

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİLERİ VE KRİZDEN ÇIKIŞ POLİTİKALARI

M. Cem Danacı *

Mehtap Ceyhan**

Özet

2007 Haziran ayında ABD konut sektöründe başlayan ve 2008 Eylül ayında küresel bir boyut kazanan krizin oluşumuna zemin hazırlayan birçok makro ekonomik neden bulunmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan bütün ekonomileri etkisi altına alan krizin etkilerini azaltmaya yönelik, zamanlaması ve boyutu ülkeden ülkeye farklılıklar arz etmekle birlikte, genel olarak benzer para, maliye ve finansman politikaları uygulanmıştır. Bu uygulamalar neticesinde, küresel ekonomide 2009 yılının ikinci yarısından itibaren toparlanma işaretleri görülse de, kalıcı düzelme sürecinin önünde önemli riskler olduğu düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan ülkeler, Para Politikaları, Maliye Politikaları, Finansman Politikaları

Effects Of The Global Financial Crisis On Developed and Developing Countries and Exit Policies For The Crisis

Abstract

There are a lot of macroeconomic reasons leading up to occur the crisis which has begun in ABD mortgage sector in June 2007 and attained a global dimension in September 2008. In order to lessen effects of the crisis which gets all developed and developing countries under its influence, generally, similar monetary, fiscal and financing policies whose timing and dimension showed diversities from country to country have been applied. In consequence of this applications, even if recovery signs has been seen since second half 2009, it is thought that there are important risks in front of permanent recovery process.

Keywords: Global Crisis, Developed Countries, Developing Countries, Monetary Policies, Fiscal Policies, Financing Policies

*Yrd.Doç.Dr.İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, mcdanaci@inonu.edu.tr

**İnönü Üniversitesi Sos.Bil. Enstitüsü Doktora Öğrencisi, mehtap.ceyhan@hotmail.com

1.Giriş

Küresel ekonomi, 2007 yılının ikinci yarısında ABD’de ortaya çıkan ve 2008 yılının 3. çeyreğinde ABD’nin en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers’ın ve daha birçok yatırım bankasının peşpeşe iflası sonrasında bu bankaların uluslar arası yükümlülükleri nedeniyle tüm dünyaya yayılan kriz ortamı ile karşı karşıya kalmıştır. Bu süreç ve sonrasında yaşanan gelişmeler, birçok gösterge bazında 1929 Büyük Buhranı’ndan bu yana tecrübe edilen en büyük kriz olarak nitelendirilmektedir. Bu çalışmanın amacı, küresel kriz sürecine zemin hazırlayan makroekonomik koşulları incelemek, krizin etkilerini azaltmaya yönelik küresel bazda ne gibi politikalar benimsendiğini ve uygulanan bu politikalar neticesinde küresel ekonominin son durumunu analiz etmektir.

2. Krizden Önce Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Ekonomik Durum

Mevcut küresel krize; subprime mortgage sektörü, genişleyen kredi hacmi, yetersiz finansal düzenleme ve gözetim ile küresel makroekonomik dengesizliklerdeki gelişmeler gibi çok değişik faktör sebep olmuştur. Bununla birlikte kriz, yüzyılın başlarında gelişmiş büyük ekonomilerdeki uzun dönem aşırı gevşek politikaların etkilerini de yansıtmaktadır. (Mohan, 2009: 104)

1997-98 Asya finansal krizinden sonra Çin dışındaki Asya ekonomilerinde yatırımların yavaşlaması ile artan cari işlemler fazlası, nominal döviz kurlarını düşük tutmak amacıyla yurtdışına aktarılacak durumundaydı. Bu süreçte Asya ekonomilerinde oluşan cari fazlalıklar, kar oranları artan NASDAQ’daki teknoloji hisselerine (dot-com stocks) akmıştır. Ne var ki 1998–2000 yıllarında aşırı değerlendirilen teknoloji hisselerinin 2001’de çöküşü ile ABD ekonomisi bir resesyona sürüklenmiştir. (McKibbin, Stoeckel, 2009: 4) 11 Eylül’de yaşanan terör saldırıları ve sonrasında yaşanan gelişmeler de resesyona etkilerinin daha şiddetli hissedilmesine yol açmıştır. Bunun üzerine, olası bir deflasyon riski korkusuyla, Fed, ekonomiyi yeniden canlandırmak amacıyla para arzını agresif şekilde genişletmeye başlamıştır. 2001’de % 6,5 den yılsonunda %1,75’e kadar düşürülen faizler, 2002 ve 2003’de de düşürülmeye devam edilmiş ve 2003 ortasında %1’in altına indirilmiş ve yaklaşık 1 yıl süreyle bu seviyelerde tutulmuştur. Öyle ki, reel faizlerin negatif olduğu 2,5 yıllık süreçte, enflasyon oranları nominal faiz oranlarının üzerinde seyretmiştir. (White, 2008: 3) Dot-com balonunun patlaması ile yaşanan durgunluğun gelişmiş diğer ekonomilere sıçraması ile, bu

ekonomiler de Fed kadar hızlı olmasa da benzer şekilde faiz oranlarında indirime gitmişlerdir. (Lin, 2008: 7)

Bu şekilde oluşturulan ve gereğinden uzun süre devam ettirilen gevşek para politikaları, dünya genelinde likiditenin aşırı artmasını sağlamakla birlikte, özellikle ABD ve İngiltere gibi gelişmiş bazı ekonomilerde başta konut kredilerinde olmak üzere genel olarak kredilerde genişleme, bu genişlemeye eşlik eden kredi standartlarında kötüleşme (subprime mortgage kredileri) ve konut fiyatlarında hızla artış gibi etkiler yaratmıştır. (Turner, 2009: 2-3) Öte taraftan, düşük faiz ortamında yatırımcıların daha yüksek kar arayışları ile Wall Street'te yüksek düzeyde finansal yenilik oluşmuştur. (Lin, 2008: 7) Ve bu finansal yenilikler özellikle seküritize edilmiş kredi ürünlerinin oluşturulması, paketlenmesi, dağıtımı ve ticaretine odaklanmıştır.

