

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ve TÜRKİYE’NİN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİNE ETKİSİ

Doğan ALANTAR

Daire Başkanı

doganalantar@bumko.gov.tr

I. Giriş

Dünyaca ünlü iktisatçı Paul KRUGMAN Asya Krizinden sonra kaleme aldığı kitabında krizlerin hepsinin ciddi bir biçimde “talep yaratma sorunu” olduğunu söyledikten sonra şu soruyu soruyordu: “geleneksel para ve maliye politikaları Japonya’ya yetmiyor; eğer Japonya’nın başına bunlar geliyorsa Avrupa ekonomisinin hatta hala büyüyen ABD ekonomisinin kendisini aynı tuzağın içinde bulmayacağından nasıl emin olabiliriz?”¹ Bugün KRUGMAN’ın kehaneti gerçekleşmiş ve Asya Krizinden 10 yıl sonra ABD ekonomisi kendisini para ve maliye politikalarıyla hafifletilmesi zor bir krizin içinde buluvermiştir. Kriz esas itibarıyla ABD’de 2006 yılının sonlarına kadar bollaşan likiditenin konut kredilerinde yarattığı şişkinlikten kaynaklanmıştır. Geri ödeme problemleri sonucunda konut talebi düşmüş bankaların konut arzı artmış ve fiyatlarda ciddi düşüşler olmuştur. Aslında bu sebep başka bir çok ikincil sebeplerle beraber düşünülmelidir. Bollaşan likiditenin özensiz konut kredilerine dönüşmesi, bunun gelişmiş bir ikincil piyasada menkul kıymetleştirilmesi ve böylece problemin zincirleme olarak bir mali kuruluştan diğerine yayılması sözünü ettiğimiz ikincil sebepler arasında sayılabilir.

1 KRUGMAN Paul, Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü, 3. Basım s.167, çeviri: Neşener DOMANIÇ

Krizle neden olan bu olguların bu kadar sessiz sedasız biçimde olgunlaşması ise esas itibarıyla daha geleneksel bazı sorunlardan kaynaklanmıştır. Bunları derecelendirme kuruluşlarının yeterince işlev görememesi, regülasyon ve denetimdeki zaafiyet saydamlık eksikliği, insider trading gibi asimetrik bilgi ve çıkar çatışması (conflict of interest) olarak sıralayabiliriz. Küresel finansal kriz öncelikle ABD ve diğer gelişmiş ülkeleri ve nihayet gelişmekte olan ülkeleri etkilemeye başlamıştır. Çalışmamızın sonraki bölümlerinde mevcut finansal krizin dinamiği özetlenecek ve bunun ülkemizin makroekonomik değişkenlerine nasıl yansıdığı karşılaştırmalı olarak değerlendirilmeye çalışılacaktır.

II. Finansal Krizin Oluşumu

2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli yükselmiştir. Kriz öncesindeki bollaşan bu likiditenin karlı operasyonlara dönüştürülmesi ABD bankacılık sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi geliri, veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar varlık fiyatlarının -özellikle de konut fiyatlarının- çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka

portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır. Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Dolayısıyla bu kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup (jungle mail) bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Burada dramatik olan şey kredi geri ödemelerinin bankalar tarafından diğer mali kuruluşlara satılması ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçlarının yaygınlığıdır. Bu nedenle zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine sirayet ederek büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır.²

Krizin bu denli derinleşmesi ve ABD'yi aşarak küresel boyut kazanması ise esas itibariyle "menkul kıymetleştirme" nedeniyle olmuştur. Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin ana sebebi bu sayede riskin aktarımının kolaylaşmasıdır. Örneğin konut kredisi kullandıran bir banka kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek bunları kısmen veya tamamen bir mortgage kuruluşuna satmaktadır. Bu mekanizma kriz durumunda mali sistemi son derece kırılgan bir hale getirmektedir. Şöyle ki kredi ödemelerindeki bir aksama hem krediyi kullandıran bankayı hem de menkul kıymeti satın alan mortgage kuruluşunu zarara uğratmaktadır.

Krizi derinleştiren diğer bir husus ise sermayepiyasalarının içsel dinamikleridir.

