



MINSKY MODELİ BAĞLAMINDA YÜKSEK RİSKLİ İPOTEKLİ KONUT KREDİSİ KRİZİNİN ANATOMİSİ



Öğr. Gör. Mehmet Burak KAHYAĞLUⁱ Öğr. Gör. Ali AKAYTAYⁱⁱ Öğr. Gör. Sema ÜLKÜⁱⁱⁱ

ÖZET

Mali krizler, ortaya çıkardıkları sonuçlar itibariyle sadece finansal yatırımcıları değil, toplumun her kademesindeki fertleri etkilemektedir. Belirli dönemler itibariyle tekrarlanan mali krizlerin öngörülebilmesi açısından Minsky modeli önem arz etmektedir. Hyman Minsky modeline göre, öncelikle piyasada bir kredi genişlemesi yaşanmaktadır. Daha sonra bu genişlemeden faydalanmak isteyen spekülörler, herhangi bir varlığı sadece fiyatının artacağı ve daha sonra yüksek fiyattan satma imkânı yakalayacağı inancıyla satın almaktadır. Devasa bir varlık balonunun oluşmasına sebep olan bu davranış, balonun patladığı noktaya kadar devam etmektedir. Yaşanan bütün varlık balonu temelli krizler aynı aşamaları göstermiştir. Minsky modelinde yer alan aşamalar, Mortgage krizine uyarlandığında bütün dünyayı etkisi altına almış olan krizin aslında kolaylıkla öngörülebileceği ve istenildiği takdirde engellenebileceği açıkça görülecektir. Finansal krizlerin en önemli nedeni, finansal sistemin temelini oluşturan “homo economicus” kavramında yatmaktadır. Mevcut sistem, insanın tek amacının kar maksimizasyonu olduğu üzerine kuruludur ve bu temel değişmediği takdirde finansal krizlerin tekrarlaması kaçınılmazdır.

Anahtar Kelimeler: mali kriz, mortgage krizi, Hyman Minsky

ANATOMY OF SUBPRIME MORTGAGE BACKED SECURITY CRISIS ACCORDING TO MINSKY MODEL

ABSTRACT

Financial crisis affect that not only financial investors, but also the members of all levels of society as the results of they have revealed. Minsky model has a great importance in terms of the predictability, as certain periods of repeated financial crises. According to Hyman Minsky’s model; primarily, a credit expansion has occurred in the market. Then, speculators who want to benefit from this expansion, buy any asset which they believe that increase its price, then they would sell higher price. That behavior which causes evolution of a massive asset bubble, continues the the point where the bubble boom. All experienced asset balloon

ⁱ Düzce Üniversitesi Çilimli Meslek Yüksekokulu, burakkahyaoglu@duzce.edu.tr tel: 0 380 6817312

ⁱⁱ Düzce Üniversitesi Çilimli Meslek Yüksekokulu, aliakaytay@duzce.edu.tr tel: 0 380 6817312

ⁱⁱⁱ Düzce Üniversitesi Çilimli Meslek Yüksekokulu, semaulku@duzce.edu.tr tel: 0 380 6817312



based crises, showed the same stages. Stages of the Minsky model are adapted to Mortgage crisis which has been influence all of world, can be clearly seen, in fact that can be easily predicted and can be prevented, if requested. The most important reason of financial crisis is the “homo economicus” concept, that the based of prevalent financial system. This system is based on “profit maximization rule” and unless this base changes, repeat of the financial crisis is inevitable.

Keywords: financial crisis, mortgage crisis, Hyman Minsky

GİRİŞ

İktisat literatüründe mali krizler; her zaman için en çok tartışılan konulardan biri olmuştur ve olmaya da devam edecektir. Belli dönemler itibariyle, mali krizler geniş kitleleri etkilemiştir. Finansal hafızanın yirmi yıl gibi kısa bir zamanı kapsadığı düşünülürse gerekli önlemler alınmadığı takdirde bu çapta bir krizin tekrarlanabilme ihtimali yüksektir. Nitekim ünlü iktisatçı John Kenneth Galbraith’in de ifade ettiği gibi (Ertuna, 2005:203):

“Bir şey kesindir: Yeni bir olay (piyasa krizi) olacaktır ve yenileri izleyecektir. Çoktandır söylendiği gibi, er geç, aptallar, paralarını gerçekten de kaybedecektir. Maalesef, aynı şekilde, kendi yeteneklerine güvenenler, olumlu havaya kapılarak, tuzağa düşecektir. Bu, asırlarca böyle olmuştur; uzun gelecekte de böyle olacaktır.”