Seküritizasyon kredilerinin basit formları (şirket tahvilleri) hemen hemen modern bankacılık kadar uzun bir geçmişe sahiptir. 1930'larda ABD'nin 5 büyük yatırım bankasında biri olan Fannie Mea tarafında üretildiğinden beri, özellikle ABD finans sisteminde olmak üzere küresel finansal sistemde artan şekilde rol almıştır. Fakat kriz öncesi dönemde, sistem ölçek ve karmaşıklık açısından aşırı genişlemiştir. Seküritizasyon kredilerinin toplam değerinde aşırı büyüme, seküritize edilen kredi ürünlerinin alfabetik genişlemesi ile satılan seküritizasyonların karmaşıklığında genişleme ve yatırımcı ve tacirlerin kredi pozisyonlarını temelde hedge etmeye veya sentetik kredi pozisyonları yaratmaya olanak sağlayan kredi türevlerinin hacminde patlama yaşanmıştır. (Turner, 2009: 3)

Finansal piyasalardaki bu hızlı gelişmelerin arkasındaki tek suçlu elbette gevşek para politikaları değildir. Yasal düzenlemeler ve düzenleyici kuruluşlar da finansal piyasalardaki bu gelişmeleri teşvik etmiştir. Meseleye kurumsal olarak bakıldığında zaten iki büyük uyumsuzluk göze çarpmaktadır. Bunlar; (Dabrowski, 2008: 29)

— Finansal gözetim ve denetim kuruluşlarının ulusal doğasına aykırı olarak, finansal piyasaların küresel karakteri ve büyük finansal kuruluşların uluslararası karakteri ile,

— Finansal gözetim ve denetimin sektörel olarak bölünmesine karşın; yenilikçi, sektörler arası finansal enstrümanlar ile farklı sektörlerde faaliyette bulunan finansal holdinglerin artan rolüdür.

Bununla birlikte yeni finansal enstrümanların doğasını anlamayan ve kreditor ile son kredi kullanıcısı arasındaki uzun aracılık zincirinde gerçek risk dağılımını hesap edemeyerek aşırı basiretsiz (sağduyusuz) risk değerlendirmelerinde bulunan reyting kuruluşları da en az uzun süren gevşek para politikaları kadar suçludur. Kriz öncesinde finansal enstrümanlara ve finansal kuruluşlara abartılı pozitif dereceler veren bu reyting kuruluşları, daha sonra da belirteceğimiz gibi kriz ortamında reyting derecelerini aceleyle düşürmeye başlamış ve piyasalardaki paniği arttırmıştır. (Dabrowski, 2008: 29)

Öte taraftan kriz öncesi dönemde dikkat çeken bir diğer gelişme, son 10 yılı aşkın bir süredir özellikle ABD’de artan cari açıklar ile gelişmekte olan Asya ülkeleri ve petrol ihraç eden ülkelerdeki cari fazlalıkların oluşturduğu küresel dengesizliklerdir. Küresel dengesizliklerin arkasında; tüketim ve tasarruf davranışlarındaki değişiklikler, yabancı döviz rezervlerindeki birikim, hammadde fiyatlarındaki artış ve yatırımcıların risk ve likidite tercihleri gibi çoğu faktör bulunmaktadır. (Blancard, Milesi- Ferretti, 2009:2)

ABD’de 96’larda GSYİH’nın %1,5’i düzeyinde olan cari açıklar, 2000’li yıllarda hızla artmaya başlamış 2002’de GSYİH’ya oranla %4,3 ve kriz öncesi dönemde %7 rakamlarına ulaşmıştır. (Blancard, Milesi- Ferretti, 2009: 3) Bunun sebebi hiç kuşkusuz 2001’de oluşturulan gevşek para politikaları sonrası, artan likidite ile yatırım ve özellikle tüketimdeki artışlar ile birlikte tasarrufların azalması, böylece toplam talebin yurtiçi üretimini aşması ve yurt içi tasarruf-yatırım dengesizliğinin büyümesidir. ABD ekonomisinde bu süreçte oluşan aşırı talep, özellikle Çin, Hindistan gibi ucuz üretim yapan ülkelere ve diğer gelişmekte olan ülkelere sağlanmıştır. Artan taleple, Çin, Hindistan ve diğer gelişmekte olan ülkelere artan üretim ile ihracat gelirleri artmış, artan ihracat gelirleri de cari fazlalıkları büyümüştür. Keza artan üretime paralel petrol fiyatlarında yaşanan artışlar da petrol ihraç eden ülkelere cari fazlalıklar yaratmış ve yaşanan bu gelişmeler 96’larda oluşmaya başlayan küresel dengesizlikleri hızla arttırmıştır. (Mohan, 2009: 104)

