

EVRENSEL PARLAMENTO'26

**Ekonomi Meclisi
Çalışma Rehberi**

Meclis Başkanı: Ayşe Ece Yavuz
Meclis Başkan Yardımcısı: Kerim Ege Kuyucu
Akademik Ekip Üyesi: Tuana Çetindere

Kapsam: Küresel finansal sistemin geliřimi ve finansal krizlere yol açan yapısal risklerin incelenmesi

Geçmiş: IMF ve Bretton Woods sisteminin küresel ekonomik düzen üzerindeki etkilerinin incelenmesi

Günümüz: 2008 Küresel Finansal Krizi'nin küresel ekonomi üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi

Gelecek: Kırılgan şirketlerin borçlandırılarak iflasa sürüklenmesi gibi finansal uygulamaların, yeni bir küresel ekonomik krize yol açma potansiyelinin incelenmesi

Geçmiş

Bretton Woods Sistemi

Büyük Buhran ve İkinci Dünya Savaşı'nı yaşayan Batı ülkeleri, 1930'lu yılların ekonomik milliyetçiliğe geri dönüşü engelleyip ekonomik kalkınma ve tam istihdam politikalarına geçtikleri bir sürece girdi. Bunu elde etmek için atılması gereken ilk adım istikrarlı bir dünya ekonomik düzeni kurmaktı. Bunun için de iyi işleyen bir uluslararası para sisteminin kurulması gerekiyordu. İngiltere'nin Beveridge Planı, Fransa'nın kurduğu Planlama Komisyonu ve ABD'nin 1946 İstihdam Kanunu'na geçişi hükümetlerin ekonomiye müdahalesini ve refah devleti inşası çabalarını temsil etmekteydi. Bu minvalde atılan en önemli adım 1944 yılında yapılan Bretton Woods Konferansı oldu. Konferans ile birlikte anılan Bretton Woods sistemi, ABD-İngiltere ortaklı yeni bir dünya düzeni getirmiştir. Bu sistemde 1930'ların ekonomik milliyetçiliğini ve yıkıcı rekabetçi politikalarını önlemek için hükümetler ulusal ekonomik hizmetlerini izlemede özgürlüğe sahip olmuş ve parasal anlamda sabit kur sistemi benimsenmiştir. Sistem, yerel özerklik ve uluslararası normlar arasındaki uyumsuzluğun bir çözümü olarak planlandı. Buna göre, klasik altın standardında oluşturulan kambiyo kuru istikrarı için yerel ekonomik faaliyetlerin ikinci plana atılması ve iki savaş arası dönemin bir özelliği olarak uluslararası istikrarın yerel özerk politikalara feda edilmesine dayanıyordu. Bu sistem hükümetlerin uluslararası parasal istikrarı bozmadan yerelde Keynesyen büyüme teşvik politikalarının uygulamasına izin vermekteydi. Bu anlamda bu sisteme Küresel Keynesyencilik de denmektedir.



Bretton Woods sisteminde uluslararası para sistemi, dolara dayalı altın-değişim standardı üzerine kuruldu. Buna göre ABD, dolar-altın kurunu 35 dolarda tutma vaadi

ile uluslararası hegemon olmanın sorumluluğunu yerine getireceğini taahhüt etmekteydi. Böylece dolar, altından daha değerli uluslararası konvertibl bir ticaret aracı hâline geldi. Sistemin uygulanmaya başlaması ile uluslararası ticarete İngiliz hegemonyası altındaki klasik altın standardı döneminde görülen artıştan daha büyük bir artış yaşandı. Sistemin kusursuz işlemesi için üç temel uluslararası kuruluş düşünülmüştü. Konferans sonrası, Bretton Woods İkizleri olarak adlandırılan, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası ve bunların yanında Uluslararası Ticaret Örgütü (ITO) kuruldu. IMF'nin amacı, para sisteminin işleyişini denetlemek ve ödemeler dengesi sorunları yaşayan ülkelere orta vadeli kredi sağlamak iken Dünya Bankasının amacı ise IMF'yi desteklemek ve savaş sonrası ülkelere finansman kaynağı sağlayarak küresel ekonomik kalkınma ve refahın sağlanmasına yardımcı olmak olarak belirlenmiştir. Uluslararası Ticaret Örgütü'nün (ITO) kurulması ise 24 Mart 1948 tarihli Havana Tüzüğü ile gerçekleşmiştir. Örgütün amacı uluslararası ticaret kurallarını ve diğer uluslararası ekonomik konuları belirlemektir. ITO kısa ömürlü oldu ve 1995 yılında kurulan Dünya Ticaret Örgütüne (WTO) dönüştü. Öte yandan sistemin en önemli kusuru, ABD ekonomisini Dünya ekonomik büyümesinin lokomotifi hâline getirmesiydi. ABD para politikasını dünyanın para politikası hâline getiren bu sistemin işleyişi ise tamamen dolar arzına bağlıydı. Nitekim Klasik Bretton Woods sistemi 1958'den 1964'e kadar sürdü. Sonraki süreçte ise doların rezerv para özelliği kazanmasıyla sistemin yerini dolar hegemonyası aldı.

IMF

Bretton Woods Konferansı'nda müzakereci ülkeler, savaş sonrası dönemde ihtiyaç duyulan ilk politikanın uluslararası likiditenin önceden düzenlenmiş borçlanma imkânları kullanılarak artırılması olduğu konusunda hemfikirler. Buna göre, her ülkenin katkısı olan ulusal para birimlerinin ve değerli altınların farklı koleksiyonlarını temsil eden IMF'yi kurdular. Bretton Woods sistemi, aynı zamanda bir istikrar fonu (üye ülkelerin katkıda bulunduğu bir para havuzundan oluşan bir kredi mekanizması) da yarattı. Bretton Woods sistemine katılan her ülkeye, büyüklüğü küresel ekonomideki görece büyüklüğüne tekabül eden toplam fondan (kota adı verilen) bir pay ayrıldı. Daha sonra her ülke kendi kota miktarı kadar fona katkıda bulundu ve %25'ini altın, %75'ini ulusal para biriminde ödedi. Dünya'nın en büyük ekonomisi olan ABD 2,75 milyar dolarlık katkıyla en büyük kotaya sahipken İngiltere 1,3 milyar dolarlık katkıyla ikinci en büyük kotaya sahip ülke oldu. Diğer hükümetlerin çok daha küçük kotaları vardı. Örneğin Fransa'nın kotası 450 milyon dolarken, Panama'nın kotası yalnızca 0,5 milyon dolardı. 1944'te istikrar fonu toplam 8,8 milyar dolar olarak hesaplanmıştı. Bir hükümet, ödemeler dengesi açığıyla karşılaştığında fondan yararlanabilecekti. Bu sistemin, küçük bir ödeme açığı durumunda para birimini devalüe ederek veya ithalata engeller koyarak yanıt verme ihtiyacını ortadan kaldıracığı düşünüldü. İlk döviz kurları ve daha sonra yapılan değişikliklerin çoğu IMF tarafından onaylanmak zorundaydı ve bu, bir ülkenin ödemeler dengesinde karşı karşıya kaldığı "temel bir dengesizlik" olması şartıyla yapılacaktı. Anlaşma maddeleri aracılığıyla açık veren ülkelere sunulan güvenilir ulusal para rezervleri kaynağı

sağlama girişiminde bulunuldu. Her üyenin para havuzuna yaptığı katkı, üyenin ne çekebileceğini ve IMF'deki oy gücünü belirleyen kota tarafından belirlendi.

1920'lerin klasik altın standardı para sistemlerinin işlememesinin sebebi olarak yönetim sorunu görüldüğünden IMF, Bretton Woods sistemine çok taraflı bir iş birliği için gerekli mekanizmayı sağlamakla görevlendirildi. Böylece yönetim sorunu çözülecek ve parasal ilişkilerde tutarlılık sağlanacaktı. Fon ana sözleşmesine göre, IMF`in kuruluş amaçları şu şekilde sıralanabilir:

- i. Uluslararası para sorunları konusunda danışma ve iş birliğini sağlayacak geçici olmayan bir kurum vasıtasıyla uluslararası parasal işbirliği teşvik etmek,
- ii. Uluslararası ticaretin gelişmesini ve dengeli büyümesini kolaylaştırmak yoluyla yüksek istihdam ve reel gelir seviyelerinin artışı teşvik etmek ve üye ülkelerin verimli kaynaklarının gelişmesine katkıda bulunmak,
- iii. Kambiyo istikrarını teşvik etmek, üyeler arasında kambiyo ilişkilerini temin etmek ve kambiyo kuru düşüşlerini önlemek,
- iv. Üye ülkelerin kendi aralarında yaptığı cari işlemlerin yürütülmesini sağlamak için çok yönlü bir ödemeler sistemi kurmak ve uluslararası ticaretin gelişmesini engelleyen kambiyo kontrollerinin kaldırılmasını sağlamak,
- v. Net uluslararası ödemeleri karşılamak için yeterli finansman olmadığında ödemeler dengesi sorununu çözmek için ülkelere kredi sağlamak ve böylece ülkelere politika programları tasarlamalarına yardımcı olmak,
- vi. Üyelerin uluslararası dış ödemelerindeki dengesizlikleri azaltmak ve süresini kısaltmak.



IMF, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik değişkenleri (GSYİH, enflasyon oranı vb.) konusunda tahminlerde bulunmaktadır. Bu sebeple birçok bölgesel görünüm raporu yayımlamaktadır. Örneğin Dünya Ekonomik Görünümü Raporu küresel beklentilere ilişkin, Küresel Finansal İstikrar Raporu finansal piyasalara ilişkin ve Mali İzleme Raporu kamu maliyesindeki gelişmelere ilişkin

değerlendirmeler içermektedir. Bu, IMF'nin çok taraflı gözetim aktivitesi olarak bilinmektedir. IMF ayrıca kapasite geliştirme aktivitesi kapsamında, üye ülkelerin daha iyi ekonomik kurumlar oluşturmaları ve insan kapasitelerini güçlendirmeleri için teknik yardım ve eğitim hizmetleri sağlamaktadır.

IMF'nin kuruluş amacı kur istikrarının teşvik edilmesi, üye ülkeler arasında ticareti kolaylaştırıcı ödemeler sistemi kurulması ve ödemeler dengesizliğinin giderilmesiydi. IMF, zamanla uluslararası para sistemi için daha önemli bir etkiye sahip olmuştur. İlk dönemlerde savaşın yıkıcı etkisini gidermeye çalışan Avrupa ülkelerine mali yardım sağlarken ilerleyen yıllarda gelişmekte olan ülkelere kredi sağlayan, yapısal uyum ve finansal istikrar hedefleriyle borçlandıran bir kuruluşa dönüştü. Bu ülkelere yönelik olarak ödemeler dengesi açıklarının giderilmesi, sermaye birikim modellerinin oluşturulması için kaynak aktarımı ve serbest piyasa ekonomisine geçişi hızlandıracak ithalat politikalarının uyumlaştırılması için kredi destekleri verilmesi görevleri de üstlenilmiştir.