Düzenleyici denetleyici kurumların ve derecelendirme kuruluşlarının piyasa yapıcılarını bilgilendirmede yaşadığı noksanlık hatalı algılamalara neden olmuştur. Bu da hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesine ve bunların büyük oranda kaldıraçla finanse edilmesine yol açmıştır. Quantum Fonunun kurucusu George SOROS bu hususu şu şekilde izah etmektedir. "hatalı algılamalar piyasanın kendisiyle beslenmesine sebep olur. Kendi kendisiyle beslenmek yatırımcıların kör bir çılgınlığa veya sürü mantalitesine kapılmalarını ifade etmenin başka bir yoludur. Kendi çılgınlığı ile beslenen piyasalar her zaman aşırı tepki verirler, her zaman uçlara giderler ve nihayet patlama/çöküş sekansını yaratırlar."³

III. Krizin Türkiyenin Makroekonomik Göstergelerine Etkisi

Finansal kriz, ülkemizdeki makroekonomik dengeleri gelişmiş ülkelerde olduğu kadar değiştirmemiştir. Bununla birlikte bazı göstergeler üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Aşağıdaki bölümlerde ülkemizdeki temel makroekonomik değişkenlerin izlediği trend grafikler yardımıyla ortaya konulacak ve finansal krizin etkili olup olmadığı olduysa bunun düzeyi değerlendirilmeye çalışılacaktır.

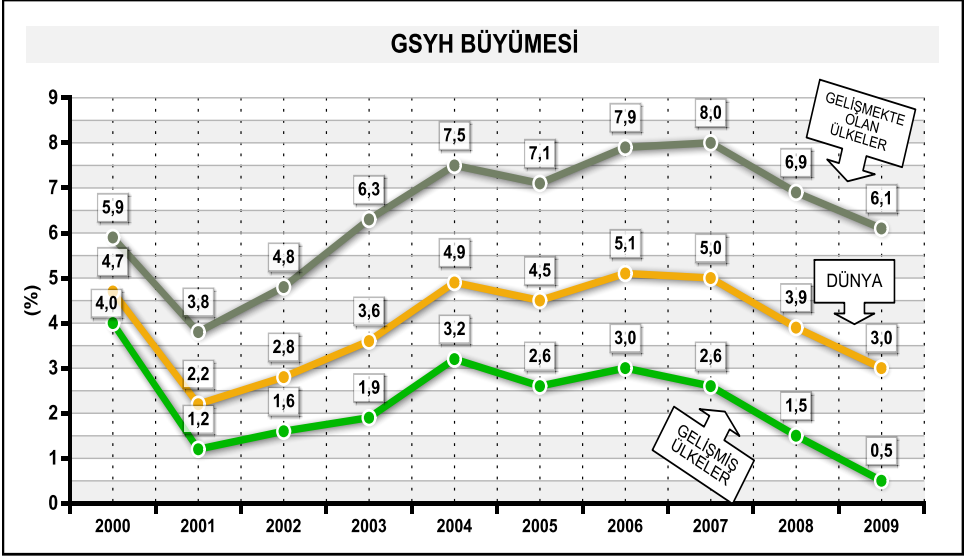
1. Büyüme Oranları

Grafik-1 yıllar itibariyle dünyadaki büyüme oranları yer almaktadır. Finansal krizin reel ekonomiye yansıması nedeniyle hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında azalışlar izlenmiştir. Büyüme oranlarındaki azalış trendinin 2009 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere nazaran