Gevşek para politikaları ve buna uygun olarak düşük faiz oranlarının varlığı birçok piyasa katılımcısını daha yüksek kar arayışlarına itmiş ve bu durum da gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarını arttırmıştır. Fakat gelişmekte olan ekonomilerdeki büyük cari fazlalıklar veya küçük cari açıklar nedeniyle bu ekonomiler tarafından absorbe edilemeyen bu sermaye akımları resmi rezervlerde aşırı artışlar ile sonuçlanmıştır. Bu rezervler de Fannie Mae, Freddie Mac gibi ABD yatırım bankalarındaki mortgage bağlantılı varlıklara yatırım olarak geri dönmüştür. (Mohan, 2009: 105) Oluşan geri besleme döngüsü de ABD’nin, uzun bir

periyotta faiz oranlarında ve döviz kurlarında bir düzeltmeye gitmeden cari açıklarını finanse edebilmesini mümkün kılmıştır. (Lin, 2008: 7)

Yaşanan tüm bu gelişmeler sonucunda 2002–2007 yılları arası hızlı küresel büyümenin yaşandığı yıllar olmuştur. Bu süreçte gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme oranları, gelişmiş ülkelerdeki büyüme oranlarının iki katından daha büyük olarak gerçekleşmiştir. (Greenspan, 2007) Sürecin ilk yıllarındaki büyüme; Çin ve Hindistan gibi ülkelerdeki düşük maliyetli üretim ile GSYİH artışından kaynaklanmış ve artan üretim, hammadde fiyatlarında artışlar yaşanmasına neden olmuştur. Bu ülkelerden ucuz ihracat da, dünya ekonomisinin, artan fakat ılımlı bir enflasyon ile yüksek büyüme oranları yaşamasını mümkün kılmıştır. (Lin, 2008: 9) Fakat 2004 yılından sonra küresel büyüme kaynaklı talep artışı ve arzın büyüyen bu talebe cevap verememesi petrol, metal ve gıdayı içeren çoğu hammaddede aşırı fiyat artışları yaşanmasına neden olmuştur. Bu süreçte yaşanan bazı gelişmeler de bu aşırı fiyat artışlarını körüklemiştir. Örneğin Ortadoğu'daki jeopolitik belirsizlikler, petrol fiyatlarının yüksek seyrinde önemli rol oynarken, elverişsiz hava şartlarının ürün verimliliğini azaltması, gelişmiş ekonomilerde artan şekilde buğday, mısır gibi ürünlerin biyoyakıt üretiminde kullanılması gibi etkenler de gıda fiyatlarındaki artışa katkıda bulunmuştur. (McKibbin, Stoeckel, 2009:5 - Nallari, 2009:5)

3. Krizin Oluşumu, Reel Ekonomiye Etkileri

3.1. Krizin Oluşumu

2004 yılından itibaren hammadde fiyatlarındaki hızlı yükseliş nedeniyle, enflasyonist baskılar artmış ve FED, 2004 Temmuz ayından 2006 Haziran ayına kadar aylık 25 baz puan faiz artırımına gitmiştir. (Schwartz, 2009: 19) Bu faiz artırımları, değişken faizli subprime mortgage müşterilerinin ödemeleri gereken taksit tutarlarının giderek artmasına yol açarken, artan faizler ve azalan taleple 2006 yılının ikinci yarısından itibaren konut fiyatlarındaki yükselme eğiliminin tersine dönmesi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma şanslarını sınırlamış ve kredi borçlarını ödeyemeyenlerin sayısında artış yaşanmaya başlamıştır. (TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, 2009)

Öte taraftan konut fiyatlarında başlayan düşüşler, bu konutlara dayalı menkul kıymetlerin değerlerinde de düşüşler yaşanmasına neden olmuş ve bankalar büyük boyutlara ulaşan zararlar ile karşı karşıya kalmışlardır. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşları, subprime

mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin ve bunlara yatırım yapan finansal kuruluşların Haziran 2007'den itibaren kredi derecelerini düşürmeye başlamıştır.

Bundan sonra yaşananlar iki farklı safha ile karakterize olmuştur. Bunlar: 2007 Haziran ayından 2008 Eylül ayına kadar uzanan finansal karmaşa ve sınırlı yayılım periyodu ve 2008 Eylül ayı sonrası güven ortamının tamamen çöküşü ile krizin tüm dünyaya yayılımı periyodudur.

Krizin ilk safhası, mortgage bağlantılı menkul kıymetleri ve ilgili diğer enstrümanları elinde tutan birkaç finansal kuruluşun batışı ve konut kredilerini ödeyemeyenlerde artışın devam etmesiyle başlamıştır. Bu süreçte subprime mortgage kredilerine dayalı toksik ve kompleks türevlerin bilinmeyen boyutları nedeniyle bilanço riskleri konusundaki belirsizlikler, ABD ve Avrupa finans piyasalarında güven sorununun yaşanmasına neden olmuş, bankalar arası fonlama maliyetleri artmıştır. Takip eden aylarda, birçok banka ve finansal kuruluş doğrudan veya dolaylı olarak subprime mortgage piyasası ile bağlantılı büyük zararlar açıklamıştır. 2008 sonbaharında ise ABD'nin en büyük yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers'ın ve daha birçok finansal kuruluşun peş peşe çöküşü ile krizin yayılımında farklı bir boyuta geçilmiş, bütünleşmiş finansal piyasalar aracılığı ile kriz tüm dünyaya yayılmış ve ABD'de yatırım bankacılığı son bulmuştur. Güven ortamının tamamen çöktüğü bu süreçte kredi krizi likidite krizine dönüşmüştür. (Furceri, Ugane, 2009: 7)

3.2. Krizin Reel Ekonomiye Etkileri

Ekonomi literatürü, finansal krizlerin reel ekonomiye yansımalarının birkaç kanal vasıtasıyla gerçekleştiğini belirtmektedir.

