilir ya da çıkartabilir. Böylece, bankaların birbirlerine gecelik borçlanmalarda uyguladıkları, FED (Amerikan Merkez Bankası) fonlanma faizi denilen FED’ teki mevduatlardaki fonlar için faiz oranını değiştirir. Ancak ne zaman ki Açık Piyasa İşlemleri gücünü tüketir ve likidite tuzağı¹⁴⁸ oluşur o zaman krizin bedeli ortaya çıkar. Bu durum, FED (Amerikan Merkez Bankası), federal fon oranını sıfıra indirdiği zaman oluşur. Çünkü 2008 krizinin hemen sonrasında, faizleri sıfıra indirmek, bankaların birbirine borç vermesine ve güven sağlanmasına yetmemişti. Çünkü bankalar likidite ihtiyaçları hakkında öyle endişelidir ki ve güvensizdirler ki ellerine geçen tüm parayı borç vermek yerine istiflemeyi tercih

147 Açık Piyasa İşlemleri: para politikası uygulaması çerçevesinde, merkez bankaları bünyesinde para miktarının artırılıp azaltılması amacıyla hazine kağıtlarının alım ve satımının yapılması işlemleridir. Bankalararası Para İşlemleri de “Açık Piyasa İşlemleri” kapsamı içerisindedir.

148 Likidite Tuzağı: Ekonomide faiz oranlarının en düşük olduğuna inanılan düzeyinde spekülasyon güdüsüyle para talebinin tam esnek olduğu durumdur.

etmişlerdi. Bu korku ortamında, politika faizi sıfır olabilir ama bankaların birbirlerine borç vermeye razı olacakları güncel piyasa faiz oranları çok daha yüksek olacaktı, borçlanma maliyeti de çok yüksek kalmış olacaktı. Politika faizini de sıfırın altına indirmek mümkün olamadığı için bir çıkmazla karşılaşılması kaçınılmaz olacaktı. 2008 krizinde merkez bankalarının hepsi bu pozisyona düşmüşlerdi, korktukları *Likidite Tuzağına*¹⁴⁹ düşmüşlerdi. Kriz kötüleştiçe faiz indirimine gitmişler ve 2008 yılı sonu ve 2009'da FED, Bank of England, Bank of Japan, Swiss National Bank, Bank of Israel, Bank of Canada, European Central Bank faiz oranlarını sıfıra indirmişti. Ancak piyasa faizleri, bankalar, insanlar ve işletmeleri saran belirsizlik ve güvensizlik faiz indirimlerini deflasyona¹⁵⁰ kaydırmış, geleneksel para politikaları piyasalar üzerinde tüm gücünü kaybetmişti. Çünkü federal fon oranındaki indirimler daha geniş ve karmaşık yapıdaki finansal sisteme etki edemiyordu. Bankaların parası vardı ama borç vermek istemiyorlardı. 2008 yılı sonunda Lehman Brothers'ın çöküşü sonrasında, FED ve diğer merkez bankalarının piyasaları milyarlarca dolar değerinde likiditeye boğmalarıyla, olumlu sonuçlar vermiş ve kısa vadeli borçlanma piyasalarına likidite enjekte etmişlerdi. Aslında, devletin finans sistemine desteği devasa boyutlara ulaşmıştı.

3.4. Geleneksel Mali Politikalar¹⁵¹:

John Maynard Keynes, devletin ekonomik zorlukları iyileştirmek için vergi ve harcama yetkilerini kullanması gerektiğini söyleyen ilk önemli ekonomist olmuştur. Keynes ekonominin durgunluktan kendi kendine çıkamayacağına inanıyordu. Sadece devlet başkasının görevini yerine getirecek ve doğrudan ya da do-

149 Likidite Tuzağı: Ekonomide faiz oranlarının inebileceği en düşük seviyeye inmiş olduğu ve para arzını artırarak faiz oranları üzerinde etkili olunamadığı durumdur. Likidite Tuzağı, Keynes tarafından geliştirilen spekülasyon para talebi kavramını açıklar. Spekülasyon para talebi faiz oranlarıyla ters yönlü ilişkilidir.

150 Deflasyon: Genel olarak piyasada fiyatların belirli bir zaman aralığında sürekli düşüş göstermesi durumudur.

151 Nouriel Roubini Kriz Ekonomisi 171

laylı olarak arzdaki fazlalığa ve kullanılmayan kapasiteye kıyasla talepte olan boşluğu dolduracak olursa, ekonomi kendini dengeye getirebilirdi. Keynes, bütçe açıklarının kapatılmasının kriz sonrasına bırakılabileceğini savunmaktaydı.

Geleneksel mali politikalarda, bir diğer husus talebi teşvik etmek için doğrudan harcama yapmanın yanında vergi indirimleri de önemli bir teşvikti. Diğer bir uygulama ise devletin özellikle nakde sıkışmış gruplara (yoksullar, işsizler) ya da güç durumdaki eyalet devletlerine para gönderdiği transfer ödemesiydi. 2008 krizinde yukarıda bahsedilen üç hususta yapılmıştır. Ocak 2008’de kanun yapıcılar, vergi indirimini bireyler ve işletmeler için sağlamışlardır. 2008’de Ekonomik Teşvik Yasası (Economic Stimulus Act) ve 2009’da Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası (American Recovery and Reinvestment Act) toplam maliyeti 787 milyon dolarlık bir teşvikti. Yasalar, vergi indirimleri ve transfer ödemelerine de 237 milyon dolarlık para ayırmıştı. Dünyadaki çeşitli ülkeler, benzer mali teşvik paketlerini benimsemişlerdi. 2008 sonbaharında Avrupa Ekonomik Kurtarma Planı (European Economic Recovery Plan) 200 milyar avro tahsis etmişti. Bu mali önlemler ekonomik bunalımı durdurmuştu. Ancak mali politikalar karşılıksız değildi. Eğer devlet harcamayı arttırır ve vergileri özellikle durgunluk zamanında düşürürse, bütçe açıkları yükselecekti. Sonunda devletin geri ödemek durumunda kalacağı daha fazla borçlanma kâğıdı ihraç etmesi gerekecekti. Borcunu ödemezse ve açıkları her yıl biraz daha büyürse, yatırımcıları borç satın almaya ikna etmek için faizleri yükseltmesi gerekecekti. Bu yüksek getiriler diğer yatırımların faizleriyle (otomobil kredileri vb) rekabet etmeye başlayacak ve herkes için borçlanma maliyetini yukarı çekecek ve böylece şirketlerin borçlanarak finanse ettiği sermaye harcamalarını ve insanların tüketim harcamalarını azaltmış olacaktı. Hızla artan kamu borcu ve devletin temerrüde düşme kor-

kusu arttıkça faizler çok fazla yükselecekti. Devletin ise bu noktada seçenekleri sınırlı olup, kamu borcunu yerel para biriminden olduğu sürece açığı kapatmak için para basabilir, bu durum parasal genişlemeyle aynıydı.

Krizlerin finans sisteminin düzenlenmesi ve reformlarıyla el ele gittiği bir gerçektir.¹⁵² Bir finans krizinin trajik deneyimi insanları devleti başka bir faciayı önlemek için ne yapabileceği hakkında düşünmeye iter. Krizi doğuran yapısal sorunlar devam ettiği sürece, artçı şokların ekonomileri sarsması kaçınılmaz olur.

3.5. Krize Devlet Müdahaleleri:

Hükümet para harcayabilir ama diğer insanların parasını garanti de edebilir. Bir hükümet tarafından sağlanan en tipik garanti, bankalara hücum edilmesi halinde insanların bankalara yatırdıkları paraları korumaktır.¹⁵³ Bu fikrin kökeni 19. yüzyıla kadar uzanmasına rağmen, ABD ulusal mevduat sigortasına 1933'e kadar sahip değildi. Büyük Buhran sırasında, ABD bir sigorta fonuyla federal bir garantinin özelliklerini kendinde toplayan mevduat sigortasını benimsemişti. Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation- FDIC) adını almış olan kurum, vergi verenlerin dolarlarına bağlı değildi; bunun yerine üyesi olan ticari bankalara takdir edilen ücretler işletiliyordu. Benzer bir kurum Federal Tasarruf ve Kredi Sigorta Kuruluşu (Federal Savings and Loan Insurance Corporation-FSLIC) 1934'te tasarruf ve kredi kuruluşlarındaki mevduatları güvence altına almak için kurulmuştu. 2008 krizinde bu garanti sorun haline gelmişti. Sigorta tüm mevduatları kapsamıyordu. Sadece ABD'de mevduatların yüzde 40'ından fazlası sigorta kapsamında değildi ve güvencesizdi. FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) kriz öncesinde mevduatları 100,000 dolara kadar sigortalarken, Eylül 2008'de güvence verilen mevduat oranını 250,000 dolara yükseltmişti.

152 Nouriel Roubini kriz ekonomisi 193

153 Nouriel Roubini , Stephen Mihm. Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği Pegasus yayınları sy.176

Mevduatların güvence altına alınması başlangıçtı. Amerika ve Avrupa'da pek çok banka teminatsız bonolara bağlı çok yüksek tutarlarda borç almıştı. Bu borcun vadesi de krizin tepe noktasında gelince borcun döndürülmesi imkânsızlaşmıştı. Ancak borcun yenilenmesinin başaramaması, bu bankaları mevduatlara hücum kadar şiddetle tahrip edeceği için Ekim 2008'de bankalarının borcunu garanti altına aldı. Aynı ay FDIC bankalar ve bankaların bağlı olduğu holding şirketlerince çıkarılan toplam 1,5 trilyon dolarlık borçlanmanın anapara ve faiz ödemelerini güvence altına almıştı. Tüm bu garantilerin bir bedeli vardı. 2009'un üçüncü çeyreğinde, FDIC'nin kenara ayırmış olduğu fonlar eksiye geçmişti. Dolayısıyla, vergi verenlerin sırtına kurtarma operasyonu şeklinde bir yük bindirilecekti.

Büyük çaplı kurtarma operasyonları Fannie Mae ve Freddie Mac ile başlamıştı. Bu iki ipotek devi devlet koruması altına girerken, hazine kurtarmayı üstlenmek için 400 milyar dolar taahhüt etmişti. Aslında Fannie Mae ve Freddie Mac'in kurtarılmasının tam maliyeti bilinmemekteydi.

2008'de kabul edilen Konut ve Ekonomik Kurtarma Yasası (*Housing and Economic Recovery Act*), zor durumdaki konut sahiplerinin ipoteklerini Federal Konut yönetimi tarafından sigorta edilen ipoteklerle yeniden finanse edilebilmesi için 320 milyar dolar tahsis etmişti. Ancak bu plan sürece uygun ama vergi mükelleflerinin milyarlarca dolarına mal olacaktı.

Tüm kurtarma operasyonlarının en büyüğü Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (*Troubled Asset Relief Program- TARP*) tarafından fonlanan kurtarmaydı.

ABD hazinesi, devlet destekli kuruluşların ipoteğe dayalı menkul kıymetlerini piyasadan satın alarak konut piyasasını yeniden düzenlemeye karar vermişti.¹⁵⁴

Toplam 700 milyar ABD doları değerinde olan Acil Ekonomik İstikrar Yasası kapsamında geliştirilen Sorunlu Varlıkları Kurtarma Planı ile sorunlu varlıkların satın alınmasına karar verilmişti.

154 Mustafa Sönmez 100 soruda küresel kriz, Alan yayınları 2009.

Sermaye Alım Programı kapsamında hisse senedi piyasasında ki tedirginliği azaltmak için, 125 milyar doları dokuz büyük bankaya verilmek üzere, finansal kuruluşlara toplam 250 milyar ABD doları değerinde imtiyazlı hisse senedi satın alınması yoluyla, sermaye aktarımı yapılması kararlaştırılmıştı.

Para piyasası fonlarından kaçısı engellemek için belirli özellikleri sağlayan para piyasası fonlarına garanti verilmişti.

ABD’de mevduata verilen güvence miktarı 250,000 dolarına çıkarılmıştı.

Krizin başlangıcı olan Ağustos 2007’den itibaren 2008’e kadar Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve: FED), politika faiz oranlarını 425 baz puan, Avrupa Merkez Bankası (ECB) 75 baz puan, Japonya Merkez Bankası (BoJ) 20 baz puan, İngiltere Merkez Bankası (BoE) ise 275 baz puan indirmişti.¹⁵⁵

FED finansal piyasalara likidite sağlamak için Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı, Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı ve son olarak da Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı programını uygulamaya koymuştur.

155 Mustafa Sönmez 100 soruda küresel

BÖLÜM IV

4.1. TÜRKİYE’DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLERİN ANALİZLERİ:

Türkiye 1980 Liberalizasyon süreciyle birlikte dışa açılım konusunda önemli atılımlar sağlayarak çok kısa sürede aşırı derecede kapsamlı olmasa da ekonomisini dışa açmaya başlayarak otarşik ekonomi modelini terk etmiştir. Fakat gerek finansal sektörün yeteri kadar derinliğe sahip olmaması, gerekse reel sektörün rekabet gücünün yeteri kadar yüksek seviyelerde bulunmaması, özellikle reel sektörün hantal bir yapıya bürünmesine neden olmuştur.

Türkiye’de 29 yıllık süreç içerisinde köklü ve ekonomiyi derinden etkileyen birçok ekonomik kriz ortaya çıkmıştır. Bu krizlerde devletin yeteri kadar ekonomik güce sahip olmaması, bütçe açığı ve dış ticarete cari işlemler açığının her geçen gün artarak devam etmesi Türkiye’de yaşanan krizlerin kronik hale gelmesine sebep olmuştur. 1980 ve sonrasındaki süreçte Türkiye’de dört önemli kriz yaşanmıştır. Bunlar; 5 Nisan 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 krizleri ile 2008 Küresel krizidir. Bu krizleri aşağıdaki gibi analiz etmemiz mümkündür.

4.1.1. 1994 Krizi:

1994 kriz öncesi dönem olan 1990’lı yılların ilk yarısı dünya genelinde piyasa ekonomisine yönelik uygulamaların ağırlık kazandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde, “Soğuk Savaşın” sona ermesi ile eski Doğu Bloğu ülkeleri piyasa ekonomisine geçmiş, iki Almanya birleşmişti. Bu dönemde küreselleşme ivme kazanmıştı. 1990’lı yılların ilk yarısında, dış ticaretin giderek serbestleştirilmesi sonucu dünya ticaretinin artması ile gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye girişlerindeki hızlanma, dünya genelinde büyümeyi olumlu etkilerken, sanayileşmiş ülkelere enflasyon düşük düzeyde gerçekleşmiş ancak işsizlik oranları yüksek seyrini korumuştur. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleştiği bu dönemde

yüksek kamu açıkları ve tutarsız borçlanma politikaları sonucunda, 1994 yılı başında Türkiye krizle karşılaşmıştır.¹⁵⁶

Aslında, Türkiye’de küresel özellikler taşıyan ilk mali kriz 1994 yılında yaşanmıştır. Bu kriz sadece finansal yapıdan kaynaklanmamış, reel sektördeki aksaklıkların da önemli rolleri olmuştur. Kriz 1993 sonlarında başlayıp 1994’te etkili olmuştur. Avrupa para piyasalarındaki kargaşaların eklenmesiyle de krizin etkileri artmıştır. 1994 krizinin nedenleri mali ve yapısal olarak ikiye ayrılabilir. Krizin mali nedenleri, uygulanan kur politikası ve yapay / geçici yöntemlerle faizlerin düşürülmeye çalışılmasıdır. Ayrıca yurtdışından sermaye girişlerinin artması Türk Lirası’nın değerlendirilmesine neden olmuştur. Döviz kurunu değerli tutma politikası, döviz kurlarının enflasyonun altında seyretmesi sonucunu doğurmuş, dış açık daha da artarken faiz döviz kuru makası giderek açılmış bu durum da dış dengenin bozulmasına yol açmıştır (Bahçeci 2007: 81). Krizin yapısal nedenleri olarak, iç borçlanma politikasında yapılan düzenlemeler mali piyasalar tarafından kabul görmemesi sonucunda hükümet borçlanamaz duruma düşmüş, kamu kesimi borçlanmadaki artış giderek iç borç yönetimi sorunu haline gelmiştir (TÜSİAD, 1996:154).

Kriz öncesi dönemdeki mali ve yapısal nedenler sonucunda, uluslararası rating (denetim) kuruluşlarının Türkiye’nin notunu düşürmesi ve yanlış iç borçlanma politikası sonucu kriz piyasalarda güven bunalımına dönüşmüştür.

Türkiye’de 1989 yılında başlayan döviz kuru artışının enflasyon oranının altında tutulması yoluyla enflasyonu düşürme politikası (TL’nin aşırı değerlendirilmesi) sermaye hareketlerinin serbestleşmesine ilişkin 32 sayılı kararnamenin yürürlüğe girmesi ile hız kazanmıştır. Ancak 1992 yılından itibaren TL’nin aşırı değerlendirilmesi politikasından vazgeçilerek, sıcak paranın ülkeye girişinin devamı için faiz oranları yükseltilmiştir. Ancak 1993 yılının or-

156 http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf masaüstü: krizler_yukseler

talarından itibaren faiz oranlarını düşürme girişimi, 1994 yılında yaşanan döviz krizinin başlıca sebebi olmuştur. Ülke iç tasarruf yetersizliğinin aşırı değerlendirilmiş TL politikası yoluyla kapatılmaya çalışılması, ithalatı arttırarak yüksek dış ticaret açıklarına neden olmuştur. Bu gelişmeler karşısında 26 Ocak 1994 gecesi gelen %13,6'lık devalüasyon ile ilk kez bir gecede bu kadar yüksek bir devalüasyon yapılmış ancak bu yapılan devalüasyon, iç piyasada daralan talep ile birlikte ihracatı teşvik etse de, istenilen düzeye erişememiştir.

Kazgan (2002a, s. 278)'a göre, döviz rezervlerinin katlanarak büyümüş olmasına, para ikamesine rağmen “döviz darboğazı” krizinin olduğunu ileri sürmüştür. Çünkü Türkiye'nin kendi döviz rezervlerinden ödemesi gereken “cari işlemler açıkları”, “orta ve uzun vadeli dış borç faizleri anaparaları”, “kısa vadeli dış borç stoku” büyüyüp döviz rezervlerini giderek aştıkça, “dış pozisyonu” kritikleşmiştir. Birkaç yıl üst üste bu farkın 4 milyar doları aşması sonucunda finansal kriz patlak vermiştir. Açığın 15,2 milyar dolara ulaştığı 1993 yılını izleyen 1994 krizini ise Kazgan (2002a, s.278) Türkiye'nin yaşadığı kısa süreli fakat en şiddetli kriz yılı olarak değerlendirmiştir.

Kazgan'a göre krizin nedeni; 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte, kar maksimizasyonu hedefleyen uluslararası sermaye, yüksek faiz getirili Türk bono piyasasına ve yeni gelişen İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kote edilmiş pay senetlerini satın almaya yönelmiş ve dolayısıyla TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. 1990'lı yıllarda özellikle bireysel bankacılık faaliyetleri çerçevesinde tüketici kredilerinin artması, Türkiye'de tüketimi teşvik edici rol oynamıştı. “Önce harca sonra tasarruf et” felsefesi benimsenmeye başlamıştı. Özellikle Türk Bankacılık sisteminin Euro piyasalarından sağladığı ucuz fonları, dayanıklı tüketim mallarına yönelik tüketici kredisi şeklinde kullandırması sonucunda, 1994 krizinin önemli nedenlerinden biri olan döviz açık pozisyonu oluşmuştur. Bununla beraber, reel faiz oranı reel ekonominin büyümesinin üstünde seyretmeye başladığı

zaman, açıkların iç borçlanmayla finanse edilmesi sürdürülemez hale gelmiştir.

Uygur (1994, s. 44), Türkiye ekonomisini kriz ortamına getiren birinci önemli dengesizlik önemli ölçüde ve giderek artan kamu kesimi açıklarının ve bu açıkları kapatamayan, yetersiz kalan özel tasarrufların olduğunu belirtmiştir.

Ayrıca bu iki dengesizliğin sonucu olarak dış açığın giderek büyümesinin ise diğer bir dengesizlik olduğuna değinmiştir. Ancak bu açıklar belli bir süre içerden ve dışarıdan borçlanma yöntemiyle ve içeride ve dışarıdaliberalleşme yoluyla sürdürülebilmektedir.

5 Nisan 1994'te hükümetin dengeleri yeniden kurmak amacıyla aldığı istikrar kararları ise program çerçevesinde kamu gelirlerini artırıcı tedbirler yürürlüğe konurken, kamu harcamalarının kısıtlanması yönündeki tedbirler uygulanmaya başlanmıştır. Programda, TCMB'nin özerkliğini artırmak amacıyla TCMB'nin Hazine'ye ve diğer kamu kuruluşlarına verdiğikredilere sınırlamalar getirilmiştir.

TCMB'nin para politikasını ekonomide fiyat, ücret ve döviz kuru için hedeflere uyumlu şekilde yürütmek için mevduat munzam karşılıkları yeniden düzenlenmiştir. Bankalardaki tasarruf mevduatlarının tamamı güvence altına alınmıştır. İhracatı artırmak amacıyla döviz fiyatının yükselişi ve Exim-Bank kredi ve sigorta programlarının kapsamı genişletilerek destek olması amaçlanmıştır.

Ancak, Türk Lirasının aşırı değer kazanması, firmaların dış ticaret alanındaki rekabet gücünü zayıflatmış ve 1994 krizi ile Avrupa Ekonomisi'nin durağan bir seyir izlemesi sonucunda Türkiye'nin ihracatı yok denecek kadar azalmış, ithalat oranları ise rekor bir seviyeye çıkmıştır.¹⁵⁷

5 Nisan 1994 tarihli ekonomik istikrar programında alınan önlemler sonucunda enflasyonun makul düzeylere indirilmesi amaçlanmış, ihracat artışına ithalat daralmasının eşlik etmesi sağlanmış, cari işlemler dengesi pozitif bir dengeye dönüşmüştür. Bu önlem paketiyle birlikte yüksek faiz artışları teşvik edilmiştir.

157 http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/ali_burak_alic.pdf

1995 yılı, ekonominin yeniden büyüme seyri izlediği bir yıl olmuştur. Buna karşın fiyat artışları 1995 yılında yeniden istikrar programı öncesindeki düzeyine dönmüştür. Bunun nedenleri: Piyasadaki aşırı likiditeyi düşürmeye yönelik para politikası uygulanamamıştır. Hazine Merkez Bankası'ndan doğrudan para kullanmaya devam etmiştir. Siyasal iktidara duyulan güvensizlik uygulanan istikrar programının uzun ömürlü olmayacağını sinyallerini vermiştir.

4.1.2. 2000 Kasım Krizi:

Türkiye ekonomisinde 1997 yılı sonunda enflasyon oranı %100'lere ulaşmış, aynı zamanda dış borç açığı büyürken ülke içindeki iç borçlarında geri çevrilemez bir duruma gelmiştir. Bununla birlikte, 1998 yılında yaşanan Asya ve Rusya finansal krizi Türkiye'yi mal ve hizmet ihracatı yönünden olumsuz etkilerken, aynı zamanda Türkiye'nin de dâhil olduğu birçok ülkede sermaye kaçışlarına yol açmıştır. 1999 yılında ise diğer dışsal faktörlerinde etkisiyle ihracat ve turizm gelirleri azalmış, kapanan iş yeri sayısı artmış ve işsizlik oranları hızlı bir şekilde artış trendi içersine girmiştir. 1999 yılının sonlarında ekonomi çok karamsar bir yapıya bürünmüştü. Bununla birlikte ekonomik büyüme % - 6,1 oranında gerçekleşirken, enflasyon %70'lere ulaşmıştır ve bütçe açıkları artmıştır.

Ekonomik alanda yaşanan tüm bu olumsuzlukları giderebilmek için, 2000 yılında IMF (Uluslararası Para Fonu) ile stand-by anlaşması imzalanarak yeni bir ekonomik programa geçilmiştir. Bu program üçayaktan oluşmaktaydı. Birinci ayakta, bütçe ve kamu kesiminde sıkı bir mali disiplin uygulaması yer almaktadır. Bu çerçevede sıkı bir bütçe oluşturulması ve tarım kesimine sağlanacak desteklerin enflasyon oranı kadar arttırılması hedeflenmişti. İkinci ayakta ise yapısal reformların ve özelleştirmelerin yapılması öngörülmekteydi. Üçüncü ayak da ise; sabit kur uygulaması ile döviz kurlarının belirlenmesi yer almaktaydı. Nitekim üçüncü

ayağın gerçekleşebilmesi için ilk iki ayağın gerçekleşmesi gerekiyordu.

Programın bütçe dayanağında Hazine; dış borçlanmayı arttırmayı ve iç borçlanmayı azaltmayı, iç borçlanmanın yaratacağı finansman boşluğunu da artan vergi gelirleri ve dış borç artırımını ile karşılamayı hedeflemekteydi. Bu programın temel amacı; enflasyonu düşürmek ve ekonomide sürdürülebilir bir büyüme sağlamaktır.

IMF ile yapılan stand-by anlaşmasıyla birlikte ekonomide olumlu gelişmeler gerçekleşmeye başlamıştı. Nitekim 1999'da %106 oranında gerçekleşen enflasyon Ocak 2000 de %37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı %66'dan %34.1'e düşmüştür. Önemli gelişmelerden biri ise programın etkisiyle geleceğe ilişkin devalüasyon riski ortadan kalktığı için bankaların açık pozisyonlarını yükseltmeleri yönünde olmuştur.