Buna göre IMF, 1950'li yıllarda ödemeler dengesi güçlüğü çeken ülkelere yardım etme, döviz kuru sistemi ve uluslararası para koordinasyonu sağlama görevlerini yerine getirmiştir. Pratikte, savaş sonrası dönemden hemen sonra IMF'nin yardımı sınırlı kaldı. Dünya Bankasına benzeyen IMF, özellikle fon sıkıntısı çekmeye başladı. Sonuç olarak ulusal ödeme dengesi, Marshall Yardımı ve ABD ihracat sermayesi tarafından ve fazlalık statüsü elde edilene kadar dolar değişimine ara verilerek halledildi. Ayrıca, II. Dünya Savaşı'ndan 30 yıl sonra, ülkeler arasında genel bir refah ve büyüme yaşandı ve bu, birçok ülke için ödemeler dengesi zorluklarını dış yardımdan bağımsız olarak yönetilebilir hâle getirdi. ABD hegemonyasının devam ettiği ve doların rezerv para olarak kullanıldığı süreçte IMF, üye ülkelerin likidite sorunlarını aşmak için kısa vadeli destek kredileri sağlama işlevini üstlenmiştir. Sonraki yıllarda ise gelişmiş ülkeler için uluslararası rezerv yönetimi ve kur yönetimi arasındaki eş güdümü kolaylaştırıcı bir rol üstlenmiştir. 1960'lı yıllardan itibaren ise enflasyon sorunu yaşayan ülkelere sabit kura dayalı istikrar politikaları uygulamalarını öneren IMF, 1980'li yıllardan itibaren ortaya çıkan küreselleşme ile liberalizasyon politikaları uygulamaya başlamıştır.

1960'lı yılların sonlarından itibaren ABD, yaşadığı dış ticaret açıkları ve bütçe krizleri sonrası Bretton Woods sistemin temelini oluşturan altına dayalı dolar sorumluluğunu daha fazla yerine getirememeye başladı. Sistemin ihtiyacı olan para arzını sürdürebilmek amacıyla doları ikame edebilecek bir para birimi arayışına girdi. Bu doğrultuda, 1963 yılından beri çalışmaların sürdürüldüğü Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights – SDR) sistemi yürürlüğe girdi. 1970'te uygulanmaya başlanan SDR sistemi, IMF'yi uluslararası bir merkez bankası gibi düşünerek açacağı hesapları ve kredileri de SDR cinsinden ifade etmeye başlamıştır. Bu bakımdan SDR hem bir uluslararası para birimi hem de bir kredi türü olarak sunulmuştur. Süreç içinde birçok para birimi altın karşısında değer kaybettikçe SDR değeri de yükselmeye başladı. Bunu takiben SDR'nin altına endekslenmesinden vazgeçilip "sepet tekniği" adı verilen yeni bir değerlendirme şekli geliştirildi. Sepet tekniğine göre, SDR'nin değeri gelişmiş on altı Batılı ülkenin paralarının belirli oranlarda birleşmesiyle hesaplanmaya başlandı. Buna rağmen, SDR çok geç ve yetersiz miktarda uygulandığından aşırı altın talebini karşılamakta yetersiz kaldı ve sonuç olarak Bretton

Woods sisteminin çöküşünü engelleyemedi. SDR, fiziki bir varlığı olmamasına rağmen, bir para birimi olarak hâlen kullanılmaktadır. IMF'nin dışında, Dünya Bankası, Birleşmiş Milletler, Afrika Kalkınma Bankası, Arap Parasal Fonu, Asya Kalkınma Bankası, Uluslararası Denkleştirme Bankası, İslam Kalkınma Bankası, İsviçre Millî Bankası ve Uluslararası Tarımsal Kalkınma Fonu (IFAD) gibi bazı uluslararası ve bölgesel kuruluşlar tarafından da bir hesap birimi olarak kullanılmaktadır. Bunun yanında, sabit kur sistemini benimseyen bir grup ülke de ulusal paralarını SDR'ye bağlamıştır.

Dünya Bankası

1945'te Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ismiyle kurulan ve daha sonra Dünya Bankası ismini alan kuruluş, 1947'de BM'nin özerk uzman organizasyonlarından biri olma özelliğini kazanmıştır. Banka, kuruluşundan günümüze kadar geleneksel krediler, faizsiz krediler ve hibeler yoluyla 12.000'den fazla kalkınma projesine fon sağlamıştır. Sözleşme gereğince Dünya Bankası üyeliği için IMF'ye üye olmak gerekmektedir. Üye ülkeler ile ilişki kamu kesimi üzerinden sağlanır. Öyle ki üye ülkelerle ilişkisini hazinenin "mali ajan" olarak tayin ettiği, Merkez Bankası veya benzeri mali yönetimin üst düzey kurumlarından biri ile yürütmektedir.

Günümüzde 184 ülke Dünya Bankasının üyesidir. Bunlardan 11'i, Banka sermayesinin %55'ine sahiptir. Türkiye'nin sermayedeki payı ve oy gücü ise % 0,5 düzeyindedir. Süreç içinde barındırdığı beş ana kurum ile bir grup hâline gelerek Dünya Bankası Grubu adını almıştır. 1945 yılında kurulan Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) etrafında 1956 yılında kurulan Uluslararası Finans Kurumu (IFC), 1960 yılında kurulan Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), 1965'te kurulan Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi (ICSID) ve son olarak 1985 yılında kurulan Çok Taraflı Yatırım Garantisi Ajansı (MIGA) Dünya Bankası grubunu oluşturmuştur. Bu kurumların görevleri şu şekildedir: IBRD finansal kalkınma ve politika finansmanını sağlar, IDA sıfırdan düşük faizli krediler ve hibeleri sağlar, IFC özel sektör yatırımlarını harekete geçirir ve tavsiyelerde bulunur, MIGA politik risk sigortası sağlar ve son olarak ICSID ise yatırım anlaşmazlıklarına çözüm bulur.

IMF ve Dünya Bankası, BM sistemine dâhil olarak çalışan ve aynı hedefi paylaşan kuruluşlardır. Temel hedefleri üye ülkelerde yaşam standartlarını yükseltmektir. Bu hedeflere ulaşma yöntemleri birbirlerini tamamlayıcı niteliktedir. IMF makroekonomik konulara yoğunlaşırken Dünya Bankası uzun vadeli ekonomik kalkınmaya ve yoksulluğun azaltılmasına odaklanmaktadır. Dünya Bankası, üye ülkelerin kalkınma sağlayıcı sektörlerde reformlar yapmalarına veya buna yönelik projeleri uygulamalarına yardımcı olma amaçlı teknik ve finansal destek sağlayarak uzun vadeli ekonomik kalkınmayı ve yoksulluğun azaltılmasını hedeflemektedir. Daha çok uzun vadeli programlar üzerinden yardım paketleri açıklayan Dünya Bankası, kaynaklarını hem üye ülkelerin katkılarından hem de tahvil ihraçları yoluyla karşılamaktadır. Kredi politikalarının bir diğer belirleyici özelliği, az gelişmiş ülkelerin ham madde kaynaklarının yönetimine odaklanmasıdır. Bu yönetim politikası, mevcut doğal kaynakların işlenmesini ve ihtiyaç duyulan elzem kaynakların teminini içermektedir. Banka, yönetiminde oy çokluğuna sahip sermayenin politikaları

istikametinde, az gelişmiş ülkelerde kredi verilmesi veya desteklenmesi gereken sektörleri belirlemektedir.

Prencip olarak Dünya Bankası, ticari yardım yoluyla üçüncü dünya ülkelerinin kalkınması için büyük bir finansman kaynağı sağlar. Ancak, üçüncü dünya ülkeleri şimdiye kadar Dünya Bankası finansman kaynaklarından yeteri kadar yararlanamamıştır. Birleşmiş Milletlerin (BM) ve üçüncü dünyanın artan baskısı sebebiyle BM'nin Uluslararası Kalkınma Ajansı (IDA) bünyesinde "yumuşak krediler" olanağı ancak 1960'ta kuruldu. İşin aslı, üçüncü dünya ülkelerinin kalkınma yardımı konusunda Dünya Bankasından pek bir şey alamadığıydı. Aynı dönemde üçüncü dünya ülkelerinin aksine, Avrupa ve Japonya'nın ekonomik toparlanması Marshall Yardımları, ABD yatırımları ve diğer destekleyici korumacı tavizlerle desteklendi.

Savaştan çıkmış Avrupa'nın imarı ve kalkınmasının finansmanını sağlamak için kurulması düşünülen Dünya Bankası, Keynes'in karşıt görüşüne rağmen kalkınma projelerinin finansmanını sağlayan uluslararası bir finans kuruluşu olarak tanımlanmıştır. Öte yandan, esas amacın İkinci Dünya Savaşı sonrası iki kutuplu dünya düzeninde Sovyet etkisinin kırılma çabası olduğu belirtilebilir. Kuruluşundan itibaren 1946-1950 yıllarında daha çok Avrupa ve Latin Amerika devletlerine kaynak sağlarken 1950'den itibaren Dünya genelinde kalkınma projelerine kaynak sağlamaya başlamıştır. Yapılan kredi yardımlarının ilk şartı, bu borcun hükümetlerce veya üstlenici devlet tarafından geri ödeme garantisinin verilmiş olmasıdır. 1980 yılından itibaren yapısal uyum terimi etrafında şekillenen Dünya Bankası programları, dönemin şartları ile paralel olarak neoliberal düzlemde şekillenmiştir. Buna göre, makroekonomik müdahaleleri gündemine alarak az gelişmiş ülkelere borç finansmanı için ihracatın artırılması ve kamu varlıklarının özelleştirilmesi gibi politikalar önermiştir.



Bretton Woods sistemi, uluslararası ekonomik istikrarı sağlamak amacıyla oluşturulmuş olsa da, yapısal olarak bazı kırılma noktaları barındırmaktadır. Özellikle doların rezerv para olarak belirlenmesi, küresel finans sistemini tek bir ülkenin ekonomik performansına bağımlı hâle getirme riski taşımaktadır. Bu durum, ekonomik güç dengesizliklerine yol açabileceği gibi, sistemin sürdürülebilirliğini de tartışmalı hâle getirmektedir. IMF'nin oy gücünün ülkelerin ekonomik büyüklüğüne

göre belirlenmesi ise, gelişmekte olan ülkelerin karar mekanizmalarında sınırlı etkiye sahip olmasına neden olabilir.

GEÇMİŞ ALT BAŞLIKLARI

1. Bretton Woods sistemi ve sabit kur rejimi göz önüne alındığında, küresel ekonomik istikrarı sağlamak için oluşturulan bu sistemin uzun vadede ortaya çıkardığı yapısal kırılmalıklar nelerdir ve bu kırılmalıkları önlemek adına hangi alternatif uluslararası para politikaları geliştirilebilir?
2. IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finansal kuruluşların kriz dönemlerinde oynadığı rol dikkate alındığında, bu kurumların gelişmekte olan ülkeler üzerindeki ekonomik ve politik etkileri nasıl dengelenebilir?
3. Doların küresel rezerv para birimi haline gelmesi, uluslararası ticaret ve finans sisteminde ne gibi g dengesizlikleri yaratmıştır ve bu dengesizlikleri azaltmak için nasıl bir çok kutuplu para sistemi oluŐturulabilir?
4. Sabit kur sistemlerinin okmesi ve dalgalı kur sistemine geçiŐ süreci, finansal istikrar açısından ne tür riskler doęurmuŐtur ve bu riskleri minimize etmek için hangi düzenleyici mekanizmalar uygulanmalıdır?
5. Bretton Woods sonrası dönemde artan finansal serbestleŐme, ekonomik krizlerin yayılma hızını nasıl etkilemiştir ve bu sürecin daha kontrollü yönetilmesi için ne tür uluslararası denetim sistemleri kurulmalıdır?