— Finansal krizler, talep tarafında, kredi alabilmek için gösterilen teminat değerlerini ve dolayısı ile kredi alacak firma ve hane halkının borçlanabilme yeterliliğini değiştirir. Böylece sırası ile yatırım ve tüketim negatif etkilenir. Arz tarafında ise, bankalar kredi standartlarını sıkılaştırır ve kredi kullandırma oranlarını azaltırlar. Kredi şartlarındaki sınırlamalar yatırımı, tüketimi ve nihai olarak geliri düşürür. Düşen gelire oluşan ekonomik daralma, bankaların, hane halkının ve firmaların mali dengelerini bozar. Dahası bozulan mali denge, kredi kullandırmada daha ters bir finansal- hızlandırıcı etki yaratır.

Ekonomik daralma, bankacılık sektörünü etkileyip finansal kuruluşlara zarar vererek, negatif bir geri besleme döngüsü riski de yaratır. Şöyle ki, kredi borçluları kredilerini ödemedi

güçlük çekerler ve bu durumdan endişe duyan mevduat sahipleri de servetlerini koruma güdüsüyle bankalardan mevduatlarını çekmeye çalışırlar. Böylece bankalar, likit olmayan varlıklar (krediler) ve likit kaynaklar (mevduatlar) ile karşı karşıya kalırlar. (Furceri, Ugane, 2009: 31)

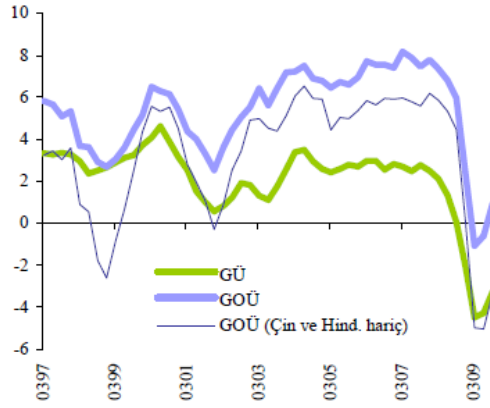
— Finansal kriz sürecinde, bankalar yüksek miktarda zararlar karşılığında kaldıklarından sermayeleri aşınır. Böylece küçülmeye veya çöküşe yönelen bankalar kredi verme konusunda daha isteksiz olurlar ve bu durum ekonomik daralmanın derinleşmesine neden olur.

— Kredi veren ve alanlar arasındaki bilgi asimetrisi firmalar için daha yüksek sermaye maliyetine sebep olabilir ve bu durum daha düşük üretim ve yatırım anlamına gelir. Borç ödeme kapasitesi düşük kredi alıcılarının kredi taleplerindeki artış yüzünden, finansal stres durumlarında, kredi veren ve alanlar arasındaki bilgi asimetrisi çok yoğun olmaktadır.

— Finansal kriz ortamında çöken varlık fiyatlarına bağlı olarak gelir ve servet kaybına uğrayan ve dolayısı ile tüketim harcamalarını erteleyen hane halkı nedeniyle, talep daralacaktır. Daralan talep, satışlarda düşüşe, stoklarda artışa ve sonuçta atıl kapasiteye (kapasite fazlasına) neden olacaktır. Atıl kapasite (kapasite fazlası) ortaya çıktığında ekonomi bir kısır döngü içine sürüklenir. Zira satış hacminin azalması, üretim ve istihdam gereksinimlerini azaltacaktır. Bu durum çalışanların iş güvenliği ve gelirlerini tehdit edecektir sonra çalışanlar harcamalarını azaltmaya başlayacaktır ve... (Lin, 2009: 30) Sonuçta talebin özellikle kredi ile finanse ediliyor olması da bu kısır döngüden çıkışı zorlaştırmaktadır.

Küresel finansal sistemdeki bozulmanın yukarıdaki kanallar vasıtasıyla reel ekonomiye yansımaları sonucu, küresel büyüme oranları sert bir şekilde gerilemiştir. 2007 yılında %5,2, 2008'de %3 olan küresel büyüme 2009 yılında %-0,8'e gerilemiştir. Kötüleşen ekonomik koşullara bağlı olarak gelişmiş ülkelerde büyüme 2007 yılında %2,7, 2008'de %0,5 iken, 2009'da %-3,2 olarak gerçekleşmiştir. Geçmiş yıllarda yakaladıkları büyüme performansları ile küresel ekonomideki daralmayı sınırlayan yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler ise, krizin etki alanına 2008 yılının sonlarına doğru girmiştir. Piyasalarda artan güvensizlik nedeniyle sermaye akımlarının yön değiştirmesi ve azalan dış talep nedeniyle ihracat gelirlerinin azalması ile gelişmekte olan ülkelerde büyüme 2007 yılında %8,3 den 2008'de %6,1'e 2009'da %2,1'e gerilemiştir. (IMF, <http://www.imf.org>, 2010)

Şekil 1 : Gelişmiş Ülkeler (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) Yıllık büyüme Oranları (Yüzde)



Kaynak: Merkez Bankası Enflasyon Raporu 2010-1

Öte taraftan sanayi üretimi, 2.Dünya Savaşından bu yana görülmemiş ölçüde daralmıştır. (TCMB, 2009: 15) Küresel olarak bakıldığında, 2008 Nisan ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %19 daralan sanayi üretimi, yine bir önceki yılın aynı dönemleri ile kıyaslandığında 2008'in son çeyreğinde %22, 2009'un ilk çeyreğinde %28 oranlarında daralmaya devam etmiştir. 2009'un ilk çeyreği itibariyle yıllık gerileme Doğu Avrupa'da %23, Japonya'da %62, Almanya'da %42 seviyelerine yükselmiştir. (Lin, 2009: 30)