Bu çalışma kapsamında varlık balonu (varlık fiyatlarının aşırı yükselmesi) kaynaklı krizler ele alınacaktır. Yaşanmış bütün varlık balonu kaynaklı mali krizler incelendiğinde; hemen hemen hepsinin oluşum aşamalarının, gelişmelerinin ve sonuçlarının benzer nitelikler taşıdığı görülmektedir. Bilinen en eski varlık balonu kaynaklı kriz 1630’lu yıllarda Hollanda’da yaşanan “Lale Çılgınlığı”dır. Nadir bulunan bir kök lale için; dört ton buğday, sekiz ton çavdar, yarım ton peynir vs. ödendiği bilinmektedir ve liste bu şekilde uzayıp gitmektedir (De la Vega , 2000:148). Güney Denizi Şirketi vakasında ise, hisse senetleri balonu şişmiştir. İnsanlar, yatırım yaptıkları şirketlerin ne faaliyet alanını, ne de şirket unvanını dikkate almışlardır. Öyle ki, İngiltere’de “Kimsenin Bilmediği Bir İş Yapmak, Ancak Büyük Avantajlar Sağlamak” ismiyle kurulan şirketin 2000 sterlin değerindeki hisse senetleri beş saat içinde alıcı bulmuştur ve şirket sahibi aynı akşam Kıta Avrupasına kaçmıştır (De la Vega , 2000:105).

Galbraith’in deyimiyle; “*Bu dünyada, inanması için ikna edilmesi gereken insanlar değil, inanmak için bir bahane arayan insanlar yaşıyordu. (Galbraith 2009:17)*” 1929 Büyük Buhranında yaşanan da bahsi geçen iki krizden daha farklı bir mekanizmaya sahip değildir. Öncelikle piyasada kredi genişlemesi yaşanmaktadır. Kredi genişlemesinin tetiklediği spekülasyon güdüsüyle insanlar, herhangi bir varlığı sadece fiyatının artacağı ve daha sonra yüksek fiyattan satma imkanı yakalayacağı inancıyla talep etmektedir. Bu süreçte birbirini destekleyen birçok kurumdan oluşan sinerjik bir yapılanma mevcuttur. Kredi genişlemesi desteğiyle şişen varlık balonu, ulaşabileceği en büyük boyuta geldiğinde ise kaçınılmaz son yaşanmaktadır: balon büyük bir güdüyle patlamaktadır. Buradan hareketle; krizleri öngörebilmek, oluşum aşamasında krize engel olabilmek mümkünken, neden sürekli olarak mali krizlerle karşılaştığımız sorusu önem kazanmaktadır.

Bu çalışma kapsamında yukarıdaki soruya cevap vermeden önce, mali krizin ne olduğu tanımlanacaktır ve “*tipik bir mali krizin anatomisini*” anlatan **Hyman Minsky**’nin 1974



yılında geliştirdiği model ortaya konacaktır. Daha sonra bu model, “yüzyılın mali krizi” olarak adlandırılan, ABD’de başlayıp tüm dünyayı kasıp kavuran, kamuoyunda “mortgage krizi” olarak bilinen krize uyarlanacaktır.

I - MALİ KRİZ KAVRAMI VE MALİ KRİZ TÜRLERİ

Mali krizler için farklı kaynaklarda çok çeşitli tanımlar yapılmaktadır. Genel kabul görmüş tanımlardan bazıları şöyle sıralanabilir;

Mali krizler; döviz ve hisse senedi piyasaları ile finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlardır (Kibritçioğlu, 2001).

Mishkin’e göre (Mishkin, 2005:1-2), “Mali kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır.”

Goldsmith’ in tanımıyla “**Mali kriz**” , bir grup mali göstergenin hızla, düzenli bir şekilde kötüye gidişi ve mali kuruluşların ticari borçlarını ödeyemez hale gelmesidir (Kindleberger, 2004:7).

Literatürde iki çeşit mali krizden bahsedilmektedir:

- Döviz (para) krizleri
- Bankacılık krizleri

Döviz krizi, bir ülke ulusal parasına güvenin kaybolması dolayısıyla spekülasyon fonlarının yoğun biçimde ülkeyi terk etmeye başlaması ve merkez bankasının tüm destekleme çabalarına karşın mevcut durum sürdürülemez olarak ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümden dalgalanması biçiminde kendini gösterir (Seyidoğlu, 2003:583).

Mali güvenin kaybolması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etmeleri veya başka bir nedenle bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle kamu otoritesinin söz konusu bankaları kapatması, birleşmelere zorlaması, devletleştirilmesi veya önemli miktarda mali destekte bulunması bankacılık krizi olarak adlandırılmaktadır (Yıldırım; 2004:97).

Bu Çalışmada konu edinilen krizler bankacılık krizleridir.

II - HYMAN MINSKY’NİN GELİŞTİRDİĞİ KRİZ MODELİ

Minsky’ye göre, krize yol açan olaylar makro ekonomik sistemde bazı dış etkilere bağlı olarak gelişen dışsal şokların “ağırlık kazanması”yla başlamaktadır. Bu ağırlık kazanan unsurların niteliği, bir spekülasyon patlamadan diğerine farklılaşır. Bunlar (Kindleberger; 2004:22-23);

- Bir savaşın çıkması ya da sonu,
- Bereketli bir hasat ya da mahsul alamama,
- Yaygın etkilere sahip yeni bir buluşun (kanallar, demiryolları, otomobiller ve internet) büyük bir kesim tarafından benimsenmesi,
- Kimi siyasal olaylar ya da şaşırtıcı mali başarılar,
- Faiz oranlarını aniden düşüren bir borç dönüştürme,



- Para politikasında beklenmeyen bir değişiklik olabilir.