2 ALANTAR Doğan, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", Maliye Finans Yazıları, Sayı:81

3 SLATER Robert, "SOROS", s.68, çeviri: Dr Tekin AKGEYİK, Beşir ÖZMEN, 1. Baskı Şubat 2000

Grafik 1. Dünyada GSYH'nin Gelişimi



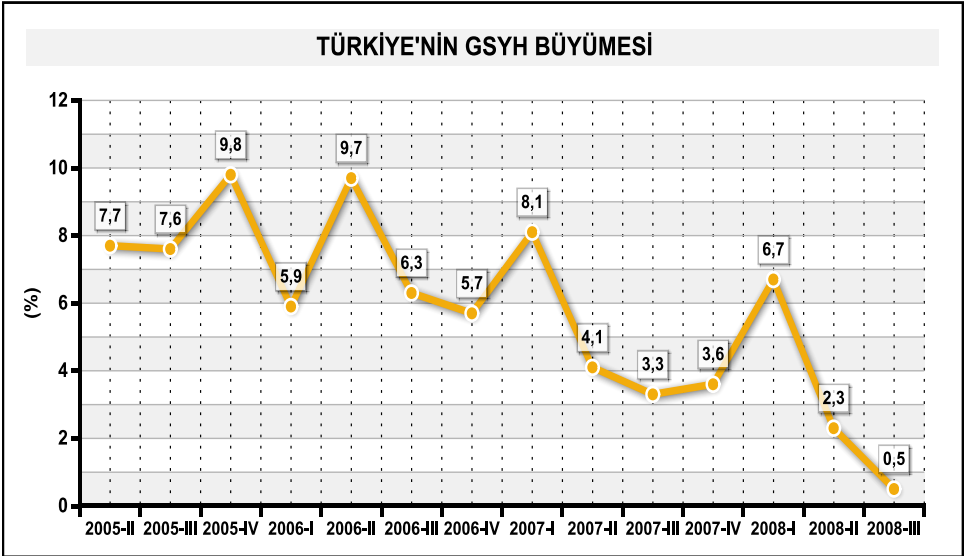
Kaynak: www.imf.org

daha yüksek oranda büyümeye devam edecekleri öngörülmektedir.

Grafik-2'de Türkiye'nin 2005 yılı başından itibaren üç aylık GSYH artışları

yer almaktadır. Grafikte görüldüğü üzere küresel krizin etkisini hissettirmeye başladığı 2007'nin ikinci çeyreğinden itibaren ülkemizde de büyüme oranları düşmeye başlamıştır. 2008 yılının birinci

Grafik 2. Türkiye'de GSYH'nin Gelişimi



Kaynak: www.tuik.gov.tr

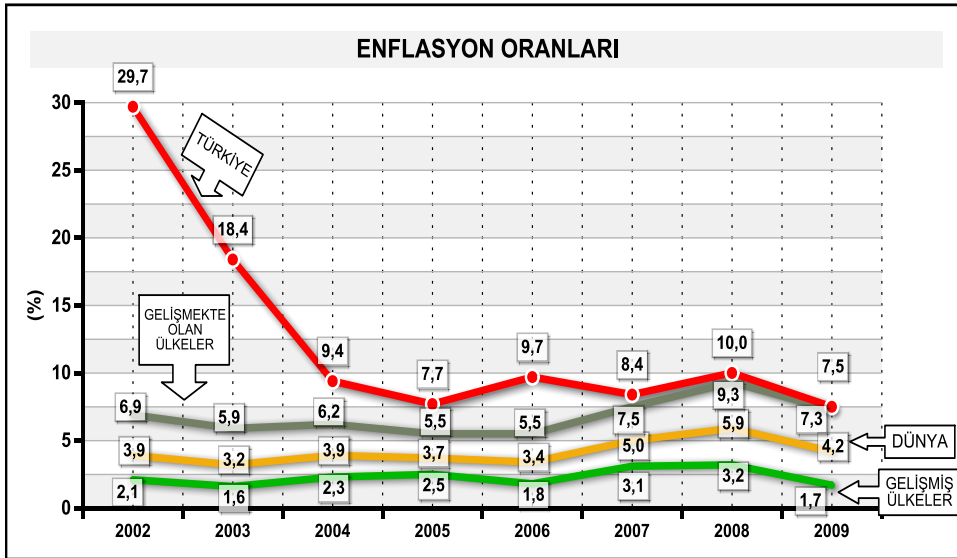
çeyreğindeki yüzde 6,7'lik büyüme dışındaki çeyrek dönemlik büyümeler yüzde 4'ün altında kalmıştır. Ancak krize rağmen Türkiye ekonomisi yavaş da olsa büyümeye devam etmektedir. 2009 yılında da ekonomimizin diğer gelişmekte olan ülkelere koşut olarak büyümeye devam edeceği beklenmektedir.

2. Enflasyon Oranları

2008 yılında tüm dünyada enflasyonist eğilimlerde artış olmuştur.

Türkiye'de de diğer gelişmekte olan ülkelerle aynı yönlü olarak enflasyonda küçük bir miktar kıpırdanma olmuştur. Ancak enflasyondaki artış küresel krizden ziyade 2007 sonları ve 2008'in ilk yarısında petrol ve hammadde fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Hem petrol fiyatlarının hem de hammadde fiyatlarının düşmeye başlamasıyla 2009 yılında tüm dünyada enflasyonun düşmesi beklenmektedir. Krizin toplam talepteki artışı sınırlayarak

Grafik 3. Türkiye ve Dünyada Enflasyonun Gelişimi



Kaynak: www.tuik.gov.tr, www.imf.org

2009 yılında enflasyonu düşürücü yönde etki edeceğini de söyleyebiliriz.