Günümüz: 2008 Küresel Finansal Krizi'nin küresel ekonomi üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi

Dünyanın en büyük ekonomisi konumundaki ABD' de, 2007 yılında başlayan subprime kredi krizinin temeli 2000' li yıllara dayanmaktadır ABD' de, 2000 yılında yüksek teknoloji Şirketlerine ait olan hisse senetlerinin oluşturmuş olduğu balon patlamış ve ardından da 11 Eylül 2001' de ikiz kulelere saldırı gerçekleştirilmiştir. Bu olayların neticesinde yaşanan 2001 ve 2002 yılları ekonomik durgunluğu, FED' in, kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesine neden olmuştur. FED, 2001 yılında % 6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını, ekonomiyi canlandırmak amacıyla 2003 yılına kadar % 1 seviyesine indirmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi, „değişken faizli“ ipotekli konut kredileri (mortgage) için uygulanan faiz oranlarının da düşmesine yol açmıştır. Düşük faiz oranlarının bir sonucu olarak konut satın alma maliyetleri düştüğü için konuta olan talep daha da artmıştır. Bu bağlamda konut fiyatları da artmaya başlamıştır. Bu dönemde artan konut fiyatları, konutu önemli bir yatırım aracı haline dönüştürmüştür. Finans kuruluşları ise böyle bir ortamda, düşük faiz oranlarının etkisiyle daha çok risk almaya başlamış ve daha fazla kar elde edebilmek amacıyla ellerindeki aşırı likiditeyi düşük gelirli hane halklarına da eşik altı ipotekli konut kredisi (subprime mortgage) olarak pazarlamaya başlamışlardır.

Bu sürecin bir sonraki aşamasında ise, bankalar, 2000'li yılların başından itibaren daha fazla finansman elde edebilmek amacıyla hacmi önemli miktarda artmış olan riskli **subprime** ipotekli konut kredilerini, teminatlı borç senetleri haline getirip menkul kıymetleştirmeye başlamışlardır. Faiz oranlarının düşük olması sebebiyle geleneksel yatırım araçlarındaki düşük getiri, yatırımcıları bankalarda satılan bu yeni menkul kıymetleri alarak daha çok gelir elde etmeye yönlendirmiştir. Kredi veren kuruluşların çıkarmış olduğu menkul kıymetlerin faiz oranı Amerikan hazine bonusu faizinin oldukça üzerinde olduğu için, riskli enstrümanlara yatırım yaparak yüksek getiri sağlamaya çalışan yatırımcılar bu menkul kıymetlere büyük ilgi göstermişlerdir. Bu mekanizma ile konut kredileri, yatırımcılara uzun vadeli bir enstrüman olarak satılmıştır.

Bu bağlamda da, konut kredileri, menkul kıymet şeklinde yeni bir yatırım aracına çevrildiği için bankaların kredi vermek için ihtiyaç duydukları fonlama yeniden sağlanmıştır. Menkul kıymetleştirme ile mortgage kredisi kullananların ödediği faiz giderinin büyük bir kısmı menkul kıymete yatırım yapan yatırımcılara faiz gelirleri olarak transfer edilmektedir. Bu sistemde krediyi veren finansal kurumlar, hem bilançolarında taşıdıkları faiz riskini azaltmakta hem de çıkardıkları menkul kıymetlerden aracılık ve komisyon gelirleri elde etmektedirler.

2004 yılında FED'in, hane halkı gelirlerinin satın alamayacağı şekilde artan konut fiyatlarının şişirdiği ekonomiyi rahatlatmak ve artmakta olan enflasyon oranını düşürmek için faiz oranlarını yükseltmesi krize giden yolun başlangıç noktası olmuştur. FED, 2004 – 2006 yılları arasında faiz oranlarını 17 defa artırmıştır; 2004

yılında %1 olan faiz oranları 2006 yılında %5,25'e kadar çıkmıştır. Merkez Bankası'nın müdahalesi sonucunda konut balonu patlamış ve 2006 yılında zirve yapan konut fiyatları düşmeye başlamıştır.

2007'nin başlarından itibaren geri ödenemeyen kredi sayısı artmaya başlamıştır. Ekim 2007 itibariyle geri ödenemeyen subprime kredi sayısının, toplam subprime kredi sayısına oranı %16 olmuştur. Ocak 2008 itibariyle ise subprime konut kredilerinin %24'ü hacize konu olmuştur. Bu oran subprime dışındaki ipotekli krediler için %3,7'ye ve tüm ipotekli krediler için de %7,3'e yükselmiştir. 2007 yılında haciz edilen konut sayısı 2006'ya göre %79 artarak 1,3 milyona ulaşmıştır.

Subprime kredi borçluları borçlarını geri ödeyememeye başlayınca subprime kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerleri düşmüştür. Ağırlıklı bu ipoteye dayalı menkul kıymetlerin teminat olarak gösterilmesiyle ihraç edilen teminatl borç senetlerinin de değerleri düşmeye ve teminatl borç senedi piyasasında likidite azalmaya başlamıştır. Teminatl borç senetlerinin değerlerinin keskin bir şekilde düşmesiyle birlikte yatırımcılar teminatl borç senetlerini orijinal değerlerin %20'si ile %40'ı arasındaki fiyatlarda satmak zorunda kalmışlardır. Güvensizliğin artmasıyla gelecekteki muhtemel kayıpları dikkate alan bankalar birbirlerine borç vermeyi durdurmuş ve tüm kredi piyasası daralmaya başlamıştır. Teminatl borç senedi piyasasında likiditenin azalması ve piyasanın gerilemeye başlamasıyla da, ipotekli konut kredisi veren kuruluşlar bu kredileri yatırım bankalarına satamamaya başlamışlardır. Bu gelişmelerin paralelinde, 2007'nin üçüncü çeyreğinden itibaren teminatl borç senedi ve devlet garantisi taşımayan ipoteye dayalı menkul kıymet ihracı bıçak gibi kesilmiştir.



3.1 Küresel Finansman, Kredi Patlaması ve Konut Fiyatı Balonu

ABD'nin sürekli artan cari açığının ve diğer ülkelerde oluşan tasarruf fazlalığının neden olduğu küresel ekonomik dengesizlik, krizin yaşanmasında etkili olan en önemli faktörlerden biridir. Küresel finansmanın yol açtığı kredi bolluğu, krizin en önemli tetikleyicileri arasındadır.

1990'ların sonundan itibaren özellikle Çin, gelişmekte olan diğer Asya ülkeleri ve Ortadoğu'nun petrol üreten ülkeleri, büyük tasarruflar oluşturmaya başlamışlardır. Yatırım arayışındaki bu tasarruf havuzu, soluğu ABD'de almış ve ülkeyi kendi imkanlarının üzerine taşımıştır ki; yurtdışından düşük faiz oranları karşılığında gelen ucuz para, kredi patlamasına yol açmıştır. Bir yandan ABD'deki genişletici para politikaları diğer yandan da küresel likidite arzı sayesinde ucuz ve kolay sağlanan kredi imkanı, ipotekli konut kredilerinde hızlı bir artış yaratarak konut sektöründeki talebi arttırmıştır. Bu da konut fiyatlarındaki ani yükselişi körüklemiş ve konut fiyat balonuna, dolayısıyla da yaygın, finansal ve ekonomik zararlara neden olmuştur.

3.2 Geleneksel Bankacılığın Gerileyişi ve Gölge Bankacılık

Bankaların geleneksel finansal aracılık rolü; kısa vadeli mevduat ihracı ile toplanan fonların, uzun vadeli kredi olarak verildiği "**kısa dönemli borç al ve uzun dönemli borç ver**" şeklinde ifade edilen varlık dönüşüm sürecidir. ABD'de, finans dışı borç alıcıların en önemli fon kaynağı olan ticari bankaların önemi 2000'li yıllarda azalmaya başlamıştır. Ticari bankaların toplam finansal aracılık varlıkları içerisindeki payı 1960 – 1980 arası dönemde %40 iken, 2005'in sonunda %30'lara düşmüştür. Görülmektedir ki, bankaların geleneksel finansal aracılık rolü, yani mevduatla topladıkları fonları kredi olarak verme işlevleri artık finansal sistemde önemini kaybetmeye başlamıştır.

Bankalar, mevduatlarının kısa vadeli, plasmanlarının uzun vadeli olması nedeniyle temerrüde düşme tehlikesi ile karşı karşıya kalabilirler. Bu durumda, iki enstrüman bankaların imdadına yetişebilmektedir. Bunlardan biri nihai kredi mercii olan **FED**; diğeri de **mevduat sigortasıdır**. Bankalara yönelen bir hücum durumunda bir yandan FED, bankaların mudilerine ödeme yapabilmeleri için yeterli nakite erişmelerini sağlayarak varlıklarını yok pahasına satmalarını engellemektedir; diğer yandan da mevduat sigortası, banka likit bulamazsa hatta borçlarını ödeyemez hale gelirse bile mudilere paralarını geri alma güvencesi vererek, bankalara hücumu daha yolun başında önlemektedir.

Ancak, bu iki enstrümanın katılımcı bankalar için bir maliyeti de bulunmaktadır. Bankalar, subjektif risk sorunundan kaçınmak için özerkliklerinin bir kısmından vazgeçmek ve bir maliyet ödemek zorunda kalmışlardır. Buna ilave olarak, **Basel I** ve **Basel II** gibi uluslararası düzenlemeleri de eklersek, ticari bankaların altında sıkı bir güvenlik ağı kurulduğunu görürüz.

Basel I'in aksine, Basel II'deki tavsiyelerin tümü uygulanmamıştır. Çünkü artık bankacılık sisteminde herkes istikrar ve güvenlik aramıyordu. Özellikle 1980'lerden sonra finansal hizmetler sektörüne giren çok sayıda kişi, bankacılık sektöründe güvenlik ağı oluşturulmadığı takdirde çok daha fazla para kazanabileceğini fark etmiştir. Düzenlemelerin dışında kalarak da bankacılık yapmanın yolları vardı ama diğer yandan da sıradan bankalara sağlanan koruyucu önlemlerin dışında kalmak gerekiyordu. Böylece daha fazla kâr elde etmek üzere, kasten düzenlemelerden kaçınma anlamına gelen "**düzenleyici arbitraj**" kullanılmaya başlanmıştır. Bu arayış gölge bankacılığın yükselmesine neden olmuştur.