Yukarıda sıralanan faktörlerden hangisinin ağırlık kazandığı önemli olmamakla birlikte, herhangi bir sektördeki kar olanaklarını değiştirerek ekonominin genel görüntüsünü farklılaştırması sonucu mevcut bazı alanlar daha karlı hale gelirken, bazı alanlar da eski cazibesini yitirecektir.

Sonuç olarak, ekonomik birimler kâr olanakları sunan alanlara yönelmeye, sunmayanlardan da kaçmaya başlayacaklardır. Yeni olanakların etkisi, kaybedenlere ağır bastığında yatırım ve üretim hızlanacaktır. Bu durumda Minsky'ye göre, büyük sonuçlar doğurma potansiyeline sahip bir hareketlenme başlamış demektir. Minsky modelinde bu hareketlenme, toplam para arzını genişleten banka kredilerinin yaygınlaşmasıyla beslenir. Bankalar para arzını genişletebilme yeteneğine sahip kurumlardır. Belirli bir dönemdeki belirli bir bankacılık sistemi açısından bakıldığında, parasal ödeme araçları yalnızca mevcut bankalar sistemi içinde değil, aynı zamanda (Kindleberger; 2004:24);

- Yeni bankaların kurulması,
- Yeni kredi enstrümanlarının geliştirilmesi (Menkul kıymetleştirme-türev ürünler),
- Bankalar dışındaki bireysel kredilerin artmasıyla da genişleyebilir.

Genellikle denetim mekanizmalarının yetersizliği sonucu sağlıklı bir kredi genişlemesi yaşanmaktadır. Kredi verenler ve yatırımcılar fiyatların sürekli olarak artacağı gibi iyimser bir öngörüyle hareket etmeleri sebebiyle normal koşullar altındaki risk algılarında değişim meydana gelmektedir. Başka bir ifadeyle bankalar ve yatırımcılar normal koşullar altında almayacakları riskleri iyimser beklentilerin de etkisiyle göze alır hale gelmektedirler. Bu süreçte, piyasa atılımı finanse etmek konusunda her zaman son derece başarılı olmuştur; çünkü balon şişerken piyasada herkes mutludur.

Bu iyimser havanın etkisiyle artan talep fiyatları arttıracak, fiyatların arttığını gören diğer yatırımcılarında oyuna dahil olmasıyla aşırı borçlanmaya dayanan yüksek iyimserlik döngüsü hakim olur.

Bu aşamada, Minsky'nin “euphoria” (kendini aşırı ölçüde zinde hissetme hali, coşku) diye tanımladığı duruma ulaşılır. Fiyat artışı spekülasyonu, üretim ve satış için yapılan yatırımları artırır. Eğer, böyle bir süreç olgunlaşırsa, sonuçta, “aşırı ticaret” olarak adlandırılan durum oluşur (Kindleberger; 2004:24). Burada “aşırı ticaret” kavramıyla anlatılmak istenen; sadece spekülasyon amacıyla, yani emtiaların ya da finansal aktiflerin kullanılmak için değil, yeniden satılmak için alınmasıdır. Ekonomik birimler, diğerlerinin spekülatif alım-satımlarından kâr ettiğini gördükçe, onlar da bu oyuna dahil olmaya başlayacaklardır. Bu aşamada, bütün piyasa katılımcıları varlık fiyatlarının artmaya devam edeceğini düşünmektedir.

Charles P. Kindleberger'in “Bir insanın keyfini ve akıl yürütme tarzını, bir arkadaşının zengin olduğunu görmek kadar bozan hiçbir şey yoktur” (Kindleberger; 2004:25). sözü, kitleler arasında spekülasyonun yayılmasının altında yatan nedenlerden en önemlisini net bir şekilde açıklamaktadır. Bununla birlikte, kitlelerin zahmetsizce ve yüksek oranlarda kâr olanağı sağlayan alanlara yönelmesi, ekonomi teorisi açısından rasyonel bir davranış biçimi olarak kabul edilmektedir.

Spekülasyona konu olan nesne bir krizden diğerine büyük ölçüde farklılaşabilir. Bunlar;

- Çeşitli türlerde finansal varlıklar ve emtialar



- Arazi, arsa, konut, büro binası, alışveriş merkezi vb. gayrimenkuller olabilir.

Bir sonraki aşamada, spekülasyona yeni başlayanlar, işleyen süreç hakkında tam bilgi sahibi olmaya gerek görmeden kendilerini akıntıya bırakırlar. Bu durumda; süreç, gözünü kâr bürümüş spekülâtörler için önemsizdir. Önemli olan, varlık fiyatlarındaki göz kamaştırıcı yükselişlerdir. Dolandırıcıların yaygınlaşması şartırcı olmaktan çıkar.