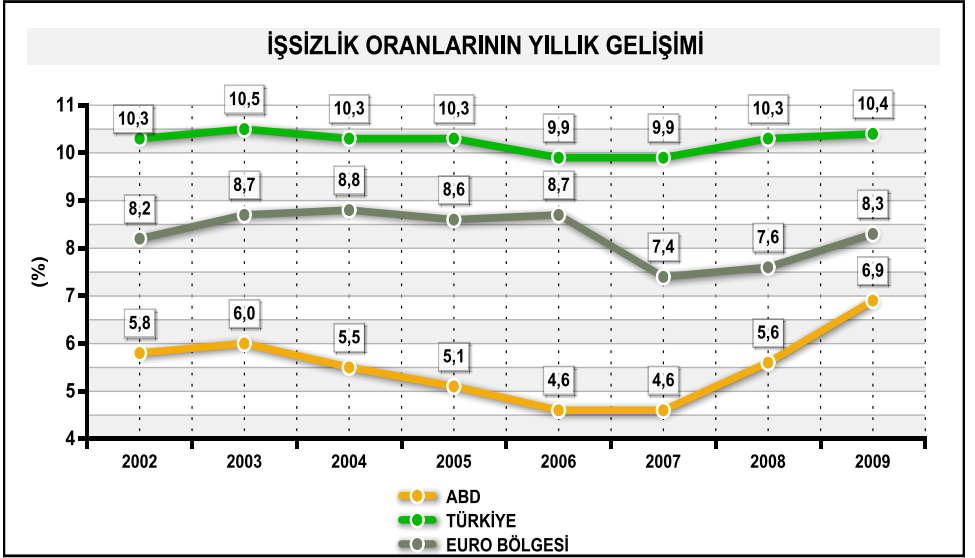
3. İşsizlik Oranları

Küresel kriz tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de işsizlik oranlarını olumsuz etkilemiştir. Ancak bu etki, ABD'de çok dramatik bir biçimde kendini gösterirken Türkiye'de sınırlı kalmıştır. ABD'de 2007'de yüzde 4,6 olan işsizlik 2008'de yüzde 5,6'ya yükselmiştir. 2009'da ise yüzde 6,9'a çıkması beklenmektedir. Bu oran 2007'deki işsizlik oranından

yüzde 50 daha fazladır. Bu ABD için son derece büyük bir işsizlik anlamına gelmektedir. ABD'deki etki Euro Bölgesinde şiddetini azaltmaktadır. Euro Bölgesinde 2007'deki yüzde 7,4'lük işsizlik oranının 2009'da yüzde 8,3'e çıkması beklenmektedir. Bu oran Euro Bölgesi için 2006'daki yüzde 8,7'lik oranın bile altındadır.

Finansal krizin Türkiye'de işsizlik üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır. 2008 yılının Haziran ayında başlayan artış

