Krizlerin Anası

Uluslararası likidite bolluğunun yarattığı şişmiş varlık ve şirket değerleri sonunda fazla şişirilmiş bir balon gibi patladı. Küresel krizi "krizlerin anası" olarak tanımlayan Prof. Dr. Sumru Altuğ (Koç Üniversitesi) yakın tarihimizin bu en önemli bunalımının nedenlerini Akademigüncell için kaleme aldı.

Geçmişte finansal kriz denilince akla 1980'lerdeki Latin Amerika borç krizi, 1994–1995 yılları arasında Meksika ve Arjantin'i vuran Tequila krizi, 1997'deki Güneydoğu Asya krizi gelirdi. Bugün ise krizlerin anası ABD'de doğdu ve oradan dünyaya yayılıyor. Gerçi 1980'li yıllarda da ABD emlak piyasasından kaynaklanan ve ev kredisi veren bankalarda 150 milyar dolar maliyetle sonuçlanan S&L krizi yaşanmıştı. Ancak herkesin gözlemlediği gibi bugünkü kriz, gerek boyutları gerekse karmaşıklığı ve kurbanlarının çeşitliliği açısından geçmişteki krizlerden çok farklı bir görünüm sergiliyor. Bir kere kim düşünürdü ki İzlanda gibi esas olarak balıkçılıkla ve kaplıcalarıyla geçinen bir ülkede üç büyük bankanın ülke GSMH'nin dört katı kadar borçlanıp, yüksek faizle mevduat yatıran mağdur müşterileri arasına Cambridge Üniversitesi ve İngiltere'deki irili ufaklı şehirlerin polis kuvvetlerini de katacağını? Sonra bu krizde birçok yeni "ürün"le tanışmış olduk: MBS'ler, CDO'lar, CDS'ler.

Subprime ya da Eşik Altı

1990'lı yıllardan itibaren finans piyasalarındaki serbestleşme (ki bu daha sonra değineceğimiz bilinçli bazı politika seçenekleriyle oluşturuldu) "securitization" ya da hisseleştirme denilen bir süreci de beraberinde getirdi. Securization basit bir tanımla banka bilançolarında bulunan irili ufaklı birçok ev, otomobil, hatta tüketim kredilerinin büyük paketler halinde birleştirilip sonra da bu paketlerin dilimler halinde satılmasıdır. Yani yeni ürünlere verilen addır. Nasıl ki ev kredisinin banka bilançosundaki değeri kredi verilen evin değerinden kaynaklanıyorsa, mortgage-backed security (MBS) denilen yeni türev ürünün değeri de paketlenen bu ev kredilerinin toplam değerinden kaynaklanıyordu. 1990'lı yıllarda Clinton yönetiminin bazı başka icraatları MBS denilen bu yeni ürünlerin ilerideki değerini belirlemede önemli rol oynadı. O zamanki Clinton yönetiminin amaçlarından biri, dar gelirli ve değişik nedenlerden dolayı ev kredisi alamamış kişilere de ev kredisi sağlamaktı. Subprime ya da eşik altı denilen tut-sat piyasası, böylesine masum nedenlerle ortaya çıktı. Sonra bankalar ve birçok başka finans kuruluşları bu tür eşik altı tut-sat kredilerini de paketlemeye ve dilimlemeye koyuldular. Bu dönemde ev kredisi almanın kolaylığı ve düşük faizler ev fiyatlarını körüklemeye, ev sahiplerini ise mevcut tut-sat kredilerinin üzerinde ikinci ya da üçüncü tut-sat kredileri almaya teşvik etti. Fannie Mae ve Freddie Mac gibi tut-sat piyasasının garantörlüğünü üstlenmiş dev finans kuruluşları denetim ve gözetim mekanizmalarını gevşetmeye de koyuldular ve daha riskli olduğu bilinen kredileri dahi portföylerine dâhil etmeye başladılar. Yaşadığımız krizin kaçınılmazlığı Clinton döneminde alınan politika kararlarına bağlamak belki doğru olmaz. Ancak daha sonraki gelişmelerle birleşince bu politikaların sonucu bugün yasadığımız krizdir.

Clinton yönetiminin amaçlarından biri, dar gelirli ve değişik nedenlerden dolayı ev kredisi alamamış kişileri de ev sahibi yapmaktı. Subprime ya da eşik altı denilen tut-sat piyasası böylesine masum nedenlerle ortaya çıktı.