Dünya ticaret hacmi ise 2007'de %7,2 den 2008'de %2,8'e ve 2009'da %-12,3'e gerilemiştir. (IMF, <http://www.imf.org>, 2010) Bütün bu gelişmeler "1929 Büyük Buhranı"ndan bu yana en büyük ticari durgunluğa işaret etmektedir. Birçok araştırma ve rapor 1930'lardaki "Büyük Depresyon" ile şimdiki küresel durgunluğun şiddeti ve doğasını karşılaştırmaktadır. Şöyle ki; (Lin, 2009: 31)

— Büyük depresyon gibi şimdiki kriz de ABD finansal sisteminden kaynaklanmaktaydı. Amerika ekonomisinin büyüklüğü ve karşı bağımlılığı nedeniyle Lehman Brothers'ın iflası krizin küresel boyuta taşınmasını kolaylaştırmıştır.

— 1930'ların banka eğilimlerinden farklı olarak, bu finansal krizde küresel olarak çeşitli finansal kuruluşların bilançolarında var olan ve yeniden fiyatlandırması güç kompleks finansal enstrümanlar bulunmaktaydı. İlginç olan, riski azaltacağı ve dağıtacağı vaadiyle satılmış olan çoğu finansal yeniliğin, istikrarsızlığın iletim mekanizmasına dönüşmüş olmasıdır.

— Büyük Depresyon gibi mevcut krizin de düzelme süreci zaman alacaktır. Zira kriz öncesi dönemde reel ekonomideki küresel kapasite artışı (özellikle konut ve imalat sektöründe), küresel ekonomi yeniden düzelmeye başlasa dahi atıl kapasite olarak kalacaktır. ABD’de imalat sektöründe kapasite kullanımı, Mart 2009’da %69 olarak gerçekleşmiştir ki bu oran 1967’den beri derlenmeye başlanan istatistiklerdeki en düşük orandır. Keza aynı dönem için Almanya’da %72, Japonya’da %65 olarak gerçekleşen kapasite kullanım oranları son yılların en düşük kayıtlarıdır.

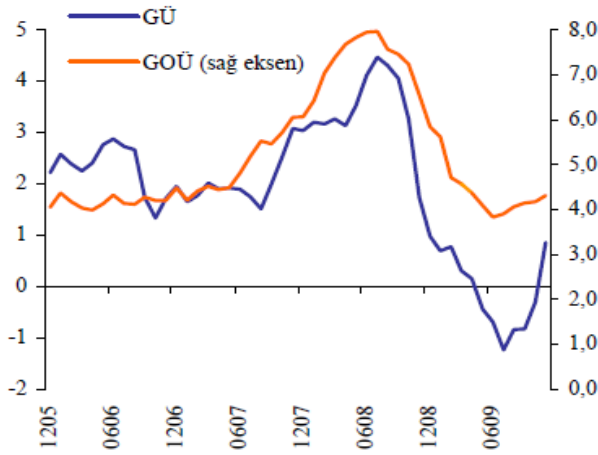
4. Krizin Etkilerini Azaltmaya Yönelik Önlemler

Krizin etkilerini azaltmaya yönelik önlemleri; para politikaları, finansman politikaları ve maliye politikaları olmak üzere üç başlık altında ve gelişmiş-gelişmekte olan ülkeler ayrımı yaparak inceleyeceğiz. Bu önlemler, yaşanan kriz nedeniyle finansal sektör ile reel sektör arasında bozulan geri besleme döngüsünü onarma sürecinde önemli rol oynamaktadır.

4.1. Para Politikaları

Zayıf küresel büyüme ile daralan talep nedeniyle 2008 yılının ikinci yarısından itibaren hammadde fiyatlarında keskin düşüşler yaşanmış ve bu da enflasyonun küresel ölçekte belirgin bir şekilde düşüş eğilimine girmesine yol açmıştır. Küresel ölçekte, Temmuz 2009’da bir yıl önceki rakamlara göre enflasyon %6 düşüş göstermiş ve % 1’e gerilemiştir. Bu süreçte, gelişmiş ülkelerde enflasyondaki düşüş eğilimi daha belirgin olup mayıs ayından itibaren % 0’ın altına inerken, gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon hızlı bir gerileme yaşayarak %4’e düşmüştür. (IMF, <http://www.imf.org>, 2009).

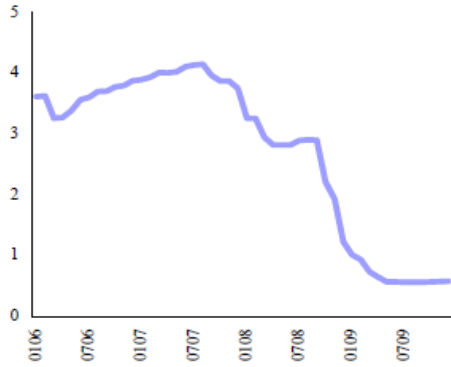
Şekil 2: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu



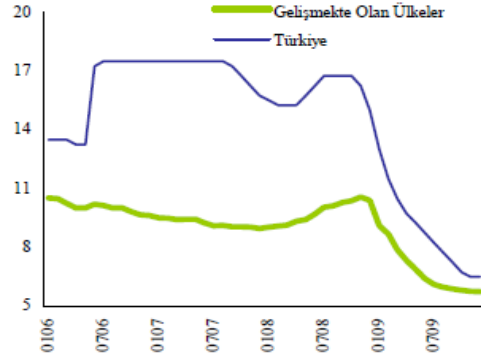
Kaynak: Merkez Bankası Enflasyon Raporu 2010-1