2000 yılı Ekim ayı sonunda Türkiye ekonomisine bakılacak olursa ekonomik büyümenin %6,5-7 oranında gerçekleştiği görülmekteydi. Bu büyümenin gerçekleşmesindeki en önemli etken gerek iç piyasaya gerekse dış piyasaya yönelik talep canlılığıydı. Enflasyon oranındaki azalmanın istenilen seviyelere düşürülmesinin temel sebebi ise, bankaların bireysel kredilerle tasarrufları tüketime teşvik etmesiydi. Bununla birlikte özelleştirmeler artış göstermiş ve çeşitli alanlarda reformlar yapılmıştı. Ancak bu dönemde en önemli sorun cari açığıydı. Ama cari açığın önemli bir sorun yaratacağı düşünülüyordu. Dolayısıyla kasım ayının başında kriz görünüyordu. Faizlerin artmaya başlaması ile bankalar ellerindeki hazine kâğıtlarını çıkarmaya başlamışlardı. Likidite sıkıntısı çeken ve ellerindeki kâğıtları fonlamak zorunda kalan bankalar büyük kayıplarla karşı karşıya gelmişlerdi. Diğer taraftan yabancı yatırımcılar ülkemizden hızla çıkmaya başlamıştı. Bu durum faizleri daha da arttırmıştı. Bundan önceki kriz süreçlerinde olduğu gibi bu kriz sürecinde de reel sektördeki talep canlılığı azalmıştı, dolayısıyla firmaların stokları artmıştı.

Sonuç olarak, yapılan analizler doğrultusunda, Kasım 2000 krizine içsel dinamiklerden kaynaklanan bir likidite krizi olarak ifade edilmişti.

4.1.3. Şubat 2001 Krizi:

1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri sonrasında, dünya ekonomisi tekrar canlanmaya başlamış ve sanayileşmiş ülkeler 2000 yılı ilk yarısında en yüksek büyüme hızlarına ulaşmışlardı. Ancak, yılın son çeyreğinde ABD’de başlayan ekonomik durgunluk 2001 yılında tüm ülkeleri olumsuz etkilemişti. ABD’de 2000 yılı içinde uygulanan sıkı para politikası ve yükselen petrol fiyatlarının yanı sıra menkul kıymet fiyatlarındaki hızlı düşüş ekonomide daralmayı da beraberinde getirmişti. 2001 yılında dünya ekonomisinde başlayan yavaşlama süreci, ABD’de meydana gelen “11 Eylül Terörist Saldırıları” nedeniyle daha da derinleşmiş ve son on yılın en düşük büyüme oranına sebebiyet vermişti.

Sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik durgunluk, dış ticaret, finansman imkanları ve yabancı sermaye yatırımlarında da daralmaya yol açarak hızla dünyaya yayılmıştı. Dünya ekonomisindeki durgunluk nedeniyle, başta ham petrol olmak üzere temel mal fiyatlarında düşüş gözlenmiş ve merkez bankaları, durgunluktan çıkış için para politikalarını önemli ölçüde gevşetmişlerdir. ABD Merkez Bankası (FED), faiz oranlarını 2001 yılı içinde 11 kez düşürerek, referans faiz oranını yüzde 1.75’e kadar indirmiştir.

Bankalardaki portföy kayıplarından ve likidite problemlerinden kaynaklanan Kasım 2000 krizi Türk ekonomisinde derin izler bırakmış ve tüm bankacılık sisteminde güven kaybına yol açmıştı. Kasım 2000 krizinde meydana gelen ekonomik istikrarsızlıklara yanlış çözüm yolları ile yaklaşılması ve krizden sonraki dönemde de bu durumun devam etmesi Türkiye ekonomisinin Şubat 2001 krizine sürüklenmesine sebep olmuştu.¹⁵⁸

Şubat 2001 Krizi; finansal yapıdaki zayıflık, uluslararası portföy yatırımlarının döviz kompozisyonu, vade süresi, yurtiçi kredilerin maliyeti ve dağıtımına kadar birçok konuyu kapsamaktaydı. Bunun yanı sıra banka bilançolarının aktif ve pasif tarafında alışıktırılmayan risklerle karşılaşılması bankaların açık pozisyonları-

158 http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf masaüstü: krizler_yukseler

nın bu döneme rastlaması bankaların finansal yapılarındaki kırıl-ganlığı arttırmıştı. Ayrıca kamu bankalarının yaklaşık 25 milyar dolar tutan borçlarının kamuya devredilmesi piyasalar üzerindeki baskının artmasına neden olmuştu. Bankaların içinde bulunduğu likidite sıkıntısı interbank piyasasında faizlerin aşırı yükselmesine ve faiz üzerindeki baskının artmasına yol açmıştı. Şubat ayı başla-rında Net İç Varlıklar azalma eğilimi içerisine girmiş ve durgun-luk ortamında parasal taban daralmıştı.

Bu ortamda; 19 Şubatta Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ve Bülent Ecevit arasında yaşanan bir tartışma sonucunda bu olum-suzluklara siyasi istikrarsızlık da eklenmişti. Bunun sonucunda fi-nansal kriz derinleşmiş ve döviz krizi de bu sürece eklenmişti.

21 Şubatta kamu bankalarının açıkları için Merkez Bankasının borcunu ödemeyen bankalara borç vererek, ödemeler sisteminin tıkanmasını önler, anlayışı zamanında uygulanmamıştır. Merkez Bankasının bu tutumu ekonomide oldukça önemli bir olumsuzluk yaratmıştır. Bu durumda sistem açık vermiş ve faizler yükselmiş-tir. Nitekim 21 Şubat ayında %5000'e ulaşan gecelik faiz oranları kaydedilmiştir. Büyük ölçüde zayıflamış olan bankacılık sistemi, bankalar arası ödemeler sisteminin durmasından dolayı bir çöküş-le karşı karşıya kalmıştır. Ekonomik risklerin artması sonucun-da, uygulanmakta olan sabit döviz kurundan vazgeçilerek Şubat 2001'de dalgalı döviz kuruna geçilmiştir. 2001 yılı Şubat ayında dalgalı kur rejimine geçerek %50 devalüasyon¹⁵⁹ yapan hükümet dış ticaret açığına çözüm getirmeyi hedeflemişti. Faiz oranları hızla düşmüş, üretim ve yurtiçi talep artmaya başlamış, enflasyon yavaşlamıştı. Ancak fiyat artışlarının belirlenen orandan daha yüksek seyretmesi, yurt içi talebin hızla genişlemesi, enerji fiyatla-rındaki artışlar ve TL'nin aşırı değerlenmesi dış ödeme açıklarında artışa yol açmıştı. Özellikle ithalatı aşırı biçimde arttırarak, yıllık dış ticaret açığını yükseltmişti. Bu gelişmeler, kur rejiminin sürdürülebilirliği ve cari işlemler açığının finansmanı konusunda tered-dütlere yol açmıştı. Özellikle özelleştirmenin yavaş yürütülmesi,

159 Devalüasyon: değer düşürme

siyasal belirsizlikler, uluslararası sermayenin yeni gelişen piyasalara duyduğu kuşkular nedeniyle, 2000 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye'ye giren yabancı sermaye önemli ölçüde azalmıştı.

Dış sermaye girişlerinin azalması, likidite artış hızını da yavaşlatmıştı. Likidite pozisyonunun sıkılaşması ise, kısa süreli faizlerin yükselmesine neden olmuştu. Faiz artışları ise, bankacılık sektöründe olumsuz etkilere yol açmıştı. Faiz artışları, yabancı yatırımcılar açısından bu sürecin sürdürülebilirliğine karşı endişe yaratmıştı. 2000 yılı ikinci yarısında kısa süreli faizlerdeki artışlar, bono ve tahvil fiyatlarında şiddetli düşüşlere yol açmıştı. Yabancı yatırımcıların fonlarını dışarıya çıkartmaya başlamaları ile, Merkez Bankası ciddi miktarda döviz satışı gerçekleştirmiş ve döviz rezervlerinde önemli azalmalar meydana gelmişti. Böylece 2000 yılı kasım ayında, ekonomide panik havası, krize dönüşmüştü.

Kasım 2000 de başlayan ve Şubat 2001'de devam eden kriz, bankacılık sektörünü çok olumsuz etkilemişti. Bankalar, Kasım krizindeki faiz artışından çok olumsuz etkilenmişler, Şubat krizinde de hem faizlerden, hem de TL'nin değer kaybından büyük zararlara uğramışlardır.

Ekonomide yaşanan krizler, ortaya çıkan faiz artışları, enflasyon, devalüasyon ve kur dalgalanmaları, ekonominin reel kesimlerinde çok olumsuz sonuçlar doğurmuştu. Yüksek faizlerden reel ekonomiye kaynak aktarımı neredeyse durmuş, ekonomide yatırım ortamı kaybolmuştur. İç talepteki daralmalar ve döviz üzerinden borçlanan firmaların TL olarak borçlarındaki artışlar, birçok yurtiçi firmayı iflasın eşiğine getirmiştir.

Şubat 2001 krizinden sonra enflasyonu düşürmeye ve istikrarı sağlamaya yönelik olarak Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adlı yeni bir program hazırlanmış ve IMF ile yeniden antlaşmaya gidilmiştir.

Güçlü ekonomiye geçiş programının genel stratejisi üç aşamadan oluşmaktaydı (Hazine Müsteşarlığı, 2001:1):

- I. Birinci aşamada bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizlik azaltılacaktı,
- II. İkinci aşamada özellikle faiz ve döviz kurunun belirli bir istikrar kazanması sağlanacaktı,
- III. Üçüncü aşamada makro ekonomik dengeler tesis edilerek ekonomide yılın ikinci yarısından itibaren istikrarlı bir büyüme sağlanacaktı.

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak Tasarruf Mevduatı Sigorta Fon'una devredilen bankaların sermaye yapıları güçlendirilmiş, devlet bankalarının görev zararları piyasa faizini taşıyan devlet tahvilleriyle ödenmiştir. Özel bankalarında sermaye yeterlilik oranları yeniden sağlanıncaya kadar temettü ödemeleri ertelenmiş, sermaye artırımına gitmeleri zorunluluğu getirilmiştir (Borataş, vd.2001: 17). Yeni ekonomik programın en önemli özelliklerinden birisi, uygulanan kur sistemi ile ilgili olduğuydu. Yeni sistem, değişken kur uygulamasına dayanmaktaydı. Önemli bir dalgalanma olmadıkça, Merkez Bankası piyasaya müdahale etmekten kaçınacaktı. Önceki mali krizin büyük ölçüde kurların döviz sepeti gibi sabit bir partiye bağlanmış olmasından kaynaklandığı düşünülürse, bu değişikliğin önemi daha iyi anlaşılmaktaydı (Borataş, vd. 2001: 21).

Bu temel ilkeler çerçevesinde; bankacılık sektöründe hızlı ve kapsamlı bir yapılandırma, kamu finansman dengesini kalıcı bir şekilde güçlendirme ve enflasyona karşı kararlı bir mücadele ön görülmüştü.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde; 2001 krizinin 2000 krizi sürecinde izlenen hatalı ekonomi politikaları sonucunda ortaya çıkan bir kriz olduğunu ve içsel dinamiklerden kaynaklanan bir süreç olduğunu belirtebiliriz.

4.1.4. 2008 Krizi:

2007 yılı Ağustos ayında ABD konut piyasasındaki “subprime mortgage-ipotekli konut” kredilerinin tetiklemesi ile başlayan Küresel Kriz, 2008 yılı Eylül ayında başta ABD’de olmak üzere büyük mali kuruluşların iflas etmesi sonucunda gittikçe derinleşmişti. Aslında Mortgage (konut) krizi olarak da adlandırılan 2008 küresel krizinin arka planında, 2002 yılı sonunda FED’in (Amerikan Merkez Bankası) kısa vadeli faiz oranını %1’e çekmesi ve düşük faizlere güvenilip bankalar tarafından tüketicilere yaygın ipotekli ev kredisi açılması yatmaktadır.

Finansal krizden önce Türkiye’de reel kesimde bir duraklama başlamış, GSYİH büyüme hızı 2007’de %4,5’a düşmüştü. Tarımdaki şiddetli gerilemeyi (% -7,3), imalat sanayisindeki ve inşaat sanayisindeki yavaşlama (sırasıyla %5,4 ve %5) tamamlayınca, GSYİH’deki artış 2002 yılında gerçekleşen büyüme oranının da altına inmişti.¹⁶⁰ 2008 küresel krizi Türkiye’yi de birçok gelişmekte olan ülkeyi olduğu gibi büyük oranlarda etkilemişti.

2008 yılı ikinci yarısında, krizin etkilerini hafifletmek amacıyla sanayileşmiş ülkeler para politikalarını hızla gevşetmişler, ekonomiyi canlandırma paketlerini devreye sokmuşlardı. Ancak, 2008 yılı son çeyreğinde ve 2009 yılı ilk çeyreğinde, dünya genelinde, özellikle imalat sanayi üretim ve dış ticaret büyük ölçüde gerilemiş, istihdam daralmış ve temel mal fiyatları hızla düşmüştü.

Küresel krizde; temel mal fiyatlarındaki hızlı düşüş, finansal varlıkların değer kaybı ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki gerileme, ekonomide ciddi sarsıntı oluşturmuştu. Uluslararası piyasalarda temel hammadde fiyatları büyük bir yükselme göstermişti. Özellikle ham petrol fiyatları 2008 yılı Temmuz ayında ortalama 126 dolar/varile ulaşarak tarihi zirve yapmıştı. Temel mal fiyatlarındaki bu yükselişte, ABD dolarının uluslararası piyasalarda 2008 yılı ilk yarısında önemli ölçüde değer kaybetmesi yanısıra bazı finans kuruluşlarının finansal piyasalar-

160 http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?tb_id=22&ust_id=7, Erişim Tarihi: 06.03.2009

da uğradıkları zararları mal piyasalarında telafi etme çabaları da etkili olmuştur.

Türkiye Ekonomisi 2009 yılında enflasyonda düşüş yaşamıştır. Küresel kriz döneminde iç talebin yanı sıra dış talebinde büyük ölçüde daralması, uluslararası temel mal fiyatlarındaki hızlı gerileme ve bazı ürünler üzerindeki dolaylı vergilerin indirilmesi, farklılaşmada etkili olmuştur. Bu kriz döneminde faiz oranları çok kısa süreli bir yükseliş gösterdikten sonra tekrar düşüş eğilimine girerek kriz öncesi dönemin altına inmiştir. Bu gelişmede Merkez Bankasının kısa vadeli faiz politikası ve bankaların portföy tercihleri etkili olmuştur.

Küresel krizin üretim ve istihdam üzerindeki olumsuz etkisinin belirginleşmesi ile birlikte, T.C. Merkez Bankası Kasım ayından itibaren hızlı bir faiz indirim sürecini başlatmıştı. Bu dönemde üretim ve tüketimdeki gerileme kredi talebini olumsuz etkilerken, bankalar da risk nedeniyle kredi açmakta isteksiz davranmışlar ve açtıkları kredilerde düşüş gözlenmişti. Bankalar kredi portföyleri yerine hazine kağıdı portföylerini artırmayı tercih etmişlerdi. Kamu maliyesindeki bozulmanın etkisiyle, Hazinesinin borçlanma oranı yükselmişti.

Türkiye’de 2008 yılı son çeyreğinde, krizin derinleşmesi ve mahalli idare seçimlerinin yaklaşmasıyla birlikte, vergi / faiz dışı harcama oranında gerileme gerçekleşmişti. Maliye politikası gevşetilmişti. Ekonomideki daralmayı sınırlandırmak amacıyla, bazı vergilerde indirim yapılmıştı. Küresel krize karşı, başta Merkez Bankası olmak üzere BDDK ve Eximbank tarafından likidite ve kredi desteğine yönelik önlemler alınmıştı.

Kamu maliyesi alanında alınan temel önlemler:

I. Yurtdışındaki varlıkları yurtiçine getirmeyi teşvik amaçlı vergi indirim ve muafiyetleri içeren “Varlık Barışı Yasası” yürürlüğe konulmuştu.

II. Hisse senedi kazançlarında yerli yatırımcıya uygulanan stopaj yüzde 10’dan sıfıra indirilmişti.

III. KOBİ'lerin banka kredilerine erişimini kolaylaştırmak amacıyla, kredi garanti fonuna hazine'nin ek kaynak sağlaması kararlaştırılmıştı.

IV. Üç aylık bir dönem için, motorlu taşıtlar üzerindeki ÖTV oranları motor hacmine göre farklı oranlarda düşürülmüştü.

4.1.5. Krizlerin Genel Özellikleri:

Türkiye'de yaşanmış olan ekonomik krizlerin temel ortak noktaları bir finansal kriz niteliği taşımalarıdır. 1994 krizinde yaşanmış olan finansal gerileme, Kasım 2000'de likidite krizi, Şubat 2001'de döviz kuru sorunu ve 2008 küresel krizi

sonucunda oluşan ekonomik istikrarsızlıkların altında finansal sorunlar yatmaktaydı. Ayrıca son 15 yıllık dönem içerisinde yaşanmış olan dört önemli kriz, sürdürülebilir kalkınma ve ekonomik büyüme hedeflerinin alt üst olmasına neden olmuştu.

2008 Küresel krizi haricinde Türkiye'de yaşanmış olan ekonomik krizlere IMF (Uluslararası Para Fonu) ile yapılan stand-by anlaşmaları her zaman çözüm yolu olarak görülmüştü. Stand-by anlaşmaları sonucunda yapılan istikrar programları uygulamaya konulduğu anda olumlu sonuçlar verirken belirli bir süre sonra yeni bir krize yol açacak kadar ekonomik istikrarsızlıklara sebep olmuştu. Bu krizlerin hepsinin Türkiye üzerindeki olumsuz etkileri büyük olmakla birlikte, izlenen politikalarındaki belirsizlikler bu krizlerin etkilerini arttırmıştı.

Son 15 yıllık periyodun analizi yapıldığında, 2008 küresel kriziyle, 1994–2000–2001 krizleri arasında büyük farklılıklar söz konusuydu. Bu farklılıkların başında 2008 küresel krizinin dışsal dinamiklerden kaynaklanması diğer krizlerin ise içsel dinamiklerden kaynaklanması gelmekteydi. 2008 Kriziyle birlikte küresel çapta daralan reel pazarlar, uluslararası finans sektöründe yaşanan ve başta Lehman Brothers, AIG gibi uluslararası büyük finans kuruluşlarının iflasıyla sonuçlanmıştı. Mortgage (Konut) krizi olarak da adlandırılan 2008 küresel krizinin temel yanlışlı üretim refleksinin tüketim refleksinden daha yüksek seviyelerde olması ve

tüketimin doyum noktasına ulaşmış olmasıydı. 1994, 2000 ve 2001 krizlerinde ise durum 2008 küresel krizinden daha farklı bir süreç izlemekteydi. Bu dönemlerde Türkiye ekonomisini krize sürükleyen etkenler genellikle içsel olmakla beraber, 1994, 2000 ve 2001 krizleri; siyasal istikrarsızlıklar, ekonomi politikalarının uygulanmasındaki belirsizlikler, 1980'lere kadar izlenen otarşik politikalar çerçevesinde ekonominin çok uzun süreler boyunca dışa kapalı bir yapı sergilemesi sonucu oluşan döviz krizleriydi.

4.1.6. 1994 ve 2001 Krizlerinin Ortak Özelliği:

Daraltıcı maliye politikasının uygulanmasıdır. Finansman maliyetlerindeki yükselmeyi telafi etmek için, kamu gelirlerini arttırıcı önlemlerin yanı sıra, faiz dışı harcamalarda da kısıntıya gidilmiştir. Kamu kesiminde borçlanmanın sürdürülebilirliğini sağlamak ve piyasalara güven verebilmek için faiz dışı fazla politikası kararlılıkla sürdürülmüştür.

Kamu Açıkları ve İç Borçlanma olarak kamu açıkları makro ekonomik dengelerinin bozulmasının hem nedeni hem de sonucuydu. Artan kamu açıkları, devletin iç ve dış borç stokunu büyütmede, faiz oranlarının çok yüksek seviyelere seyretmesine neden olmaktaydı, reel kesimin daralmasına ve finansal kesimin suni bir şekilde büyümesine yol açmakta ve enflasyonist sürecin hızlanmasında önemli rol oynamaktaydı (Dönek 1999, s. 41).¹⁶¹

Kamu açıklarının bu duruma gelmesinin ardında yatan nedenler; etkin bir vergi sisteminin olmayışı, kamunun harcama disiplininin yetersiz oluşu, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, sermaye birikiminin düşük olması, kamusal fonların finansman açıkları gibi ekonominin yapısal sorunları yer almaktaydı (Dönek, 1999, s.41).

Yüksek kamu açıklarının yanı sıra 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyici olması yurt içi mali piyasalar üzerinde dalgalı yüksek enflasyonla birlikte nominal ve reel faiz oranlarının artmasına neden olmuştu.

Bu durum, 1994 sonrasında devlet iç borç senetlerinin (DİBS)

161 Masaüstü huyla ardıc.pdf

faiz yükünün artması ve iç borç stokunun hızla yükselmesi sonucunu doğurmuştur.

Enflasyon olarak, Türkiye’de yüksek ve kronik enflasyonun yarattığı bir sonuç döviz ikamesiydi.¹⁶² Nitekim Türkiye’de 1985 yılı sonrasında döviz ikamesi (Döviz Tevdiat Hesabı / M2Y) enflasyonla birlikte artış göstermişti. 1994 yılı sonrasında enflasyonda yaşanan azalışla birlikte, enflasyonun sabit kaldığı dönemlerde artış yaşanmış ve 2001 yılında enflasyonun artmasıyla birlikte döviz ikamesi de artmıştır. Enflasyonun ardında yatan temel faktörün kronik bütçe açıkları ve bunun bir sonucu olan kamu borç stoku olduğu konusunda iktisatçılar arasında bir görüş birliği oluşmuştur (Demir, 2003, s. 88).

Bankacılık sektörü olarak; Akyüz ve Boratav (2002, s.25)’e göre, bankaların hazine kağıtlarını finanse edebilmeleri için büyük açık pozisyonlar oluşturdıklarını ve bunun Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi sırasında TL’na karşı yapılsaldırıda önemli bir rol oynadığını açıklamışlardır.

Bulutoğlu (2002, s.356) Türkiye’de 1994 ve 2000-2001’de yaşanan krizleri Mundell’in bağdaşmaz üçlü kuralının¹⁶³ göz ardı edilmesinin örnekleri olarak değerlendirmiştir. 1994 Krizinde sermaye giriş ve çıkışı serbest olduğu birekonomide, bütçe açığının para basılarak kapatılmaya çalışması sonucunda aşırı artan likidite, ithalatı arttırmış, iç talebi uyatarak ihracatı azaltmış ve ticaret açığının büyümesine yol açmıştı.

162 Para ikamesi ve enflasyon arasındaki ilişkiyi destekleyen çalışmalar arasında Selçuk(1994), Özkaramete (1996), Yamak (1997), yer almaktadır. Bunun yanı sıra Türkiye’de enflasyonun para ikamesi üzerindeki etkisinin istatistiki olarak önemli olmadığına ilişkin bir sonuçta IMF tarafından yapılan bir araştırmada (Scacciavillani, 1995) bulunmuştur.

163 Mundell’in ortaya attığı bağdaşmaz üçlü teoreminde, para politikası, esnek kur sistemi, ve yabancı sermayenin serbestçe giriş çıkışının aynı zamanda bir makro ekonomik politikada uygulanamayacağını, ancak ikiye ikiye uygulanabileceğini belirtir. Faiz düşürmek için piyasaya para pompalanırsa içerdeki sermaye yurt dışına akmakta ve faiz yine uluslar arası düzeye gelmektedir. Dolayısıyla, para politikası etkisizleşmektedir (Bulutoğlu, 2002, s. 356).

4.1.7. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin Ortak Özelliği:

İzlenilen döviz kuru politikasının inandırıcı bir atmosferde uygulamaya konulamaması,

Etkin denetimi yapılmayan bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışları,

2000 yılında uygulamaya konulan dezenflasyon programının sağlam bir zemine oturtulmaması,

1990'lı yıllarda dış ödemeler dengesinde giderek artan öneme sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsız bir zemin oluşturması.

4.1.8 2008 Krizinin 1994 ve 2001 Krizlerinden Farkı:

Türkiye'nin 2008 küresel krizi bankacılık sistemi üzerinden değil, reel sektörün üretim, ithalat finansmanı ve işsizlik sorunları aracılığıyla yaşamıştı.¹⁶⁴ 2008 krizinin Türkiye'ye yansımaları 2001 ve 1994 krizlerinde olduğu üzere “bir defalık ve ani bir çöküş” biçiminde değil, “zamana yayılmış ve uzun süreli bir durgunluk” şeklinde yaşanmıştır. 2001 Krizi yine sıcak paraya dayalı büyümenin eşliğinde, finans kesiminin eksik denetimi altında bankaların aşırı risk taşıması sonucunda bilançolarının aniden bozulmasıyla ortaya çıkmıştı. Bankacılık kesiminin açık pozisyonlarının artması sürecinde finansal kırılganlık derinleşmiş, sonuçta döviz kurunun birden pahalılaşması bankaları ödeme güçlüğü içine sokmuş ve bu ekonomiler bir likidite ve döviz krizine sürüklenmişlerdi.

Özellikle 2003 sonrası dönemde Türkiye'nin uluslararası ekonomiyle olan ilişkileri bankacılık kesiminden ziyade, reel üretici şirketler ile olmuştu. Bu süreç içinde reel sektörün dış borçlarının hızla artması ve ekonomik faaliyetlerini sürdürebilmek için de aşırı derecede ithalat ve dış borçlanma bağımlılığı içine sürüklenmesi kaçınılmaz olmuştu. Bu süreçte, Türkiye'de reel sektör şirketlerinde iflasların artması, işsizliğin artması ve ithalat hacminin durgunluğa bağlı olarak daralması yaşanmıştı. 1994 krizinde, kamu

164 Mustafa Sönmez 101 soruda Küresel Kriz ve Türkiye

sektörü aşırı harcama işine girmiş ve bütçe açıklarının neredeyse tümüyle Merkez Bankası kaynaklarından, kısa vadeli avans yoluyla para basarak karşılanması sonucu kriz ortaya çıkmış ve yüksek enflasyonla birlikte sıcak paranın çıkışı önemli bankaların çökmesine yol açmıştı. 2001 Krizi de yine sıcak paraya dayalı büyümenin eşliğinde, finans kesiminin eksik denetimi altında bankaların aşırı risk taşıması sonucunda bilançolarının aniden bozulmasıyla ortaya çıkmıştı. Döviz kurunun da birdenbire pahalılaşması bankaları ödeme güclüğü içine sokmuş ve likidite ve döviz krizine sürüklenmişlerdi.