Gölge bankacılık sistemi; banka olmayan ama banka gibi görünen, faaliyet gösteren, borç alıp veren, yatırım yapan ve diğer her yönden banka gibi hareket ettiği halde, hiçbir zaman bankalar gibi düzenlenip denetlenmeyen finansal kuruluşlardan oluşmaktadır. Mevduat bankaları ve gölge bankaların farklılıklarına rağmen, her iki tip banka da banka hücumlarına maruz kalmaktadırlar. Çünkü gölge bankaların çoğunun tek bir ortak özelliği vardır, o da **vade uyumsuzluğudur**.

Çoğunlukla kısa vadeli likit piyasalardan borçlanmakta, sonra da uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Vade ve likidite dönüşümü yapan banka dışı finansal kuruluşlar olarak tanımlanan gölge bankalar, ticari bankalara hücum durumunda olduğu gibi, onlarla aynı kırılganlığı taşımaktadırlar. Panik vurduğunda, geleneksel bankalar ve gölge bankalar, kısa vadeli kredilerini yenileyememiş, likit olmayan hale gelmişlerdir. Gölge bankalar, bu halleriyle krizin merkezinde yer almışlardır. ABD'de konut balonu patladığında, bankaların ve banka dışı finansal kurumların zararları finansal sistemde yaygın iflaslara yol açmıştır

Krugman'a göre, küresel krizin merkezinde, finansal savunmasızlığa yol açtığı için gölge bankacılık sistemi bulunmaktadır. Geleneksel bankaların yaptığı her şeyi yapan ve krizlerde bankalar gibi kurtarılması gereken söz konusu bu karanlık finans kuruluşları da, bankalar için oluşturulmuş kurallara tabi olup, finansal güvenlik ağının içinde yer almalydılar.

3.3 Finansal Yenilikler ve Menkul Kıymetleştirme

Başka endüstrilerde olduğu gibi finans endüstrisi de, ürünlerini satarak kâr elde eden şirketlerden oluşmaktadır. O halde, finansal kurumların da kârını maksimum kılmak için sürekli olarak yenilik sürecine ilişkin gelişmeleri takip etmesi şarttır. Finansal kurumlar, yeni iktisadi çevrede ayakta kalabilmek için **finans mühendisliği** olarak adlandırılan, müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılayan ve kâr getiren yeni ürün ve hizmetleri araştırmaya ve geliştirmeye mecburdurlar.

2000'li yılların başından itibaren bankalar, daha fazla finansman elde edebilmek amacıyla, etkinliklerinin ve kâr kaynaklarının en önemli girdisi olan konut kredisi alacaklarını, dünyadaki kurumsal yatırımcılar ve fon kuruluşları (özellikle de olası zararlara karşı tedbirli kabul edilen fon kuruluşları: hedge fonlar ve off-shore) için

ilginç ürünlere dönüştürmeye ve en riskli alacakları, bilançolarında kalıcı kılmamak amacıyla farklı yollar denemeye başlamışlardır.

Bankalar, böylece ellerindeki en riskli alacaklarını, özellikle de ödeme gücü düşük olanlara verilen kredileri, risklerine göre ayırıp paketler halinde gruplandırmışlardır:

- **Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler** (Residential Mortgage-Backed Securities) grubu;
- Bazı tüccarların kayıp para olarak adlandırdığı en riskli anapara (**Equity**) grubu;
- Orta (**Mezzanine**) grup;
- En güvenli (**Senior/AAA**) grup.

Bankalar, bu şekilde gruplandırdıkları paketleri piyasada satışa sunmaktadırlar. Daha somut bir ifadeyle, likit olmayan finansal varlıklar (mortgage kredisi, otomobil kredisi, kredi kartı alacakları...), alım satımına konu olabilir sermaye piyasası menkul kıymetlerine dönüştürülmektedir. Bu sürece, **menkul kıymetleştirme** denmektedir

Menkul kıymetleştirme öncesindeki uygulama, geleneksel konut kredisi sistemiydi. Bu sistemde konut kredisi veren bankalar, "**Oluştur ve Elde Tut**" (**OTH: Originate to Hold**) modelini izlemekteydiler. Bu işlem, konut alıcısı ile kredi veren banka arasında gerçekleşmekte ve ipotek kredisini oluşturan banka, ipoteği elinde tutmaktaydı. Banka, krediyi verir sonra da borçludan anapara ve faiz ödemelerini tahsil ederdi.

Menkul kıymetleştirme adlı finansal yenilik sonucunda, bu sistem önemli bir şekilde değiştirilmiştir. Menkul kıymetleştirme sürecinin başlangıcı, 1970'lerde mortgage taksit ödemelerinin belirli bir havuzda toplanmasına kadar uzanır. 1970'lerde Devlet İpotek Ulusal Birliği (**Ginnie Mae: Government National Mortgage Association**) ipotekli kredilerin bir kısmını gayrimenkul ipotek garantili menkul kıymetler şeklinde satışa çıkarmıştır. Yani ilk kez, ipoteğe dayalı menkul kıymet (**MBS: Mortgage-Backed Security**) çıkarılarak "**Oluştur ve Dağıt**" (**OTD: Originate to Distribute**) modeline geçilmiştir.

Oluşturulan bu ipotekler bir havuzda toplanmış, sonra da bu havuza dayalı bonolar ihraç edilmiştir. Sonuç olarak, ipotek ödemelerini tahsil etmek için 30 yıl beklemek yerine, bonoyu satın alanlardan toplu bir tutar tahsil edilmiştir. Bonolara yatırım yapanlar ise karşılığında, binlerce konut sahibinin yapmış olduğu ipotek ödemelerinin belirli bir tutarını gelir olarak elde etmişlerdir. Menkul kıymetleştirme sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar bir havuzda toplanıp, piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüştürülmüştür

Menkul kıymetleştirme, uzun bir süreçten oluşmaktadır. Yatırım bankaları; bankalardan gelen ipotekli konut kredilerini, kredi kartı borçlarını, öğrenci kredilerini ve kurumsal kredileri, **teminathı borç senetleri (CDO: Collateralized Debt**

Obligations) şekline getirip yeni menkul kıymetlere dönüştürmüşlerdir. Teminatlı borç senetleri henüz 1987'de piyasada yer bulmaya başlamasına rağmen, 1998 yılına gelindiğinde yıllık ihraç 100 milyar doları bulmuştur. 2005 itibariyle, 1,1 trilyon dolara ulaşan CDO'lar, en hızlı büyüyen yatırım aracı haline gelmişlerdir. Bu büyüme, CDO'ların yöneticiler ve yatırımcılar açısından ne denli popüler olduğunun en somut ispatıdır.

Menkul kıymetleştirme, ilk başlarda, en çok krediye değer, düşük riskli ve birincil (**prime**) kişilere verilen ipotekli konut kredileri ile sınırlıydı. Bu durumda konut balonu söz konusu değildi. Ancak konut balonunun oluşmasından sonra; en az krediye değer, eşik altı, yüksek riskli ve ikincil (**subprime**) kişilere verilen ipotekli konut kredilerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Dolayısıyla menkul kıymetleştirmenin kapsamı büyük ölçüde genişlemiştir. CDO'nun yatırım aracı olarak bu denli popüler oluşu, bankaların konut kredileri arzını sınırsızca genişletmesinin de önünü açmıştır. Artık geleneksel konut piyasası talebinin doymasıyla bankalar, geçmişte kredi vermedikleri eşik altı (**subprime**) borçlulara da kredi vererek risk almaya başlamışlardır.

Yatırım bankalarının, üstlenebileceklerinden çok daha fazla risk altına girmelerine neden olan diğer faaliyetleri ise **kredi temerrüt takası (CDS: Credit Default Swaps)** sözleşmeleri yapmış olmalarıdır. Bu sözleşmeler; borcun alacaklı tarafının bankaya düzenli bir ödeme yapması halinde, borcun borçlu tarafından ödenmemesi durumunda banka tarafından alacaklıya ödeneceğinin taahhüt edildiği bir dayanaktır. Bu sözleşmeler görünürde çok **kârlıdır**. Çünkü borç ödendiği sürece hiçbir işlem yapmadan düzenli olarak elde edilen bir gelir söz konusudur. Ödenmediği takdirde ise (ki bu ihtimal göz önünde bulundurulmadığı için küresel kriz sürecinde ortaya çıkmıştır) yatırım bankası, borçlunun borcunu ödemeyi taahhüt ettiği için, hesapta olmayan bir giderle baş başa kalmaktadır.

CDO'ları bankalardan alan yatırımcılar, bu menkul kıymetleri alırken onların güvenilirliğinden emin olmak istemekteydi. Nitekim **kredi derecelendirme kuruluşları** burada devreye girerek söz konusu menkul kıymetlerin güvenilirliğini belgelemekteydi. American International Group (**AIG**) ise, kredi temerrüt takası (CDS) olarak adlandırılan özel bir türev ürün olan sigorta satmaktaydı. Bu borç senetlerinin geri ödenmemesi ihtimali bağlamında, geleneksel olarak bankalar kredi operasyonlarını sigortalatmak zorunda oldukları için; CDS'ler, son derece karmaşık CDO'ları satın alan yatırımcılar tarafından alınmayı gerektirmekteydi. CDS'lerin çekiciliği de bu gerçekte yatmaktadır ki; bu durum, daha fazla kredi verilmesini mümkün hale getirmektedir .

Olağanüstü kazanç vaadi taşıyan bu menkul kıymetlendirilmiş türev ürünler; **Bear Stearns, Merrill Lynch, Citigroup, Lehman Brothers, AIG** gibi ticari bankalar ve olası zararlara karşı tedbirli fonlar(Hedge fonlar) tarafından yeni finansal ürünlerden pay kapma yarışı içinde olan tüm finans kuruluşlarına satılmışlardır. CDS'lerin asıl genişlemesi; 1998 yılında, JP Morgan Chase'in türev ürün uzmanlarının,

American International Group (AIG) adlı devasa şirketi, CDS'leri CDO'lar için yazmaya ikna ettiklerinde başlamıştır.

Yatırım ve ticaret bankalarının türev varlıkları alıp sattıkları işlemlerin ne kadar genişlediğini görmek için, faiz oranı ve döviz türevlerinin işlem gördüğü "**Tezgah Üstü**" (OTC: **Over The Counter**) piyasaların Haziran 2007 yılı itibariyle **400 trilyon dolarlık** tutara ulaştığını görmek yeterlidir .

Menkul kıymetleştirme olarak bilinen süreç içerisinde bu mortgage'lar parçalara ayrılıp tekrar tekrar paketlenmiş ve ülkedeki her bankaya ve yatırım fonuna aktarılmışlardır. Bankalar ya da olası zararlara karşı tedbirli fonlar (hedge fonlar) da riskleri anlayacak ya da kavrayacak bilgiye sahip değillerdi

İskambil kâğıtlarından yapılma bu evler sonunda çöktüğünde, çok önemli kurumlardan bazılarını da beraberinde çökertmiştir: **Lehman Brothers, Bear Stearns ve Merrill Lynch**. Ancak bu eziyet, ülke sınırları içinde de kalmamıştır. Dünyanın her köşesine satılmış çok sayıda menkul kıymetleştirilmiş mortgage; Norveç'ten Bahreyn'e ve Çin'e kadar pek çok banka ve yatırım şirketi için tehlikeli bir hale gelmiştir.