Tarihsel olarak incelendiğinde spekülasyon nesnesinin uluslar arası ticarete konu olması, spekülasyonun ülkeler arasında yaygınlaşmasına neden olmuştur.

Bunun yanında yatırımcılar arasındaki psikolojik etkileşim sonucu bir ülkedeki yatırımcıların coşkusu ya da kötümserliği diğer ülkelerdeki yatırımcıları etkiler. İletişim olanaklarının günümüzde ulaştığı noktayı düşünecek olursak, psikolojik bağlantıların balonun şişmesindeki rolünü daha iyi anlayabiliriz.

Bir noktadan sonra, varlık fiyatlarındaki inanılmaz yükseliş piyasa aktörlerini husuzsuz etmeye başlar. Bu huzursuzluğun iki temel kaynağı mevcuttur;

- Balonun şişmesine neden olan piyasa koşullarında bozulma sinyallerinin gelmesi
- Balonun daha fazla şişemeyeceğini anlayan yatırımcıların karlarını realize etmeye başlamaları

Neticede, rasyonel bir yatırımcı, kârının en yüksek olduğunu düşündüğü noktada nakde geçecektir. Kar realizasyonlarının artması ile fiyatlar istikrar kazanmaya başlar ve spekülasyona yeni başlamak isteyenler fiyatların daha fazla yükselmeyeceğini anlarlar. Artık herkesin eli, yavaş yavaş silahlarına (satış yapmaya) gitmektedir; ama hâlâ gülmeye ve hiçbir şey olmamış gibi davranmaya devam edilmektedir. Bu durumda, balonun patlaması için küçük bir iğne darbesi yeterli olacaktır.

Krizin yaklaştığını haber veren özgün bir işaret de çok sıkışan bir banka ya da şirketin batması olabileceği gibi, bu, mali sıkıntıdan dürüst olmayan yollardan kurtulmaya çalışan banka ya da şirketin dolandırıcılık ya da suiistimalinin açığa çıkması ya da başlangıçta yalnızca fazla değer kazandığı düşünülen asli spekülasyon nesnesinin fiyatının düşmesiyle ortaya çıkabilir (Kingleberger; 2004:28).

Her iki durumda da varlık satışı yarışı başlamıştır. Fiyatların düşmesi ile birlikte satışlar hızlanır ve likidite sıkıntısı sonucu iflaslar görülmeye başlanır. Daha önceden fiyatı yükselir beklentisiyle talep edilen varlıklara olan talep bıçak gibi kesilmiştir ve bankalar bu varlıklar karşılığında kredi vermeyi durdurur.

Birkez daha nakit “kral” olur ve herkes panik içinde ellerindeki satarak nakde geçmeye çalışır. Panik, aşağıda aktarılan üç şeyden biri ya da birkaçı gerçekleşinceye kadar tıpkı spekülasyon gibi kendi kendisini besler. Bunlar (Kingleberger;2004:29);

- Fiyatlar öylesine düşer ki, insanlar yeniden likit değeri daha düşük olan aktiflere yönelirler.
- Fiyat düşüşleri sınırlanarak, borsalar kapatılarak ya da işlemler durdurularak ticaret engellenir.
- Son başvuru mercii (bu durumda merkez bankası) piyasayı nakit talebini karşılamaya yetecek kadar para bulunduğu konusunda ikna etmeyi başarır.

Artık bir güven bunalımı yaşanmaktadır. Hükümetler ve merkez bankaları piyasada kaybolan güveni yeniden tesis etmek adına her türlü müdahaleyi yapmaktadırlar.



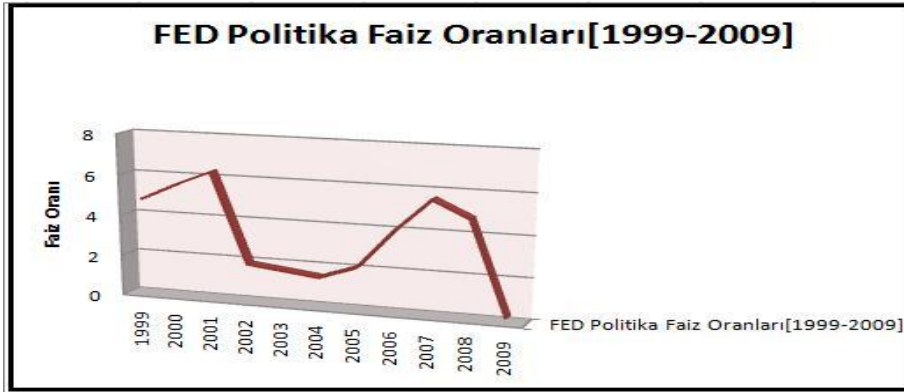
Son başvuru merciinin krize müdahale edip etmemesi ise ayrı bir tartışma konusudur. Müdahaleye muhalefet edenler, krize neden olan aktörlerin kurtarılmasının adaletli olmadığını ve yeniden kurtarılacağını bilen bu kesimin asla ders almayacağını iddia ederler. Müdahaleyi destekleyenler ise, müdahale edilmemesi durumunda krizin daha da derinleşebileceğini savunurlar.