4.2. Türkiye’de Döviz Kuru Politikaları: 1994–2001–2008 Dönemi

1994 yılında uygulamaya başlanan istikrar programı çerçevesinde, kur politikasının, enflasyonun düşürülmesinde kullanılması öngörülmüştü. 1995 yılı başında IMF (Uluslararası Para Fonu) ile bir stand-by antlaşması imzalanmış ve yapılan antlaşma çerçevesinde, 1 ABD Doları ve 1,5 Alman Markı olarak tanımlanan kur sepetinin aylık değerinin, öngörülen enflasyon oranları kadar artırılması kararı alınmıştı.

2001 yılında, kırılgan olan finansal piyasalarda likidite krizinin oluşmasıyla, Merkez Bankası serbest kur rejimini başlatmıştı. Ancak, Türkiye’de serbest dalgalanan kur rejimine planlı bir geçiş olmaması ve döviz hücum sonrasında çok sancılı bir süreçten geçilmişti. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile ülke ekonomisinin krizden çıkmasına yönelik önlemler alınmıştı. Programla uygulanacak kur politikasının özellikleri, kur sepetinin bir yıl süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanması ve kur sepetinin 1 dolar +0,77 Euro olarak devam ettirilmesi idi.

2008 yılında kur politikasında, Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştı. 2009 yılında da enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edilmişti.¹⁶⁵

165 <http://www.ekodialog.com/Makaleler/turkiyede-doviz-kuru-politikalari.html>

4.2.1. Dalgalı Kur Sistemi¹⁶⁶:

Dalgalı kurlar, piyasa dengeleri tarafından belirlenmemektedirler. Bunun yerine vadeli varlık piyasalarında, bu varlıkların gelecekteki fiyatları ile diğer varlıkların beklenen değerleri arasındaki karmaşık ilişkiler neticesinde oluşmaktadır. Mundell (1963)¹⁶⁷ dalgalı döviz kuru altındaki para politikasının etkili, fakat maliye politikasının etkisiz olduğunu belirtmiştir. Dalgalı bir döviz kuru, Merkez Bankası döviz kuruna müdahale etmekten vazgeçtiği için piyasa tarafından belirlenir. Bu durumda maliye politikası etkisizdir. Dalgalı döviz kuru altında para politikası; dış sermaye akımları ve daha zayıf bir döviz kurundan kaynaklanan para arzını genişletir, düşük faiz oranlarını yükseltir ki artan net ihracat aracılığıyla ekonomiyi geliştirmeye başlatır.

2001 Krizinin doğma sebebi, hem Türk lirasına hem de dövize olan talebin hızla artması, fakat bu artan likidite talebinin piyasa tarafından karşılanamaması sonucunda faiz ve kurların artmasıydı. Bankacılık sisteminde fon talebinde bulunan bankaların prensibi; bankaların fonlama riski yüksek, yabancı kaynağın likidite riski düşük düzeyde olmasıydı. Fakat Türkiye’de bankaların hem fonlama hem de likidite risklerinin yüksek olması nedeniyle bankacılık sektörü sorun yaşamıştı. 2001 krizi başında bankaların likidite talepleri hem döviz cinsinden hem de Türk lirası cinsinden artmıştı. Normal şartlarda bir bankanın dövizde kısa pozisyonda (döviz yükümlülüklerine göre döviz varlıklarının yetersiz olması), Türk lirasında ise uzun pozisyonda (Türk lirası varlığının fazla olması) olması gerekmektedir. Ya da tam tersi durumda Türk lirasında kısa, dövizde ise uzun pozisyonda olmalıydı. Ancak Türkiye ekonomisinde 2001 yılında bankalar hem dövizde hem de Türk lirasında kısa pozisyonda olmuşlardı. Bu nedenle Türk lirasına ihti-

166 <http://www.belgeler.com/blg/16qv/dalgali-dviz-kuru-sistemi-ve-trkiye-de-dalgali-dviz-kuru-uygulamasi-floating-exchange-rate-system-and-application-of-floating-exchange-rate-in-turkey>

167 Robert A. Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, Canadian Journal of Economics 29, 1963, s. 475- 485.

yaç duyduklarında döviz satarak bu ihtiyaçlarını gidermek gibi bir şansları yoktu. Kasım krizi sırasında TCMB bankaların ihtiyaçları doğrultusunda döviz veya Türk lirası verip dengeyi sağladı. Bankaların likidite taleplerinin artmasının diğer bir nedeni de kriz esnasında yabancı bankaların vermiş oldukları borçlara teminat olarak gösterilen Devlet İç Borçlanma Senetlerini (DİBS) tanımayıp verdikleri borçları geri istemeleri sonucunu doğmuştu. Türkiye gibi finansal piyasaları gelişmemiş olan ülkelerde, fon ihtiyacı olanların ya kısa vadeli olmak şartıyla yerel para cinsinden, ya da döviz karşılığında borçlanmak zorunda kalmaları, bankaların ve şirketlerin Şubat 2001 krizinde yüksek kur riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olmuştu.

Türkiye’de Şubat 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan dalgalı kur sistemine geçilmesinin ardından, Merkez Bankası döviz kurlarında her iki yönde de aşırı oynaklık olduğunda, piyasalara doğrudan alım ve satım yoluyla müdahalede bulunmuştu. Teorik olarak, serbest dalgalı kur sisteminde hiçbir otoriter müdahalenin yapılmadığı yer almış olsa da, günümüzde dalgalı kur sistemini en serbest uygulayan ülkelerde bile aşırı oynaklık sonucunda müdahalelere rastlanmaktadır. Bunun nedeni, merkezkaç kanunundaki gibi belirli bir seviyeden aşırı şekilde aşağı ve yukarı sapan oynaklığın açacağı sorunlardan çekinme, başka bir deyişle “dalgalanmadan korkma”dır.¹⁶⁸

Dalgalı Kur Rejiminin Avantajları ise dışsal / reel şoklara karşı dirençli olmasıdır. Kur tamamen serbest olduğu için etkin işleyen bir döviz piyasasında kurlar yeni oluşan durumlara ve özellikle de şoklara hızla ve tam olarak uyum sağlamıştır.¹⁶⁹ Dalgalı kur rejimlerinin bir diğer avantajı dış ticarete kurun değerlendirilmesine bağlı bir rekabet kaybının yaşanmaması, dolayısıyla ödemeler dengesi açısından bir sorun ortaya çıkmamasıdır. Ayrıca, kur istikrarı bir hedef olarak alınmadığı için merkez bankasının daha etkin bir para politikası yürütme şansı bulunmuştur.

168 Krz(4) : masaüstü

169 <http://bnbrestt.blogcu.com/dalgali-kur-nedir-avantajlari-dezavantajlari/3592769>

Dalgalı Kur rejiminin dezavantajları ise;

I. İthal Enflasyon: Serbest kur politikasında dış ülkelerdeki enflasyon kur yoluyla ithal edilir.

II. Ticari ve Finansal İşlemleri Azaltabilir: Serbest kura bağlı olarak hem risk, hem de ekonomideki birimlerin risk algısı artacaktır. Bu nedenle risk primleri yükselir ve hem ticari hem de finansal işlemlerde azalış olabilir.

III. Kur Riskine Bağlı Tahribat: Serbest kura geçildiğinde açık pozisyonda bulunan firma ve bankalar kurun olası bir yükselmesinde büyük ölçüde zarar görürler.

Günümüzde Türkiye’de Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşması politikasını izlemektedir.¹⁷⁰

Dalgalı kura geçişin ilk maliyeti çok acı bir biçimde ödenmiştir. Dalgalı kur sistemi ile yaşamının maliyetini birtakım kesimler ve sektörler yüklenmeye devam edeceklerdir. Bu maliyet, enflasyonsuz ya da düşük enflasyonla yaşamının maliyetidir. Enflasyon yaratarak ekonomik sorunlara çözüm arama alışkanlığından vazgeçilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, başlanılan yere geri dönülür.

4.2.2. Dalgalı Kur ve Para Politikası¹⁷¹:

Para politikasının bir yandan doğrudan reel iç talebi etkilemesi, diğer yandan fiyatlar genel seviyesinde beklenmeyen değişikliklerin ekonomik aktörler arasında küçümsenemeyecek servet ve gelir aktarmalarına yol açması açısından çok kritik öneme sahip. Friedman’ın ilk önerisi para arzı değişme hızının kurala bağlanmasıdır. İktisat literatüründe para arzından kastedilen ekonomiyeye para otoritesi tarafından zikredilen döviz miktarıydı. Friedman’a atfen verilen ünlü örnek, fiili konjonktürden bağımsız şekilde para arzının yılda % 3 attırılması şeklinde bir kuralın, ekonominin orta-

170 <http://ttosunoglu.home.anadolu.edu.tr/doviz.pdf> masaüstü- döviz

171 0404_kural masaüstü:

lama büyüme hızı % 2 ise, uzun dönemde % 1 enflasyon anlamına geleceğiydi. Ancak, kuralın işlemesi için reel milli gelirde ve fiyat düzeyinde küçük değişimler olurken iktisat literatüründe paranın dolaşım hızı adı da verilen genel para talebinin istikrarlı seyretmesi, yani bir dönem içinde vazedilen parasal kuralı anlamsızlaştıracak değişim göstermemesi gerekmektedir. Para talebinde uzun dönemde ortaya çıkabilecek değişimi bir eğilim üstünden öngörmek ve bunu kurala dahil etmek mümkündür; ancak para talebinde kısa vadeli volatilité kuralın geçerliliğine gölge düşürecek. Ampirik çalışmalar para talebindeki kısa dönem volatilitésinin para arzını kullanan bir parasal kuralın amaçlanan sonuçları temin etmesini engelleyecek düzeylerde seyrettiğini göstermiştir

Bu noktada, para otoritesi tarafından belirlenen para arzı fiilen bağımsız değil bağımlı bir değişkendir. Fiili ekonomilerde neden-sellik para talebinden para arzına gitmektedir: para talebi artınca para otoritesine rağmen para arzı da artabilmekte, para talebindeki düşüşler ise gene para otoritesinin bütün tersine çabalarına rağmen para arzının daralması ile sonuçlanabilmektedir.

Türkiye’de Şubat 2001’de kur çapasının terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmesi, bilahare Merkez Bankasına hukuki özerklik verilmesi ve 2002 yılından itibaren hükümet tarafından bağlayıcı enflasyon hedefleri belirlenmesi Türkiye’nin makroekonomik politika ortamında radikal bir dönüşüme tekabül etmekteydi. Enflasyonla mücadele programı çerçevesinde maliye politikasının yüksek faiz-dışı fazla hedefleri aracılığı ile sıkılması, para politikasının ekonomik konjonktürdeki rol ve etkinliğinde önemli bir artış anlamına gelmektedir.

4.2.3. 2000 Kasım–2001 Krizi Ve Dalgalı Kur Sistemine Geçiş¹⁷²:

2000 yılı programı enflasyonun kronikleşmiş yapısı ve enflasyonist beklentilerin kırılmasının güçlüğü dikkate alınarak, kurun nominal çıpa olarak kullanıldığı ve kur artışının ancak enflasyon oranında gerçekleşeceğini öngören bir programdı. IMF destekli olarak uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının piyasalardaki ilk etkisi faiz oranlarında düşme şeklinde kendini göstermişti. Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni kurun çıpaya bağlanması nedeniyle düşük kurla dış borçlanmanın avantajlı olmasıydı. İç borcun dış borçla ikamesi faizleri düşürmüştü. Ancak, faizlerdeki düşüş kriz sinyallerinin ilk habercisi olmuştu.

İthalatın düşük döviz kuru nedeniyle artması ve ihracatın düşük kur nedeniyle düşmesi, cari işlemler dengesinin hızla bozulmasına neden olmuştu. Türkiye’deki bankacılık sistemi de krizi teşvik eden faktörlerden biri olmuştu. Bankalar düşük kurdan uluslararası piyasalardan düşük maliyetle borçlanmışlar, içerde bu paraları yüksek faizli kamu kâğıtlarına yatırmışlardı. Bankalar bütün bu işlemlere kur riskine karşı koruma almadan girişmişlerdi.

19 Şubat 2001’de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışma hassas olan piyasaları alt üst ederek döviz krizini başlatmıştı. Kasım’da TL’de pozisyonlarını koruyan insanlar da dövizze hücum edince kur üzerindeki baskı artmıştı. Merkez Bankası, rezervleri eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiş, ancak 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çıpasını yürürlükten kaldırıp dalgalı kura geçmek zorunda kalmıştı. TCMB bu müdahaleden sonra 5 milyar doların üzerinde rezerv kaybetmişti. Türk Lirası’nın devalüe edilmesi bankaların açık pozisyonlarını yükselterek finans sektöründe kırılanlığın artmasına ve reel sektöre açılan kredilerde kısıtlamaya yol açmıştı. Böylece hem finansal sektör hem reel sektör krizden büyük ölçüde zarar görmüştü (Güloğlu, 2001: 7).

¹⁷²http://kutuphane.ksu.edu.tr/e-tez/sbe/T00628/sait_kocak_tez.pdfmasaüstüsaite_kocak_tez

4.2.4. 2002 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikası:

Bu dönemde sabit bir kur rejimi uygulanmamasının esas nedeni ise, yıllardır giderek bozulan iktisadi temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yöneltmiş ve dolayısıyla döviz kuru, karar alınırken dikkate alınan önemli bir değişken haline gelmişti.

Ücretlerin ve fiyatların yabancı para birimlerine endekslendiği, hatta kimi zaman yabancı para birimleri cinsinden belirlendiği, tasarrufların önemli bir kısmının yabancı para birimleri cinsinden tutulduğu, bîlânçoların varlık ya da yükümlülük tarafından yabancı para birimi cinsinden kalemlerin önemli bir paya sahip olduğu bir ekonomik yapı, sürdürülebilir bir ekonomik yapı değildi. Çünkü krizlere karşı son derece hassas bir yapı anlamına gelmekteydi ve bu durumun değişmesi gerekmektedir.

İktisadi temellerdeki düzelme ve yapısal reformlar bu yapıyı değiştirmenin önkoşuluydu. 2002 yılında da uygulamaya devam edilen dalgalı kur rejimi, bu yapının değişmesine yardımcı olmuştu. 2002 yılında, tıpkı 2001 Ağustos ayından itibaren olduğu gibi, Merkez Bankası müdahaleleri en alt düzeyde tutuldu. Merkez Bankası sadece aşırı oynamalara müdahale etmişti. Türk Lirası faiz oranı üzerinden vadeli işlem yapılacak bir piyasanın da oluşturulmasının yararlı olacağı düşünülmekteydi. Tüm bu düzenlemelerle, dalgalı döviz kuru rejiminin daha sağlıklı işlemesine yardımcı olmak amaçlanmaktaydı (TCMB, 2002).

4.2.5 2003 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikası:

Dalgalı kur rejimine 2003 yılında da devam edilmişti ve kurlar piyasa koşullarına göre oluşmuştu. Merkez Bankası hiç bir şekilde kurların düzeyini ya da yönünü belirleme amaçlı döviz alım ya da satım işlemi yapmamıştı. Merkez Bankası sınırlı kalmak kaydıyla, kurlarda aşırı dalgalanma görüldüğünde alış ya da satış yönünde müdahalelerde bulunmuştu.

Dalgalı kur rejiminde kurlar, dışsal şoklar ya da bekleyişleri önemli ölçüde ve süratle değiştirebilecek ekonomik ya da siyasi

gelişmeler sonucu önemli ölçüde ve ani yükselişler ya da düşüşler gösterebilmekteydi. Bu çerçevede, döviz açık ya da fazlası taşıyan finans kesimi kuruluşları ve reel kesim şirketleri önemli risklerle karşı karşıya kalabilmekteydiler.

Bu tür pozisyonlar, kurlarda meydana gelebilecek dalgalanmaların şiddetini artırıcı bir rol oynamaktaydı. Türkiye’de kurlar hala fiyatları belirleyen değişkenlerin en önemlileri arasında yer almaktadır. Bu nedenle, kurlardaki dalgalanmayı artıracak açık ya da fazla pozisyon taşıma eğilimi, bu pozisyonları taşıyanlar için yarattığı riskin yanında, fiyat istikrarına yönelik politikaları da olumsuz etkileyebilmektedir.

4.2.6. 2004 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikası:

Dalgalı kur rejiminde, kurlar önemli ölçüde aşağı ya da yukarı hareket edebilmektedir. Bunun yanı sıra, açık ya da fazla döviz pozisyonu tutma eğilimi, bu dalgalanmaları daha şiddetli hale getirmektedir. Bu nedenle, ekonomik birimlerin döviz pozisyon riski almamaları ve döviz pozisyonlarını vadeli işlemlerle dengelemeleri önem kazanmaktadır. Dolayısıyla vadeli işlem piyasalarının kullanımı ve yaygınlaşması büyük önem taşımaktadır. Bu dönemde, Merkez Bankası bu piyasaların gelişmesine yönelik vergi ve altyapı düzenlemelerine büyük destek vermiş, piyasaların tanıtımına yönelik çalışmalara aktif olarak katılmıştır. 2003 yılında tanıtımların olumlu sonuçları görülmüş fakat yeterli bulunmamakta idi ve 2004 yılında da vadeli işlem piyasalarının gelişmesine katkı sağlayacak teknik ve tanıtım destekleri yapılmıştır.

4.2.7. 2005 Yılında Uygulanan Döviz Kuru Politikaları:

Bu dönemde de dalgalı döviz kuru rejimi önemli bir emniyet sübabı olarak işlev görmüştür; Merkez Bankası’nın süre gelen döviz alımları, uluslararası rezervlerin daha da artırılmasına imkân tanımıştı. Yıl içerisinde cari işlemler dengesindeki gelişmelerin takibi sürdürülmüş ve ihtiyaç duyulduğu takdirde, yürütülen politikalarda gereken ayarlamalar yapılmıştı.

4.3. Sabit Kur¹⁷³:

Sabit kur, yerel para biriminin değerinin, başka bir para biriminin veya para birimleri sepetinin değerine veya altın gibi başka bir değere bağlandığı kur düzenidir. Ölçü alınan bu değerler yükselip düştükçe, bunlara bağlanmış olan yerel para biriminin de değeri değişir. Kur değeri alt ya da üst limit çizgisini geçerse kura müdahale edilir. Sabit kur uygulaması için ülke döviz rezervlerinin yeterli düzeyde ve sürekli dış finans kaynaklı olması gerekir. Serbestçe başka para birimlerine çevrilebilir (konvertibl) para birim değerinin başka değerlere sabitlenmesi, merkez bankasının alım ve satım işlemleri ile sağlanır. Buna göre merkez bankası yerel para birimiyle ilgili olası arz veya talep kaymalarını, bunları karşılayacak işlemler yaparak dengeler ve yerel para biriminin hedeflenen seviyede (veya aralıkta) kalmasını sağlar.

Dışa açıklık arttıkça, sabit döviz kuru tercihi azalmaktadır. Döviz kuru rejimleri, finansal krizlerin en önemli nedenlerinden biridir. Mesela, sabit kur sistemi izleyen ülkelerde Merkez Bankası kuru sabit tutma konusunda piyasaya müdahalede bulunmaktadır.¹⁷⁴ Kur yükselme eğilimine girdiğinde piyasaya döviz vermekle, düştüğünde ise döviz almakla yükümlüdür. Ancak sabit kur sisteminin dezavantajlarından olan paranın aşırı değerlenme riski sonucu, ithalat ucuz ihracat ise pahalı hale gelmektedir. Bu ise ülkenin rekabet gücünü azaltarak cari açık ortaya çıkarmaktadır. Bu açıkların sürekli olması durumunda ülkeler dış borçlanmaya başvurmakta ve bunun için yüksek faiz politikası izlemeleri kısa vadeli sermaye girişini özendirmekte ve paranın aşırı değerli olma riski devam etmektedir. Sonuçta para, bankacılık ve dış borç krizleri oluşmaktadır.

173 http://tr.wikipedia.org/wiki/Para_politikas%C4%B1

174 http://sbe.erciyes.edu.tr/dergi/2011-1/Dergi/6-_83-109.pdf **masaüstü : 6-_83-109**

4.4. Döviz Kurunun Faiz Oranları Ve Para Talebi Üzerine Etkileri:

Döviz kuru ile faizler arasında sıkı bir ilişkiden söz etmek mümkündür. Serbest dalgalı kur sistemlerinde hükümetler kura müdahaleyi direkt döviz kuru üzerinden yapmamakta, faiz oranları ile oynama yaparak kuru istenilen düzeylere çekebilmektedirler. Yine faiz oranlarını yükseltmek suretiyle tasarrufçuları, dövize olan yatırımlarından faize yönelterek piyasada döviz arzını artırmak suretiyle de döviz kurlarını düşürebilmektedirler. Farklı bir açıdan bakılacak olursa yabancı sermayenin de faizlerin cazibesine kapılmaları ve döviz arzını artırmaları mümkün olmaktadır. Sistemin tam tersine işlemesi de mümkün olabilmektedir. Yani reel faizler beklenen enflasyonun altında seyrederse sistemin tam tersine çalışması da mümkün olabilmektedir.

İki ülke arasında oluşan faiz farklılıkları, bu ülkelerin ulusal paraları arasındaki kuru etkileyecektir. Genelleştirilmiş Fisher etkisi teorisine göre, bir ülkedeki faiz oranları, diğer ülkedeki faiz oranlarından yüksekse, mali fonlar, iki ülkedeki reel faiz getirileri eşitlenene kadar, faizin yüksek olduğu ülkeye gidecektir.

Yüksek enflasyonu olan ülkelerin ulusal paraları, yabancı paralar karşısında, enflasyon oranı ölçüsünde değer kaybetmelidir. Genelleştirmiş Fisher etkisine göre ise, enflasyon oranları yüksek olan ülkelerde, faiz oranlarının, diğer ülkelere göre, enflasyon oranında daha yüksek olması gerekmektedir.

Bu iki teoremin sentezinden ise, uluslararası Fisher etkisi ortaya çıkmıştır. Bu teoriye göre de, ulusal piyasalarında faiz oranları yüksek olan ülkeler, ulusal para, iki ülke arasındaki faiz oranı farkı ölçüsünde değer kaybeder. Bunun sonucunda, enflasyon oranı düşükse faiz oranları da düşük olur ve ulusal para döviz piyasasında değer kazanır (Oksay, 2001: 45).

Dolayısıyla, Türkiye ekonomisi 2002- 2009 döneminde kurtarılan bankaların bıraktığı yüksek miktarda kamu borcu, yüksek dolarizasyon ve enflasyonda karşılaşmış, 2003 yılında ABD'nin

Irak işgali, 2004 ve 2006'da küresel risk iştahında azalmayla yaşanan döviz çıkışı, 2007 yılında Cumhurbaşkanlığı seçimi ve 2008 sonrası küresel kriz ve son olarak 2009 yılında başlayan Avrupa borç krizinin etkileriyle devam etmiştir.

Bu dönemde Dalgalı kur rejiminin uygulanması ile birlikte, Merkez Bankası hem faizi hem enflasyonu düşürmüştür.

Faiz oranları tek haneli rakamlara inmiş, kredi maliyetleri ucuzlamıştır. Dalgalı kur rejiminin uygulanmasıyla döviz kurunda volatilité artmış, değérlenen Türk Lirası dış ticareti olumsuz etkilemiştir. Ancak diğér yandan değérlenen Türk Lirası dolarizasyon sürecini tersine çevirmiş, ters dolarizasyon süreciyle toplam mevduatlar içinde döviz cinsi mevduatın payı azalmıştır. Böylelikle Türk Lirasından altı sıfır atılabılmış, yurt içi piyasada Türk Lirasının itibarı artmıştır. Enflasyon oranı tek haneye inmiştir.

4.5. 2008 Krizinin Politika Alanları:

2008 krizinin politika alanları dört ana başlık altında toplanmıştır¹⁷⁵: (i) Kur Rejimi; (ii) Bankacılık Sistemine İlişkin Politikalar; (iii) Para Politikası; ve (iv) Maliye Politikası.

(i) Kur Rejimi:

Uygulanan döviz kuru rejimine bağli olarak ölkelerin küresel likidite hareketlerinden farklı seviyelerde etkilendiğı görölmektedir. Likidite imkânlarının yüksek olduğı 2007 yılı öncesi dönemde, sabit veya yönetilen kur rejimi uygulayan ölkelerin merkez bankalarının, uygulanan kur rejiminin gereğı olarak yurt içine gelen dövizini satın alması ve karşılığında piyasaya yerel para birimi vermesi, sterilizasyon çabalarına rağmen piyasalardaki likiditeyi yüksek oranda artırmıştı. Artan likidite ile birlikte faiz oranlarının düşmesi, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarında ve varlık fiyatlarında yüksek artışlar yaşanmasına ve ekonomilerin aşırı ısınma göstermesine neden olmuştu. Bu dönemde döviz kurları-

¹⁷⁵ <http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2010/tr/EN1012.pdf>Masaüstü EN1012

nın nominal olarak sabit tutulmasına rağmen, hızlanan enflasyon oranları nedeniyle yerel para birimlerinin reel olarak değerlendirildiği ve cari açık oranlarının arttığı gözlenmişti. Kriz öncesinde sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde, artan sermaye akımları sonucunda ekonomilerin hem iç hem dış dengesinde bozulma yaşanmıştı. Aynı dönemde, dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde ise reel efektif döviz kurundaki değişimin nominal kur üzerinden gerçekleşmesi ve para otoritesinin faiz oranları üzerindeki etkisini sürdürmesi, ekonomilerde ortaya çıkan dengesizliklerin boyutunu sınırlamaya imkan vermişti.