3.4 Glass–Steagall Yasası (GSA)'nın Yürürlükten Kaldırılması ve Dev Finans Şirketlerinin Kurulması

1929 Büyük Buhranı'ndan sonra finansal sisteme getirilmiş olan regülasyonlar, 1980 yılından itibaren ya hafifletilmiş ya da kaldırılmıştır. Bunlardan en dikkat çekenini ise daha önce açıklanan 1933 tarihli GSA'dır. GSA, ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında kesin bir ayırım yapmış ve faaliyet alanlarını kalın çizgilerle belirlemiştir; bu bağlamda da ticari bankaların menkul kıymetler endüstrisi ile riskli ortaklıklar kurup spekülasyon işlemler yapmasını engellemiştir.

Geleneksel ticari bankacılık ve menkul kıymet faaliyetlerinin sınırlarını belirleyen 1933 tarihli GSA ile kurulmuş olan güvenlik duvarı, 1980'lerde erimeye başlamıştır; en sonunda da 1999'da kabul edilen **Gram-Leach-Bliley Yasası (GLBA: Gram–Leach–Bliley Act)** ile tamamen ortadan kaldırılmıştır.

Robert Kuttner'a göre, GSA'nın 1999 yılında yürürlükten kaldırılması, 2008 Küresel Finansal Krizi'ni tetiklemiştir. Yatırım bankaları ile...

Ticari bankalar iki ayrı kategoridir ve birbirleri ile örgünlü bir ilişki içinde bulunmamaları gerekir. GSA'nın bu açık hükümlerine rağmen, 1980'li yılların başında, GSA'nın zımni olarak delinmesine ve yatırım bankaları ile ticari bankaların birbirine daha fazla benzemesine izin verilmiştir. 1999'a kadar Citigroup hızlı davranarak; içinde ticari banka, yatırım bankası, hisse senedi brokerliği ve sigorta şirketi bulunan bir "**süpermarket**" oluşturduğunda, GSA'nın içi öylesine boşaltıldı ki pratik olarak yürürlükten kalkmış oldu.

GLBA ise sadece GSA'yı yasal olarak sonlandırmış oldu. Ticaret ve yatırım bankaları arasındaki ayrımın ortadan kaldırılmış olması, finansal ekonominin reel ekonomiye finansman sağlama fonksiyonunu ikinci plana itti ve finansal sisteme **spekülasyon** hakim oldu. Spekülasyondan orta sınıf istifade etti ve giderek zenginleşti; ancak 2008 krizinin doğurduğu finansal risk vergi ödeyenlerin üzerinde kalmıştır.

GLBA'nın yürürlüğe girmesinden sonra ticari bankalar, yatırım bankaları ve sigorta şirketleri birlikte hareket edip mega tekelleşme girişimlerine başlamışlardır. Bunun sonucunda da "**batmasına izin verilemeyecek büyüklükte**" (**Too Big to Fail**) dev finans şirketleri kurulmaya başlanmıştır. Batmasına izin verilemeyecek kadar büyük finansal kuruluşlar; büyük ve karmaşık olmaları, finansal sistemde yer alan diğer kuruluşlarla olan bağlantıları nedeniyle iflas durumuna yaklaşmaları halinde **sistemik riske** yol açmaktadırlar.

Bu bağlamda, bu dev finans şirketlerine iflas olasılığı halinde kamu kaynakları kullanılarak sermaye desteği sağlanmaktadır. Söz konusu kuruluşlara yönelik olarak alınan tedbirler sayesinde, büyük ve sistemik önemi bulunan kurumların olası iflası ile reel ekonomi üzerinde oluşabilecek olumsuz etkiler önlenabilmektedir. Ancak batmalarına izin verilmeyeceğini bilmek, bu finans şirketlerini daha fazla risk alması yönündeki **ahlaki tehlike (moral hazard)** güdüsü ile teşvik etmiş ve finansal sistemin kırılma potansiyelini arttırmıştır. Böylelikle de bütün bu süreçler bir araya gelerek 2008 küresel finansal krizi ortaya çıkmıştır.

8 Ekim 1998'de, bankacılık devi Citicorp ile finans şirketleri grubu Travellers Group'un birleşmesiyle **Citigroup** adlı dev finans şirketi kurulmuştur. Citigroup, Forbes Global 2000 verilerine göre dünyanın en büyük şirketidir. Citigroup, küresel kriz sırasında çok büyük kayıplar yaşamış olduğu halde, Kasım 2008'de ABD hükümetinin büyük bir teşvik paketiyle kurtarılmıştır. 2008 yılında küresel finans krizi sırasında, yatırım bankaları Bear Stearns, Lehman Brothers ile sigorta şirketi AIG de büyük kayıplar yaşamıştır. FED ve ABD Hazinesi, aynı şekilde bu finansal kurumlara da fon sağlamıştır. Bu tarz finans kuruluşları, iflas durumuna yaklaşmaları halinde sistemik riske yol açıp ülke ekonomisinde krize neden olabilecekleri için bunlara, kamu kaynakları kullanılarak hükümet tarafından sermaye desteği sağlanmıştır; böylece batmalarına izin verilmemiştir.

3.5 FED'in Gevşek Para Politikası ve Düşük Faiz Oranları

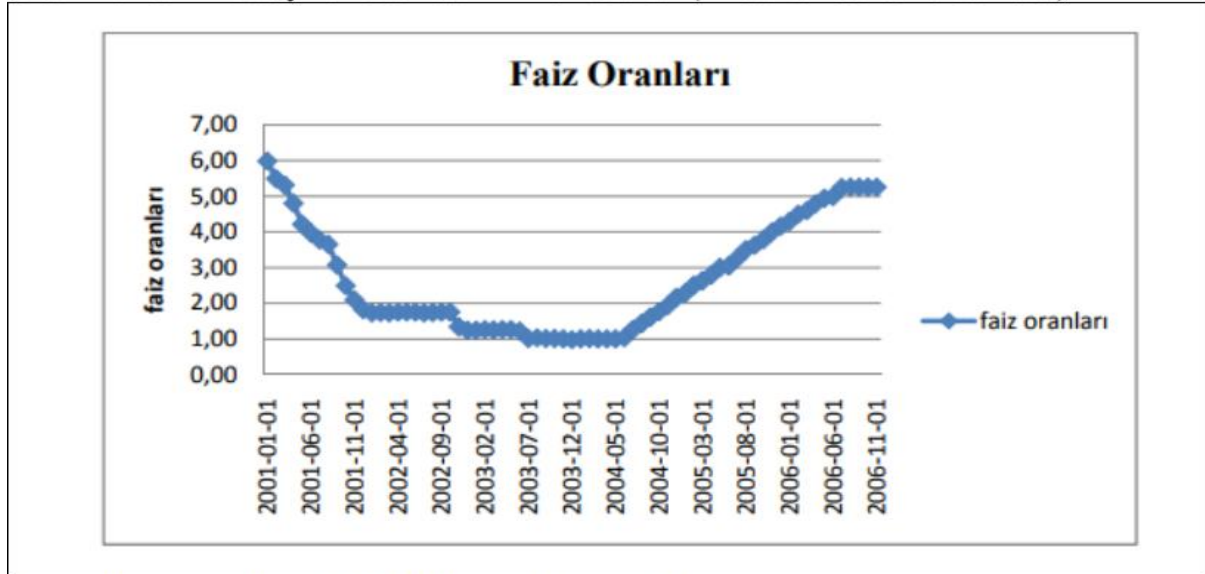
1997 – 1998 yıllarında, ABD'deki insanların finans piyasalarında gördüğü en dikkat çekici durum, hisse senedi alan herkesin çok para kazandığı idi. O yıllarda insanlar daha fazla satın aldıkça, hisse senedi fiyatları da artıp balon gibi şişmeye başlamıştır. Böylece de borsaya daha fazla fon akmıştır. Hisse senedi fiyatlarında doruk nokta, 2000 yılının ortalarıdır .

Hisse senedi balonunun şişmesinin ardından konut balonu da şişmeye başlamıştır. FED Başkanı Greenspan, regülasyonlardan ve piyasalara devlet müdahalesinden

hoşlanmadığı için serbest piyasa ekonomisini ve düşük faiz politikasını savunmuştur. Başkanlığı döneminde izlediği düşük faiz politikası, konut balonunun oluşmasında önemli bir rol oynamıştır. 2003'te ABD faiz oranları; kısmen FED politikası yüzünden ve kısmen de diğer ülkelerden, özellikle Çin'den gelen büyük miktarda sermaye girişi nedeni ile tarihî düşük seviyelerine kadar gerilemiştir.

Bu düşük faiz oranları, konut piyasasında bir patlama yaşanmasına yol açmış, bu da ABD ekonomisinin 2001 resesyonu sonrası yaşanan durgunluktan çıkmasına yardımcı olmuştur. Fakat konut piyasasında patlama yaşanırken, finans kuruluşları giderek artan riskler almaya başlamışlardır. Bu riskleri almalarının nedeni ise, FED'in aksi bir durumda kendilerini nasıl olsa kurtaracağı düşüncesi idi. Yani traderlar, FED'in sürekli genişletici para politikası uygulayıp balonları şişireceğini ve balonlar patladıktan sonra da yatırımları kurtarmaya koşacağını bilmekteydiler. "**Greenspan Putu**" denen bu olgu, geniş ölçekte bir ahlaki tehlikeye (moral hazard) neden olmuştur.

Grafik 1: 2001 – 2006 yılları arasında ABD faiz oranları (Effective Federal Funds Rates)



Kaynak: Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis.

Dönemin FED Başkanı Greenspan de risk alınmasını desteklemiştir. Greenspan, yüksek riskli kredi vermedeki artışın iyi bir gelişme olduğuna inanıyordu. ABD'de regülasyonların devamlı olarak azaltılmasında Greenspan ve ekibinin önemli derecede payı bulunmaktadır.

Hanelerin ve şirketlerin borçlanmasına dayalı gidişatın devamlılığı için faiz oranlarının düşük olması gerekir. Amerikan Merkez Bankası da bu yönde karar almıştır. Greenspan'ın alındığında herkes tarafından alkışlanan önemli kararının uzun vadede aslında bir facia olduğu ortaya çıkmıştır. Alınan karar; şirketlere, yatırım fonlarına ve kişilere daha fazla kredi alma imkanı sunmuştur. Bu zenginlik etkisi, zaten borç içindeki bir hanenin daha fazla borçlanmasına, daha fazla tüketmesine ve böylece de edinilmiş varlıkların fiyatlarının yükselmesine imkan tanır. Bu olay, sadece ABD'ye

özgü bir durum değildir. Mekan fark etmeden her zaman gerçekleşmesi beklenen bir durumdur.

Önce hisse senetlerinde, ardından da konutta ortaya çıkan iki varlık balonu sırasında FED başkanlığı yapan Greenspan'ın, bu konuda ne kadar başarısız olduğu, görevinden ayrılmasından sonra açığa çıkmıştır (Krugman 2010: 129). Küresel krizin patlak vermesi ile birlikte Greenspan, hedef tahtası haline gelmiştir. Kriz patlak verdiğinde FED başkanı Bernanke idi. Bernanke de, krizin ardından finansal balonu sürdürmüştür. Piyasalar kötüye gittiğinde FED'in müdahalesini gerektiren "Greenspan katkısı", yerini "Bernanke katkısına" bırakmıştır. Bu katkı, balonu daha da şişirmiş ve aşırı risk iştahını kabartmıştır.