Net olarak görüldüğü üzere, model; yaşanmakta olan “Mortgage Krizi”nin oluşumu, gelişimi ve sonuçlarını açıklayabilmektedir.

III - MINSKY MODELİ ÇERÇEVESİNDE KÜRESEL MORTGAGE KRİZİ

Minsky Modeli'ne göre; krize yol açan olaylar, makroekonomik sistemde bazı dış etmenlere bağlı olarak gelişen dışsal şokların ağırlık kazanmasıyla başlar. 2001 yılında, dot.com krizi sonucu oluşan resesyonu önlemek amacıyla ABD hükümetinin faiz oranını %1'e düşürerek para ve kredi piyasalarına yaptığı müdahale, piyasada bir şok etkisi yaratmıştır:

Grafik 1: FED Faiz Oranları

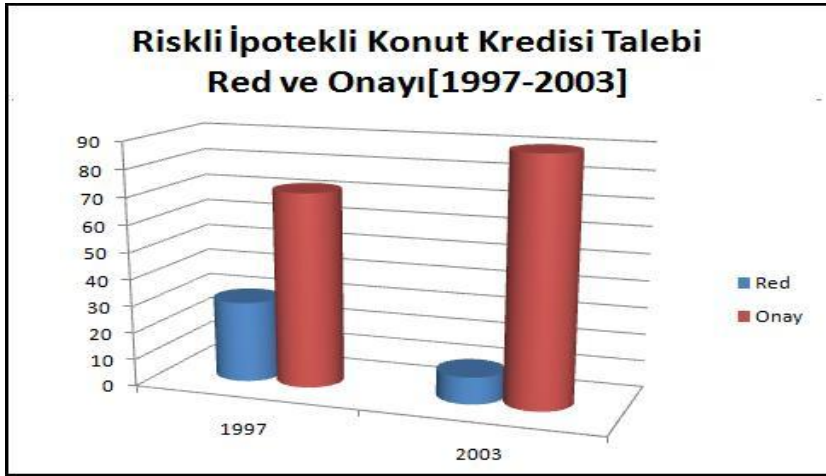


Kaynak: <http://www.moneycafe.com/library/fedfundsrate.htm>

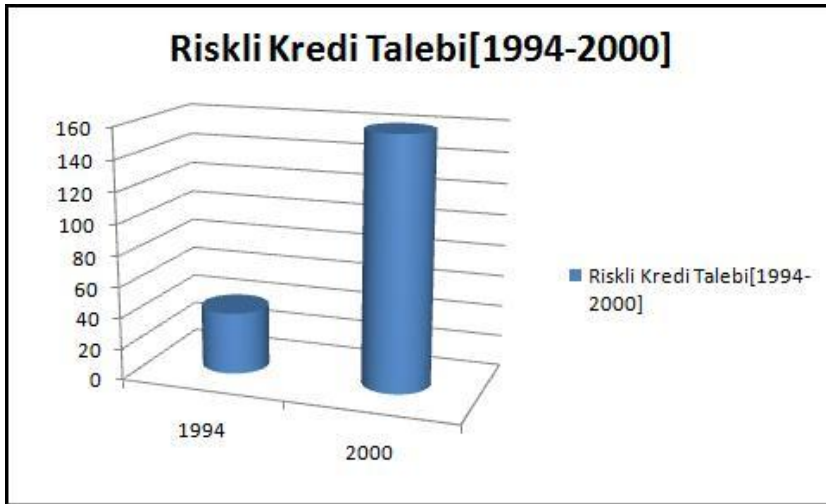
Bu durum, kredi alanlar açısından, son derece ucuz ve risksiz olarak paraya ulaşabilme imkânı anlamına geliyordu. Kredi verenler açısından ise durum biraz daha karmaşıktı. Elleri büyük miktarda fon mevcuttu ve bu fonların bir maliyeti olduğundan bir şekilde bu fonları ellerinden çıkarmaları, yani piyasaya “plase etmeleri” gerekiyordu. Bu koşullar altında; düşük faizli ve uzun vadeli olan Mortgage Kredileri, bu fazla fonun kullanılması açısından yegâne mekanizma olarak piyasada yer etmeye ve ağırlık kazanmaya başladı. Son derece insani ve masum bir güdüyle hareket eden milyonlarca insan, hayallerindeki evlere kolayca (düşük faizli ve uzun vadeli olarak) kavuşmak amacıyla kredi kuruluşlarının (bankalar) kapısını aşındırdı. Bu durum, bankalar açısından da olumlu karşılandı ve kimse bu kredilerden mahrum bırakılmadı; hatta ellerindeki fonun bolluğuna güvenen bankalar, yüksek risk grubuna (gelir düzeyi düşük grup) dâhil, bu kredilerden hatırı sayılır oranda verdi. Ağırlık kazanan etkinin sonucu olarak, Mortgage Kredileri piyasa açısından kârlı bir alan olarak görülüyordu ve bu anlamda Minsky'nin belirttiği gibi bir “atılım” yola çıkmıştı.