Küresel kriz döneminde uygulanan kur rejiminin etkisi, likidite bolluğu yaşanan döneme göre tam aksi yönde gerçekleşmişti. Sabit veya yönetilen kur rejimi uygulayan ülkelerde merkez bankaları, sermaye çıkışı karşısında döviz satarak kurun seviyesini korumaya veya kuru belirli bir bandın içerisinde tutmaya çalışmıştı. Ancak önemli miktarda azalan döviz rezervleri nedeniyle risk priminin artması ve daralan para arzı, piyasa faizlerinin yükselmesine ve likidite koşullarının sert bir şekilde sıkılaşmasına yol açmıştı. Bunun sonucunda hem iktisadi faaliyette hem de enflasyon hızında sert bir yavaşlama yaşanmıştı.

Dalgalı kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde ise para politikasının etkisi iki yolla gerçekleşir. İlkinde, para arzı dışsal olarak Merkez Bankası tarafından kontrol edildiği için, parasal aktarım geleneksel faiz oranı ve likidite etkisi yoluyla çalışır. İkincisinde ise, para politikası toplam talebi ve fiyatları döviz kuru aracılığıyla etkiler. Bu etkileşimde, yerli ve yabancı varlıklar arasında ikamenin yüksek olması, döviz kurunun faiz oranı değişimlerine tepkisinin yüksek olmasına ve para politikasının reel sektöre etkisinin daha büyük olmasına sebep olur (Kamin ve diğerleri, 1998).

Sabit kur rejiminde ise, yerli ve yabancı varlıkların tam ikame olduğu durumlarda, para politikası değişiklikleri sermaye harcaması ile dengelenir ve parasal koşullar değişmez. Yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame oranının düşük olduğu durumda, para otoritesi, yurt içi faiz oranlarını yabancı faiz oranlarından bağım-

sız olarak değiştirebilir (Kamin ve diğerleri, 1998).

Sabit kur ile kıyaslandığında, dalgalı kur uygulaması, Türkiye'nin de uyguladığı şekilde, para otoritelerine önemli bir esneklik kazandırmıştı. Bu dönemde faiz oranlarının kontrollü olarak düşürülmesi ve para biriminin değer kaybetmesi parasal koşulları gevşeterek iktisadi faaliyette daralmanın boyutunu sınırlamış ve merkez bankalarına dengeleyici bir para politikası uygulamak için gerekli hareket alanı sağlamıştı. Nitekim dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerin hem büyüme hem de enflasyon oranlarında kriz döneminde daha ılımlı bir azalış yaşandığı gözlenmektedir.

(ii) Bankacılık Sektörü:

Küresel krizin iktisadi faaliyete yayılması, uluslararası finans sistemi kanalıyla gerçekleşmiştir. Para piyasalarında fonlama imkânlarının kaybolması ile birlikte finansal kuruluşların içine düştükleri likidite sorunları, varlık fiyatlarında meydana gelen sert düşüş, tahsili gecikmiş alacaklardaki hızlı artış, bilâncolar üzerinde ağır hasar yaratan zararlar, birçok banka ve yatırım kuruluşunun zor duruma düşmesine, hatta iflasına neden olmuştur. Finans piyasalarının işlevlerini yerine getirememesi neticesinde kredi koşullarında ortaya çıkan aşırı sıkılaşıma ve borçlanma maliyetlerinin artması reel ekonomi üzerinde de büyük tahribatı yaratmıştır.

Normal zamanlarda bankaların sahip oldukları mevduatın büyük kısmını özel sektöre kredi olarak kullandırmaları politika yapıcılar tarafından arzu edilen bir durumdu. Bununla birlikte, küresel kriz öncesinde kredilerinin mevduatlara oranının yüksek olması ve önemli bir bölümünün para piyasalarından sağlanan kısa vadeli kaynaklar ile çevrilmesi, likidite sıkışıklığının yaşandığı bir ortamda bankaların fonlama sıkıntısına düşmelerine neden olmuştur.

Türkiye'de bankalar, fonlama ihtiyaçlarının büyük bir kısmını topladıkları mevduatlardan sağlamaktaydı. Şüphesiz, 2008 küresel kriz nedeniyle artan kredi riski ve dış finansman imkânlarının kısıtlanması, Türkiye'nin bankacılık sektörünü de olumsuz etki-

lemiş, özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelere verilen kredilerde belirgin bir düşüş yaşanmasına neden olmuştu. Ancak, Türkiye’de bankaların bilançolarında karmaşık türev ürünlerinin ve sorunlu varlıkların bulunmaması, güçlü sermaye yeterlilik oranları, hem yerel hem de yabancı para cinsi likidite oranlarının yüksek olması, yabancı para cinsi açık pozisyonun düşük seviyesi, aktif kalitesi ve etkin risk yönetimi uygulamaları finansal sistemimizin dış şoklara direnç göstermesine destek vermişti.

(iii) Döviz Politikası:

Kriz öncesi dönemde uluslararası piyasalarda likidite bolluğunun verdiği destek ve risk algılamalarının aşırı iyimser seyri neticesinde birçok ülkede banka kredilerinde hızlı artışlar yaşanmış, hem hane halkı hem de reel kesim borçluluk oranları önemli ölçüde yükselmisti.

2008 Küresel kriz ile birlikte ortaya çıkan güven kaybı ve likidite sıkışıklılığı, bankaların kredi verme eğilimini olumsuz yönde etkilemiş, tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasına neden olmuştu.

(iv) Maliye Politikası:

2008 Küresel krizin yol açtığı tahribatı önlemede parasal tedbirlerin yeterli olamayacağının ortaya çıkması ile birlikte, birçok ülkede harcama artırıcı mali paketler açıklanmıştı. Bu önlemler iki grupta incelenebilir. Finansal dalgalanmaları önlemeye yönelik olarak krizin ilk aşamasında ortaya çıkan birinci grup önlemler likidite problemi yaşayan veya iflasın eşiğinde olan finansal kuruluşların desteklenmesini amaçlamıştı. 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin finans sektöründen reel kesime yayılmaya başlaması ile birlikte uygulamaya konan ikinci grup önlemlerin temel hedefi, özel sektörün yatırım ve tüketim harcamalarında yaşanan daralmanın neden olduğu şiddetli talep daralmasını telafi etmek olmuştu. Küresel krizin reel ekonomi üzerindeki etkilerinin güçlü bir şekilde yaşandığı 2009 yılında, iç talebi canlandırmak amacıyla birçok ülke gibi Türkiye’de de kamu harcamalarını arttırıcı mali paketler ile vergi indirimleri ve muafiyetleri uygulamaya konmuştu.

4.6. Küresel Kriz Öncesi Türkiye Ekonomisinin Büyüme Kaynakları:

4.6.1. 2002- 2007 Dönemi Ekonomik Büyümeye Talep Yönlü Katkıları:

2002- 2007 döneminde TL'nin diğer yabancı paralara karşı değerli olması, ithalatı önemli miktarda yükseltmişti. Bu dönemde ihracattaki artışa rağmen ithalattaki oranının daha yüksek olması, net ihracatı negatif olarak gerçekleştirmesine neden olmuş ve bu durum söz konusu dönemde gerçekleşen büyüme oranlarını olumsuz etkilemişti. Net ihracatın 2002 yılında gerçekleşen büyüme oranına %35'lik bir negatif etkisi bulunurken, 2003 yılında bu oran % 62'lik seviyelere çıktığı görülmüştü. 2003 yılından 2006 yılı sonuna kadar net ihracatın reel GSYH'ye olumsuz katkısı giderek azalmıştı. Ancak 2007 yılında net ihracatın reel GSYH'ye olan negatif katkısı (%26'lık oranla) tekrar yükselişe geçmişti. Türkiye'de 2002- 2007 döneminde yüksek büyüme oranlarında net ihracatın GSYH'ye negatif katkı sağlaması ve bu dönemde artan cari açık, oldukça olumsuz gelişme olarak kaydedilmişti.

4.6.2. 2002- 2007 Dönemi Ekonomik Büyümeye Arz Yönlü Katkıları:

Türkiye'de 2002- 2007 dönemi GSYH'nin sektörel yapı itibarıyla, en büyük payı yaklaşık %55 ile hizmetler sektörü almıştır. Hizmetler sektöründen sonra GSYH içinde en yüksek pay sanayi sektörününüdür. Bu pay, 2002 yılında %25,1 iken, 2007 yılında %26,8 olarak gerçekleşmiştir. İnşaat kesiminde de sanayi kesiminde olduğu gibi artış yaşanmıştır. 2002 yılında %5,4 olan inşaat sektörünün GSYH içindeki payı, 2007 yılında %5,7 olmuştur. Tarım sektörü 2007 yılında GSYH'den almış olduğu %8,9'luk pay ile hizmetler ve sanayi sektörlerinden sonra gelen üçüncü sektör olmuştur.

4.6.3. 2002- 2007 Dönemi İstihdam, Verimlilik ve Ücretler:

Türkiye’de 2002 ile 2007 yılları arasında istihdamda ortalama yıllık %0.20 oranında bir azalmaya karşılık, toplam reel GSYH büyüme oranında ortalama yıllık %7 oranında bir artış gerçekleşmiştir. Bu durum, işgücündeki verimlilik artışıdır. Bu dönem, tarım sektörü hariç tüm sektörlerde verimlilik artışı yaşanmıştır. En büyük verimlilik artışı sanayi ve onun alt sektörü olan imalat sanayinde yaşanırken, bu sektörleri hizmetler ve inşaat sektörleri takip etmiştir. Buna karşılık tarım sektörü işgücü verimliliğinin azaldığı bir sektör olmuştur. 2002- 2007 döneminde tarım sektöründe %0,4 oranında bir büyüme artışı söz konusu iken, istihdamda yaklaşık %6 oranında bir azalma olmuştur. Bu durum, tarım sektöründe gizli işsizliği ve bunun sonucu tarımdaki verimsizliği ortaya koymaktadır.

Türkiye ekonomisi 2001 krizi sonrası dönemde uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sonucunda istikrarlı bir büyüme sürecine girmişti. Küresel finans krizi öncesi dönemi kapsayan 2002-2007 yılları arasında ortalama yıllık %7 oranında bir büyüme hızına ulaşılmıştı. Bu dönemde talep yönlü reel GSYH’deki artışın en önemli kaynaklarını özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları oluşturmuştu. Diğer taraftan 2002- 2007 döneminde ithalat artışının ihracat artışının üzerinde seyretmesi, net ihracatın reel GSYH artışına negatif katkı yapmasına neden olmuştu. Büyümeye arz yönlü katkı yapan en önemli sektörler ise hizmetler ve sanayi sektörleri olmuştu. Tarım sektörünün mevsimsel şartlara aşırı duyarlı olması nedeniyle, tarım sektörünün büyümeye katkıları ise bazı yıllar pozitif iken bazı yıllarda negatif olmuştu. Türkiye ekonomisinde 2002- 2007 döneminde yüksek oranda gerçekleşen ekonomik büyüme istihdama yansımamıştı. İstihdamsız büyümenin gerçekleştiği bu dönemde, işsizlik oranları da yüksek kalmıştı. Ayrıca sanayi kesiminde işgücü verimliliği artışına bağlı olarak reel ücretlerin istenilen düzeyde artmamış olması, refah artışın hissedilememesinin nedenini oluşturmuştu.

4.7. 2008 Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri:

Türkiye ekonomisi, 2008 küresel krizinden etkilenme riskine sahip olan ve yaşayan ülkedir. Dünya ekonomisiyle bütünleşme dış ticaret, dış yatırım yoluyla katlanmıştır. 2000–2007 arası ihracatın milli gelire oranı yüzde 10’dan yüzde 16’ya çıkarken, ithalatın payı da yüzde 20’den yüzde 25’e yükselmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı da yüzde 51’den yüzde 63’e çıkmıştır. Dış borç stokunun milli gelire oranı da yüzde 40’a yaklaşmıştır. Küresel kriz karşısında Türkiye ekonomisinin en zayıf halkası cari işlemler açığı idi. Türkiye’nin döviz açığı 2002 yılında 1 milyar dolar bile değilken, dış kaynağa dayalı büyüme sonucu 2007 sonunda 38 milyar dolara çıkmıştır. 2008 krizinde ise 49 milyar dolara yaklaşmıştır.

Aslında Türkiye ekonomisi 2002- 2006 döneminin ucuz emeğe dayalı büyümesinin ardından 2007 yılında inişe geçmişti. 2007’nin başından itibaren büyüme yavaşlamış, enflasyon yeniden iki haneye sıçramıştı, Türk parası yüksek düzeyde değerlenmiş, ithalat artmış, işsizlik kemikleşmiş, cari açık hızla tırmanmıştı. Bu gelişmeler ekonominin şoklara karşı kırılganlığını arttırmıştı. Türkiye ekonomisi küresel gelişmelerden bağımsız olarak zaten kendi krizine doğru yol almıştı. Dolayısıyla, 2008 krizini sadece dışarıya bağlamak doğru değildi.

Krizin en önemli nedeni, uluslararası para piyasalarındaki uygulamalardır. Dünyada sermayenin akışkanlığı ve hızı çok artmıştı. Sermayenin üretmek yerine parasal oyunlarla kar etme imkanları artmıştı. Gerçek üretime dayanmayan karlar yükselmişti. Bu kriz, piyasayla devlet arasında bir dengenin kurulması gerektiğini göstermekteydi. Küresel kriz, serbest piyasanın dengeli ve istikrarlı bir ekonomi yaratacağı ve her türlü devlet müdahalesinin kaynak israfına yol açacağını ileri süren neo-liberal iktisat dogmalarının geçersizliğini açıkça ortaya çıkarmıştı(Bağımsız Sosyal Bilimciler Basın Duyurusu, 2008: 14).

Küresel mali krizin ortaya çıkmasıyla ABD'den gelen talebin azalması, likiditenin büyük oranlarda çekilmesi, cari açığın fonlanmasının zorlaşması, buna bağlı olarak TL'nin değer kaybetmesi ve bankaların kaynak bulamamaları nedeniyle hem birbirlerine hem de kişilere verdikleri kredileri daraltmaları ve güvensizliğin oluşması, Türkiye'nin krizden olumsuz şekilde etkilenmesine neden olmuştur (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2008: 27).

Kriz Türkiye'yi dört kanaldan etkilemiştir.

I. Kredi Kanalı; Türkiye'de hem bankalar hem de şirketler bilançosu hasarlı olan bankalardan kredi kullanmışlardır. Kredi kanalının daralması neticesinde, şirketler ve bankalar bilançolarını küçültmek zorunda kalmışlardır.

II. Portföy Yatırımı Kanalı; Hedge fonları ve özel yatırım fonları (private equity), Türkiye'ye finansman akımında önem taşımaktadır. Bu fonların azalması, Türkiye'de döviz arzını önemli ölçüde azaltıp, döviz likiditesinde sorun yaratmıştır. Türk Lirası'nın değer kaybı oluşmuştur.

III. Dış Ticaret Kanalı; Türkiye'nin ihracat hacmi küresel ticaret hacmindeki daralmadan olumsuz etkilenmiştir.

IV. Artan Risk Algılamasının ve azalan güvenin tüketici ve yatırımcı davranışlarını olumsuz etkilemesidir. Özellikle dayanıklı tüketim hızla daralmıştır (TEPAV, 2008: 65).

Küresel finansal krizin Türkiye'ye en önemli yansıması, reel sektör üzerinden olmuştur. Türkiye yüksek cari açık ve finansman ihtiyacı nedeniyle krizin etkilerini hissetmiştir. Çünkü Türkiye'nin dış kaynağa dayalı büyümesi olumsuz etkilenmiştir. Durgunluk sebebiyle ihraç ürünlerimize olan talep azalmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'den çıkması ve döviz tercih etmeleri döviz kurunda anlık ve ani yükselmelere sebebiyet vermiştir.

Türkiye'nin ihracatçı olduğu sektörlerin başta otomotiv olmak üzere, tekstil, giyim eşyası, radyo, televizyon ve haberleşme cihazları, ana metal sanayi, üretiminde azalmalara ve bu sektörlerdeki

kapasite kullanım oranlarının düşmesine, istihdamda da azalmaya sebep olmuştur (Türkiye Kalkınma Bankası, 2008: 12).

ABD'deki daralmanın yanı sıra Avrupa ülkelerinde yaşanan büyük oranlı gelir daralması Türkiye ihracatını olumsuz etkilemiştir. 2000–2007 döneminde ortalama olarak ihracatın %57'si Avrupa ülkelerine yapılmıştır. Bu ülkelere yapılan ihracatın hemen hemen tamamı başta giyim, gıda ve içecek olmak üzere tüketim mallarından oluştuğundan, talebin gelir esnekliği önem taşımaktadır. Bu ülkelerin talebinde meydana gelecek değişme, malların fiyatından ziyade ihracat yapılan ülkelerin gelirlerine karşı daha duyarlıdır. Dolayısıyla, döviz kurlarında meydana gelebilecek bir artıştan çok, bu ülkelerin gelirlerinin daralması talebin gelir esnekliğinden dolayı Türkiye ihracatını azaltıcı yönde etkilemiştir.

4.7.1. 2008 Yılı Küresel Krizin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri:

Finansal piyasalar, “menkul kıymetlerin değişime uğradığı yerler” olarak tanımlanmaktadır (Korkmaz, 2006: 9). Menkul kıymetlerin değişimi bir endekste gösterildiği zaman finansal piyasalar hakkında bir değerlendirme yapılabilir. Ekonomik konjonktürün iyi olduğu yıllarda borsa sürekli olarak yükselmektedir. Küresel ekonomik kriz ABD’de Ağustos 2007 tarihinde başlamasına rağmen Türkiye’de borsa 2007 yılı Aralık ayı sonuna kadar yükselmiş, 2008 yılı Ocak ayından itibaren krizin etkisi hissedilmeye başladığı için borsa da düşmeye başlamıştır.

Türkiye borsası yapılan işlemlerin payı yönünden değerlendirildiğinde, yabancıların payının 2009 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla % 66,5 düzeyinde olduğu görülmüştür (DPT, 2009: 18). Yabancı fonlar ekonomik krizlerde ülkeyi terk ettiği için krizin derinleşmesine de neden olmuşlardır.

Finansal piyasaların önemli argümanlarından biri de döviz ve kur politikasıdır. Ülkemizde uygulanan dalgalı döviz kuru rejimine göre kur, doğrudan doğruya döviz piyasasında belirlen-

diği ve Türk finansal yapısı da buna uygun olmadığı için sistem iyi işlememekteydi. Özellikle sıcak para girişleri ve özel sektörün 2003 yılından itibaren giderek artan oranda dövizle borçlanması kur üzerinde baskı yaparak döviz kurunu düşürmüştü. Ayrıca faiz oranlarının yüksek tutulması kurun yükselmesini önlemişti. Kurun düşük olması ithal mallarını ucuzlattığı için ihracat-ithalat dengesini bozmuş, enflasyonu olumlu yönde etkilemesine rağmen cari işlemler dengesi açıklarını büyütülmüştü. Türkiye ekonomisinde 2007 yılında cari işlemler açığı yaklaşık 37.575 milyon dolar olurken, 2002-2007 yılları arasında toplam cari işlemler açığı 114.178 milyon dolar olmuştur (TOBB, 2007: 151).

4.7.2. 2008 Yılı Küresel Krizin Reel Ekonomi Üzerine Etkileri:

4.7.2.1. Kapasite Kullanım Oranı:

İmalat sanayi kapasite kullanım oranları ve bu oranlarda meydana gelen değişimler, reel ekonominin takibinde başvurulacak çok önemli bir makro ekonomik göstergedir. Kapasite kullanım oranındaki düşmeler iki bakımdan önemlidir. Birincisi üretimin azalması, ikincisi de üretim faktörlerinin atıl kalmasıdır. Üretim faktörlerinin atıl kalması gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin hiçbirinde istenmeyen bir durumdur.

2008 Kasım ayında işletmelerin tam kapasite ile çalışmamasının en önemli nedeni iç ve dış talep yetersizliğidir.

4.7.2.2. Açılan ve Kapanan İşyeri Sayısı:

Açılan ve kapanan işletme sayısı reel sektörün durumu hakkında çok önemli bir göstergedir. 2007 yılı Ekim ayında 4126 şirket ve kooperatif kurulurken, 2008 yılının aynı ayında bu rakam 3026 adet olarak gerçekleşmiştir. Başka bir anlatımla kurulan işyeri sayısında %26,7 oranında bir azalma meydana gelmiştir. Aynı şekilde 2007 yılı Ekim ayına göre 2008 yılı Ekiminde açılan ticaret ünvanlı işyeri sayısında %9,4'lük bir azalma görülmüştür. Aynı

döneme ait kapanan toplam işyeri sayısında da % 64,4'lük artış bulunmaktadır. Bu veriler ekonomik konjonktürde kriz nedeniyle bir daralma olduğunu göstermektedir.

4.7.2.3. İstihdam Durumu:

2008 yılı Ağustos ayında istihdam edilenlerin sayısı geçen yılın aynı dönemine göre artmasına rağmen işsiz sayısında bir azalma olmamış, aksine 207.000 kişi artmıştır. İşsizlik oranı 2007 yılı Ağustos ayında % 9,2 iken, 2008 yılının aynı ayında % 9,8'e yükselmiştir. Tarım dışı işsizlik oranı aynı dönemlerde % 11,9'dan % 12,7'ye çıkmıştır. Krizin istihdam üzerindeki diğer bir etkisi de genç işsizlerde görülmüştür. Bu kesimde aynı dönemlerdeki işsizlik oranı %19,2 ve %19,1 olmuştur. Genç işsizlerin içerisinde önemli miktarda üniversite mezununun olduğu da düşünülürse, kriz döneminde kalifiye elemanlarda önemli ölçüde işsizlik görülmüştür.

4.7.2.4. Reel Kesim Güven Endeksi: (Endekste 100'ün üstü güveni, altı ise güvensizliği göstermektedir.)

Güven endeksi 2007 yılı Kasım ayında 101,2 iken, 2008 yılı kasım ayında 54,6'ya düşmüştür. Bu durum işletmelerde bir panik olduğunu açık olarak göstermiştir. İşletmelerin siparişlerinde de yaklaşık %50 oranında düşüş olduğu görülmüştür. Sipariş endeksi 2008 yılı Kasım ayında 43,9'a düşmüştür. Mamul mal stok miktarı, üretim hacmi ve toplam istihdam endekslerinde 2007 yılı Kasım ayına göre 2008 yılının aynı ayında düşüşler bulunmuştur.

İhracat endeksi de 2007 yılı Kasım ayında 113,1 iken, 2008 yılının aynı döneminde 63,3'e düşmüştür. Bu durum ihracatta önemli ölçüde azalma olduğunu göstermiştir. 2008 yılı Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre ihracat miktar endeksi % 6,5, ithalat miktar endeksi ise %15,4 oranında gerilemiştir (TÜİK, 2008: 1). Sabit sermaye yatırım harcaması endeksinin aynı dönemlerde 106,7'den 58,5'e düştüğü görülmüştür. Bu durum özellikle özel sektörün ya-

tırım yapmak istemediğini göstermiştir.

2008 krizi iyi yönetilmemiştir.¹⁷⁶ IMF’den hiç borç alınmayacak denmiş, bir “ticaret finansman kolaylığı” antlaşması dahi yapılmamıştır. Neticede 2009’un ilk çeyreğinde milli gelir %13,8 düşmüştür. 2009’da işsizlik %3 artmıştır.

Teorik olarak incelediğimizde, yatırım ve tasarruflar arasında eşitlik sağlandığında mal piyasasında denge sağlanır. Ancak Türkiye ekonomisinde yatırımlar sıcak para yoluyla yapıldığından ve tasarrufların çok az olmasından dolayı dengeye sahip değildi.

4.7.3. Küresel Kriz ve Maliye Politikası

Küresel Krizden çıkış yolu olarak maliye politikasının gerekliliği ile ilgili ilk ciddi çağrısı IMF (Uluslararası Para Fonu) yapmıştır. Spilimbergo, Symansky, Blanchard ve Cottarelli tarafından hazırlanan 29 Aralık 2008 tarihli “*Fiscal Policy For The Crisis (Kriz için Maliye Politikası)*” isimli çalışmada yazarlar, ülkelerin toplam talebi desteklemek için kullandıkları iki geleneksel politikanın küresel kriz ortamında daha az etkin olduğunu belirtmektedirler. Bu politikalardan birincisi olan her ülkenin kendi başına hareket edeceği, ihracat öncülüğünde ekonomik iyileşme seçeneği, tüm dünyanın ekonomik yavaşlama yaşadığı ve tüm dünyanın dış ticaret hacminin gerilediği böyle bir dönemde çözüm olmaktan uzaktı. İkinci politika para politikasıydı. Fakat finansal krizlerin doğal yapısı, parasal aktarım mekanizmasını zayıflatmaktaydı. Ayrıca birçok ülkede parasal genişleme zaten kullanılmış ve merkez bankalarının politika faiz indirimleri açısından hareket alanları oldukça daralmıştı.

Yazarlar (2008: 3) bu koşullarda IMF’in, küresel seviyede etkili bir mali tepki çağrısında bulunduğunu belirtmektedirler. Bununla birlikte bu mali tepkiyi verecek ülkeler, mümkün olduğunca mali genişlemenin mali finansman dengesini tehdit etmeyeceği ülkeler olmalıydı. “Küresel düzeyde uygulanacak mali genişleme; eylem

176 www.bilgeyatirimci.com/2011/07/30/teget-nedir-nasil-gecer/

için acil ihtiyaç olduğundan zamanında, talepteki düşüşün büyük olması nedeniyle büyük ölçekli, muhtemelen krizin uzun sürmesi beklendiğinden uzun soluklu, hangi tedbirin en etkin olacağı konusunda belirsizlik bulunduğundan çeşitlendirilmiş, gereğinde daha ileri adım atılacağını göstermek için birbirini izleyen, daralmanın ciddiyeti ve küresel karakteri veri olmak üzere mali alana sahip bütün ülkeler onu ortak olarak kullanacaklarından ortak ve kısa dönemde ters etkilerden ve uzun dönemde borç patlamasından kaçınmak için sürdürülebilir olma özelliklerini taşımalıydı. Burada temel sorun, zaman içinde birbiriyle çatışan hedefler arasındaki doğru dengeyi sağlamaktı.”