2007 yılı yaz aylarında sorunların ilk işaretleri belirdiğinde, FED ve Avrupa Merkez Bankası piyasalara çok yüksek miktarda likidite sağlamıştır. Ağustos'un ilk iki haftasında Avrupa Merkez Bankası 274 milyar dolar civarında, FED ise 2007 Ağustos başında 38 milyar dolar parayı piyasaya sürmüştür. Krizin patlak vermesi ile birlikte FED, piyasaları likiditeye boğmuştur. Bu sayede, faiz oranlarını sıfıra yakın seviyeye çekmiştir. Burada niyet, işlerin daha kötüye gitmesini, finansal sistemin çöküşünü engellemektir. Düşük faiz oranlarının ekonomiye yeniden hareket kazandırmaması hiç şaşırtıcı olmamıştır. Çünkü şirketler, ucuz maliyetli para bulmuş olmalarına rağmen yatırım yapmaya yanaşmamışlar ve parayı ellerinde tutmuşlardır. Diğer yandan bankalar da elde ettikleri ucuz maliyetli parayı ellerinde tutmuşlar, beklenildiği gibi piyasaya yeni kredi olarak sunmamışlardır.

3.6 Kaldıraç Kullanımı

Kaldıraç, bir finansal kuruluşun yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finanse ettiği anlamına gelmektedir. Yani borcun, yatırımın tamamlayıcısı olarak ne oranda kullanıldığını ifade etmektedir. Borç ve kaldırıca ne kadar ağırlık verilirse finansal sistem de o kadar kırılğan hale dönüşmektedir. Bir ekonominin oyuncularının faaliyetlerini finanse etmek amacıyla borçlanmaya yönelmeleri, onların iflase yatkın hale geldiğini göstermektedir. Kaldıraç kullanımı ile küresel kriz arasında bağlantı olduğu bilinen bir gerçektir. Çoğu kriz, belirli aktif varlıkların fiyatının gerçek değerinin çok üzerine yükseldiği bir süreçten sonra başlar. Bu süreç sırasında oluşan balonlar, aşırı borçlanmayla el ele ilerler. Çünkü yatırımcılar yükselişten pay alabilmek için genellikle borçlanırlar. Varlık değerlerinin hızla artması, yani balonun oluşması, kredi arzındaki aşırı artışla doğru orantılıdır. Bu durum, finansal sistemin yeterince sıkı bir düzenlemeye tabi tutulmadığını, hatta merkez bankasının gevşek bir para politikası uyguladığını göstermektedir.

Kredi giderek ucuzlayıp bollaştıkça, talep gören varlığın satın alınması giderek kolaylaşmaktadır. Talebin artarak arzın üstüne çıkması sonucu fiyatlar yükselmektedir. Balonun merkezindeki varlıklar tipik olarak teminat olarak gösterilebildiği ve teminatın fiyatı yükselmeye devam ettiği için, her geçen gün daha fazla borçlanılabilme imkânı doğmaktadır. Başka bir ifadeyle, kredi alanlar kaldıraç

gücünden yararlanabilmektedir. Fakat balona konu olan varlık grubunun arzının talebi aştığı noktada balonun büyümesi durmaktadır.

Fiyatların yükselmeye devam edeceğine olan inanç yok olmakta ve konut fiyatları düştüğü için borçlanmak giderek zorlaşmaktadır. Yüksek getiri amacıyla genellikle türev piyasalarda yüksek kaldıraçlı işlem yapan serbest fonlar (hedge fonlar), sahip oldukları fon tutarının oldukça üstünde yatırım yaptıkları için piyasanın olumlu gittiği durumda amaçladığı yüksek getiriye ulaşırken, piyasalarda negatif gelişmelerin olduğu dönemlerde ise büyük zararlar etmektedir.

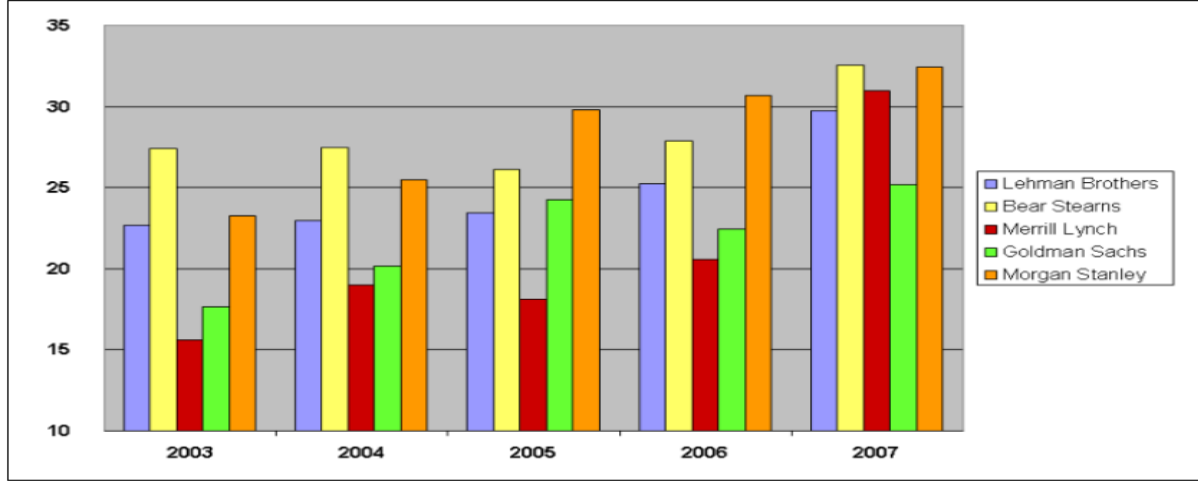
Konut kredisi kaynaklı olarak piyasalarda meydana gelen negatif gelişmeler, konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerde büyük pozisyon taşıyan serbest fonları ciddi zararlara uğratmıştır. Bu süreç ABD’de yeni konut arzı, talebi aştığında başlamıştır. Fiyatlar yükseldiğinde inşa edilmiş olan çok sayıda konut talep bulamaz hale gelmiştir. Çünkü aşırı yüksek fiyatlar ve yükselen ipotekli konut kredisi faizleri, alıcıların bu piyasaya daha fazla gömülmesini engellemiştir.

İnsanlar ve şirketler, fiyatların bundan sonra yükselmeyeceğini, borçlanmanın giderek zorlaştığını anlamışlardır. Çünkü balon, kolay paraya, yani borçlanmaya (kaldıraç) ihtiyaç duyar. Borçlanma sağlanamazsa fiyatlar düşmeye başlar. Borç, fiyatların düşmesiyle birlikte daha da bulunamaz hale gelir .

Grafik 2’de de görüldüğü üzere, 2003 – 2007 yılları arasında ABD’de beş büyük yatırım bankasının (**Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs ve Morgan Stanley**) finans sistemindeki kaldıraç oranları ürkütücü boyutlara ulaşmıştır. Yatırım bankalarının kaldıraç oranı **33’e 1** seviyesine kadar yükselmiştir. Yani, bankanın kullandığı paranın sadece 33’te 1’i kendi sermayesinden oluşmaktadır.

Bu da varlıklarındaki yüzde üçlük bir değer kaybının iflas etmelerine yol açabileceğini göstermektedir. Söz konusu bankalar, varlık değerlerinin yükseldiği durumlarda, buna cevap olarak bilanço boyutlarını arttırmışlar ve daha fazla kaldıraç kullanarak daha fazla borçlanır hale gelmişlerdir.

Grafik 2: 2003 – 2007 Dönemi Yatırım Bankaları Kaldıraç Oranları



Kaynak: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

Aşırı yükseliş çöküşe dönüştüğünde, balonun kökenindeki varlık fiyatının düşmesi, panikle yapılan **teminat tamamlama çağrısını (margin call)** tetiklemekte; kredi kullananlardan ek teminat ya da nakit talep edilmektedir. Bu da kredi kullananları, bazı mal varlıklarını yok pahasına elden çıkarmaya zorlayabilir. Kısa sürede varlık arzı talebin çok üstüne çıkmakta, fiyatlar daha da düşerek kalan teminatın değerinin dibe vurmasına yol açmaktadır. Bu da ilave teminat tamamlama çağrısını ve riski azaltma çabalarını harekete geçirmektedir.

Çıkış için hücum sırasında herkes daha güvenli ve daha likit varlıklara yönelmekte ve balonun odağındaki varlıktan uzak durulmaktadır. Panik başladığında, balon sırasında fiyatların asıl değerinin üzerine çıkışı gibi, çöküş sırasında da fiyatların asıl değerinden oldukça altına indiği görülmektedir.

Bu süreç, 2007 ve 2008'de tam anlamıyla gerçekleşmiştir. Ev sahipleri ipotekli konut kredilerini ödeyemedikçe, bu kredilerden türetilmiş olan menkul kıymetlerin değeri hızla düşmüş ve çöküş başlamıştır. Yüksek borçlu finansal kurumların uğradığı zararlar, onları maruz kaldıkları riski azaltmak için harekete geçirmiştir. Bankalar kredi vermeyi durdurmuşlar ve böylelikle bütün ekonomiye yayılan bir likidite ve kredi krizi sorununu tetiklemişlerdir.

Finansal sistemdeki güven çöküşü, finansal firmaların büyük zararları ile birleşince ciddi bir **ters kaldıraç döngüsüne** (varlıktan paraya geçerken kredilerin geri çağırılması) ve tüm ekonomide bir kredi krizine yol açmıştır. Bireyler ve kurumlar mevcut kredilerini yenileyememiş, yeniden finanse edememiş, mal ve hizmetlere çok daha az harcama yapar hale gelmişlerdir. Dolayısıyla ekonomi küçülmeye başlamıştır. Finansal krizi başlatan şeyler reel ekonomiye de yayılmış, çok yönlü zarara neden olmuştur.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Temmuz 2008'de FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), Indymac Bankası'na el koymuştur ki; bu finansal kuruluşun iflası ülke tarihinin en büyük ikinci

iflası olarak kayıtlara geçmiştir. Freddie Mac ve Fannie Mae'nin hisse senetlerinin %70'lere varan oranlarda düşmesi ise krizi iyice derinleştirmiştir. Nitekim, bu bağlamda, Eylül 2008'de hükümetin bu iki kuruluşa el koyması güven ekonomisinden paniğe geçişi başlatmıştır.

Eylül 2008'de mali kriz, hızını daha da artırmaya başlamıştır. Bu ay içinde Merrill Lynch, Bank of America tarafından satın alınmıştır; FED, ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan AIG'ye mali yardımda bulunmuştur; 158 yıllık yatırım bankası **Lehman Brothers** iflas etmiştir. Yatırım bankalarının zor duruma düşmelerine; özellikle sermayelerine göre çok fazla borçlanmaları, ipotekli konut kredileriyle bağlantılı riskli menkul kıymetlere büyük yatırımlar yapmaları ve etkin risk yönetimi uygulamaları yapmamaları neden olmuştur.