Grafik 4. Türkiye ve Dünyada İşsizlik Oranlarının Gelişimi

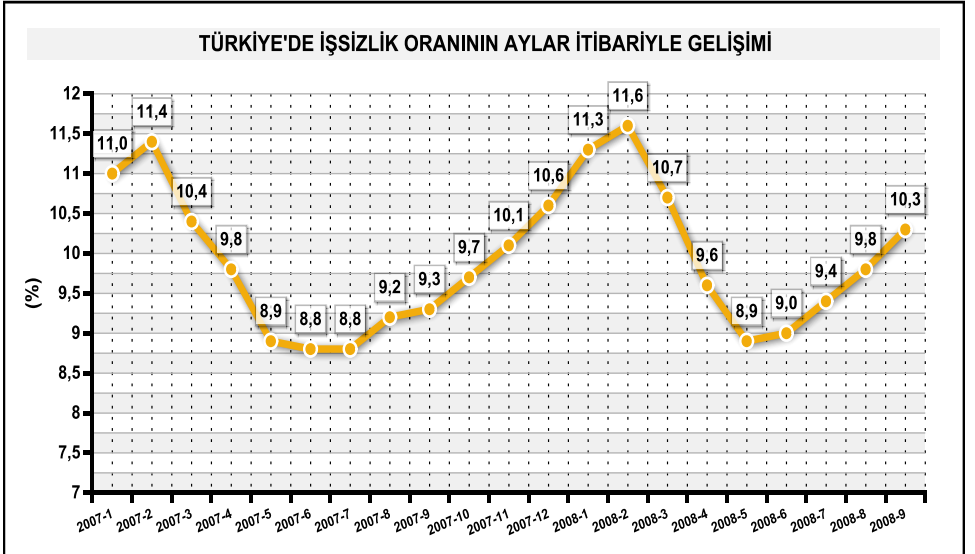


Kaynak: www.tuik.gov.tr, www.imf.org

eğilimi kısmen krizin etkisi kısmen de önceki yıllarda da yaşanan mevsimsel bir etkidir. Kriz ABD'den Avrupa'ya ve Türkiye'ye doğru geldikçe etkisini ve gücünü yitirmiştir. Ancak bu süreçte birlikte Türk bankacılık kesiminin daha

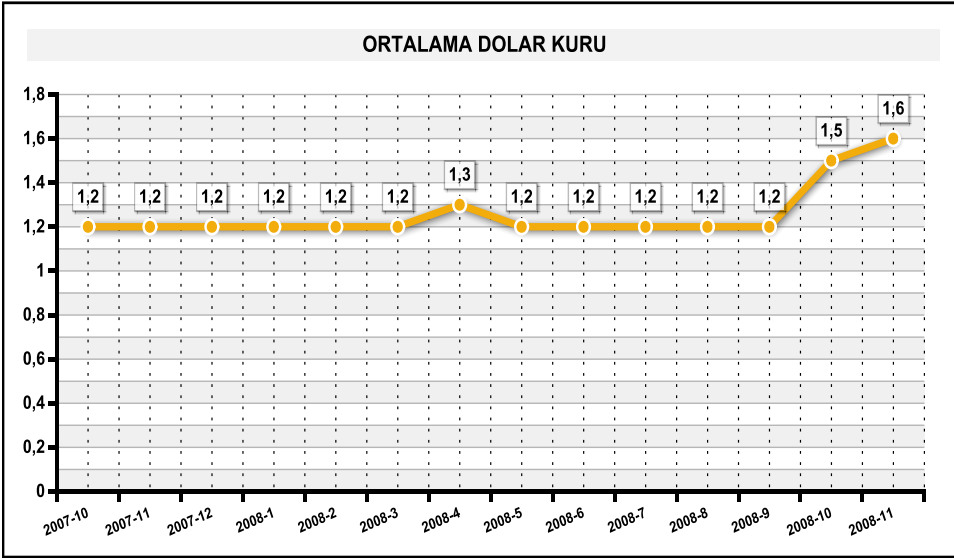
temkinli bir davranış içinde olduğu gözlemlenmektedir. Özellikle titiz kredi politikası nedeniyle büyüme ve dolayısıyla işsizlik üzerindeki baskının 2009 yılında da devam edeceğini söyleyebiliriz.

Grafik 5. Türkiye'de Aylar İtibariyle İşsizlik Oranının Gelişimi



Kaynak: www.tuik.gov.tr

Grafik 6. Doların TL Karşısındaki Değerinin Gelişimi



Kaynak: www.tcmb.gov.tr

4. Döviz Kuru Hareketleri

Finansal krizin ülkemizde kendisini en çok hissettirdiği konulardan birisi döviz kuru hareketleri olmuştur. Yukarıdaki grafikte (Grafik-6) görüldüğü üzere Eylül 2008'e kadar yatay bir seyir izleyen dolar kuru bu aydan sonra yükselmeye başlamıştır. Bilindiği üzere 2001 krizinde dolardaki yükseliş büyük ölçüde yurtiçi portföy değişimlerinden kaynaklanmıştı. Yani yerli yatırımcılar ellerindeki TL'yi Dolara çevirmişlerdi. Son küresel krizde ise farklı nedenler söz konusudur. Bu nedenleri üç başlık altında inceleyebiliriz.

a) Cari Açığın Oluşturduğu Baskı: Ülkemiz uzun yıllardır cari işlemler açığı vermektedir. Yani dışardan aldığımız mal ve hizmetin döviz cinsinden değeri sattığımızdan daha fazladır. Bu açık yurtdışından gelen portföy yatırımlarıyla finanse edilmektedir; yani ithalatçıların dolartalebi ihracatçıların getirdikleri döviz yanında yurtdışı portföy yatırımcılarının döviz arzı ile karşılanmaktadır.