IMF’den Freedman ve Diğ. (2009b:2), finansal krize bağlı olarak ortaya çıkan güven kaybının toplam talepte şiddetli bir daralmayı beraberinde getirdiğini ve bu durumun küresel ekonomi üzerinde önemli bir deflasyonist¹⁷⁷ etki doğurduğunu belirtmektedirler. Küresel kriz boyunca hükümetler ve merkez bankaları finansal kurumların likidite ve iflas problemlerine karşı birçok önlemleri uygulamaya koymuşlardı. Bunun yanı sıra merkez bankaları, toplam talebi desteklemek ve özel sektörün artan risk primini dengelemek için faiz oranlarını benzeri görülmemiş biçimde indirmişlerdi. Bu çabalara rağmen, kredi koşulları çok sıkı kalmış; birçok ülkede toplam talep ve istihdam gerilemişti. Zayıflayan ülke ekonomilerinin diğer ülkeleri olumsuz etkilemesiyle birlikte, dünya ekonomisinin derin ve uzun süreli bir resesyona girebileceği yönündeki kaygılar artmıştı (bkz. IMF 2009). Yazarlar, para politikası yoluyla ekstra bir genişlemenin yaratılması yönündeki faaliyet alanı daraldıkça, dikkatlerin maliye politikasına çevrildiğini belirtmekteydiler.

Küresel kriz, devletin ekonominin içinde istikrarlaştırıcı bir unsur olarak bulunduğu bir altyapıda gerçekleşmişti. Keynes krizin nedeni ve çözümü aşamalarında “kamu harcamalarına” önem-

177 Deflasyon: genel olarak piyasada fiyatların belirli bir zaman aralığında sürekli düşüş göstermesi durumudur. Genellikle iktisadi durgunluk dönemlerinde, mal ve hizmet arzının talebinin geçmesiyle beraber alım gücünün azaldığı durumlarda piyasadaki para arzının da azalmasından kaynaklanır.

li bir rol vermektedir; hâlbuki Küresel Krizin nedenleri arasında kamu harcamalarının sistemde etkin biçimde yer almaması bulunmamaktaydı. Bu noktadan hareketle, dünya devletlerinin maliye politikasını krizden kısa sürede çıkış için bir politika aracı olarak kullanmaları anlaşılır olmakla birlikte, uzun vadede dünyanın belli kısıtlamalara sahip mali kurallara dayanan maliye politikalarına doğru ilerlemeye devam etmesi beklenmektedir.

Türkiye'nin, Küresel Kriz karşısında dünyaya paralel hareket ettiği söylenebilirdi. Türkiye, krize ilk olarak para politikasıyla tepki vermişti. Bu doğrultuda TCMB, çeşitli likidite tedbirleriyle finansal piyasaları rahatlatma yolunu seçmiş ve enflasyon görünümündeki düşüşe paralel olarak politika faizlerinde hızlı ve yüksek ölçekli faiz indirimlerine başvurmuştu. Ayrıca, 2001 krizi sonrası bankacılık sektöründeki düzenleme ve denetlemelerin, finans sektörünün Küresel Kriz karşısındaki dayanıklılığını artırdığı söylenebilirdi. Bununla birlikte, 2001 krizine göre Türkiye ekonomisinin dışa açıklık oranının daha fazla olması, özellikle ihracat kanalından gelen küçülme etkisini artırmıştı.

Türkiye, kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin ekonomik dengeleri bozucu, kriz yaratıcı ve krizin etkisini artırıcı etkilerini en olumsuz biçimde yaşamış ülkelerden birisiydi. 2001 krizi bu konudaki en yakın tecrübeydi ve belki de bu nedenle Türkiye, 2001 krizinden itibaren iyileşen kamu borç göstergelerine sahipti.

Keynes'in Genel Teoride yer verdiği krizin nedenleri, yayılım mekanizması ve çözüm önerileri hakkındaki fikirlerine odaklanıldığında, 2008 Küresel Kriz için de değerlendirmelerde bulunmak mümkün olmaktadır. İlk olarak Keynes'in krizi kapitalist ekonominin işleyişinin doğasında var olan, içsel bir unsur olarak gördüğünü belirtmekte fayda vardı. Devletin istikrarlaştırıcı bir unsur olarak dâhil olmadığı bir ekonomik sistemde, etkili ölçekte krizlerin beklenmesi de normaldi. Sermayenin marjinal etkinliği, krizlerin süresi ve şiddetinin temel belirleyicisiydi. Sermayenin marjinal etkinliğinin temel belirleyicisi ise, beklentilerdeki belirsizlikti. Diğer bir deyişle Keynes'de, beklentilerdeki belirsizliğin

azaltılması, daha istikrarlı bir ekonomi için ön şarttır. Bu noktadan hareketle, kriz sonrasında kurulması planlanan yeni finansal mimarinin; reel sektöre gelecekle ilgili nominal değerler hakkında güven verici bir yapıya sahip olması beklenmeliydi. Bu ise, finans sektörünün reel sektörle doğrudan bağlantılı, daha açık ve anlaşılır enstrümanlar kullanmasını ve etkili bir değerlendirme ve denetleme mekanizmasının varlığını gerektirmekteydi.

Para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkinliğinin, özellikle bu tip derin kriz dönemlerinde azaldığının vurgulanması, kısa dönemde maliye politikalarının krizlerin en iyi çözümü olduğu yönündeki geleneksel Keynesyen görüşe güç kazandırmıştı.

Keynes, stokların eritilmesi ile krizin süresi arasında yakın bir ilişki kurmaktaydı. Bu durumda, vergilerin azaltılması yoluyla doğrudan stokların eritilmesine yönelik bir maliye politikası daralma döneminin süresini kısaltıcı bir etki doğurabilirdi. Ayrıca stokların eritilmesi, yatırımcı güveni ve işletme sermayesi ile de bağlantılıydı. Bu iki değişkende sağlanacak iyileşme, krizin süresi üzerinde de olumlu katkıda bulunabilecekti.

Bununla birlikte, 2008 Küresel Krizin 1929 Büyük Bunalımından çok daha farklı bir ekonomik altyapıda gerçekleştiğine de dikkat edilmeliydi. Küresel Kriz, devletin ekonominin içinde istikrarlaştırmacı bir unsur olarak bulunduğu bir altyapıda gerçekleşmişti. Bu durumda, krizin çözümü, 1929 Büyük Bunalımına benzer biçimde kamunun ekonomideki ağırlığını radikal biçimde artırıcı düzenlemeler ve uygulamalarda aranmamalıydı.

Türkiye, mali dengesizliklerin doğrudan makro ekonomik istikrarsızlığın nedenlerinden biri olabileceğinin en yakın örneğini 2001 krizinde yaşamıştı. Kamu bütçe ve borç göstergelerindeki ciddi bozulmalar, kolaylıkla belirsizliği artırarak, yatırımları olumsuz yönde etkileyebilmekteydi. Türkiye genişleyici maliye politikasını krizden kısa sürede çıkmak amacıyla kullansa bile; orta ve uzun vadede dengeli bir mali pozisyon gözetmesi kaçınılmazdı. Böyle bir yaklaşım, aniden ortaya çıkan etkili krizlerde, maliye politikasının kabiliyetini de artıracaktı.

4.7.4. Para Politikası:

Para Politikası; toplam üretim, istihdam ve fiyat hareketlerini kapsar. Para politikasının arz yönü etkisi azdır, çoğunlukla toplam talebi etkiler. Para politikası, uzun vadede mal ve hizmetlerin nominal değerini, yani genel fiyatlar düzeyini belirlerken, kısa ve orta vadede reel aktiviteler üzerinde oldukça önemli etkiye sahiptir (İngiltere Merkez Bankası, 2005).

Para politikası uygulamalarındaki değişimlerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları, döviz kuru gibi finansal piyasa koşullarına aktarımını belirlemektedir. Ayrıca, finansal piyasa şartlarındaki değişimlerin üretim seviyesi ve enflasyonu nasıl değiştirdiğini de göstermektedir (Çiçek, 2005).

Ancak 1930'lu yıllarda ekonomik krizle birlikte, maliye politikasının para politikasından üstün olduğu görüşü ağırlık kazanmıştı. John Maynard Keynes'in önderliğindeki bu yaklaşım, enflasyon ve işsizlik konularında başarılı olmuştur.

1950'li yıllarda Keynesyen görüşte, para politikasının en önemli etkinlik anahtarı faiz oranları idi. Dolayısıyla faiz oranlarını etkileyemedikçe, para politikasının toplam üretim üzerinde hiçbir etkisi olmayacaktı (Parasız, 1998).

1960'lı yıllarda Milton Friedman iktisatçı grubu, Keynesyen görüşleri benimsemeyerek, paranın fiyatlar genel seviyesinden başka etkilerinin de olduğunu iddia etmişlerdi. Parasalcılar olarak adlandırılan bu grup, sadece faiz oranı-yatırım harcaması değil para politikasının birçok kanalla toplam talebi etkilediğini belirtmişlerdir. Ayrıca, nominal faiz oranları ile yatırım harcaması arasında zayıf bir ilişki olduğu, borçlanma ve yatırım kararlarında asıl olarak reel faiz oranlarının belirleyici olduğu, bu sebeple nominal faiz oranlarının reel faiz oranları için doğru bir gösterge olamayacağı savunulmuştur.

Parasalcılar, para stokundaki değişimlerin sadece kısa dönem faiz oranlarını ya da borçlanma maliyet değişimlerinin ekonomiyi etkilemeyeceği; yerli ve yabancı varlıkların cari ve gelecek dönem-

de beklenen fiyatlarını da etkileyeceği savunulmuştu. Faiz oranlarının vade yapısı, borçlanma ve borç verme şartları ve döviz kurları da bu değişimden etkilenmekteydi. Para politikası kararlarında ilk olarak, enflasyon ve üretim seviyesini etkileyen dışsal değişkenler belirlenmekteydi. Reel Faiz oranlarının düşmesi enflasyonun hedeflenen düzeyden daha yüksek oranda gerçekleşmesine neden olmaktaydı. Reel Faiz oranlarındaki yükselme enflasyonun hedeflenen düzeyden daha düşük oranda gerçekleşmesine neden olmaktaydı (Mahadeva ve Sinclair, 2001).

Para politikası değişikliği sonucu, faiz oranlarındaki değişimin yatırımlar üzerindeki etkisine sermaye maliyeti etkisi adı verilmekteydi. En önemli faktör, yatırımların vadesiydi. Uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli yatırımlara göre faize karşı daha duyarlıydı. Diğer önemli faktör ise, yatırımların finansman kaynaklarıydı. Daha çok iç fonlarla finanse edilen yatırımların, faiz oranlarındaki ve dış fonlardaki değişimlere duyarlılığı azdı.

Ayrıca, kamu yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki paylarının yüksek olması, yatırımların faize duyarlılık seviyesini düşürmekteydi. Çünkü genel olarak kamu yatırımlarının faize duyarlılığı daha azdı (Parasız, 1998).

Para politikası değişimleri, ekonominin geleceğine ilişkin beklentileri ve ekonomiye olan güveni de etkilemekteydi. Resmi faiz oranlarının yükselmesi, para otoritesinin ekonomideki büyümenin beklenilenden daha fazla olduğu düşünüldüğü yönünde algılanabilirdi. Diğer taraftan, resmi faiz oranlarındaki yükselme, para otoritesinin enflasyon hedefini tutturmak amacıyla ekonomik büyümeyi yavaşlatmak istediği yönünde bir sinyal olarak da algılanabilirdi. Bu Keynesyen geleneksel faiz oranı yaklaşımında, IS-LM modelini ortaya koymuştur.¹⁷⁸ Bu modelde, para ve tahvil olmak üzere iki varlık dikkate alınarak analizler tek bir faiz oranına odaklanmaktadır (Telator, 2002).

178 IS-LM Modeli: IS (Mal piyasası denge eğrisi) ve LM (Para piyasası denge eğrisi) modelidir.

Bu yaklaşıma göre; para arzı yükseldiğinde, tahvillere olan talep de yükselir. Tahvil fiyatları yükseldiğinde, faiz oranları düşmektedir. Sermaye maliyeti düştüğünde, yatırım yükselmektedir. Toplam talep yükseldiğinde, üretim miktarı yükselmektedir.

Keynes'e göre, "Reel Faizler"deki değişme sadece yatırım kararlarında etkili olurken, sonraki araştırmalar faiz değişmelerinin "konut ve dayanıklı tüketim malı harcama kararlarında" da etkili olduğunu göstermiştir (Mishkin, 1996). Faiz oranlarındaki değişmeler, kredi borçlularını (özellikle konut kredisi borçlularını) önemli ölçüde etkilemektedir. Kredi faizlerinin değişken olduğu durumlarda faizlerin yükselmesi, bireylerin harcanabilir gelirlerini düşürmektedir. Benzer durum sabit oranlı kredi ile borçlanmayı düşünenler için de geçerlidir. Faiz oranları değişiminden sabit oranlı kredi borçluları etkilenmeseler de yeni borçlanıcılar bu durumdan etkilenirler ve tüketim harcamalarını düşürürler. Dolayısıyla, faiz oranlarının yükselmesi, enflasyon beklentilerinin sabit kaldığı varsayımıyla, bugünkü tüketimin ertelenmesine sebep olur ve gelecekteki tüketimi özendirir (İngiltere Merkez Bankası, 2005). Ancak tasarruf mevduatlarından edindiği faizlerle geçimini sağlayan bir kişi için faiz oranlarının yükselmesi daha fazla faiz geliri elde etmesi anlamına gelir. Bu yüksek getiri, daha yüksek harcama seviyesi sağlar.

Resmi faiz oranlarının yükselmesi ise firmaların borçlanma maliyetini yükseltmektedir, firma karını düşürmektedir.

Bernanke ve Getrler (1995), para politikasının toplam talep ve üretim üzerindeki etkisinin sadece geleneksel faiz oranı kanalı ile açıklanmaya çalışılmasını eleştirmişlerdir. Bernanke ve Getrler (1995)'e göre, para politikasının doğrudan etkisi aslen "kısa vadeli faiz oranları" üzerindedir. Bu sebeple, para politikası değişikliğinin esas etkisinin stoklar ve dayanıklı tüketim malları gibi varlıklar üzerinde etkili olmasının doğru olduğuydu. Ancak para politikasının en hızlı ve en güçlü etkisi uzun ömürlü ve uzun dönem reel faizlerine duyarlı olan konut yatırımları üzerinde olmaktadır.

Friedman, parasalcı grup iktisatçılar, Keynesyen IS-LM modelinde sadece faiz oranına odaklanılmasına itiraz etmişlerdir. Oysa parasalcıların görüşüne göre, faiz oranları parasal aktarım sürecindeki birçok nispi fiyattan sadece biridir ve diğer varlık fiyatları ve reel servetin ekonomi üzerinde önemli etkileri vardır (Mishkin, 1996). Dolayısıyla, para politikası değişikliği, bono, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların göreceli fiyatlarını da etkiler. Varlık fiyatlarındaki düşme, firmaların ve hane halklarının borç-varlık oranlarını değiştirerek, borçlarını geri ödemede zorluklarla karşılaşmalarına ya da karşılaşılabilecekleri endişesine kapılmalarına sebep olabilir. Diğer varlık fiyatları ise;

Döviz kuru fiyatı; bir ülkenin dış açıklık derecesi ne kadar yüksekse o ülkede döviz kuru o derece etkindir (Mishkin, 2001). Robert Mundell, sermayenin uluslararası hareketinin kısa dönem faizleri ve döviz kurları arasındaki basit ilişkiden kaynaklandığını belirtmiştir. Nominal kısa dönem faiz oranlarının nominal döviz kuruna etkisini anlatan ve Faiz Oranı Paritesi olarak adlandırılan ilişkide, iki ülkenin faiz oranları farkı, döviz kurlarında beklenen değişim oranına eşittir. Eğer iki ülke arasında bu ilişki kurulmamışsa, sermaye iki ülke arasındaki getiri eşitlenene kadar, yüksek getirili ülkede kalacaktır. Reel döviz kurları ve Nominal döviz kurları ayrımı önemlidir. Ücret ve fiyatlardaki yavaş uyarlamayla nominal döviz kurlarındaki artış kısa vadede reel döviz kurlarında artışa sebep olur. Uzun vadede ise fiyatlar ve nominal döviz kurları ayarlanacağından, reel döviz kurları denge düzeyine erişir (Taylor, 1005).

Taylor (1995)'e göre, reel döviz kurundaki değişimin reel ihracat ve ithalatı etkilediğidir. Özellikle, reel döviz kuru ile reel net ihracat arasında istatistiksel olarak ters yönlü bir ilişki vardır. İhracat, aynı zamanda yabancı ülkelerin milli gelirinden de etkilenmektedir.

Milli gelir artınca, İthalat artmaktadır, ancak aynı zamanda ödemeler bilançosu açığının da artmasına neden olmaktadır.

Döviz kuru, hem toplam talebi, hem de toplam arzı etkileyerek çalışmaktadır. Parasal genişleme ile yerli faiz oranları düşmektedir, dolayısıyla o ülkede yatırım yapmak, cazibesini kaybeder,

sermaye çıkışı görülür, ulusal paranın değeri düşer, yurt içinde üretilen malların değeri yabancı mallardan daha ucuz hale gelir. (Loayza ve Hebbel, 2002)

Döviz kuru değişimleri, hane halklarının ve firmaların bilançolarını da etkiler. Birçok ülkede hane halkları ve firmalar ya doğrudan dışarıdan ya da yerli bankalar yoluyla ülke içinden yabancı para cinsinden borç taşırlar. Bu borçların yabancı para cinsinden varlıklarla tamamıyla karşılanmadığı durumlarda, döviz kuru değişimleri firmaların ve hane halklarının net değerlerini ve borç-varlık oranlarını etkileyerek, harcama ve borçlanma davranışlarında önemli değişikliklere yol açar (Kamin ve diğerleri, 1998).

Hisse Senedi Fiyatı; Para politikasında kısa ve uzun dönem faiz oranlarının yükselmesi, enflasyon etkisi değişmemek kaydıyla, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin fiyatlarının düşük olması anlamına gelmektedir. Çünkü menkul kıymetlerin beklenen gelecek getirisi, daha yüksek faiz oranıyla bugünkü değere indirgenir. Parasalcı (Friedman) yaklaşımında; para arzının yükselmesi ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi arasındaki ilişki para arzında yükselme ve varlık fiyatları ve tüketicinin servetinin yükselmesi ve harcamaların yükselmesi anlamına gelmektedir.

Keynesyen yaklaşımında ise; para arzının faiz oranlarını düşürmesi hisse senedi piyasasını daha cazip hale getirmektedir (Loayza ve Hebel, 2002).

Tobin q teorisinde; Tobin, para politikasının hisse senedi değerleri yoluyla ekonomiye önemli etkileri olduğunu savunmuştur.

$q = \text{Firmanın piyasa değeri} / \text{Sermaye yenileme maliyeti}.$

Bir firmanın q değeri yüksek ise, piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetinden fazla olması. Az miktarda hisse senedini ihraç ederek, elde ettiği getiri ile yeni sermaye malları alabilir ve yatırım harcamalarını artırabilir.

Firmanın q değeri düşükse, firma değeri sermaye yenileme maliyetine oranla daha düşüktür. Bu firma sermayesini büyötmek isterse yeni yatırım mallarının firma değeri oranının yüksek olması sebebiyle, eski sermayeye yönelir. Yatırım harcamaları daha az olur (Mishkin, 1996).

Tobin q teorisindeki önemli nokta, hisse senedi fiyatları ile yatırım harcamaları arasındaki ilişkidir.

Hane Halkı Likidite Etkisi: Tüketicilerin harcamaları istekleri yoluyla çalışır. Bilançoların yapıları da önemlidir. Bilançolarda önemli yer tutan dayanıklı tüketim malları ve konutlar, asimetrik bilgi¹⁷⁹ olması sebebiyle likiditesi az olan varlıklardır. Bireylerin gelirlerinde meydana gelen olumsuz durumlarda, bu varlıkların gerçek değerinden satılması ihtimali çok düşüktür. Halbuki, hisse senedi gibi finansal varlıklar, gerçek değerinde satılması ihtimali yüksek olan likit varlıklardır.

Firma Bilanço Etkisi: Firmaların bilançolarında bulunan hisse senedi fiyatlarındaki değişimler, kredi piyasasındaki asimetrik bilgi problemleri sebebiyle ekonomiyi etkiler. Yüksek riskli yatırım projelerinin borcun geri ödenme ihtimalini düşürmesi, bankaların bu firmalara sağlayacakları kredi arzını kısımlarına, firmaların da yatırım harcamalarını azaltmalarına sebep olur(Mishkin, 2001).

Servet Etkisi: Servetin konut üzerindeki etkisi önemlidir. Faiz oranları yükseldiği zaman konut için gerekli finansman maliyeti yükselir, konut talebi düşer ve konut fiyatları düşer. Konut fiyatlarındaki değişimin bireylerin servetine etkisi; birincisi, konutların piyasa değeri düşünce, tüketim harcamaları düşmektedir. İkincisi; konut fiyatlarının düşmesi, bireylerin borçlanmasını zorlaştırması ile meydana gelir. Çünkü birçok birey için kredi alabilmek konutların teminat gösterilmesi ile mümkün olmakta, konut değerinin düşmesi, kredi teminatlarının düşmesine, kullanılacak kredi tutarının azalmasına dolayısıyla da bireylerin tüketiminin azalmasına neden olmaktadır (İngiltere Merkez Bankası, 2005).

Kredi Kanalı: Kredi faiz oranlarındaki değişme, para piyasası faiz oranlarındaki değişmeden daha fazla ise, kredi piyasası para politikasının etkisini arttırmıştır. Para politikasının sıkılaştırılması banka kredilerinin azalmasına sebep olur. Firmalar ve hane halk-

179 Asimetrik bilgi: Bir ekonomik ilişki içerisindeki taraflardan birinin sahip olduğu, diğerinin olmadığı bilgidir.

ları aynı maliyetli başka kredi alternatiflerinin olmaması sebebiyle daha az miktardaki banka kredileri için yarışır. Kredi miktarının azalması sonucu kredi piyasasında rekabetçi bir baskı oluşur. Bu baskı sonucu, banka kredi oranlarının para piyasası faiz oranlarından daha fazla değişmesi, para politikası etkisinin artmasına yol açar. Bu durum literatürde “finansal hızlandıran” olarak isimlendirilir (Dale and Handle, 1993).

Banka Kredi Kanalı: Bankalar, fon ihtiyacı olanlar ile fon fazlası olanlar arasındaki aracılık fonksiyonundan başka, Merkez Bankası’nın politika kararlarının firmalar ve hane halklarının harcama kararlarına etkisinde özel rol oynarlar (Dale ve Handle, 1993).

Bilanço Kanalı: Literatürde bilanço etkisi daha çok firmaların harcama kararları üzerinde yoğunlaşmışken, Bernanke ve Gettler (1995), bilanço etkisinin hane halklarının konut ve dayanıklı tüketim harcamaları yönünden etkili olduğunu iddia etmişlerdir.

4.7.5. Dünya Bankasının Görüşleri¹⁸⁰:

Dünya Bankası’na göre; Türkiye’de iki yapısal sorun bulunmaktadır:

I. Yeterli Katma Değer Üretememe

II. Yurtçi Tasarruf Oranlarının Aşırı Ölçüde Gerilemesi

III. Yeterli Katma Değer Üretememe; Türkiye’de Küresel krizin iyice derinleşmesi karşısında sürdürülemez hale gelen cari açığın arkasındaki yapısal nedenlerden birisiydi.

Katma değer, örneğin imalat sanayinde başka firmalardan aldığımız hammadden ve ara mallarının üzerine eklediğimiz değerdir. Televizyon imal ettiğimizi düşünelim. Bazı parçaları teknoloji daha gelişkin ülkelerden alıyoruz ve satışa hazır bir TV haline getirmek üzere bu parçaların üzerinde çeşitli işlemler yapıyor, onlara yeni bileşenler ekliyoruz. Aradaki ekonomik değer, bizim ürettiğimiz “katma değer”dir.

Aslında “rekor kıran” ihracat sektörlerinin hemen hepsinde

180 <http://www.dapplatform.com/news.php?nid=22510>

yurtiçinde üretilen katma değer yüzde 30-40'ı geçmiyor. En emek yoğun/teknolojik düzeyi düşük sektör olan tekstilde bile 1 birim malın yüzde 50'si yurtdışından hammadde veya ara malı olarak geliyor. Bu durum doğal olarak kısır bir döngüye yol açıyor: Dış ticaret açığını kapatmak için yeni pazarlar bulunmaya çalışılıyor, ihracat arttırılıyor; ama her ihraç edilen 1 birim malın değer olarak yüzde 70'ini, Çin gibi çok ucuza ara malı üreten ülkelere alınıyor. Dolayısıyla ihracat arttıkça ithalat da artıyor ve cari açık kronik bir soruna dönüşüyor.

AKP Hükümeti, bu dönemde işverenlere dönük kapsamlı bir “teşvik paketi” açıklamıştı. Paketin iki vechesi vardı: Birincisi, orta-ileri teknoloji kapasiteli yatırım yapanlara çeşitli kolaylıklar sağlıyordu. İkincisi, özellikle Kürt sorunu bağlamında “en geri kalmış bölgelere” düşük teknolojili-emek yoğun yatırım yapanlara daha büyük ayrıcalıklar tanıyordu.