Grafik 2: RIKK Talebi Red ve Onayı Riskli Kredi Talebi



Grafik 3: Riskli Kredi Talebi



Kaynak: Alkan; 2009,175-176

Minsky Modeli'nde; atılımın, toplam para arzının genişlemesiyle beslendiğini ve bankacılık sistemi açısından bakıldığında, parasal ödeme araçlarının sadece mevcut bankalar sistemi içinde değil; aynı zamanda, yeni bankaların kurulması ve yeni kredi enstrümanlarının geliştirilmesi gibi yollarla artırılabilirliğini belirtilmişti. Küresel krizin bu aşamasında, iki önemli finansal kuruluş olan Fannie Mae ve Freddie Mac devreye girmiştir. Bu kuruluşların fonksiyonu, ipotekli konut kredisi (Mortgage) veren finans kuruluşlarının alacaklarını satın alıp, bunları menkul kıymetleştirip finansal piyasalarda satmaktı ve bu fonksiyonlarını çok başarılı bir şekilde yerine getirdiler.



Grafik 4: YRİDF Securitizasyonu



Kaynak: Alkan;2009,104

Menkul kıymetleştirme uygulaması sonucunda bankalar, düşük bir iskontolu satış sonrası aktiflerindeki riskli konut kredilerinden kurtulma şansını elde ettiler ve kredi satışı sonrasında elde edilen kaynakları tekrar konut kredisi olarak kullandılar. Bu yükselen piyasa koşullarının cazibesine kapılan bankalar, yeni şubeler açmak için sıraya girdiler ve ABD hükümeti son derece yanlış bir karar vererek; kredi kuruluşlarına yeni şube açma iznini belli oranlarda yüksek riskli (subprime) kredi vermiş olma şartına bağladı. Ayrıca ABD hükümetinin bu kredi kuruluşlarına çeşitli garantiler vermesi, bu kuruluşların yapay olarak büyümesine ve rasyonel iktisadi davranıştan uzaklaşmalarına yol açtı. Sonuç olarak, ödeme gücü çok düşük olanları kapsayan subprime mortgage piyasası oluştu.

Tablo 1: YRİDF Sisteminde Toplam ve Halka Arz

	Toplam İDF ihracı [mia USD]	YRİDF ihracı [mia USD]	Toplam İhraçlarda YRİDF Payı	YRİDF Menkulleri	YRİDF Menkulleşme Payı
2001	2.215	190	8,60%	95	50,40%
2002	2.885	231	8,00%	121	52,70%
2003	3.945	335	8,50%	202	60,50%
2004	2.920	540	18,50%	401	74,30%
2005	3.120	625	20,00%	507	81,20%
2006	2.980	600	20,10%	483	80,50%

Kaynak: Alkan, 2009,106

Krizin bu aşamasında, ABD hükümeti düşük faiz, bol ve ucuz para politikasını devam ettirerek kredi verenlerin ve kredi alanların beklentilerini; ucuz ve bol para akımının devam edeceği yönünde şekillendirmiştir. ABD hükümetinin manipülasyonları sonucunda; piyasanın sürekli yükseleceğine inanan finansal aktörler, normal koşullarda asla göze alınmayacak riskleri almaya başladılar. Bütün piyasa katılımcıları, ABD hükümetinin büyümesine kapılıp balonun şişmesi yönünde pozisyon aldılar. Bankalar daha fazla yüksek riskli konut kredisi



verip; bunların menkul kıymetleştirilmesi için ellerinden çıkardı. Rating kuruluşları ise piyasayı körükleyerek, bu riskli menkul kıymetlere yüksek kredi notları verdiler. Toplam yüksek riskli finansman ürünleri içinde AAA gibi en yüksek seviyedeki derecelendirmeler %80 seviyesine ulaşmıştır (Alkan; 2009:88). A-AA-AAA grubuysa %95'ini oluşturmaktaydı. Sonuç olarak, bu riskli mortgage kredilerine dayanan muazzam hacimdeki türev enstrümanlar (20 dereceye kadar türev enstrüman oluşturulduğu söylenmektedir) tüm dünyaya satılmıştır.

Bu aşamada, modelde anlatıldığı üzere “aşırı ticaret” olarak adlandırılan durum oluşmuştur. Toplumun bütün kesimlerinden bireysel ve kurumsal yatırımcılar saf bir spekülasyon güdü ile subprime mortgage kredilerine dayalı türev enstrümanları talep etmişlerdir. İstatistiksel çalışmalar, bu durumu net bir şekilde ortaya koymaktadır. İstatistiklere göre; 2006 yılında finans şirketlerinin kârı, ABD'deki tüm şirketlerin kârının %36'sına ulaştığı saptanmıştır.