Dövizdeki yükselişe kadar yurtdışı net portföy yatırımları ithalat için gerekli döviz talebini karşılayacak miktardaydı. Ancak yurtdışı portföy yatırımcıları kriz nedeniyle likidite sıkıntısına düştüler. Bir kısmı eskisi kadar döviz getirememeye başladı. Bir kısmı da mevcut portföyünü azalttı. Dolayısıyla ithalat nedeniyle talep edilen döviz için mevcut fiyat düzeyinde arzın düşük kalması fiyatları yükseltti. Merkez Bankası da dalgalı döviz kuru politikası nedeniyle sürece ciddi bir müdahalede bulunmayınca kur daha yüksek bir fiyatta yeni dengesine ulaşmış oldu. Dalgalı kur politikasının bir gereği olarak Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahalede bulunmaması 2001 yılına benzer bir sonucun ortaya çıkmamasında en belirleyici noktalardan birisi olarak görülebilir. Hatırlanacağı üzere Merkez Bankası 2001'de kurları sabit tutmak için dolar satarak piyasaya müdahale etmişti. Bu politika kurların yükselişine engel olamadığı gibi döviz rezervlerinin de nispeten ucuza kaybedilmesiyle sonuçlanmıştı. Son

küresel krizde Dolar kurunun yükselmesi yeni alıcıların cesaretini kırmış ve kurun 1,5 TL'nin üzerinde yeni bir denge ve istikrar noktası yakalamasını sağlamıştır. Bu yeni denge önceki kur rakamına kıyasla ihracatın teşviki ithalatın pahalılaşması anlamına gelmektedir. Önümüzdeki süreçte bu dinamiklere dayalı olarak cari açığın azalacağı ve kur üzerindeki baskısının hafifleyeceği öngörülebilmektedir.

b) Hedge Fonların Portföy Düzenlemesi:

Türkiye'de döviz kurundaki yükselişin sebeplerinden birisi olarak hedge fon zararları gösterilmektedir.⁴ Mortgage piyasasındaki yatırımları ve batan bankalardaki hisseleri nedeniyle zarara uğrayan hedge fonlar gelişmiş ülkelerdeki portföylerini çekerek likit pozisyona geçmeye çalışmaktadırlar. Bu etki, kurlardaki yukarı yönlü hareketin sebeplerinden birisi olarak

4 Eczacıbaşı Holding Başekonomisti Erkin ŞAHİNÖZ'ün bu yöndeki görüşleri için, bkz. <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/10180736.asp>

değerlendirilebilir.

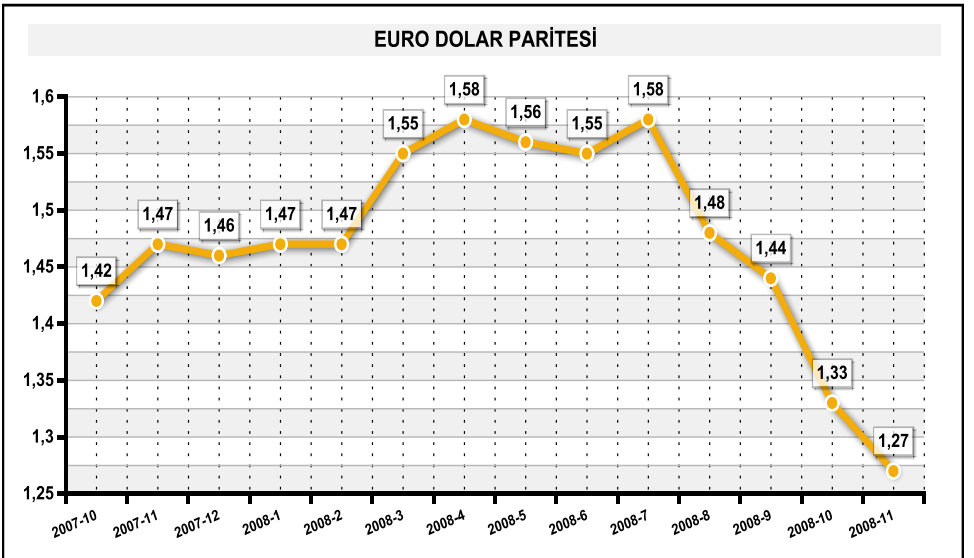
c) Doların Avro Karşısında Güç Kazanması:

Avrupa bankalarının uzun vadeli Dolar yatırımlarını finanse etmek için dolar talebinde bulunması ve ABD'deki likidite sıkışıklığı ortamında finansal kesimin Dolar talep etmesi Doları Avroya karşı güçlendirmiştir. Dolar bu parite etkisi nedeniyle ülkemizde de güç bulmuştur. Euro-Dolar paritesinde Temmuz ayında başlayan aşağı yönlü hareket Grafik -7 'de açık biçimde görülmektedir. Parite 1,58 den 1,27 ye kadar düşmüştür.