Teşvik paketi, orta-ileri teknoloji gerektiren ve Türkiye’de üretilmeyen malları üretmek üzere büyük ölçekli yatırım yapanların kazançlarına, yatırımın belirli bir oranında vergi indirimi getiriyor; ayrıca KDV ve gümrük vergisi muafiyeti gibi ayrıcalıklar tanıyordu. Ayrıca Kürt coğrafyasına doğru gidildikçe artan, sigorta primlerinin belirli bir oranının devlet tarafından karşılanması, gelir vergisi stopaj desteği gibi kolaylıklar sağlıyordu.

Türkiye’de aslında, katma değer üretimini yükseltmesi beklenen teşvik paketleri daha çok, işverenleri yüksek kâr marjı beklentisiyle cezbederek yatırıma ikna etmeye odaklanmış görünüyordu.

Fakat Sayın Ali Babacan’ın teslim ettiği gibi, bu önlemler küresel kriz nedeniyle Türkiye ekonomisinin içine girdiği nispi durgunluğu aşmasına kısa vadede yardımcı olmayacağıydı.

II. Yurtçi Tasarruf Oranlarının Aşırı Ölçüde Gerilemesi;

Tasarruf oranı; bir ülkedeki finansal sistemde (bankalar vs.) hem yatırımları hem de tüketimi karşılayabilecek kadar kaynak olması halinde, bir kaynak açığı oluşursa, buna “tasarruf açığı” denilmektedir. Çünkü finansal sistem bu kaynağı ancak, 1) şirketler kesiminin elde ettiği kârın yatırım amacıyla kullanılmayan kıs-

mından, 2) hane halklarının gelirinin harcanmayan bölümünden elde edebilir. Eğer bu iki kaynaktan finans sistemine akan fonlar yatırımlar için yeterli değilse, dış borçlanma kaçınılmaz olur.

Özel sektör ciddi bir sermaye birikimi yetersizliği içindeydi; çünkü ürettiği katma değer düşüktü, neredeyse hiç yüksek teknoloji ürün üretmemekteydi ve bu nedenle ürün fiyatlarını nispeten yüksek seviyede belirleme imkânından da yoksundu.

Fakat özel tasarruf oranlarını, şirketler kesimini bir kenara koyup sadece hane halkları üzerinden inceleyecek olursak, daha ciddi bir düşüşle karşı karşıya kalınmaktadır. Türkiye’de hanehalklarının ciddi bir bölümü kazandığından fazlasını harcamaktadır. Zaten 2002–2011 arasındaki “rekor” büyüme hızı da esas olarak böyle finanse edilmişti. Çok yüksek oranlarda artış gösteren tüketici, konut, otomobil vs. kredileri ve kredi kartı kullanımı toplumun büyük bir kesimini sürekli bir borçlanmaya teşvik etmişti.

Dolayısıyla Türkiye’de özel tasarruf oranlarının (hem şirketlerin hem de hane halklarının harcanabilir birikimleri) keskin biçimde gerilemesi, gerçekleştirilen yatırımlar ve tüketimin yurtdışı kaynaklar kullanılarak, yani deyişle yurtdışından borçlanılarak finanse edilmesine yol açmıştı. Fakat küresel kriz ortamında, bol miktarda ve çok düşük faizli borç bulmanın zorlaştığı bir konjonktürde, bu borçlanma döngüsü sürdürülemez hale gelmişti.

2002’den bu yana AKP’nin siyasi temsilini üstlendiği geniş tabanlı hegemonyanın önemli değişkenlerinden biri de süreklilik gösteren yüksek oranlı ekonomik büyüme idi. AKP Hükümeti bu büyümeyi oldukça özel koşulların bir araya gelmesiyle yakaladı. 2000’lerin başından beri dünyada, finansal varlıkların değerini bir balon gibi şişiren bir likidite bolluğu yaşandı. Bu, bir yanıyla AKP’ye, ekonomide herhangi bir yapısal sorunu çözmeden, örneğin üretilen katma değeri artırmadan yüksek bir büyüme yakalama olanağı sundu. Söz konusu olan, ithalat ve tüketim kaynaklı bir büyüme idi. Fakat bu dönemin bir başka özelliği daha vardı: AKP Hükümetleri, çalışan sınıfların reel gelirlerinde bir artış yaratmadan, hane halklarının gerçekte sahip olmadıkları bir kaynağı borç-

lanarak harcaması sayesinde bu büyüme oranlarını yakalamıştı. Emekçi sınıflar ve alt-orta sınıflar uygun koşullarda borçlanarak konut sahibi oldular, daha önce karşılayamadıkları ihtiyaçlarının bir kısmını karşılayabildiler.

4.7.6. Türkiye Ekonomisinin 2008 Kriz Döneminde Makro Ekonomik Durumu:

Türkiye’de 2007 yılı için büyüme tahminleri büyüme % 4 ile 5 arasında, yılsonu TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) % 8 ile 10 arasında, Cari Açık / GSMH oranı % 7,5 ile 9 arasında, yılsonu USD kuru 1,5 ve yılsonu reel faiz oranı % 10 ile 12 arasında yapılmıştır. Ancak, bu tahminlerden sadece USD yılsonu kuru tahmini 1 USD = 1 TL olarak gerçekte yer almıştı.¹⁸¹ Çünkü kur tahmininin tutturulması oldukça zordu, çünkü kuru iç değişkenler, dış değişkenler, beklentiler gibi pek çok değişken bir arada etkilemektedir. 2008 yılında dünyadaki bütün değerlerin düşmüş olmasından ötürü; Türkiye’de ekonomik durumun görüldüğü kadar iyi olmaması, yalnızca TL’nin ciddi bir değer kaybıyla karşılaşacağı belirtilmişti. 2008 yılı faiz gibi, kar gibi kazançlar elde etmeye çalışmaktan çok anaparayı korumanın öne çıkacağı bir yıl olmuştu. Türkiye’deki yanlış, ekonomisinin sürekli özelleştirme yaparak bütçe açığını finanse etmesiydi. Sürekli dış kaynak bularak cari açığını götüremezdi. Kendi parasını sürekli değerli tutarak ve kamu kesiminin yönettiği fiyatları bastırarak enflasyonu denetleyemezdi.

Türkiye’nin cari açığı GSYH’nın % 6 ile 7’si arasında seyretmekteydi. Cari açık, ithalden alınan vergiler nedeniyle bütçe açığının kapanmasına yardımcı olmaktaydı.¹⁸² Hükümetin cari açığa aldırılmaması biraz da bu durumdan kaynaklanmaktaydı. Özel kesimin dış borç sorunu ise, 2008 Haziran sonu itibarıyla özel kesimin dış borç stoku 190,5 milyar dolara yükselmişti. Türkiye’nin toplam dış borç stokunun artış hızı 2002–2008 arasında GSYH artış hızının gerisinde kalmıştı. O dönemde GSYH, dış borç stokun-

181 Dr. Mahfi Eğilmez sy.129 Küresel Finans Krizi. Remzi kitapevi. 2008.

182 Dr. Mahfi Eğilmez sy. 136 Küresel Finans Krizi. Remzi kitapevi. 2008.

dan daha hızlı artmıştı. Bunun sonucu olarak da toplam dış borç stokunun GSYH'deki payı 2002 yılında % 56,1 iken 2008 yılının ortasında % 40'a gerilemişti. Kamu kesimi dış borç stokunun artışı GSYH artışının oldukça gerisinde kaldığı için kamu kesimi dış borç stokunun GSYH içindeki payı hızla düşmüştü. 2002 yılında bu oran % 27,9 iken 2008 yılı haziran sonunda % 10,9'a gerilemiş durumdaydı. Merkez Bankası'nın (TCMB) dış borç stoku önce hızla gerilemişti sonra hafif bir artış eğilimine girmiş olsa da 2002 yılındaki stokun oldukça gerisinde kalmıştı. TCMB'nin dış borç stokunun GSYH'ye oranı 2002 yılında % 9,5 iken bu oran 2008 haziran ayında % 2,3'e kadar düşmüştü. Kamu kesiminin ve TCMB'nin dış borç stoklarını düşürmesiyle ortaya çıkan boşluğu özel kesim doldurmuştu. 2002 ile 2008 yılları arasında özel kesimin dış borç stokundaki artış hızı GSYH artış hızının önünde gitmişti. Bunun sonucunda da özel kesim dış borç stokunun GSYH'ye oranı 2002'de % 18,7 iken 2008 haziran ayında % 27'ye tırmanmıştı.

Türkiye'nin büyümedeki düşüşü; 2008 küresel kriziyle dünya konjonktürünün tersine dönmesi, likidite sıkışması ve risk alma iştahındaki azalması sonucunda Türkiye'de 2002 ile 2007 yılları arasında %6-7 büyüme oranı duraklamış, sonra yavaş yavaş tersine dönmeye başlamıştı. Sonuçta Türkiye'de büyüme düşmeye ve yalakanan olumlu ivme 2008 yılında kaybedilmeye dönmüştü. İşsizlik sorununda ise 2000'lerden bu yana hızla büyümekteydi. Bunun temel nedenlerinden biri tarım kesiminin istihdam kaybetmesi ve bu kaybın öteki sektörlerce tam olarak yerleştirilememesiydi.

Türkiye'de yurtdışından kaynak sağlamanın iki temel yolu vardı. İlki doğrudan yabancı sermaye girişiyle, ikincisi de borçlanma ya da hisse senedi satışı gibi portföy yatırımlarıyla kaynak çekilmesiydi. İkinci grupta yer alan enstrümanlarla sağlanan yabancı kaynaklara da sıcak para adı verilmektedir. Sıcak para, faiz ya da temettü geliri elde etmek ya da gelir artışı farkı alabilmek için gelmektedir. Geliş biçimleri de kredi, mevduat, tahvil, bono ve hisse senedi şeklindedir. Yurtdışındaki bir finans kuruluşundan alınan krediler, yabancıların Türk bankalarına yatırdıkları mevduatlar,

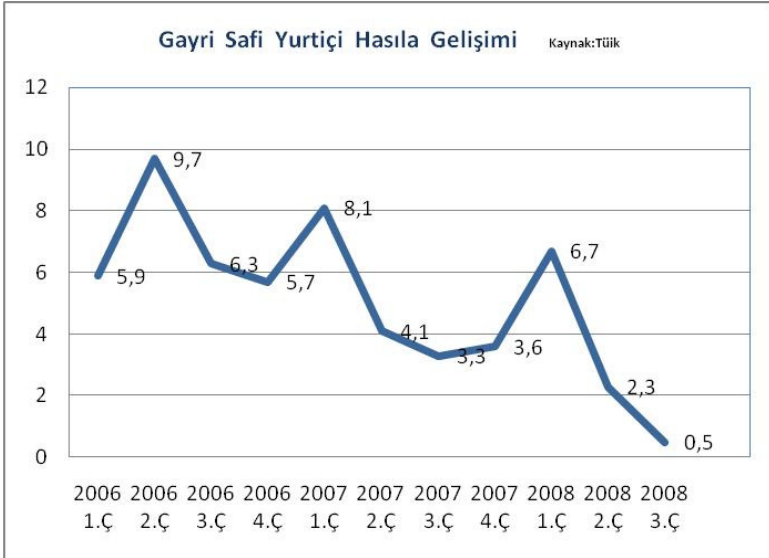
hazinenin veya varsa kurumların çıkardığı tahvil ve bonolara yatırılan yabancı paraları ve Türk borsasındaki hisse senetlerine yönelen yabancı kaynaklar sıcak paranın örnekleridir. Sıcak denilmesinin sebebi, kolaylıkla piyasadan ve ülkeden çıkabilmelerindendir. En küçük bir dalgalanma ve kriz olasılığı gördüklerinde bu sayılan enstrümanları paraya çevirip çıkabilmektedirler. Çünkü sermaye hareketlerinin serbestliği kabul edilmiş bulunmaktadır. Geçmişte Türkiye’de siyasi ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle yılda ortalama 1 milyar dolar dolayında doğrudan yabancı sermaye yatırımı elde edilirken; AB ile ilişkiler müzakere aşamasına gelindiğinde, Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişleri yılda 20 milyar dolarlara ulaşmıştı. Böyle bir ortamda bir ekonominin sıcak paradan yabancı sermayeye dönmesi beklenirdi. Ancak, Türkiye’de böyle olmamıştı. Türkiye, cari açığının hızla artması nedeniyle bu iki kaynağa yer değiştirtmeyi başaramamıştı. Doğrudan yabancı sermaye artarken sıcak para da artmıştı. Çünkü Türkiye, dünyanın en yüksek faizini vermekteydi. Hâlbuki Türkiye cari açığını sıcak parayla finanse etmek yerine doğrudan yabancı sermayeyle finanse etmeye ağırlık verseydi, krizde çok daha rahat bir konumda olacaktı. Yüksek faizde ısrar etmek cari açığın yüksek kalmasına neden olmuştu. Ayrıca, Türkiye’ye yönelik risk algılamasındaki olumsuzlukların Türkiye’den sıcak para çıkışının ve bu tür bir çıkışın kur üzerinde yarattığı baskı da bulunmaktaydı. Cari Açığın rekor düzeyde yüksek olması, sıcak para hareketlerinden daha fazla yıkıcı sonuçlar da ortaya çıkarabilirdi. Bu gibi durumlarda ilk önlem faizi arttırmak ve risk artışını getiri çekiciliğiyle dengelemektir. Ancak risk algılamasının arttığı ve üstelik küresel bir alana yayıldığı bir ortamda faiz artışı tam ters bir etki de yaratabilirdi. Yatırımcılar faizi artıran ülkenin çaresiz bir konumda olduğunu düşünüp paralarını daha hızlı çıkarmaya yönelebillerdi.

4.7.7. Türkiye Ekonomisi Temel Makroekonomik Parametreler:

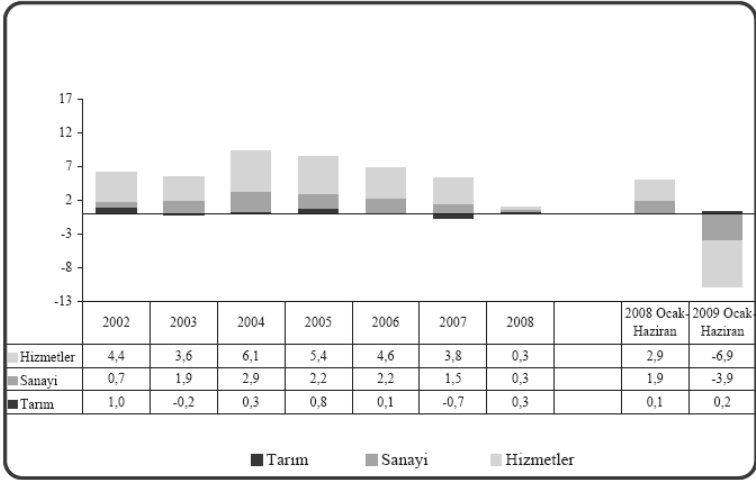
Türkiye ekonomisi üzerinde krizin etkilerini daha iyi algılayabilmek maksadıyla temel makro ekonomik parametrelerdeki gelişmelere bakılacak olursa

4.7.7.1. Büyüme:

Aşağıdaki tabloda 2006 yılından itibaren en son açıklanan veri olan 2008 yılı 3. Çeyrek Gayri Safi Yurtiçi Hasıla rakamlarının gelişimi yer almaktadır.



2007 yılını Cumhurbaşkanlığı ve genel seçimler ile kaybeden Türkiye’de, küresel krizin etkileri 2008 yılının özellikle 2. yarısından itibaren hissedilmeye başlanmıştır. 2008 yılı 3. çeyrekte büyüme oranı %0,5’e gerilemiştir. Toplam sanayi üretiminin takip edildiği Sanayi Üretim Endeksi, 2008 Eylül ayından 2009 yılının ilk çeyreği negatife dönmüştür.



Şekil GSYH Büyümesine Sektörel Katkılar (Puan)

Kaynak: SGB, Yıllık Ekonomik Rapor, 2009.

Şekil’de verilen GSYİH büyümesine sektörel katkıların özellikle krizden sonra düşmeye başladığını görmekteyiz. Sanayi sektörü, 2002 yılında başlayan yüksek oranlı büyüme sürecinin lokomotif olmuştur. Ancak küresel kriz sürecinde dış talebin düşmesiyle azalan ihracat, imalat sanayinde yüksek oranlı yavaşlamaya neden olmuştur. İmalat sanayindeki bu yavaşlama ve enerji sektöründeki gerilemeye bağlı olarak 2008 yılında sanayi sektörü büyüme hızı, 4,7 puanlık düşüşle yüzde 1,1 düzeyine gerçekleşmiştir. Sektörün büyüme katkısı ise 0,3 puan olmuştur.

	Carl Fiyatlarla (Milyon TL)	Sabıt Fiyatlarla (Milyon TL)	Büyüme Oranı (Yüzde)
1998	70.203	70.203	-
1999	104.596	67.841	-3,4
2000	166.658	72.436	6,8
2001	240.224	68.309	-5,7
2002	350.476	72.520	6,2
2003	454.781	76.338	5,3
2004	559.033	83.486	9,4
2005	648.932	90.500	8,4
2006	758.391	96.738	6,9
2007	843.178	101.255	4,7
2008	950.098	102.164	0,9

Tablo : Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 2009

Tablo . GSYİH oranlarını yüzdesel olarak yıllara olan dağılımı gösterilmiştir. Buna göre; Türkiye ekonomisinin, 2003–2007 yılları arasında ortalama yüzde 7 civarındaki büyüme eğilimi gösterirken, 2008 yılının ilk çeyreğinde, yüzde 7,2, küresel krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla ikinci ve üçüncü çeyrekte sırasıyla yüzde 2,8 ve yüzde 1 oranında büyüme göstermiştir. İnşaat sektörü ise yüzde 8,2 oranında küçülmüştür. Krizin reel sektöre yansımalarıyla birlikte iç ve dış talep daralmış ve sanayi üretimi düşmüştür.

Bunun sonucunda GSYH dördüncü çeyrekte yüzde 6,5 oranında gerilemiştir.¹⁸³ Kısaca, 2008 yılının GSYİH'sı yüzde 0,9'a gerilemiştir. Bu düşük büyüme en çok inşaat, ticaret ve imalat sanayi sektörlerini etkilemiş, 2009 yılının ilk üç çeyreğinde, inşaat sektöründeki küçülme artarak devam ederken, imalat sanayi ve toptan ve perakende ticaret sektöründeki küçülme, 2009 yılının

¹⁸³ Maliye Bakanlığı, "Yıllık Ekonomik Rapor 2009, <http://www.sgb.gov.tr/esad/Ekonomik> (10 Nisan 2010).

ilk çeyreğinde açıklanan tedbirlerin sonrasında, ikinci ve üçüncü çeyreğinde hız kesmiştir.

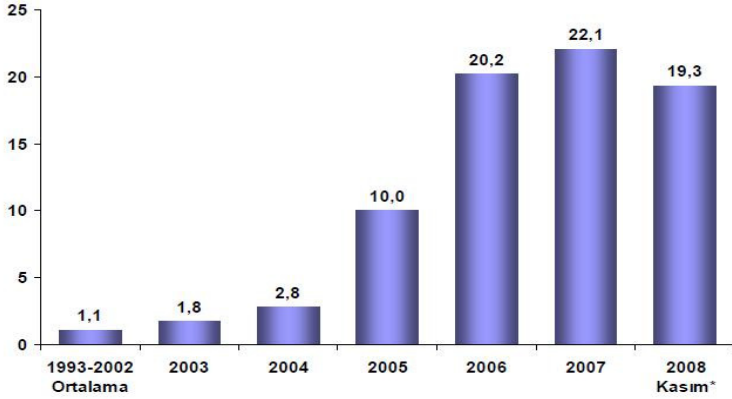
4.7.7.2. Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi:

TÜİK'in açıkladığı 2008 Aralık ayı dış ticaret istatistikleri küresel krizin ihracatımız üzerindeki olumsuz etkilerini ortaya koymaktadır. Bu gelişmelere göre 2008 yılı Aralık ayında; geçen yılın aynı ayına göre ihracat %21 azalarak 7,6 Milyar Dolar, ithalat %30 azalarak 11,2 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Yine aynı dönemde AB ülkelerine yapılan ihracatın %39,4 azalma gösterdiği tespit edilmiştir. Diğer taraftan 2007 Aralık ayında %60,3 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2008 Aralık ayında %68,2'e yükselmiştir. Bu verilere göre, ithalatımızın ihracatımızdan daha hızlı oranda geriliyor olması dış ticaret açığının azalmasına ve ihracatın ithalatı karşılama oranının yükselmesini sağlamakta olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin ihracatında yaşanan gerileme, doğrudan ihracata yönelik üretim yapan sektörlerde işten çıkarmaların yaşanması sürecini de beraberinde getirmiştir. Türkiye'nin en büyük dış ticaret pazarları olan ABD ve Avrupa Birliği ülkelerinin ekonomik durgunluk içerisinde olması 2009 yılında ihracatımızın ciddi bir gerileme sürecine girmesine neden olmuştur. İhracatta yaşanan daralma doğrudan ihracat ağırlıklı çalışan sektörlerimizi olumsuz etkilemiş ve işsizlik oranında ciddi oranda artışa yol açmıştır.

Küresel kriz Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere doğru sıcak para akışını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını son derece sınırlamıştır. Aşağıdaki tablo 2007 yılında 22,1 milyar dolar seviyesinde bulunan doğrudan yabancı sermaye girişinin 2008 yılı Ocak-Kasım döneminde 19,3 milyar dolar olarak gerçekleştiğini göstermektedir. 2009 yılında ise YASED Türkiye'ye gelebilecek doğrudan yabancı sermaye miktarını 10 milyar dolar olarak tahmin etmiştir.¹⁸⁴

Yurtiçinde Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi (Milyar Dolar)

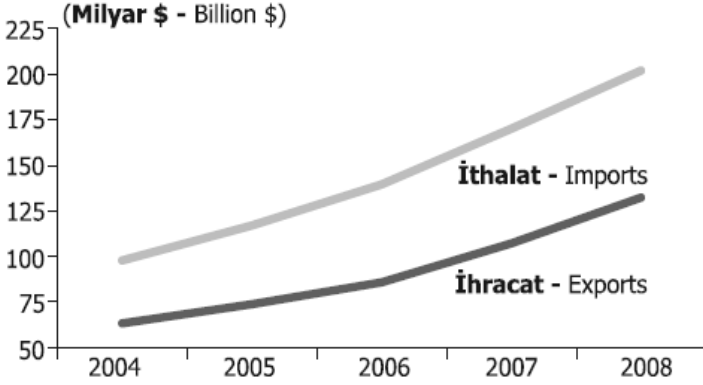


(*) Yıllıklandırılmış
Kaynak: TCMB

Küresel anlamda likiditenin daralması risk algılamasını özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için olumsuz etkilemiştir.

Bunun sonucu olarak borçlanma maliyetleri yükselmiş; ayrıca yüksek maliyetle borçlanmak talep edilse bile istenilen miktarda refansman imkânlarının bulunup bulunamayacağı sorunu ortaya çıkmıştır. 2008 yılı sonunda 42 milyar dolar olarak gerçekleşmesi beklenen cari işlemler açığının petrol fiyatlarında yaşanan gerilemenin etkisi ile 2009 yılında 20,6 milyar dolar seviyesine inmiştir.¹⁸⁵

185 (Commerzbank, EM Facing strong headwinds in 2009)



Şekil 2.11. Dış Ticaret Göstergeleri

Kaynak: TÜİK, İstatistiklerle Türkiye, 2009

2004 yılı ile 2008 yılı arasındaki ithalat ve ihracat oranları gösterilmiştir. Buna göre, ithalat rakamları yıllar bazında artış göstererek 201 milyar dolar seviyesine yükselirken, ihracatımız ise, 131 milyar dolara yükselerek önceki yıla göre, yüzde 22,6 oranında artış göstermiş olsa da krizin etkisiyle ihracatta beklenen yükselmeden daha az bir yükselme gerçekleşmiştir. Bunun da yukarıda belirtildiği gibi AB ülkelerine olan ihracatın azalmasından ileri geldiği söylenebilir.

4.7.7.3. Dış Borç Stoku:

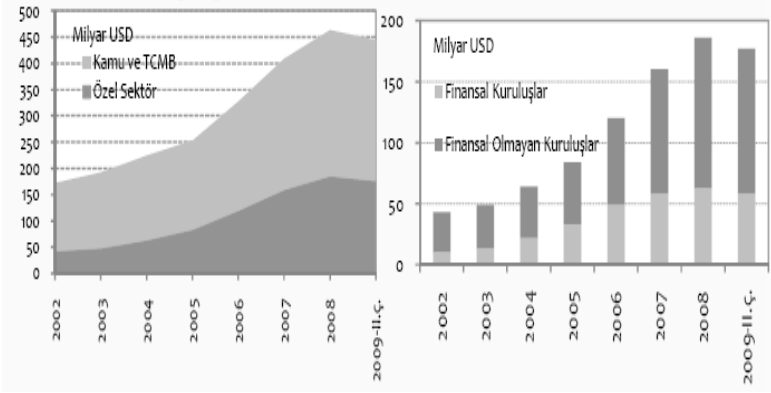
	2006	2007	2008	2009-I Üç Ay	2009-II Üç Ay	2009-III Üç Ay
Toplam Dış Borç Stoku	207,6	249,4	278,3	266,8	270,1	273,5
Kısa Vade	42,6	43,1	50,5	47,9	48,6	49,3
Kamu	1,8	2,2	3,2	2,7	2,9	3,4
TCMB	2,6	2,3	1,9	1,7	1,8	1,8
Özel	38,3	38,7	45,4	43,5	43,9	44,1
Uzun Vade	165,0	206,3	227,8	218,8	221,5	224,1
Kamu	69,8	71,4	75,0	73,5	75,3	80,1
TCMB	13,1	13,5	12,2	11,3	11,8	11,8
Özel	82,0	121,4	140,6	134,1	134,4	132,2
Kamu Sektörü	71,6	73,6	78,3	76,2	78,2	83,5
Kısa Vade	1,8	2,2	3,2	2,7	2,9	3,4
Uzun Vade	69,8	71,4	75,0	73,5	75,3	80,1
TCMB	15,7	15,8	14,1	13,0	13,6	13,6
Kısa Vade	2,6	2,3	1,9	1,7	1,8	1,8
Uzun Vade	13,1	13,5	12,2	11,3	11,8	11,8
Özel Sektör	120,3	160,1	186,0	177,6	178,3	176,3
Kısa Vade	38,3	38,7	45,4	43,5	43,9	44,1
Uzun Vade	82,0	121,4	140,6	134,1	134,4	132,2

Tablo Dış Borç Stoku (Milyar\$)

Kaynak: ISO, Ekonomik Göstergeler, 2010

Tablo den de izlenebileceği gibi, Türkiye'nin dış borç stoku, Eylül 2009 sonu itibariyle 273,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış borç stoku, 2008 sonuna göre yüzde 1,7 oranında azalmıştır. Aynı dönemde kısa vadeli borçlar 1,2 milyar dolar azalarak 49,3 milyar dolara, uzun vadeli borçlar 3,7 milyar dolar azalarak 224,2 milyar dolar olmuştur. Kısa vadeli dış borçların dış borç stoku içindeki payı yüzde 18 iken, uzun vadeli borçların payı yüzde 82 oranındadır.¹⁸⁶

¹⁸⁶ ISO, Ekonomik Göstergeler, 2010, http://www.iso.org.tr/tr/web/StatikSayfalar/Ekonomik_Gostergeler.aspx (18 Mart 2010).