Grafik 5: ABD'deki Toplam Karların Yüzdesi Olarak Finansal Kârlar



Kaynak: Corporate Profits by Industry;2008

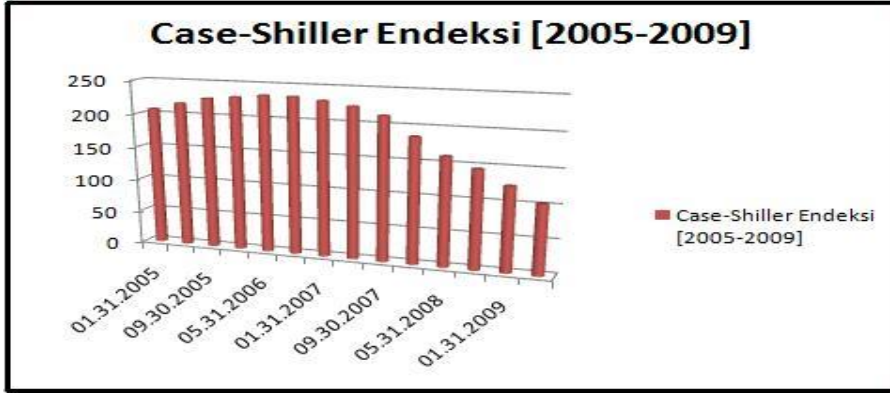
Subprime mortgage kredilerine dayalı türev enstrümanlar, krizin asli spekülasyon nesnesi konumundadır. Giderek çok daha fazla sayıda finansal aktör, aldıkları riskler konusunda net bir bilgiye sahip olmadan bu ürünlere yatırım yapmıştır. Piyasa katılımcıları bu riskleri görmezden gelmiştir. Bu durum, spekülasyonun ekmeğine yağ sürmüştür; çünkü onlar için spekülasyonun nesnesi önemli değildir. Spekülasyon için önemli olan tek şey, fiyatların sürekli artmaya devam etmesidir.

Aşırı ticaretin tarihsel olarak, bir ülkeden diğerine yayılma eğilimi gösterdiğini belirtmiştim. Günümüz küreselleşme düzeyinde ise bu yayılmanın boyutu çok daha geniş ve yüksek hacimli olmuştur. ABD'nin finans kapital üzerindeki hegemonyasını da düşünürsek, bu yayılmanın boyutlarını daha iyi analiz edebiliriz. Bu riskli türev enstrümanlar, Uzak Doğu'dan Avrupa'ya kadar birçok ülkeye yayılmıştır.

Sonuç olarak, subprime mortgage kredilerinin ödenmemeye başlamasıyla birlikte; krize doğru uzanan yolun başına gelinmiştir. Bu kredileri verenler, ipotek altına aldıkları evleri satmaya başladılar, fakat umduklarını bulamadılar; çünkü evler piyasada, bilançolarındaki rakamların çok altında fiyatlanıyordu ve zarar yazmaya başladılar. Grafik 6 da konut fiyatlarındaki değişimi görebilirsiniz.



Grafik 6: Case-Shiller Endeksi



Kaynak: <http://www.bloomberg.com/apps/cbuilder?ticker1=SPCSLV%3AIND>

Zamanla subprime krizi daha az riskli mortgage kredilerine doğru yayıldı ve milyonlarca insan haciz riskiyle karşı karşıya kaldı. Bununla birlikte, esas sorun baş gösterdi. Mortgage kredilerine dayanan ve bütün dünyaya satılan türev enstrümanların (tahviller) geri ödenmesinde sorunlar ortaya çıkmaya başladı. Tahvillerin fiyatları hızla düştü ve bu tahvillere sahip olan kuruluşlar büyük miktarda zarar yazmaya başladılar. Ardından bu tahvilleri sigorta eden sigorta şirketleri etkilenmeye başladı. Dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG, ABD hükümetinin desteği ile batmaktan kurtarıldı. Kriz birçok bankanın batmasına neden oldu ve birçok banka da kamulaştırıldı. Finans piyasalarına olan güvenin azalmasıyla birlikte piyasalardaki likidite azaldı ve kriz, bir güven krizine dönüştü. Grafik 6 da, finansal piyasalardaki risk iştahını ve güveni gösteren korku endeksi gösterilmiştir. Endeksin yükselmesi, yatırımcılar açısından korku, endişe ve güvenli liman arayışı anlamına gelirken, düşmesi ise aç gözlülük, hırs ve tamah anlamına gelmektedir.