Sonuç olarak, konut kredisi ile ev alan kişiler kredilerini ödeyemedikçe bu kredilerden türetilmiş olan menkul kıymetlerin değeri hızla düşmüştür. Oluşan kriz ortamı nedeniyle bankalar, kredi akışını yavaşlatmışlardır. Böylece tüm ekonomiye yayılan bir likidite sorunu meydana gelmiştir. ABD finansman sisteminin yanında, Avrupa'nın büyük finansal kuruluşlarının da bu tarz türev ürünlere yatırım yapması; krizin ABD ölçeğiyle sınırlı kalmayıp Avrupa'nın dev ekonomilerine sıçramasına yol açmıştır.

GÜNÜMÜZ ALT BAŞLIKLARI

1. 2008 küresel finans krizinde görülen aşırı kredi genişlemesi ve düşük faiz politikaları, finansal sistemde hangi yapısal riskleri ortaya çıkarmıştır ve bu riskleri önlemek için merkez bankaları nasıl bir politika çerçevesi benimsemelidir?
2. Menkul kıymetleştirme ve türev finansal araçların yaygınlaşması, finansal piyasaların şeffaflığını nasıl etkilemiştir ve bu tür kompleks ürünlerin denetlenmesi için hangi uluslararası standartlar geliştirilmelidir?
3. Gölge bankacılık sisteminin büyümesi, geleneksel bankacılık sistemine kıyasla ne tür denetim boşlukları yaratmıştır ve bu sistemin kontrol altına alınması için hangi regülasyonlar uygulanmalıdır?
4. "Too Big to Fail" kavramı çerçevesinde büyük finansal kurumların devlet tarafından kurtarılması, piyasa disiplini nasıl etkilemiştir ve bu durumun önüne geçmek için ne tür yapısal reformlar yapılmalıdır?
5. Finansal krizlerin küresel yayılımı göz önüne alındığında, uluslararası finansal iş birliği mekanizmaları nasıl güçlendirilmeli ve krizlerin domino etkisi yaratması nasıl engellenmelidir?
6. Finansal regülasyonların yetersizliği, yatırımcı güvenini nasıl etkilemiştir ve bu güvenin yeniden sağlanması için hangi şeffaflık ve hesap verebilirlik politikaları uygulanmalıdır?

Gelecek: Kırılgan şirketlerin borçlandırılarak iflasa sürüklenmesi gibi finansal uygulamaların, yeni bir küresel ekonomik krize yol açma potansiyelinin incelenmesi

1. Ekonomik Arka Plan ve Yapısal Kırılganlıklar

2030'lu yıllara gelindiğinde, küresel ekonomi uzun süredir devam eden düşük faiz politikaları, genişleyici para politikaları ve yüksek likidite ortamının etkisiyle yüzeyde istikrarlı ve büyüyen bir yapı sergilemektedir. Ancak bu büyüme, büyük ölçüde yapay unsurlara dayandığı için derinlerinde ciddi kırılganlıklar barındırmaktadır. 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında merkez bankaları tarafından uygulanan genişleyici politikalar, başlangıçta ekonomik toparlanmayı desteklemiş, ancak zamanla finansal sistemin doğal denge mekanizmalarını zayıflatmıştır.

Devletlerin sürekli olarak piyasaya müdahale etmesi, ekonomik durgunlukların kısa vadede önüne geçilmesini sağlasa da uzun vadede piyasa disiplini bozmuştur. Normal şartlarda iflas etmesi gereken şirketlerin ayakta kalmaya devam etmesi, kaynakların verimsiz alanlara yönlendirilmesine neden olmuş ve ekonomik sistemin etkinliğini azaltmıştır. Bu durum, finansal sistemin gerçek riskleri absorbe edebilme kapasitesini de zayıflatmıştır. Şirketler, büyümeyi üretkenlik artışı, inovasyon veya verimlilik üzerinden sağlamak yerine giderek daha fazla borçlanmaya dayalı bir model benimsemeye başlamıştır. Düşük faiz oranları, şirketlerin borçlanma maliyetini azaltmış ve bu durum borçlanmayı teşvik eden bir ekonomik ortam yaratmıştır. Ancak bu büyüme modeli sürdürülebilir bir temele dayanmamakta, aksine finansal sistemde gizli risklerin birikmesine yol açmaktadır. Finansal piyasalarda varlık fiyatlarının hızla artması, yatırımcıların risk algısını da değiştirmiştir. Yatırımcılar, düşük faiz ortamında daha yüksek getiri elde edebilmek için riskli varlıklara yönelmiş, bu da piyasalarda aşırı değerlemelere neden olmuştur. Özellikle teknoloji, gayrimenkul ve enerji sektörlerinde gözlemlenen hızlı fiyat artışları, bu varlıkların gerçek ekonomik değerlerinden kopmasına yol açmıştır.

2035 yılına gelindiğinde, "zombi şirketler" olarak adlandırılan ve yalnızca borçlanma yoluyla faaliyetlerini sürdürebilen işletmelerin sayısı hızla artmıştır. Bu şirketler, ekonomik büyüme varmış gibi bir izlenim yaratmakta, ancak gerçekte sistemde önemli bir kırılganlık oluşturmaktadır. Bu yapı, piyasa mekanizmasının sağlıklı işlemini engellemekte ve ekonomik kaynakların verimsiz kullanılmasına neden olmaktadır. Bu dönemde oluşan yapay istikrar, aslında sistemin giderek daha kırılgan hâle gelmesine neden olmuş ve olası bir şok karşısında küresel ekonominin dayanıklılığını ciddi şekilde azaltmıştır.



Bu dönemde merkez bankalarının uyguladığı genişleyici politikalar, yalnızca finansal piyasaları değil, aynı zamanda yatırım kararlarını ve tüketim alışkanlıklarını da doğrudan etkilemiştir. Düşük faiz oranları, tasarrufun cazibesini azaltırken borçlanmayı teşvik etmiş, bu durum bireylerden büyük şirketlere kadar tüm ekonomik aktörlerin finansal davranışlarını değiştirmiştir. Aynı zamanda, bu politikalar varlık fiyatlarının sürekli artacağına dair bir beklenti oluşturmuş ve piyasalarda “kalıcı büyüme” algısını güçlendirmiştir. Bu algı, yatırımcıların riskleri yeterince değerlendirmeden karar almasına neden olmuş ve finansal sistemde birikmiş olan kırılganlıkların göz ardı edilmesine yol açmıştır.

2. Finansal Sistem ve Güven Krizi

2040'lı yıllara gelindiğinde, küresel finansal sistem daha karmaşık, daha entegre ve aynı zamanda daha kırılgan bir yapıya dönüşmüştür. Finansal araçların çeşitlenmesi ve piyasa aktörlerinin artan risk iştahı, sistemdeki belirsizlikleri daha da artırmıştır. Büyük finans kuruluşları ve yatırım fonları, yüksek getiri elde edebilmek amacıyla daha riskli yatırım stratejileri benimsemiş, bu durum piyasalarda geniş çaplı varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlamıştır. Finansal sistemin küreselleşmesi ile birlikte, ülkeler arasındaki ekonomik bağlar daha da derinleşmiş ve bu durum sistemin bütüncül bir yapıya dönüşmesine neden olmuştur. Bu yapı, normal

koşullarda ekonomik iş birliğini artırırsa da kriz anlarında risklerin hızla yayılmasına neden olabilecek bir zemin oluşturmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşları ve düzenleyici kurumlar, finansal sistemde biriken riskleri zamanında tespit etmekte yetersiz kalmıştır. Piyasalarda oluşan yapay istikrar algısı, yatırımcıların riskleri göz ardı etmesine neden olmuş ve bu durum sistemin daha da kırılgan hâle gelmesine yol açmıştır. Aynı zamanda, finansal sistemdeki şeffaflık eksikliği ve karmaşık finansal ürünlerin yaygınlaşması, risklerin doğru bir şekilde değerlendirilmesini zorlaştırmıştır. Bu durum, piyasa aktörlerinin yanlış kararlar almasına ve risklerin sistem genelinde yayılmasına neden olmuştur. Finansal piyasalarda oluşan bu yapay istikrar algısı, risk yönetimi süreçlerinin zayıflamasına neden olmuştur. Kurumlar, geçmişte yaşanan krizlerden çıkarılan dersleri zamanla göz ardı etmiş ve kısa vadeli kazançlara odaklanmaya başlamıştır.

Ayrıca, algoritmik ticaret sistemleri ve otomatik yatırım mekanizmaları, piyasalardaki dalgalanmaları daha da hızlandırmış ve kriz anlarında ani fiyat hareketlerinin daha büyük boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Bu durum, finansal sistemin insan kontrolünden uzaklaşarak daha öngörülemez bir hâl almasına yol açmıştır. Bununla birlikte, küresel finans sistemine yönelik eleştirilerin yanı sıra farklı bir bakış açısı da bulunmaktadır. Bazı ekonomistler, düşük faiz oranları ve genişleyici para politikalarının modern ekonomilerin sürdürülebilir büyümesi açısından kaçınılmaz olduğunu savunmaktadır. Bu görüşe göre, özellikle kriz sonrası dönemlerde uygulanan bu politikalar, ekonomik daralmayı önlemekte ve işsizliğin artmasını engelleyerek sosyal istikrarı korumaktadır.

Düşük faiz oranları, yatırım maliyetlerini azaltarak şirketlerin yeni projelere yönelmesini teşvik etmekte ve ekonomik aktivitenin canlanmasına katkı sağlamaktadır. Aynı zamanda, tüketici kredilerinin artması, hane halkı harcamalarını destekleyerek talep yönlü büyümeyi güçlendirmektedir. Ancak bu yaklaşımın temel sorunu, kısa vadeli kazanımlara odaklanırken uzun vadede oluşabilecek yapısal riskleri yeterince dikkate almamasıdır. Sürekli düşük faiz ortamı, ekonomik aktörlerin risk algısını zayıflatmakta ve aşırı borçlanmayı teşvik etmektedir.

Bu durum, ekonomik büyümenin sağlıklı temellere dayanmasını engelleyerek finansal sistemde gizli kırılganlıkların birikmesine yol açmaktadır. Özellikle yatırımcıların riskli varlıklara yönelmesi, piyasalarda varlık balonlarının oluşmasına neden olmakta ve bu balonların patlaması durumunda büyük çaplı krizlerin ortaya çıkma ihtimalini artırmaktadır.

Bu bağlamda, düşük faiz politikalarının tamamen yanlış olduğu söylenemese de, bu politikaların uzun vadeli etkilerinin dikkatli bir şekilde değerlendirilmesi gerektiği açıktır. Ekonomik büyüme ile finansal istikrar arasında sağlıklı bir denge kurulamadığı takdirde, kısa vadeli kazançların uzun vadeli kayıplara dönüşmesi kaçınılmaz olabilir.