Şekil. Özel Sektörün Borç Kullanımı

Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, 2009

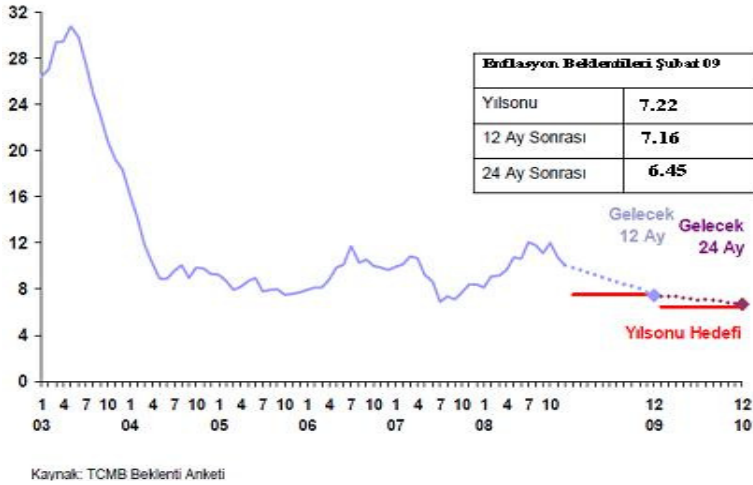
Yurt içi ve yurt dışı finansal piyasalardan kullanılan krediler yoluyla reel sektörün yatırımları finanse edilmektedir. Böylece finansal aracılık yoluyla ekonomik büyüme olumlu etkilenmektedir. Bu etkileşim Şekil 2.15’de izlenebilmektedir. Yurt içi kredi hacmi ile toplam yurt içi talep ve toplam sabit sermaye yatırımları benzer hareket etmektedir.¹⁸⁷

4.7.7.5. Enflasyon ve Faiz Oranları:

2008 yılını TÜFE de %10,1 ve ÜFE de %8,1 oranları ile tamamlayan enflasyonda düşüş gerçekleşmiştir.

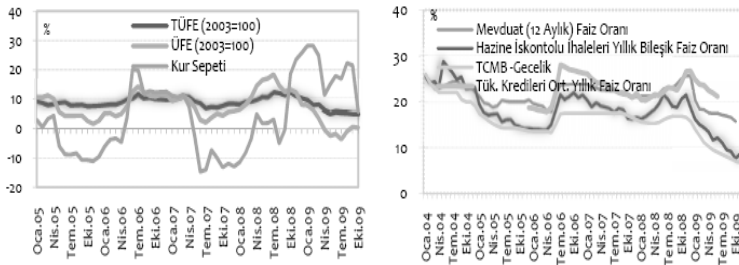
187 BDDK, “Finansal Piyasalar Raporu”, 2009, <http://www.bddk.org.tr> (14 Mart 2010), s.

Yıllık Enflasyon Oranı ve Beklentiler (%)



2007 ve 2008 yılının ilk yarısında yüksek seyreden emtia ve petrol fiyatları hem cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiş hem de Türkiye'nin enflasyon ithal etmesine yol açmıştır. Bu verilerden hareketle, azalan

iç talep ve düşen emtia fiyatları nedeniyle 2009 yılında enflasyonun gerileme süreci içinde olacağıydı.



Şekil . Enflasyon ve Faiz Oranları

Kaynak: BDDK, Finansal Rapor, 2009

İç talepteki ve enflasyondaki yavaşlama ve gerilemeler, 2008 yılında yapılan artırımlarla yüzde 16,75'e kadar yükseltilen Merkez Bankası politika faiz oranını, Yukarıda bulunan Şekil 'de de görüldüğü üzere ciddi bir düşüş eğilimine girmiş, Ekim 2009

tarihine değin yüzde 6,75'e kadar çekilmesine olanak sağlamıştır. 20 Kasım 2009 tarihinden itibaren yüzde 6,5 seviyesini korumuştur. Ekonomik faaliyet ve fiyatların girdiği yatay seyir ve küresel finans piyasalarındaki sorunların ve belirsizliklerin görece iyileşmeye rağmen devam etmesi, kısa vadede politika faiz oranının da yatay bir banda girmesi ihtimaline işaret etmektedir.¹⁸⁸

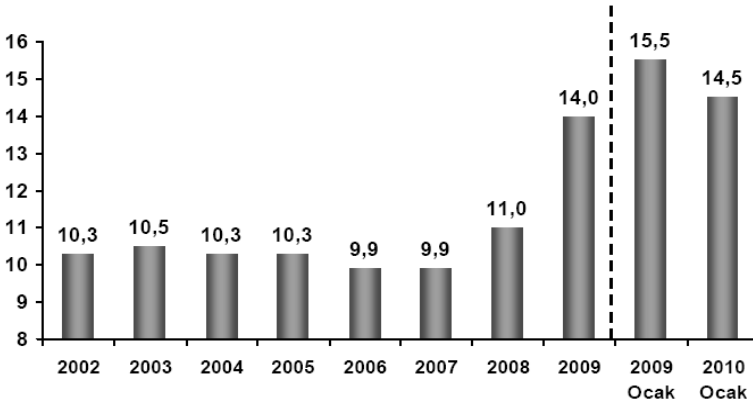
4.7.7.5. Döviz Politikası:

Merkez Bankası piyasalara döviz likiditesi sağlamak adına 2008 yılı içerisinde döviz alım ihaleleri yoluyla 7,6 milyar dolar tutarında döviz almış ve mali sisteme kaynak sağlamak için de yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirimde gitmiştir. Bu oranlarda bir miktar daha indirimde gidebileceği ise 2009 Para ve Kur Politikası Raporu'nda belirtilmiştir.

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan 2009 yılı borçlanma stratejisinde ise 2009 yılı iç borç çevirme oranının 2006'dan beri en yüksek seviyesi olan %77,8'e çıkması öngörülmüştür.

188 (BDDK, "Finansal Piyasalar Raporu", 2009, <http://www.bddk.org.tr> (14 Mart 2010) , s. 16.)

4.7.7.6. İşsizlik:



Şekil İşsizlik Oranı (%)

Kaynak: Hazine Bakanlığı, Ekonomik Rapor, 2010

2007 yılında yüzde 9,9 olan işsizlik krizin etkisini göstermesiyle birlikte yüzde 11'e çıkmıştır. 2002 yılından sonra 2007'e kadar büyüme oranında artış olmasına rağmen işsizliğin artması Türkiye için büyümenin istihdamı arttırmada başarı sağlamadığını göstermektedir, yani istihdamı arttırmayan büyümenin yaşandığını görmekteyiz.

4.7.7.8. Genel Değerlendirme:

Türkiye ekonomisine ilişkin makro ekonomik veriler incelendiğinde; 2008 Ağustos ayında daralmaya başlayan Sanayi üretimi, Aralık ayında % -17,6 oranında azalış göstermiştir. Petrol ve diğer emtia fiyatlarında görülen düşüşler, enerji ithalatından kaynaklanan maliyet enflasyonu faktörünü ortadan kaldırırken diğer yandan önemli oranda daralan iç talebin de etkisiyle enflasyonun 2009 yılında düşüş trendine olduğu öngörülmüştü.

Petrol ve emtia fiyatlarında yaşanan düşüşün cari işlemler açığının daralması yönünde de olumlu etkisi olmuştur. Türkiye

ekonomisinin yıllardır yumuşak karnını oluşturan cari işlemler açığında yaşanacak olan gerileme olumlu olmakla birlikte, özel sektörün yüksek oranda dış borçlu olması olumsuzdu.

2001 krizinden sonra uygulanan istikrar programı, yeniden yapılandırılan bankacılık sistemi ve beş yıldır ciddi olarak ödün vermeden sürdürülen sıkı maliye politikasının olumlu etkilerinden dolayı ülke ekonomisi küresel kriz ortamında ayakta kalmayı başarmıştır. Küresel krizin Türkiye'ye etkilerinin mali sektörden daha çok reel sektöre olması, 1994 ve 2001 krizlerinden mevcut durumun farklı olduğunu göstermektedir. Bu noktada krizin reel sektöre etkilerinin en alt düzeye indirilmesini sağlamak için alınacak tedbirler oldukça büyük öneme sahiptir.

4.8. AKP'nin Asyalaşma Politikası:

Türkiye'yi küresel kriz karşısında en büyük hasarlardan birine uğratacak etken 2001 krizi sonrası izlenen Asyalaşma büyüme politikası olmuştur. Küresel krizden önce, Türkiye kapitalizmi 2002- 2006 döneminin ucuz emeğe dayalı büyümesinin ardından 2007'de inişe geçmişti. 2007'nin başından itibaren büyüme yavaşlamış, enflasyon yeniden iki haneye sıçramıştı. Türkiye kapitalizmi, ihracatçı Asya ülkeleri ile yarışmaya çalışan, kaba bir ucuz emeğe dayalı büyümeyi denemişti. Ancak bu Asyalaşma da kısa sürede sonuçsuz kalmıştı. Bu politika 2006 yılında son bulmuş ve ekonominin büyüme temposu düşmüştü. 2001 Krizinden sonra, özellikle sanayide daha az işçi çalıştırıp onlardan daha çok üretmeleri, ama daha az ücreti kabul etmeleri dayatılmıştı. Bu şekilde rekabet gücü arttırılarak ihracata yönelik 2001 krizi geçirtilmişti. Ancak, çalışanların krizi hiç sona ermemişti. 2001- 2008 arasında verimlilik, çalışan başına üretim yüzde 45 artarken, reel ücretler yüzde 10 gerilemişti. Aynı şekilde, aynı dönemde çalışan sayısı yüzde 5 artarken kişi başına üretim yüzde 45 yükselmişti. 2007 sonrasında bu Asyalaşma-Çinleşme yeterli gelmemeye başlamış ve işverenler ayakta kalmak için esnekleşme adı altında emeği daha

da ucuzlatmaya çalışmışlardı. 2001 Krizi sonrasında Türkiye'deki sermayedarlar, dışarıya karşı bütün rekabet güçlerini emeğin sömürüsünden almış, teknolojik bir dönüşüm gerçekleştirememiş ve ileriye gidemeyeceklerini anlamışlardı.

Bunun yanında, Türk kökenli sermayedarların bankalarına ve Telekom gibi özelleştirmelere gelen yabancı sermaye girişimlerinin, sermaye birikimini ve büyüme potansiyelini yukarı taşımadığı da anlaşılmıştı. İç talepte eksikliğin telafisi ihracatla karşılanamaz duruma gelmişti. Tüketici kredisi ve kredi kartı harcaması projeleriyle talep genişletilmiş, ancak burada da başarısız olunmuş ve durgunlaşma ortaya çıkmıştı. Merkez bankasının aylık beklentileri ölçtüğü beklenti anketleri 2007'den itibaren kötü sinyaller vermiş, reel kesim güven endeksi 2007 ortalarında aşağı seyretmiş, 2008'in ikinci yarısından sonra daha da kötüleşmişti. Tüketicilerin geleceğe dair güvenleri ise azalmıştı.

Türkiye'nin döviz açığı ile krize yakalanması, sağlıksız büyüme stratejisi ile ilgiliydi. Bu dönem döviz kuru, aşırı değerli tutularak enflasyonu geriletmenin ana politika aracı olarak kullanılırken ithalatı kamçılایıcı, yerli üretimi ve yerli istihdamı olumsuz etkileyen dış ticaret açığını ve cari açığı büyüten özelliği göz ardı edilmişti. Aşırı değerli dolar kuru ihracat ve turizm gibi döviz kazandırıcı faaliyetleri de cesaretlendirememişti.

Düşük kur, ithalatı kamçılایıp mal arzını arttırmış, ancak cari açığın kırk dört milyar dolara ulaşmasına etken olmuştu. Düşük kur sıcak parayı çekmek için kullanılırken, yerli üretime ve istihdama darbe vurmuştu.

2002 sonrası Türkiye ekonomisinde, dış kaynakla yüksek büyüme gerçekleştirilen, dışarıda likidite bolluğu yaşandığı dönemde özel reel sektör çok fazla borçlanmıştı. Döviz kurunda yukarı doğru bir ani sıçrama olmayacağına güvenen ve dış piyasalardaki faizlerin içeriye göre düşük oluşunu fırsat sayan sanayi ve hizmet kesiminin hızla borçlanmasıyla dış borç stoku 2002 yılında 130 milyar dolar düzeyinden 2008 yılı ortasında 284 milyar doları bulmuştu.

AKP hükümeti 2008 krizine; “2001 krizinde finansal yapımızı sağlamlaştırdık”, avuntusuyla yaklaşmış, küresel krizi umursamaz görmüştü. AKP yönetimi krizi finansta değil, sanayide yaşamaya başlamıştı. İmalat sanayi üretimi hızla gerilemiş ve 2008 Ağustos’undan itibaren negatife dönmüştü. Sanayideki gerilemeyi getiren iki önemli etken ihracat ve iç talepteki daralmalar olmuştur. Yüzde 60’a yakın oranda AB pazarına odaklanan Türkiye ihracatının 2008 verileri ihracat düşüşünü göstermiştir.

İhracattaki daralma, iç talepteki gerileme ile beraber hızla gitmişti. Hane halkı tüketimi hızla daralmıştı. Hem küresel krizin etkisiyle yaşanan küçülme, hem de bankaların tüketici kredilerini kısımları, yanı sıra işten çıkarmalarla haneye giren gelirlerin azalması iç talebi daraltmıştı.

Yabancı kaynak, Ekim 2008’den itibaren Türkiye’yi terk etmeye başlamıştı. Batma riski altındaki türlü fonlar, finansal kuruluşlar kalan kazançlarından da vazgeçerek çıkmaya başlamışlardı.

AKP, 29 Mart yerel seçimleri sırasında 2009 yılı için yüzde 4 büyüme hedefini bütçe metnine yerleştirmişti. Dünya Bankası ise Türkiye’nin 2009 yılı için yüzde 1,7 oranında büyüme şansı olduğunu ifade etmişti. Ancak AKP hükümeti IMF ile antlaşma yapmamıştı. IMF’ye olan borçlarını da ödemeye devam etmişti. Çünkü IMF’nin istediği antlaşmaya göre, mali disiplin adı altında, vergilerin arttırılmasını, harcamaların kısılmasını talep etmekte, kamu çalışanlarının maaşlarına 2009 yılında zam yapılmamasını da öngörmekteydi. Bu antlaşma yapılırsa idi 2009 yılında negatif büyüme, yani küçülmeyi, yeni vergi ve daha az bütçe harcamasını getirecekti. Bu durum bütçe üstünden alt ve orta sınıfların biraz daha yoksullaştırılması anlamına gelmekteydi. IMF antlaşması içeride ancak, döviz kurunda geçici bir istikrara ve borçlu sermayedarlara geçici bir soluk kazandırmaya yarayacaktı.

Hükümet, 2009 kriz yılı boyunca krizi atlatmak için genişlettiği kamu harcamaları dışında, bu koşulu (2011 sonuna kadar) yerine getirdi. Burada da sorunlu bir nokta bulunuyor; bu da bütçe dengesini tutturmanın bir yolu olarak kamunun her türlü varlığını

sürekli satmaktı. Varlıkları satıp bütçeyi dengeleme sürekli çözüm olamazdı.

4.9. Türkiye Küresel Krizinden Etkilenme Derecesi:

Türkiye ekonomisinin küresel krizi bankacılık ve finans sektörü üzerinden değil, reel sektörler ve özellikle sanayi sektörü üzerinden yaşamıştır. Bu olgu Türkiye'nin 2003 sonrasında küresel ekonomiyle olan bağlantılarının biçimiyle ilgiliydi. 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörü çok sıkı denetim altında iken, finans dışı reel sektörler benzer denetimlerin dışında kalmış ve yüksek oranlı bir dış borçlanma ile neticelenecek bir dış kaynak kullanımına yönelmişlerdi. Ucuz ve bol dövizin getirdiği ucuz ithalat olanakları sanayi kesiminde ara ve yatırım malları maliyetlerinde büyük tasarruf sağlamaktaydı. Ancak, küresel kriz süresince bu tür ucuz ithalat finansmanının kurulması sonucu Türk sanayinde büyük bir daralma yaşandı. Sanayi kesimindeki söz konusu daralma, süregelen cari işlemler açığının boyutları ile doğrudan orantılıydı. 2003 sonrasında cari işlemler açığının yükselerek süregelmeye seyirci kalınmasının sonucunda Türk sanayii krizden en şiddetle daralan sektörlerden birisi görünümündeydi.

Küresel krizin Türk bankacılık ve finans sektörlerini göreceli olarak daha az etkiliyor görünmesinin ardında henüz resmi olarak açıklanamayan bir diğer olgu yatmaktadır: Türkiye, krizin etkilerinin ulusal ekonomiye ulaştığı Ekim 2008'den bu yana geçen 11 ay boyunca (en son güncel veri Ağustos ayına ait) 12,6 milyar dolarlık kayıt dışı sermaye girişi olanağı elde etmiştir.

Resmi istatistiklerde net hata ve noksan diye anılan söz konusu sermaye girişlerinin kaynağı, amacı veya bedeli belli değildir. Söz konusu kayıt dışı sermaye girişleri, finans sektörüne beklenmedik bir rahatlatma sağlamış gözükmektedir. Ancak, adı üzerinde kayıt dışı olan bu kaynağın, "Türkiye'nin almış olduğu tedbirler" sayesinde ülkemize aktarıldığını savunmak güçtür.

"Net hata ve noksan" kalemi dâhilinde kayıt dışı sermaye gi-

rişlerinin Türkiye ekonomisine olan ilgisi kuşkusuz 2008 sonrası ile sınırlı değildir. Türkiye'nin bundan önce yaşamış olduğu 1994 veya 2001 krizleri gibi dönemlerde de kayıt dışı sermaye hareketlerinin önemli bir işlev gördüğü bilinmekteydi.

4.10. Küresel Krizden Çıkış için Maliye Politikası:

Küresel krizden çıkış yolu olarak görülen ihracat öncülüğünde ekonomik iyileşme seçeneği, küresel kriz dönemde çözüm olamamıştı. Diğer bir çözüm yolu olan para politikası ise, finansal krizlerin doğal yapısı gereği parasal aktarım mekanizmasının zayıflaması ile birlikte kısa dönemde beklenen etkiyi göstermekten uzak kalmıştı. Ayrıca, birçok ülkede Küresel Krizin daha başında zaten parasal genişleme seçeneği kullanılmış ve merkez bankalarının politika faiz indirimleri açısından hareket alanları oldukça daralmıştı. Krize çözümün diğer bir cephesini oluşturan finansal sistemin yeniden düzenlenmesi ise, ancak uzun vadeli bir planın parçası olabilecekti.

Böyle bir ortamda, maliye politikası, kısa dönemde düşen toplam talebi süratle canlandıracak en önemli politika seçeneği olarak görülmeye başlanmıştı.

Maliye politikasının krizlere karşı etkili bir iktisat politikası olduğuna dair inancın, 1960'lardan sonra belki de ilk defa bu derece arttığı söylenebilir. Keynes'in 1929 Büyük Bunalımına çözüm olarak önerdiği zamandan beri önemi devamlı artan iradi maliye politikası, 1950-1960'lı yıllarda altın dönemini yaşamıştı. Buna karşın, 1970'li yıllarda yeni klasik iktisadın eleştirileri ile başlayan bir gerileme döneminin varlığından söz edilebilir. Barro (1974), Ricardocu denklik teoremi adı verilen yaklaşımla, kamu borcunun gelecekte ödenmesi gerekliliği nedeniyle, ileriye bakan tüketicilerin yüksek vergi beklentileriyle uyumlu olarak genişletici maliye politikasını özel tasarruflarını artırarak etkisiz kılacaklarını ileri sürmüştü.

Kydland ve Prescott (1977) ise, dinamik zaman tutarsızlığı

nedeniyle iradi politikaların çok ciddi kısıtlara sahip olduğunu göstermişlerdi. İradi maliye politikasının kısıtları ve etkisizliği üzerindeki akademik tartışmalar, uygulamada da çoğu ülkenin devamlı bozulan mali dengelere sahip olması gerçeğiyle birleşince, dikkatler politik etkilerin azaltıldığı, kurallara dayalı bir maliye politikası çerçevesinin oluşturulmasına doğru kaymıştı. 1 Ocak 1993'te yürürlüğe giren Maastricht Anlaşmasının bu yaklaşımın en ciddi uygulaması olduğu söylenebilir.

Maastricht Anlaşmasına uyumla birlikte,

(I) kamu açığı/GSYİH oranının % 3'ü,

(II) kamu borcu/GSYİH oranının % 60'ı geçmemesi mali hedefleri tüm AB üye ülkeleri için bağlayıcı hale getirilmiştir.

Küresel kriz ortamında ise, iradi maliye politikası yeniden çözüm olarak sunulmaktaydı. Diğer bir deyişle, iktisatçılar ve uygulayıcılar Keynes'in krize karşı genişletici maliye politikası fikrini tekrar kurtarıcı olarak görmekteydiler. Bu çalışma, Keynes'in 1936'da yayınlanan "İstihdam, Faiz Ve Paranın Genel Teorisi" kitabına geri dönmekte ve doğrudan Keynes'in kriz olgusuna bakışını gözden geçirmekteydi. Bu gözden geçirmenin yapılmasının temel nedeni, Keynes'in kapitalist tarihin yaşadığı en etkili kriz olan 1929 Büyük Bunalımının nedenleri ve yayılım mekanizması hakkındaki düşüncelerinin incelenmesinin, hem 2008 Küresel krizi hem de bu krize çözüm olarak önerilen maliye politikası hakkındaki anlayışın geliştirilmesine olanak yaratılmasıydı.

4.11. Hükümet Müdahaleleri:

Hükümetin finansal piyasalara doğrudan müdahaleleri, faiz oranlarını kontrol ederek ya da finansal piyasa fiyatlarına limitler getirerek, banka kredilerine limitler koyarak, seçilmiş bölgelere kredi imkanları sağlayarak gerçekleştirdi. 1980'li yıllarda kredi tavanları ve karşılık oranları değişikliklerinin etkin olduğu para politikası uygulama alanları, 1990'lı yıllarda yerini ağırlıklı olarak

Açık Piyasa İşlemleri¹⁸⁹ ne bırakmıştır (Kamin ve diğerleri, 1998).

Ekonomik krizin en önemli nedeni, sermayenin üretimden çekilip finansa doğru kaymasıdır. Dünya ekonomisi son yıllarda malileşme ile karşı karşıya kalmıştır. Kapitalizmin malileşmesi; iktisadi etkinliğin ağırlık merkezinin üretimden (ve hatta büyüyen hizmetler sektöründen) finansa doğru kayması günümüzün kilit sorunlarından birini oluşturmaktadır (Foster, 2008: 45). Küresel sermaye dünya ekonomisini üretim yerine parasal alana sıkıştırmıştır. Bunun adına da sıcak para denilmekteydi ve bu paranın üretimle doğrudan ilişkisi yoktu. Ekonomik krize sebep olan faktörlerin başında üretimle doğrudan ilişkisi bulunmayan sıcak para gelmekteydi¹⁹⁰

Hükümet Tarafından Alınan Önlemler
Vadesi geldiği halde ödenmemiş tüm vergi alacaklarının taksitlendirilmesi
Türklerin yurtdışındaki paralarının Türkiye'ye getirilmesine yönelik çalışma
Mevduata güvence verme yetkisinin TMSF den alınarak Bakanlar Kuruluna devredilmesi
Hisse senedi alım satımlarında uygulanan stopaj oranı %0'a indirildi.
Kosgeb kanalı ile Kobilere faizsiz kredi sağlandı.
Merkez Bankası döviz Mevduat Munzam Karşılıklarını düşürerek bankacılık sistemine kaynak yarattı.
Halk Bankası kanalıyla Esnaf ve Sanayiciye yeni kredi imkanlarının sağlanması
SSK işveren primlerinde 5 puanlık indirim yapıldı.
Eximbank kredilerinin artması ve sermayesinin güçlendirilmesi.

189 Açık Piyasa İşlemleri: Açık Piyasa İşlemleri Merkez Bankası'nın dolaşımdaki para miktarını kontrol edebilmek amacıyla hazine bonosu, tahvil ve hisse senedi alım satımına gitmesidir. Merkez Bankası'nın amacı, banka rezervleri ile oynayarak para arzını etkilemektir.

190 (http://www.akademiktisat.net/calisma/kriz_iktisat/kriz_turev_kazanc.htm, 2009).