Düşük Faizler ve Global Likidite

Dar gelirli ve ev kredisi almakta zorlanan Amerikan vatandaşlarına kredi alma kolaylığı sağlayan eşik altı kredilerinin teşvik edilmesi dışında başka hangi politikalar bugünkü durumun ortaya çıkmasında sorumlu oldu? Yine 1990'lı yıllarda Clinton yönetiminin Wall Street'ten gelmiş Hazine Bakanı Robert Rubin'in de desteğiyle mevduat bankacılığı ve yatırım bankacılığını hukuken ayıran ve 1930'lu yıllardaki finansal kriz ve Büyük Buhran'ın deneyimiyle yasalaştırılan Glass-Seagal Act'inin geri alınmasıydı. Mevduat bankacılığı ve yatırım bankacılığı arasındaki ayırımın ortadan kalkmasıyla bankacılık ve finans sektöründeki artan rekabet daha riskli ürünlerin pazarlanmasına yol açtı. Clinton dönemi 2000 yılında bitti. 2001 yılında ise New York şehrine 11 Eylül terör saldırısı yapıldı. Alan Greenspan yönetimindeki Amerikan Federal Rezerv Bankası'nın bu olaya tepkisi faizleri düşürmek oldu. Her ne kadar finans sisteminin varlığı açısından faizlerin bu şekilde düşürülmesi doğru bir karar olsa da 1987 yılından 2005 yılına kadar süren 18 yıllık Greenspan döneminin özellikle son yıllarının belirgin özelliği, düşük faizlerin devam etmesi ve global likiditenin çok bol olmasıydı. Bu sürece Bush yönetiminin devlet kurumlarını meşru denetim ve gözetim fonksiyonları da dâhil olmak üzere, her türlü devlet müdahalesine duyduğu felsefi karşıtlığı da ilave etmek gerekir. Otomobil hızla yol almaya başlamıştı. Hız levhaları indirilmiş, fren mekanizmaları bilerek ya da bilmeyerek zayıflatılmış, trafik polisi rolü üstlenecek kurumlar başka yöne bakar olmuştu.

Yok mu Uyaran?

Peki, hiç mi yoktu bu durumdan endişe duyan, masum yayaları ve trafik kurallarına uyan diğer sürücüleri uyaran? Burada 2007 yılının Nobel Ödülü sahibi Profesör Paul Krugman ile bugünlerde "piyasa kâhini" olarak anılmaya başlanan New York Üniversitesi Profesörü Nouriel Roubini'yi saymak gerekir. Her ikisi de düşük faiz rejiminin ev fiyatlarında büyük bir köpüğe, eşik altı tut-sat kredilerinin yaygınlaşmasının tut-sat piyasası için büyük riskler oluşturduğuna, Bush döneminde hızlanan gevşek denetim rejiminin sürdürülemez olduğunu, bugün yaşadığımız kredi daralması, banka batması, durgunluk gibi sonuçlar doğurabileceklerini birkaç zamandır, hatta İstanbul'a dahi gelerek

> ***Krizin sonrası piyasadaki birçok oyuncu için daha dar bir alan, daha fazla denetim, daha az borçlanma, şişmiş değerlerin sönmesi ve krizin esas maliyetini yüklenecek alt ve orta sınıflar için daha çok işsizlik ve daha düşük bir hayat standardı olacak.***

söylediler. Amerikan dahi yatırımcı Warren Buffett ise son yıllarda denetimsiz gelişen türev piyasasının ve hedge fonlarının açıklıktan uzak olduğunu ve değerlerinin hesaplanmasının karmaşıklığı yanında ürettikleri saadet zinciri türü ilişkilerin tüm finansal sistem için büyük riskler oluşturduğunu hep vurguladı.