5. Cari Açık

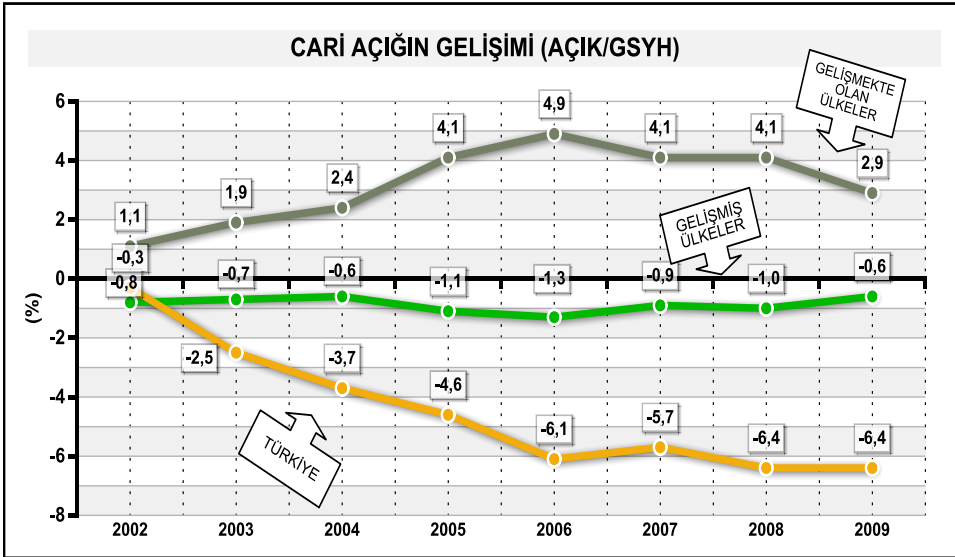
Grafik -8'de görüldüğü üzere ülkemizde cari açığın gayri safi yurt içi hasılaya oranı 2002 den bu yana sürekli olarak artmaktadır. Ülkemizin cari açık vermesi dış ticaretteki yüksek açıktan kaynaklanmıştır. Bu da enerji ithalatı gereksinimi ve gelişen ekonominin ara malı ihtiyacı gibi yapısal nedenlere dayanmaktadır. Bu nedenler aslında Türkiye'nin büyümesini sürdürmek

Grafik 7. Euro-Dolar Paritesi



Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Grafik 8. Türkiye ve Dünyada Cari Açığın Gelişimi

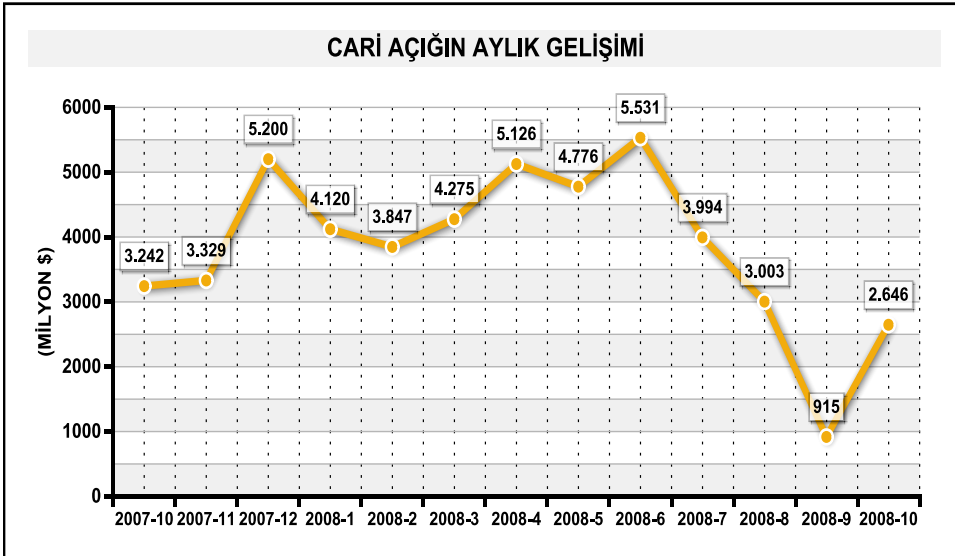


Kaynak: www.imf.org

için dış finansmana duyduğu ihtiyacı da göstermektedir. Başka bir deyişle Türkiye'nin büyümeye devam edebilmesi için enerji ve ara malı ithalatının dış kaynakla finanse edilebilmesi gerekmektedir.