Böylece 2007 Eylül ayında ABD’de konut piyasasındaki sorunların ve kredi sıkışıklığının olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla başlatılan parasal genişleme eğilimi, Temmuz 2008’de enflasyon oranlarının keskin bir gerileme eğilimine girmesi ile diğer gelişmiş ülkelerde de belirginleşmiştir. Gelişmiş ülkelerde 2007 Eylül ayından beri ortalama 300 baz puanından daha fazla faiz indirimine gidilmiş ve faizler sıfıra yakın değerlere düşürülmüştür. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde daha fazla faiz indirimleri için hareket alanı kalmamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde para politikası duruşu incelendiğinde ise 2008 yılının sonuna doğru bir dönüşüm göze çarpmaktadır. 2008 yılının sonuna kadar ani sermaye çıkışı ve yerli paranın değer kaybı kaygısı ile temkinli para politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler, küresel çalkantı sonucu kredi olanaklarının daralması ile Aralık ayından itibaren faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamıştır. Fakat genel olarak bakıldığında krizin başlangıcından beri daha yüksek enflasyon kombinasyonu yansıttıkları için gelişmekte olan ülkelerdeki faiz indirimleri, gelişmiş ülkelerdeki seviyelere inmemiştir.

Gelişmiş Ülkeler Politika Faiz Oranları



Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler Politika Faiz Oranları



Kaynak: Merkez Bankası Enflasyon Raporu 2010-1

4.2. Finansman Politikaları

Faiz indirimleri ile birlikte doğası ve boyutu ülkeden ülkeye belirgin şekilde değişmekle birlikte, çoğu gelişmiş ve bazı gelişmekte olan ülkelerde fon yaratma kabiliyeti bozulan finansal sektörlere doğrudan destek sağlamak amacıyla alışılmadık tedbirlere de başvurulmuştur. Gelişmiş ülkelerde; (IMF, <http://www.imf.org>, 2009)

— Merkez Bankaları, finansal kuruluşları başlıca kredi limiti artışı, varlığa dayalı menkul kıymet ve ticari kâğıt satın alımı ile varlık swapları vasıtasıyla desteklemiştir.

— Hükümetler, finansal kuruluşlardan likit olmayan varlıkları satın almış ve önemli ölçüde kredi imkanı sağlamıştır.

— Ülke hazineleri tarafından finansal kuruluşlara sermaye enjeksiyonlarını öngören acil yardım paketleri uygulamaya konulmuş ve finansal kuruluşların sermaye yapıları yeniden düzenlenmiştir.

— Borçlanma piyasalarındaki aksaklıkların ve güvensizlik sorununun giderilmesi amacıyla, finansal kuruluşların yükümlülüklerine devlet garantisi getirilmiştir. Bununla birlikte, hemen hemen bütün ülkelerde mevduat güvencesinin kapsamı genişletilmiştir.

Bu kanallar vasıtası ile finansal sektöre sağlanan desteklerin maliyeti, gelişmiş ülkelerin ortalama GSYİH' larının¹ %50,4 üne ulaşırken, bu rakam gelişmiş Avrupa ülkeleri için %32,2 ve krizin merkez üssü ABD'de %81 olarak gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise

¹ 2008 yılı GSYİH rakamlarına göre Mayıs 2009'a kadar

sadece birkaç ülkede sermaye enjeksiyonları, likidite desteği ve garantilerden oluşan operasyonların maliyeti gelişmekte olan ülkelerin ortalama GSYİH' larının yaklaşık %2,4 ü ile sınırlı kalmıştır. (IMF, <http://www.imf.org>, 2009)

4.3. Maliye Politikaları

Krizin etkilerini azaltmaya yönelik bir diğer önlem de, iç talebi canlandırarak reel sektörü desteklemeyi amaçlayan gevşek maliye politikalarıdır. Çoğu ülkede finans sektöründen reel sektöre para aktarım mekanizmasının zayıflamış olması maliye politikalarını bilhassa önemli hale getirmiş ve ülkeler krizden çıkışı hızlandırmak amacıyla büyük mali destek paketleri açıklamışlardır. Nisan 2009 tarihindeki G-20 zirvesinde de ülkeler, 2010 yılı sonuna kadar mali genişleme konusunda anlaşmaya varmışlardır. 2009 yılında uygulanan mali destek paketlerinin maliyeti G-20 ülkeleri için ortalama GSYİH' larının yaklaşık %2'sini bulurken, 2010 yılı için bu oranın %1,6 olması beklenmektedir. (IMF, <http://www.imf.org>, 2009)

Genel olarak uygulanan mali destek paketleri ana hatlarıyla üç gruba ayrılmaktadır: (TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, 2009)

— Firmalara dönük mali yardımlar: Şirketlere vergi indirimleri yada sübvansiyonlar yoluyla yapılan yardımlardan oluşmaktadır.

— Tüketicilere dönük mali yardımlar: Tüketicilere vergi indirimleri yada sosyal güvenlik programları yoluyla yardım etmeyi planlamaktadır. Vergi indirimleri doğrudan gelir vergisi indirimleri şeklinde yapıldığı gibi, belli bazı ürünlerin satış vergilerinin indirilmesi şeklinde de yapılmaktadır.

— Altyapı yatırımlarına yapılan harcamalar: İleride yapılması planlanan yatırımları öne çekerek yada mevcut altyapı yatırımlarını arttırarak düşen talebi canlandırmak amacıyla yapılmaktadır.