Kıyamet Kopuyor

Krizin ilk belirtileri 2007 yılında ABD ve Avrupa'daki büyük bankalarda eşik altı piyasasından doğan zararların yazılmasıyla kendini gösterdi. Bu durumu bankalar arası kredi piyasasının donması ("credit crunch") ve bunu aşmak için ABD ve Avrupa merkez bankalarının piyasalara büyük çapta likidite sürmesi izledi. 2008'in ilk ayları her ne kadar eşik altı tut-sat kredilerinden doğan krizin yavaşladığını düşündürdüyse de Bear Stearns'in batması, Fannie Mae ve Freddie Mac şirketlerinin hisse fiyatlarının hızla düşmesinden sonra devlet vesayeti altına alınmaları, AIG adlı sigorta şirketinin bono sigortası türü türev ürünlerinden doğan 80 milyar dolarlık zararın Amerikan Merkez Bankası tarafından karşılanması krizin sürdüğü ve yayıldığı olgusunu gözler önüne serdi. Dananın kuyruğu 600 milyar dolarlık Lehman Brothers adlı yatırım bankasının ABD hazinesi tarafından kurtarılmak yerine eylül ayında batmasına izin verilmesiyle koptu. Paul Krugman New York Times'ta çıkan yazısında Lehman Brothers'ın batmasına seyirci kalınmasının Hazine Bakanı Henry Paulson tarafından oynanan bir tur Rus ruletine benzetti. Paulson ise kendi açısından başka seçeneklerinin olmadığını, Lehman'ı alacak müşteri olmadığını söyledi.

Atlantik Okyanusu'nun her iki tarafında Lehman Brothers'ın batmasının karşılıklı suçlamaları devam ederken ABD Hazine Bakanlığı 700 milyar dolarlık zehirli atıkların banka bilançolarından satın alınmasını içeren kurtarma paketini açıkladı. İngiltere'de ise Başbakan Gordon Brown öncülüğünde zarar yazmaya devam eden büyük İngiliz bankalarına doğrudan sermaye aktarımını içeren alternatif bir çözümü ve buna bağlı olarak ABD Hazinesi ve Merkez Bankası'nın yine aynı şekilde bankaların sermayesini takviye edecekleri açıklamaları yer aldı. Devletlerarası çabalar sürerken dünya borsaları peşpeşe büyük çaplı düşüşler, İngiliz Sterlin'inden tutun da Kore Won'ına kadar çeşitli ülkelerin paralarında vahşi değişimler meydana gelmeye başladı. Yabancı yatırımcıların güvenli limanlara kaçmaya başlamasıyla gelişen ülke borsa ve kurlarında düşüşler meydana geldi. Son yıllarda etkinliği azalmaya başlamış Uluslararası Para Fonu ise, tekrar sahneye çıkarak İzlanda'dan Macaristan ve Ukrayna'ya kadar birçok ülkeye yardım paketlerini sunmaya başladı.

Şimdi Ne Olacak?

Bu durumu görmek için Nouriel Roubini gibi piyasa kâhini mi olmak gerekirdi? Bizce hayır. Uluslararası likidite bolluğunun yarattığı şişmiş varlık ve şirket değerleri sermaye sahiplerini, ucuz ve sorusuz verilen ev kredileri tüketicileri, düşük faizlerin yol açtığı aşırı yükselmiş ev fiyatları konut sahiplerini uzun süre memnun etti. Türkiye gibi büyümeleri cari açıklara bağlı olarak yürüyen ülkeler ise kendi yönlerine gelen büyük çaplı sıcak para hareketlerinden uzun yıllar nemalandılar. Krizin sonrası piyasadaki birçok oyuncu için daha dar bir alan, daha fazla denetim, daha az borçlanma, şişmiş değerlerin sönmesi ve krizin esas maliyetini yüklenecek alt ve orta sınıflar için daha çok işsizlik ve daha düşük bir hayat standardı olacak. Gerek Avrupa'dan gerekse Asya'dan yükselen sesler, uluslararası finansal sisteme yeni kurallar getirilmesini ve rezerv para konumundaki Amerikan dolarının durumunun tartışmaya açılmasını söylemekte. Türkiye'de ise bizce IMF ile mi yoksa IMF'siz mi tartışmaları yerini cari açıkla mı cari açıksız mı tartışmalarına bırakmalıdır.

Hız levhaları indirilmiş, fren mekanizmaları bilerek ya da bilmeyerek zayıflatılmış, trafik polisi rolü üstlenecek kurumlar başka yöne bakar olmuştu.

Atlantik Okyanusu'nun her iki tarafında Lehman Brothers'ın batmasının karşılıklı suçlamaları devam ederken ABD Hazine Bakanlığı 700 milyar dolarlık zehirli atıkların banka bilançolarından satın alınmasını içeren kurtarma paketini açıkladı.