Aşağıdaki grafikten (Grafik- 9) açıkça anlaşıldığı üzere küresel finansal krizin ülkemizde cari açık üzerindeki etkisi olumlu olmuştur. 2008 ortalarına kadar aylık olarak 4 milyar doların üzerinde seyreden cari açık Temmuz ayından

Grafik 9. Türkiye'de Cari Açığın Aylık Gelişimi



Kaynak: www.tcmb.gov.tr

İtibaren hızla düşmeye başlamıştır. Eylül ayında ise 1 milyar Dolar'ın altına düşmüştür. Tabii ki cari açığı azaltma önemli ölçüde büyüme oranındaki azalma pahasına gerçekleşmiştir.

IV.SONUÇ

Yukarıdaki bölümlerde açıklandığı üzere küresel finansal kriz ABD'den Avrupa'ya ve Türkiye'ye yansıkça etkisini ve şiddetini yitirmiştir. ABD ve Avrupa'da büyüme oranlarında daha büyük düşüşler ve işsizlik oranlarında daha ciddi artışlar yaşanmaktadır. Türkiye'de ki en önemli etki ise dövizin TL karşısında değer kazanması, cari açığı azaltma eğilimleri ve büyümedeki yavaşlamadır. Bu büyük küresel çöküntünün ülkemizde nispeten daha düşük maliyetlerle atlatılmasının bazı önemli gerekçeleri vardır. Ülkemizdeki menkul kıymetleştirme ve ikincil piyasa çok karmaşık ve girift değildir, dolayısıyla bir mali kuruluşta problemlerin diğer mali kuruluşa aktarımı hızlı ve yıkıcı bir biçimde olmamaktadır. Bankacılık sistemimiz henüz regüle edildiğinden sağlam bir özkaynak yapısına ve sıkı gözetime tabidir dolayısıyla mali sistem kaynaklı bir risk algılaması düşüktür. Son olarak kamu maliyesinde sağlanan disiplin sürdürülebilir bir nitelik kazanmıştır. Bu, ülkenin kredibilitesini artırarak risk primini düşürmektedir.

Krizi nasıl tanımlarsak tanımlayalım sonuçta dünya, konjonktürel bir daralma dönemi içindedir. Elbette bu daralmayı er veya geç bir genişleme takip edecektir. Cevap beleyen soru bunun ne kadar zamanda ve hangi suretle olacağıdır. Ancak krizden çıkış dinamiklerinin krizin oluş dinamikleri içinde bulunduğunu düşünüyoruz. ABD'de konut fiyatları belirli bir düzeye kadar düştüğünde özellikle dış alemden gelebilecek konut talebiyle bankalar ve

tüm mali sistem daha likit bir pozisyona geçebilecektir. Bu süreç FED ve diğer büyük merkez bankalarının sisteme likidite aktarımı ile hızlandırıldığında bir toparlanma sağlayabilir. Birleşme ve devralmalarla mali sitemde gerçekleşen konsolidasyon da bu sürece katkı sağlayabilir. Bu noktada aşılması gereken en önemli problem küresel ve yerel kredi mekanizmasının sadece bankalar arası piyasada değil bankacılık sektöründen reel sektöre aktarımını da içerecek şekilde yeniden çalışır duruma getirilmesidir. Diğer yandan Doların değer kazanması ve petrol fiyatlarının düşmesi ABD hanehalkında olumlu bir servet etkisine yol açarak harcamaları artırabilir. Bu da krizden çıkışı kolaylaştıracak bir unsurdur. Ancak ampirik çalışmalar göstermiştir ki konut kredisi kaynaklı krizler hisse senedi piyasasındaki krizler ya da kredi daralmalarından kaynaklanan diğer tür krizlere göre daha uzun sürmektedir.⁵

5 KÖSE, Ayhan, Dr., Uluslararası Para Fonu, Ekonomik Durgunluk ve Kredi Daralması, s.50 BDDK 8. Kuruluş Yılı Dönümü Konferansı.