3. Küresel Borç ve Finansal Çöküş: 2045

2045 yılına gelindiğinde, uzun süredir birikmiş olan yapısal riskler nihayet açığa çıkmış ve küresel ekonomi büyük bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Merkez bankalarının enflasyonu kontrol altına almak amacıyla faiz oranlarını artırması, borçlanmaya dayalı büyüme modelinin sürdürülemez olduğunu ortaya koymuştur. Faiz artışlarıyla birlikte, yüksek borç yükü altında faaliyet gösteren şirketler ciddi finansal sıkıntılar yaşamaya başlamış ve özellikle zombi şirketler hızla iflas etmiştir. Bu iflas dalgası, finansal sistemde büyük bir şok etkisi yaratmış ve bankalar ile yatırım fonlarının ciddi zararlar yaşamasına neden olmuştur.

Likidite krizi, finansal sistemin işleyişini doğrudan etkilemiş ve kredi akışının kesintiye uğramasına yol açmıştır. Bu durum, reel ekonomiye hızla yansımış ve üretim, tüketim ve yatırım faaliyetlerinde ciddi bir daralma yaşanmıştır. Kriz, domino etkisi yaratarak küresel ölçekte yayılmış ve uluslararası ticaretin daralmasına neden olmuştur. Tedarik zincirlerinde yaşanan aksaklıklar, üretim süreçlerini sekteye uğratmış ve ekonomik daralma daha da derinleşmiştir. Bu süreçte yatırımcı güveninin hızla azalması, finansal piyasalarda büyük dalgalanmalara yol açmış ve ekonomik belirsizlik tüm dünyaya yayılmıştır.

Krizin derinleşmesiyle birlikte, yalnızca finansal kurumlar değil, aynı zamanda küçük ve orta ölçekli işletmeler de ciddi şekilde etkilenmiştir. Krediyeye erişimin zorlaşması, bu işletmelerin faaliyetlerini sürdürmemesine ve iflasların hızla yayılmasına neden olmuştur.

Bu sürecin daha iyi anlaşılabilmesi için örnek bir senaryo üzerinden değerlendirme yapmak mümkündür. Örneğin, küresel ölçekte faaliyet gösteren büyük bir enerji şirketinin, uzun yıllar boyunca düşük faiz oranlarından yararlanarak yüksek miktarda borçlandığı varsayıldığında, faiz oranlarının artmasıyla birlikte bu şirketin borçlarını çevirmesi zorlaşacaktır. Şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi, yalnızca kendi faaliyetlerini değil, aynı zamanda onunla doğrudan veya dolaylı ilişkisi bulunan finansal kurumları da etkileyecektir. Bu şirketin kredi aldığı bankalar, yatırım yaptığı fonlar ve tedarik zincirinde yer alan diğer işletmeler, bu iflastan doğrudan zarar görecektir. Bu noktada ortaya çıkan sorun, yalnızca tek bir şirketin iflası değildir. Asıl risk, bu iflasın finansal sistem içerisinde zincirleme bir reaksiyon başlatmasıdır. Bankaların zarar etmesi, kredi verme kapasitelerini azaltacak, yatırımcıların risk algısını yükseltecek ve piyasalarda ani bir güven kaybına yol açacaktır. Bu güven kaybı, yatırımcıların hızla piyasadan çekilmesine neden olarak finansal piyasalarda sert dalgalanmalara yol açabilir. Aynı zamanda, krediyeye erişimin zorlaşması küçük ve orta ölçekli işletmeleri de etkileyecek, bu durum ekonomik daralmanın hızlanmasına neden olacaktır. Böylece başlangıçta tek bir şirketin finansal problemi olarak ortaya çıkan durum, kısa süre içerisinde bankacılık sektörüne, ardından reel ekonomiye ve nihayetinde küresel ekonomik sisteme yayılan çok boyutlu bir krize dönüşebilecektir.

Bu tür senaryolar, finansal sistemin yüksek derecede bağlantılı yapısının ne kadar büyük bir sistemik risk oluşturduğunu açıkça göstermektedir. Bu durum, ekonomik sistemde bir zincirleme reaksiyon yaratmış ve üretim, tüketim ve yatırım döngüsünün aynı anda daralmasına yol açmıştır. Böylece kriz, yalnızca finansal piyasalarda değil, reel ekonomide de derin bir durgunluk yaratmıştır.

4. Sosyal ve Toplumsal Etkiler

Küresel borç krizinin etkileri yalnızca finansal sistemle sınırlı kalmamış, toplumların genel refah düzeyini de derinden etkilemiştir. İşsizlik oranlarının artması, gelir eşitsizliğinin derinleşmesi ve ekonomik belirsizlik, geniş kitlelerin yaşam standartlarını düşürmüştür. Toplumların finansal sisteme olan güveni ciddi şekilde sarsılmış, bireyler ekonomik karar alma süreçlerinde daha temkinli davranmaya başlamıştır. Bu durum, tüketim ve yatırım davranışlarını olumsuz etkilemiş ve ekonomik toparlanma sürecini zorlaştırmıştır.

Aynı zamanda, ekonomik krizlerin sosyal huzursuzluklara yol açtığı gözlemlenmiş, birçok ülkede protesto hareketleri ve toplumsal gerilimler artmıştır. Bu durum, ekonomik krizlerin yalnızca finansal değil, aynı zamanda politik ve sosyal sonuçlar doğurduğunu göstermiştir.

Ekonomik krizin toplumsal etkileri yalnızca maddi kayıplarla sınırlı kalmamış, aynı zamanda bireylerin psikolojik durumlarını da etkilemiştir. Geleceğe yönelik belirsizlik, toplumda genel bir güvensizlik ortamı yaratmış ve bireylerin ekonomik karar alma süreçlerinde daha temkinli davranmasına neden olmuştur. Bu süreçte, özellikle genç nüfus arasında işsizlik oranlarının artması, uzun vadeli ekonomik büyüme potansiyelini de olumsuz etkilemiştir. Eğitim, istihdam ve gelir dengesi arasındaki uyumsuzluk daha da belirgin hâle gelmiştir.

5. Analiz ve Öğretici Mesaj

Borç temelli büyüme modeli ve yetersiz finansal denetim mekanizmaları, küresel ekonomiyi sürdürülemez bir noktaya taşımıştır. Bu süreç, finansal sistemlerin yalnızca kısa vadeli büyüme hedeflerine odaklanmasının yeterli olmadığını açıkça ortaya koymaktadır.

Sürdürülebilir bir ekonomik yapı için şeffaflık, etkin denetim, güçlü risk yönetimi mekanizmaları ve kriz öncesi önleyici politikaların hayata geçirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, finansal sistemler kendi iç dinamikleri nedeniyle kırılgan hâle gelmekte ve büyük ölçekli krizlere yol açabilmektedir. Bu kriz, finansal sistemlerin yalnızca ekonomik büyümeyi teşvik eden yapılar olarak değil, aynı zamanda riskleri dengeleyen mekanizmalar olarak da tasarlanması gerektiğini göstermektedir. Aksi takdirde, kısa vadeli kazançlar uzun vadeli istikrarsızlıklara yol açmakta ve ekonomik sistemin bütününe tehdit etmektedir.

Ayrıca, küresel finans sisteminin birbirine bağlı yapısı, ulusal düzeyde alınan kararların bile küresel etkiler yaratabileceğini ortaya koymaktadır. Bu durum, uluslararası iş birliğinin ve ortak düzenlemelerin önemini artırmaktadır. Bu bağlamda, mevcut finansal sistemin yapısal sorunlarının çözülmemesi durumunda, benzer krizlerin gelecekte daha sık ve daha yıkıcı bir şekilde ortaya çıkması güçlü bir ihtimal olarak değerlendirilmektedir. Küresel ekonominin giderek daha fazla entegre hâle gelmesi, finansal şokların etkisinin coğrafi sınırları aşarak çok daha geniş alanlara yayılmasına neden olmaktadır.

Özellikle finansal sistemdeki karşılıklı bağımlılık ilişkileri, bir ülkede veya sektörde ortaya çıkan bir sorunun hızla diğer ülkelere ve sektörler yayılmasına zemin hazırlamaktadır. Bu durum, krizlerin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda sosyal ve politik sonuçlar doğurma potansiyelini de artırmaktadır. Gelecekte ortaya çıkabilecek krizlerin bir diğer önemli özelliği ise, teknolojik gelişmeler ve finansal araçların karmaşıklığı nedeniyle daha öngörülemez olmasıdır. Bu durum, mevcut denetim mekanizmalarının yetersiz kalmasına ve krizlerin daha geç fark edilmesine yol açabilir.

Ayrıca, küresel ölçekte artan borç seviyeleri ve finansal sistemde biriken riskler, olası bir krizin etkilerinin geçmiş krizlere kıyasla daha derin ve uzun süreli olabileceğini göstermektedir. Bu nedenle, finansal sistemin yalnızca kriz anında müdahale eden değil, aynı zamanda riskleri önceden tespit ederek önleyici politikalar geliştiren bir yapıya dönüştürülmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, gelecekte yaşanabilecek krizlerin ekonomik maliyetinin yanı sıra toplumsal ve politik maliyetleri de çok daha ağır olabilir.

Bu durum, küresel ekonomi yönetiminde daha koordineli, şeffaf ve sürdürülebilir bir yaklaşımın benimsenmesini zorunlu hâle getirmektedir.

GELECEK ALT BAŞLIKLARI

1. Düşük faiz politikaları ve sürekli para arzı artışıyla oluşan yapay ekonomik büyüme, uzun vadede finansal sistemde ne tür balonlar yaratabilir ve bu balonların önüne geçmek için hangi makroekonomik politikalar uygulanmalıdır?
2. Zombi şirketlerin artışı, piyasa verimliliğini ve rekabet ortamını nasıl etkilemektedir ve bu tür şirketlerin sistem üzerindeki yükünü azaltmak için hangi yapısal reformlar gereklidir?
3. Finansal piyasaların giderek daha karmaşık hale gelmesi, sistemik risklerin tespit edilmesini nasıl zorlaştırmaktadır ve bu risklerin erken tespiti için hangi teknolojik ve kurumsal çözümler geliştirilebilir?
4. Küresel borç seviyelerinin sürdürülemez seviyelere ulaşması, gelecekte bir finansal kriz ihtimalini nasıl artırmaktadır ve bu borç yükünü dengelemek için hangi uluslararası politikalar uygulanmalıdır?
5. Algoritmik işlemler ve otomatik finans sistemlerinin yaygınlaşması, piyasa kontrolünü nasıl etkilemektedir ve bu sistemlerin denetlenmesi için hangi etik ve yasal çerçeveler oluşturulmalıdır?
6. Gelecekte oluşabilecek finansal krizlerin toplumsal etkileri göz önüne alındığında, ekonomik çöküşlerin sosyal istikrarsızlığa dönüşmesini önlemek için hangi sosyal ve ekonomik politikalar geliştirilmelidir?

KAYNAKÇA

Atatürk Ansiklopedisi. (t.y.). *IMF, Dünya Bankası ve Türkiye*. Erişim adresi

Dergi Park. Küresel finans Krizinin Nedenleri.

IMF. (2009). *World Economic Outlook*.

Finance Research Letters. (2021). *Zombie firms: Prevalence, determinants, and corporate policies*.

Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi. (2024). *Zombi Şirketlerin Ekonomik Sistemdeki Rolü ve Etkileri*.