- Gelişmekte olan G-20 ülkelerinde² mali destek paketlerinin hemen hemen yarısı altyapı yatırımlarından oluşmakta iken, gelişmiş G-20 ülkelerinde 1/5'i düzeyindedir. Gelişmiş G-20 ülkelerindeki³ mali teşvik paketlerinin büyük bölümünü ise, gelir vergileri ve transferler (sosyal yardım ödemeleri, işsizlik tazminatları) gibi otomatik dengeleyiciler oluşturmaktadır.

² Türkiye, Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya, Sudi Arabistan, Kuzey Afrika

³ ABD, İngiltere, Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Kuzey Kore

Mali destek paketleri krizden çıkışı hızlandırmak için zaruri görülmele birlikte, ülkelerde bütçe açıklarının büyümesine ve mali disiplinin bozulmasına da neden olmuştur. G-20 ülkelerinde ortalama bütçe açığının, kriz öncesi döneme göre 2009'da GSYİH' larının yaklaşık %7'si kadar artacağı düşünülmektedir ki bu rakam toplam bütçe açıklarının hemen hemen 1/3 üne tekabül etmektedir. (Baldacci, Gupta, 2009: 35)

5. Alınan Önlemler Sonrası Son Durum

Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere küresel ölçekte uygulamaya konulan geniş kapsamlı para, maliye ve finansman politikaları neticesinde küresel ekonomi, 2009'un ikinci yarısından itibaren bir toparlanma sürecine girmiştir. Bu toparlanmaya, gelişmiş ülkelerdeki stok döngüsünde bir dönüşüm başlaması ve ABD tüketiminde artış katkıda bulunurken, yükselen ve gelişmekte olan ülkelerde asıl katkı Çin ve Hindistan'ın mali teşvik paketlerinin yarattığı talep artışıyla sağlanmıştır. Bu gelişmelerle, 2009'da yaşanan keskin düşüşten sonra gelişmiş ülkelerde büyümenin IMF'nin güncellenen son tahminlerine göre 2010'da %2,1, 2011'de %2,4 olması beklenmektedir. 2011 sonuna kadar kriz öncesi düzeylerin altında seyretmesi beklenen büyümenin önünde yüksek işsizlik oranları, bütçe açıkları ve tamamen iyileşmemiş finansal sistem engel teşkil etmektedir.

Yükselen ve gelişmekte olan ülkelerde ise, 2009'daki ılımlı büyümeden sonra 2010'da büyümenin %6, 2011'de %6,3 olması beklenmektedir. Gelişmiş ülkelere nazaran daha güçlü ekonomik yapı ve hızlı politika yanıtları, çoğu yükselen ve gelişmekte olan ülkeye yaşanan dış şoklar ve çekilen sermaye akımlarının etkisini azaltmak için yardım etmiştir.

Öte taraftan küresel ekonomideki toparlanmaya ilişkin beklentiler ve başta Asya ekonomileri olmak üzere yükselen ve gelişmekte olan ülkelerdeki toparlanma süreci ile yüksek stoklara rağmen 2009 yılının ikinci yarısından beri hammadde fiyatlarında belirgin artışlar yaşanmıştır. Önümüzdeki dönemde, hammadde fiyatları artmaya devam etse de çoğu hammadde sektöründe var olan kapasite fazlası ve ortalamanın üzerindeki stok düzeyleri nedeniyle bu artış baskısının ılımlı olması beklenmektedir. Bu durumun da 2009 Ağustosundan beri yukarı yönlü hareket etmeye başlayan küresel enflasyonu baskı altında tutacağı düşünülmektedir. Gelişmiş ekonomilerde enflasyonun 2009'da %0,1'den 2010'da %1,25'e çıkması beklenirken, daha sınırlı gevşek para politikaları ve son dönemlerde artan sermaye akımları nedeniyle yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerde 2009'da %5,2 olan enflasyonun 2010'da %6,2 olması beklenmektedir.

Çoğu gelişmiş ülke merkez bankasının düşük enflasyon kombinasyonu ve yüksek işsizlik nedeniyle 2010 yılı boyunca faizlerini buldukları seviyelerde tutmaları beklenirken, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının yavaş yavaş artan enflasyonun oluşturacağı baskı nedeniyle, zamanlaması ve miktarı ülkeden ülkeye farklılık gösterecek olmakla birlikte 2010 yılı içinde faiz artırımına gitmeleri beklenmektedir.

6. Sonuç

2009'un ikinci yarısından itibaren küresel ekonominin toparlanma sürecine girdiğini gösteren bazı işaretler bulunmaktadır. Ancak, henüz gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesi dönemdeki gibi güçlü büyümeye yeniden başladığına ve gelişmiş ekonomilerde düzelme sürecinin istikrar kazandığına dair bir konuşma yapmak için erken olduğunu düşünmekteyiz. Zira gelecekte güçlü büyüme ve istikrar sürecinin şekillenmesine engel olabilecek bazı risklerin hala ciddiyetini korumakta olduğu görülmektedir.