Küresel ekonomik krizle anlaşılmıştır ki Türkiye ekonomisi, izlenen düşük kur, yüksek faize dayalı yeteri kadar katma değer yaratmayan üretim teknolojisi ve üretim yöntemi ile ve yanlış makro ekonomik politikalarla küresel ekonomik kriz olmasa da daha fazla devam edemezdi. Çünkü ekonomik büyüme kısa vadeli yabancı sermayenin girişine dayandırılmıştı. Bu sistem yüksek faiz ve düşük kurla yürütülmekteydi. Sıcak para ekonomideki cari işlemler açığını kapamakta, enflasyonu düşürmekte fakat diğer taraftan kaynak dağılımını bozarak sabit sermaye yatırımlarını ve üretimi azaltmaktaydı. Yüksek reel faiz – aşırı değerli para politikasına sıkışan Türkiye ekonomisinde kullanılabilir fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine, tüketim ve ithalat patlamasına dönüşmekte ve cari işlemler açığını tehlikeli biçimde yükseltmekteydi (Yeldan, 2006: 136).

Türkiye ekonomisinin bu yapısı, ara mallar ve yatırım malları ithalatını sürekli hale getirdiği için GSMH yeterince büyüyemekte ya da belli orandaki büyüme ile istihdam yaratamamaktaydı. Ekonomik yapının bu şekilde kırılgan hale gelmesi ekonomiyi, kriz-istikrar sarmalına almaktaydı.

2008 yılı küresel ekonomi krizi ile ilgili olarak Türkiye ekonomisinde alması gerekli önlemler şu şekilde olmalıydı:

I. Türkiye ekonomisinde kriz dönemlerinde bütün dünyada olduğu gibi ekonomik durgunluğu önlemek için talep artırıcı tedbirlere başvurulmalıydı. Örneğin, faiz dışı fazlalarla ve biraz da para basarak altyapı yatırımları yapılmalıydı. Çünkü kriz dönemlerinde harcama artırıcı politikalar enflasyon yaratmamakta aksine ekonomideki durgunluğu hafifletmektedir.

II. Merkez Bankası, bankaların dış borç ödemelerinde onlara kredi vermek suretiyle yardımcı olmalıydı. Bu konuda kredi akışkanlığını sağlamak için çok yüksek olan reel faizleri düşürmeliydi.

III. Bankalar işletmelere kredi desteğini özellikle kriz döneminde kesmemeli, kredilerin geri ödenmesinde işletmelere kolaylık sağlanmalıydı.

IV. Yeteri kadar dövizin olmaması nedeniyle arz ve talep koşullarına göre serbest piyasada uygun bir kur belirlenememişti.. Bu nedenle kontrollü kur sistemi uygulanmalıydı.

V. Kırılganlığı ve kriz riski yüksek olan sıcak paraya dayalı ekonomik büyüme modeli terk edilmeliydi ve üretime dayalı büyüme modeline geçilmeliydi.

VI. Krizin en önemli nedeni ve ekonomik krizde en hassas konu cari işlemler bilançosu açıklarıdır. Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığının nedeni dış ticaret açıklarıdır. Bu nedenle dış ticaret açıklarına neden olan faktörlerin başında gelen sermaye mallarının olabildiğince yurt içinde üretilerek ithalatı sınırlandırılmalıydı. Bu ithal mallarında yerli üretime geçilerek hem açıklar azaltılmalı hem de istihdam yaratılmalıydı. Merkez Bankası kaynaklarına göre 2008 yılı Ağustos ayı sonu itibariyle cari işlemler açığı yaklaşık 35 milyar doları bulmuştu. Bu açık başlı başına kriz nedeniydi.

VII. Enerji ve tarımsal üretimde yeni üretim projeleri yapılarak Türkiye ekonomisi kendine yeterli hale gelmeliydi. Bu konuda enerjide çok iddialı olunmasa da, tarımda ve onun türevi olan gıda sektöründe çok önemli avantajlar vardı. Eğer bu iki alanda Türkiye ekonomisi kendine yeterli hale gelebilseydi, ekonomik kriz olsa bile çok az maliyetle atlatabilecekti.

VIII. İhracatımızın %50'ye yakını AB ülkelerine yapılmaktadır. Bu ülkeler yoğun ekonomik kriz içinde olduğu için dış talep azalacaktır. İhracatın krizden etkilenmesini önlemek için önemli bir bölümü komşu ülkelere, Rusya ve Orta Asya Türk Cumhuriyetlerine kaydırılmalıydı.

IX. Kısa süreli doğrudan yabancı sermayeye tedbir alınmalıydı, krize sebep olan sıcak para uygulamalarına son verilmeliydi.

Hükümetin 2008 krizini yönetmek için aldığı önlemler ise:

I. Para ve kredi politikaları: TCMB'nin bankalar sisteminde döviz likiditesini arttırmak ve döviz ve efektif piyasalarında güven sağlamak üzere aldığı kararlar. TCMB'nin gösterge faiz hadlerini aşamalı olarak indirmesi. Tasarruf mevduatındaki güvence sınırını gerektiğinde arttırabilmek için yasal imkânın oluşturulması. Faiz hadlerindeki oynaklıkların artırılabilceği piyasa risklerinin banka sermaye yeterlilik hesabı üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmaya imkân veren muhasebe standardı değişikliği. Şirketlere kredi borçları için beş defaya kadar yeniden yapılandırma hakkının verilmesi. Finansal aracı kesime erişimi sınırlı olan küçük esnaf ve sanayiciler, tarımsal üreticiler ve ihracatçıların kredi imkânlarını arttırabilmek için çeşitli önlemler (faiz oranı indirimleri vb.). Kredi kartı borçlarının yeniden yapılandırılması. KO-Bİ'ler için Kredi Garanti Fonu'nun oluşturulması.

II. Maliye Politikaları: Vadesi geldiği halde ödenmemiş kamu alacakları için taksitlendirme imkanı. Konut, işyeri ve dayanıklı tüketim malları satışlarındaki gerilemenin önlenmesi için sürekli olarak uygulanacak KDV, ÖTV ve diğer vergi ve harç indirimleri.

III. Ödemeler Dengesi Sermaye Hesabını İlgilendiren Politikalar: İç talebin sektörel yapısında ithalat yerine yurtiçi ürün kullanımını destekleyen uygulamaların yapısı gerektiği. Dolayısıyla, dolaylı vergi oranları ve kredi faizlerinde değişiklikler yaparak, yüksek ithal girdileriyle çalışan sektörleri baskılayan, yurt içi girdi ve kaynak kullanımını özendiren bir talep ve harcama yapısını hedeflemekteydi.

IV. İstihdamı İlgilendiren Politikalar: Döviz en yüksek hasıla ve / veya istihdam sağlayacak alanlara tahsis edebilecek bir yönlendirme gerçekleştirmek.

4.11.1. Ekonomi Yönetiminin 2008 Krizine Yaklaşımı:

Küresel krizin 2007 yaz aylarında başlayan ve önce finans sektörüne sonradan reel kesime yayılan krizin Türkiye'ye bankalar kanalı ile taşınacağından, ilgi bu kesim üzerinde yoğunlaştırılmış ve 2008'de hiçbir bankanın ödeme aczine düşmemesi krizin etkilerinin azımsanmasına yol açmıştı. Türkiye'nin finansal yapısıyla kısa zamanda ve az hasarla atlatacağına inanmıştır.

2003 sonrası dönemde uluslar arası finans piyasalarındaki genişlemenin 2007- 2008 yılında arizi bir gerilemeye dönüştüğü varsayılmış, krizin dış kaynak girişlerinin canlanmasıyla adeta kendiliğinden sona ereceği umulmuştur.

Kırılganlığın esas itibarıyla reel kesimdeki aşırı borçlanmış şirketlerden kaynaklanacağı fark edilememiş, reel hasıla ve istihdamdaki gerilemelerin geçici olduğu sanılmıştır.

İyimser beklentiler toplama ve özellikle girişimcilere benimsetilebilirse krizin çabuk aşılabileceği sanılmıştır.

SONUÇ

Krizler kapitalizmin kendisi kadar eski ve her zaman her yerdedir. Aşağı yukarı her kriz mutevazi şekilde başlar, küçük gelişmeler daha sonra ortaya çıkacak gerçek dram için ortamı hazırlar. Bu ortamda yükseliş ve çöküş döngüsü yıllarca sürebilir.¹⁹¹

Ancak, Kapitalist sistem tarihinde ilk kez küresel bir kriz yaşamıştır. Buna benzer bir kriz 1929'da çıkmıştır ama o zamanın dünyasında kapitalist olmayan ve dolayısıyla sistem dışında kaldığı için krizden bu kadar etkilenmeyen ülkeler vardı.¹⁹² Dünya o dönemde böylesine bütünleşmiş bir konumda değildi. 2008 yılı öncesinde çıkan krizler ise ya ulusal ya da bölgesel düzeyde kalmış ve küreselleşmemiştir. 2008 Krizini önceki bütün krizlerden ayırıp onu küresel kriz konumuna getiren husus, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmış olmasıdır. Sermaye hareketleri önceki krizlerinhiçbirinde bu boyutta serbest ve yaygın değildi.

2008 Krizinin kaynağı olarak daha fazla kazanma hırsı yani bir açgözlülük vurgusu öne çıkmıştır. 18 yıl süre ile FED başkanlığı yapan Alan Greenspan'ın soruşturma sırasında kullandığı ifade krizi özetlemiştir. Greenspan, *“bankaların kendi kendini denetleyebileceği konusunda bankalara güven duymakla hata yaptığını”* itiraf etmiştir.

Ekonomik birimlerin hırsları artıkça, bilgiyi çarpıtmakta, bilgi çarpıtıldıkça kazançlarının artmasına ve bu da Greenspan'ın da ifade ettiği gibi öz denetim sorununun ortaya çıkmasına ve sistemin bütününü iflas korkusunun sarmasına neden olmuştur. Sistemin bütününde iflas korkusunun mevcut olması sorunların doğmasına yol açmıştır. Çünkü bilgiyi çarpıtanla iflas eden kişiler farklıydı. Finans kesiminde saydamlık, hesap verilebilirlik, sorumluluk, ilgili taraflara eşit davranma ilkelerine gereken özen gösterilmemişti. Bu koşullar altında finans kesiminin oyuncularını, bilgi farklılıklarını kendi kazançlarını maksimize edecek şekilde kullanmaktan

191 Nouriel Roubini, Stephen Mihm, “Kriz Ekonomisi Ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü Ve Geleceği”, Pegasus Yayınları sy.280

192 Dr. Mahfi Eğilmez sy. 165.

geri durmamışlardı. Banka genelmüdürlerinin ücretlerinin yol açtığı hırs kaynaklı uygulamalar, piyasa oyuncularının bilgi ortamını bozarak çıkar fırsatı yaratmaları, korumadan kaynaklanan ahlaki tehlike (moral hazard) ve bu uygulamaların yarattığı ters seçim mekanizmaları ele alınması gereken önemli sorunlardı.¹⁹³

2008 Krizi sonrasında devletin ekonomiye müdahale etmesini öngören Keynesyen politikalar gündeme gelmiş krizin merkezi ABD ve krizden etkilenen birçok ekonomilerde devlet tarafından; gerek likidite sağlama, gerek batan bankaları kurtarma, gerekse de vergi indirimleriyle piyasayı canlandırma şeklinde bir dizi önlem yürürlüğe sokulmuştu.

Türkiye de krizden etkilenen bir ülke olarak şiddeti farklı da olsa ekonomiye gerek para, gerekse de maliye politikası araçlarıyla ekonomiye müdahalede bulunmuştu. Merkez Bankası tarafından likidite sorununun ortaya çıkmasını engellemek amacıyla, enflasyon hedefi ve tahminlerini de olumsuz etkilemeyecek para politikası önlemlerinin alınmasıyla beraber, kredi arzındaki daralmanın önüne geçmek amacıyla düzenlemeler yapılmıştı. Maliye politikası alanında ise, iç talebi canlandırmak amacıyla, belli sektörlerle destek verilirken, bütçe disiplininin de korunmasına dikkat edilmişti.

2008 Küresel Kriz, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm dünya ülkelerini yakından etkilemiş, dünya ekonomisi küçülürken, dış ticaret hacmi daralmış ve sermaye piyasası işlemleri ve risk alma iştahı da ciddi biçimde azalmıştır.

2008 krizi yüksek riskli ipoteklerden çok, yüksek riskli finans sisteminin bir sonucuydu.

2008 krizinde, Türkiye’de talep yönünden belirsizliklerin yatırımları ve tüketim harcamalarını olumsuz etkilemesi, öte yandan ihracatın dış pazar yetersizliği dolayısıyla gerilemesi ekonomiyi durgunlaştırmıştır.

ABD’de mortgage krizinin başladığı subprime kredilerinin Türkiye’de mevcut olmaması nedeniyle Türkiye, konut piyasasında ABD’deki gibi bir sorunla karşılaşmamıştı.

193 Masaüstü erhanduman.pdf

2008 Küresel ekonomik krizinin Türkiye ekonomisinde şu dört kanal aracılığıyla etkili olduğu varsayılmıştır¹⁹⁴

Türkiye bankaları yapısal bir bozukluk yaşamamasına rağmen, bankaların dışarıdan edineceği fonlardaki azalmanın önüne geçilemeyeceği için kredilerde ve döviz cinsinden borçlanmalarda zorluklarla karşılaşılması kaçınılmazdı. Türkiye’de hem bankalar, hem de şirketler, bilançosu hasarlı hale gelen dışarıdaki bankalardan kredi kullanmışlardı. Bu kanalın kapanması sonucunda, daralacak olan kredi hacmi, şirketleri ve bankaları bilanço küçültmeye zorlayacaktı. Büyük şirketlerin aldıkları kredilerin azalması ise bu şirketlerin tedarik zincirlerini etkileyecekti. Dolayısıyla kredi kanalı ile başlayan süreç mikro ve makro düzeyde domino etkisi yaratarak ekonomide bir daralmayı ortaya çıkarmıştı.

Hedge fonları ve özel yatırım fonları Türkiye’ye finansman akımında önem taşımaktadır. Buradan aktarılabilecek fonların azalacak olması Türkiye’ye döviz arzının önemli ölçüde azalmasına neden olarak portföy yatırımı kanalıyla ekonomiyi etkileyecekti.

Reel sektörde bir yandan kredi koşullarında meydana gelen bozulmalar, diğer yandan küresel talepteki daralmalar üretimin arz yönünü olumsuz etkileyerek işsizlik oranlarında artışa neden olmuştur. Reel sektör olumsuz etkilendikçe ödenmeyen kredi miktarındaki artışlar finansal piyasalarda tekrardan olumsuz bir etki yaratmıştır. Finansal ve reel sektör arasında daralan döngü devam ettikçe krizin boyutları artmıştır (Apak ve Aytaç, 2009: 235).¹⁹⁵

Türkiye’de özellikle, 2001 krizinden sonra yüksek bir düzeye sıçrayan resmi işsizlik oranları 2008 sonlarından itibaren daha da yüksek düzeylere çıkmıştır. Sanayi üretimi ise 2008–2009 yıllarında sert bir düşüş yaşamıştır. Türkiye 2008 krizinden ciddi bir reel gelir ve refah kaybına uğramıştır. Ancak yadsınmaması gereken önemli bir husus da Türkiye’nin güçlü bir bankacılık sektörüne sahip olması, gelişen iç pazarı ve emek yoğunluklu üretim alanında

194 (www.dpt.gov.tr)

195 Masaüstü erhanduman.pdf

rekabet gücü bulunmaktadır.¹⁹⁶ Ayrıca, Avrupa (NATO üyeliği ve Avrupa Birliği üyeliği adaylığı), Orta Doğu ve Orta Asya ile bağları vardır.

Bu tezden çıkarılabilecek en önemli sonuçlardan bir tanesi, kriz öncesinde yaşanan denetimsizlikler, şeffaf olmayan finansal varlıkların küreselleşmesi, ekonomileri krize sürüklemektedir ve kriz sürecinde yeniden yapılandırmaların önemi artarak, etkin bir kriz yönetimini uygulamayı gerektirir. Araştırmalar göstermiştir ki, kriz sonrasında hızlı bir sıçramanın ardından gelen büyümeler önceki krizlerde de yaşanmıştır. Bunun için gerek kriz öncesi, gerekse kriz sonrası süreçler ayrıntılı olarak, finansal piyasalar, reel sektör ve hükümetler tarafından gözden geçirilmeli ve krizlerin kötü etkilerinden ders çıkarılarak geleceğe ilişkin perspektifler eşliğinde misyon ve vizyonların belirlenmesiyle eskisinden daha etkin bir piyasa ortamı sağlanmalıdır.

Sonuç olarak, krizleri oluşturan türden dengesizliklerin oluşmaması için ekonomi politikalarının daha yakından koordinasyonunda devletlerin daha fazla rol alması gerekmektedir. Bir diğer ifadeyle, serbest piyasaların daha iyi işlemlerini sağlayabilmek için devletin müdahalesi şarttır. Krizler kalıcı olabilir ama devletler bunların oluşumu ve şiddetini sınırlayabilirler.

Büyük Buhran'dan bu yana görülen en kötü finansal çöküşün verdiği dersleri iyi anlamak, ayrıca bu krizin gerekli reformları uygulamaya koymak için sunduğu fırsatının da iyi kullanılması gerekmektedir.

Piyasa sisteminin krizler yaşamamasından ziyade kendi içinde krizlerden çıkış çareleri üretip üretmediği önemli bir noktadır. Bu noktada yapılması gereken sistemi terk etmektense, henüz krize yol açmadan önce, aksaklıkları görüp bunları önleyecek uygulamaları hızlı bir şekilde devreye sokabilmek gerek krizlerin önlenmesi, gerekse de çok yıkıcı olmamaları açısından oldukça önemlidir. Aksi takdirde, her kriz döneminde dünya ekonomileri

196 Nouriel Roubini, Stephen Mihm, "Kriz Ekonomisi Ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü Ve Geleceği", Pegasus Yayınları. sy. 302

Keynesyen yaklaşımlar uygulayacak, kamulaştırmalar artacaktır (Eğilmez, 2009: 165–167).

Ekonomik krizlerin kısır döngüden çıkabilmesi için küresel bir denetim sistemiyle denetlenmesi zorunludur. Uluslararası finans sistemi kaynaklı olan mali kriz, küresel sorunlara küresel çözümler getirilerek aşılabılır. Yapılması gereken tüm dünya ülkelerinin bir araya gelerek tüm sorunları ayrıntılı bir şekilde tanımlamaları ve ortak çözüm yolları bulmalarıdır. Bu çözüm yollarının en başında; uluslararası finans sisteminin tekrar düzenlenmesi, küresel vergi düzenlemeleri getirilmesi ve buna bağlı olarak finansal gelirlere uygulanan vergilerin artırılmasıdır.

Son olarak bankacılık sistemi sağlam, ihraç pazarlarını çeşitlendirmiş, yurtdışı borçlanma gereğini düşürmüş ve enerji bağımlılığını azaltmış olarak bu krizden çıkacak ülkeler, dünyada daha etkin bir konuma yükselecektir.¹⁹⁷

KAYNAKLAR (REFERENCES)

[1] Çetmeli, E., Çakıroğlu, A.: (1976), “*Tesis Planlama*”, İrfan Yayıncılık, İstanbul,

Türkiye, 85-87. ÖRNEKTİR

[2] Bowersock, T.L., Park, K.: (1997), “*Brand Management*, In *Encyclopedia of*

Marketing, 1 st Ed.; Swarbrick, J.; Boylan, J.C.Eds.; Marcel Dekker, Inc., New York,

USA, 16, 115-151. ÖRNEKTİR

1. İstanbul Sanayi Odası (İSO) 2007–2008–2009–2010–2011–2012 yılları Birinci 500 ve İkinci 500 Aylık Sanayi ve Ekonomi Dergileri (Özel sayıları)

2. From subprime loans to subprime growth? [electronic resource] : evidence for the Euro Area / Martin Cihák and Petya Koeva Brooks. Čihák, Martin.[Washington, D.C.] : International Monetary Fund, 2009.

3. Spillovers of the U.S. subprime financial turmoil to mainland China and Hong Kong SAR [electronic resource] : evidence from stock markets / prepared by Tao Sun and Xiaojuing Zhang. Sun, Tao, 1970-[Washington, D.C.]

4. The subprime solution : how today's global financial crisis happened and what to do about it / Robert J. Shiller. Shiller, Robert J.Princeton, N. J. : Princeton University Press, c2008.

5. Engineering a financial bloodbath [electronic resource] : how sub-prime securitization destroyed the legitimacy of financial capitalism / Justin O'Brien. O'Brien, Justin (Peter Justin) London : Imperial College Press, c2009.

6. Foreclosed [electronic resource] : high-risk lending, deregulation, and the undermining of America's mortgage market : with a

new preface / Dan Immergluck. Immergluck, Daniel. Ithaca : Cornell University Press, 2009.

7. Chain of blame [electronic resource] : how Wall Street caused the mortgage and credit crisis / Paul Muolo, Mathew Padilla. Muolo, Paul. Hoboken, N.J. : John Wiley & Sons, c2008.

8. Building assets, building credit [electronic resource] : creating wealth in low-income communities / Nicolas P. Retsinas, Eric S. Belsky, editors. Washington, D.C. : Brookings Institution Press, c2005.

9. Bireysel krediler kapsamında ipotekli konut kredileri ve işlevsellik koşulları / Hayati Eriş. Eriş, Hayati. İstanbul: Arıkan, 2008.

10. Nouriel Roubini, Stephen Mihm, Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği, Pegasus yayınları, 2010.

11. Mustafa Sönmez. Küresel Kriz ve Türkiye 100 Soruda. Alan yayınları. 2009.

12. Dr. Mahfi Eğilmez. Küresel Finans Krizi. Remzikitabevi.2008.

13. Marx K. 1981 Capital Vol 3. London Penguin.

14. Keynes, J.M 1973, A Monetary Theory of Production, in Keynes, collected writings vol 13. London, Macmillan.

15. Keynes, JM, 1991. The General Theory of Employment, Interest and Money, New York. A Harvest Book.

16. Minsky, H.P. 1975 John Maynard Keynes New York: Columbia University Pres.

17. Lazonick, W ve Q'Sullivan, M. 2000. Maximizing Shareholder Value: A New İdeology for corporate governance, economy and society. Vol. 29. no.1.

18. www.marksist.org/cinde-kriz

19. Gündem 1. sayı 533. Oktar Türel.

20. Mustafa Sönmez. Krizden çıkışa engel: gelir uçuşumu.
21. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler dergisi. Cilt 24. Sayı 2. 2010. Küresel mali krizi önlemede maliye politikasının rolü ve Türkiye'nin krize maliye politikası cevabı. Birol Karakurt.
22. Güven Delice. İstanbul Üniversitesi elektronik dergi sistemi.
23. <http://www.tbb.org.tr>
24. İrfan Kalaycı, Maliye dergisi sayı 160. Ocak-Haziran 2011. Finansal Enfeksiyon ve Aşı Kuramı.
25. Schumpeter, J.A. 1961. The Theory of Economic Development. New York Oxford University Press.
26. Toporowski J. 2000. The End of Finance: Capital Market İnflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism Routledge.
27. Sweezy, P.M. 1994. The Triumph of Financial Capital Monthly Review 46. no.2. June 1994.
28. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Ana Bilim dalı. Kısa vadeli sermaye hareketleri: Türkiye örneği. Damla Tanören. 2009.
29. Maliye Dergisi. Sayı 159. Temmuz-Aralık 2010. Fatih Yücel, Hüseyin Kalyoncu. Finansal Krizlerin öncü göstergeleri ve ülke ekonomilerini etkileme kanalları: Türkiye örneği.
30. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik dergisi. Ekonometri ve İstatistik. Sayı 11. 2010. 61-89.
31. Küresel finansal krizin işletmelerin etkinlik ve performans düzeylerine etkileri: 2008 finansal kriz örneği. Abdülkadir Kaya, Ünal Gülhan.
32. Effects of Global Financial Crisis on Turkey. Aykut Kibritçiöğlu. Küresel Finans krizinin Türkiye'ye etkileri.

Kaynaklar

Commerzbank EM Facing Strong Headwinds in 2009 www.commerzbank.com

Deutsche Bank Emerging Markets Outlook 2009 www.deutsche-bank.com

Egilmez, Mahfi (2008) Küresel Finans Krizi, Remzi Kitabevi

Galbraight, Kenneth (1988) The Great Crash 1929, Houghton Mifflin Company

Hazine Müsteşarlığı 2009 yılı Borçlanma Programı www.hazine.gov.tr

J.P Morgan-CEEMEA Year Ahead 2009, 20 November 2008 www.jpmorgan.com

Maliye Bakanlığı Aralık Ayı Bütçe Gerçekleşmeleri Raporu www.maliye.gov.tr

Maliye Bakanlığı 2006-2008 Orta Vadeli Plan www.maliye.gov.tr

Oecd Economic Outlook November 2008 www.oecd.com

Oil Voice- Iraq Cuts National Budget as Oil Falls

http://www.oilvoice.com/n/Iraq_Cuts_National_Budget_as_Oil_Falls/31f08bb5.aspx

TCMB 2009 Yılı Para Ve Kur Politikası Raporu www.tcmb.gov.tr

TCMB Şubat Ayı Birinci Dönem Beklentiler Anketi www.tcmb.gov.tr

TÜİK Ocak Ayı Enflasyon Raporu www.tuik.gov.tr

TÜİK Aralık Ayı Tüketici Güven Endeksi www.tuik.gov.tr

TÜİK Aralık Ayı Dış Ticaret Raporu www.tuik.gov.tr

TÜİK Ocak Ayı Sanayi Üretim Endeksi Raporu www.tuik.gov.tr

Yabancı Sermaye Derneği www.yased.org.tr

Yeldan, Erinç(2008) Küresel Krizin Türkiye'ye Yansımaları

www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan184_15Ekm08.pdf