Krizin etkilerini azaltmaya yönelik önlemlere, küresel ekonomideki toparlanma sürecinin kalıcı bir nitelik kazandığı şeklindeki yanlış bir algılama nedeniyle erken son verilmesi kısa dönemdeki en önemli risklerden biridir. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerde finansal sistemdeki sorunların tam olarak çözüme kavuşturulamamış olması nedeniyle kredi mekanizmasının etkin olarak işleyememesi tüketim ve yatırım harcamalarındaki artışın sürdürülebilirliğine ilişkin risk oluşturmaktadır. Devam eden yüksek işsizlik oranları da, hane halkı harcamalarını kısarak toplam talebi olumsuz etkileyebilecektir. Özellikle gelişmiş ülkelerde artan bütçe açıkları nedeniyle mali sürdürülebilirlik konusundaki endişelerin, finansal piyasaların tedirgin olması ve bu durumun hane halkı ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini arttırması ile düzelme sürecini kesintiye uğratabilmesi de söz konusu olabilecektir. Yükselen ve gelişmekte olan ekonomiler açısından en büyük risk ise son dönemlerde artan sermaye akımlarını doğru yönetememektir. Zira bu kompleks bir görevdir ve döviz kuru değerlenmesi ve faiz oranlarındaki baskıyı hafifletmek için mali sıkılaştırmalar veya daha fazla mali esneklik gibi farklı politikalar ülkeden ülkeye değişebilir. Özellikle spekülasyon sermaye akımlarının yaşandığı durumlarda, varlık fiyatlarında yeni balonların oluşmasını engellemeyi amaçlayan rezerv birikimleri, sermaye akımlarının kontrolü gibi tedbir ve politikalar önem kazanmaktadır.

Kaynakça

- BALDACCI, Emanuele and Sanjeev GUPTA; (2009), “What Works”, Finance & Development, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/pdf/baldacci.pdf>, pp. 35-37, 01.01.2010
- BLANCARD, Oliver and Gian Maria MILESI - FERRETI; (2009), “Global Imbalances: Past, Present and Future”, <http://faculty.chicagobooth.edu>, pp. 1-21, 01.01.2010
- DABROWSKI, Marek; (2008), “The Global Financial Crisis: Causes, Anti-Crisis Policies and First Lessons, Cesiofo Forum, <http://ideas.repec.org/a/ces/ifofor/v9y2008i4p28-32.html>, pp. 1-5, 15.10.2009
- FURCERI, Davide and Annabelle Mouro UGANE; (2009), “Financial Crisis- Past Lessons and Policy Implications”, OECD Economics Department-Working Papers, No.668, <http://ideas.repec.org/p/oec/ecoaaa/668-en.html>, pp. 1-51, 01.01.2010
- GREENSPAN, Alan; (2007), “The Roots Of The Mortgage Crisis”, The Wall Street Journal, http://www.aei.org/docLib/20071214_Greenspan1.pdf, pp.1-3, 15.10.2009
- IMF; (2009), “Fiscal Implications Of The Global Economic and Financial Crisis”, Staff Position Note, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0913.pdf>, pp. 1-49, 10.10.2009
- IMF; (2009), World Economic Outlook, 10.11.2009
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/index.htm> , pp. 1-226
- IMF; (2009), World Economic Outlook Update, 10.10.2009
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01>, pp. 1-6
- IMF; (2010), World Economic Outlook Update, 27.01.2010
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/update/01>, pp.1-6
- LIN, Justin Yifu; (2009), “Policy Responses To The Global Economic Crisis”, Worldbank Institute, http://siteresources.worldbank.org/WBI/Resources/213798-1259968479602/outreach_lin_dec09.pdf

pp. 1-5, 10.10.2009

LIN, Justin Yifu; (2008), “The Impact Of The Financial Crisis On Developing Countries”, Korea Development Institute, <http://www.icasrilanka.com/journal/v43No4/6-17.pdf>, pp. 1-12, 10.10.2009

MCKIBBIN, Warwick J. And Andrew STOECKEL; (2009), “The Global Financial Crisis: Causes and Consequences”, Working Papers in International Economics, http://www.melbourneinstitute.com/conf2009/Presentations/Session%205/McKibbin_Stoeckel_Session_5.pdf , pp.1-44, 01.12.2009

MOHAN, Rakesh; (2009), “Emerging Contours Of Financial Regulation: Challenges and Dynamics”, Banque de France-Financial Stability Review, <http://ideas.repec.org/p/ess/wpaper/id2107.html> , pp.1-32, 10.10.2009

NALLARI, Raj; (2009), “Growing Out Of Crisis”, Worldbank Institute, <http://wbi.worldbank.org/wbi/devoutreach/article/253/guest-editorial-growing-out-crisis> , pp. 1-4, 10.10.2009

SCHWARTZ, Anna J.; (2009), “ Origins Of The Financial Market Crisis Of 2008”, Cato Journal, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj29n1/cj29n1-2.pdf> , pp. 1-5, 10.10.2009

TURNER, Adair; (2009), “The Financial Crisis and The Future Of Financial Regulation”, The Economist’s Inaugural City Lecture, http://w3.cantos.com/09/econ_cit-901-eywxa/video/turner_econ.pdf , pp. 1-16, 10.10.2009

TCMB; (2009), Enflasyon Raporu, 2009-1, <http://www.tcmb.gov.tr> , ss. 1-85, 10.10.2009

TCMB; (2010), Enflasyon Raporu, 2010-1, <http://www.tcmb.gov.tr>, ss.1-113, 27.01.2010

TCMB; (2009), Enflasyon Raporu, 2009-4, <http://www.tcmb.gov.tr>, ss.1-114, 10.11.2009

TCMB; (2007), Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, <http://www.tcmb.gov.tr> , ss.1-77, 10.10.2009

TCMB; (2009), Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, <http://www.tcmb.gov.tr>, ss.1-114, 10.10.2009

WHITE, Lawrence H.; (2008), “ How Did We Get Into This Financial Mess”, Cato Institute Briefing Papers, <http://www.cato.org/pubs/bp/bp110.pdf> , pp. 1-12, 01.12.2009