Grafik 7: VIX Endeksi



Kaynak: 2010 Yılı Bütçe Sunuş Konuşması Sunumu;2009;19

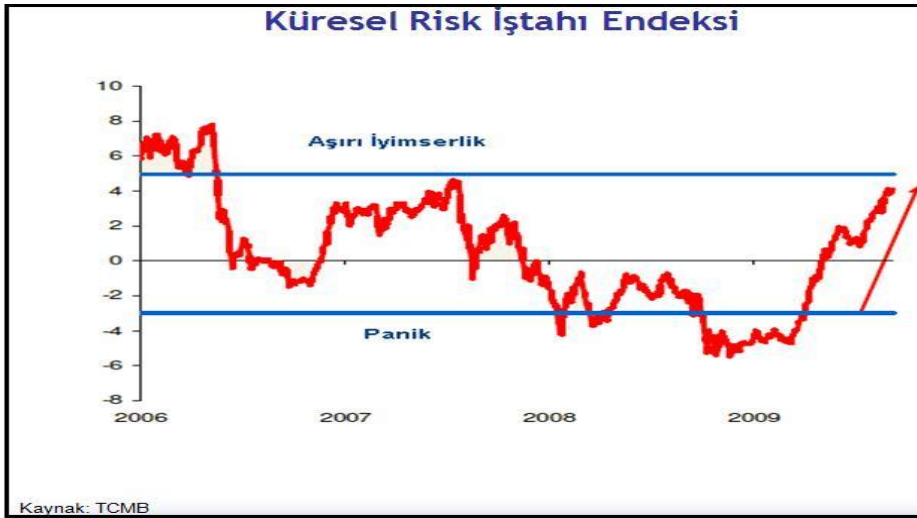
En sonunda kriz reel sektöre sıçradı. Başta ABD olmak üzere birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke resesyona girdi. Krizin küresel nitelikli olması alınacak önlemler konusunda da küresel işbirliğini gerektirdi. Gelişmekte olan ülkelerin de katılımıyla



oluşturulan G20 grubunda küresel krize koordinasyon dâhilinde müdahale edilmesi yönünde kararlar alındı. ABD, Avrupa ve Japonya başta olmak üzere ülke piyasalarında likidite sağlandı ve faiz oranları neredeyse sıfır düzeyine indirildi.

2009 yılı Mart ayı ise kötüye gidişin genel anlamda durduğu, küresel risk iştahının artmaya başladığı kırılma noktası oldu. Bu noktadan sonra ise ülkeler bazında alınan politik önlemlerde ayrışmalar başladı. Enflasyon tehlikesinden ve yeni balonların oluşmasından çekinen bazı ülkeler (Brezilya, İsrail, Avustralya) faizleri arttırırken, krizin başlangıç noktası olan ABD henüz faiz artırımı sinyali vermemektedir ve önceliğinin ekonomik büyüme ve tarihi seviyelerde seyreden işsizlikte olduğunu belirtmektedir.

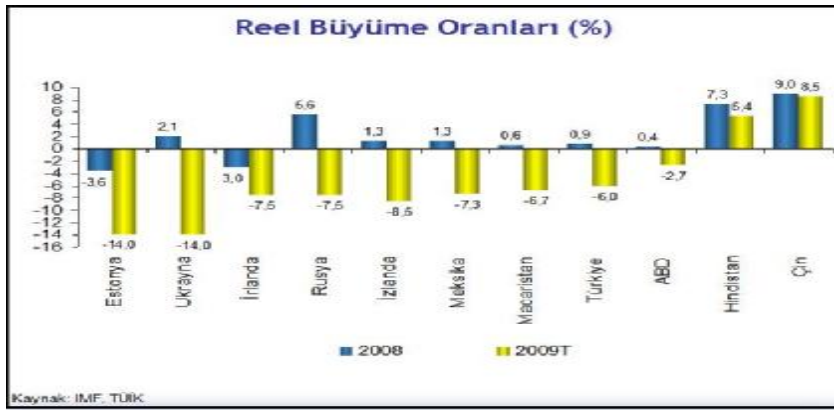
Grafik 8: Küresel Risk İştah Endeksi



Kaynak: 2010 Yılı Bütçe Sunuş Konuşması Sunumu;2009;20

Kriz birçok açıdan tarihi olayların yaşanmasına neden olmuştur. Örneğin; kriz sırasında ayakta kalan ender yatırım bankalarından Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in statüleri değiştirildi ve ticari bankacılık yapmalarının önü açıldı. Bu durum Wall Street'de bir devrin sona ermesi olarak yorumlandı. Bankaların kamulaştırılması ise serbest piyasa ekonomisinin tekrar gözden geçirilmesine yol açtı ve finansal piyasaların başıboş bırakılmaması görüşü ağırlık kazanmaya başladı. İzlanda ekonomisi çöktü ve bir online satış sitesinde sembolik de olsa, satışa çıkarıldı. Krizin maliyetini konusunda görüş bildirmek çok zor olsa da ortalama 3-4 trilyon dolar rakamı çeşitli kurumlar tarafından telaffuz edilmiştir. Türev enstrümanların karmaşık yapısı, krizin tam olarak maliyetini hesaplamaya imkân vermemektedir.

İşsizlik ise krizin bir diğer sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Kriz ile birlikte birçok gelişmiş ve GOÜ resesyona girmiş ve bunun sonucunda işsizlik rakamları yükselmiştir. IMF nin krizin maliyeti konusunda hazırladığı rapora göre: zengin ülkelerde finansal sektöre hükümet desteğinin 9,2 trilyon dolar, gelişmekte olan ülkelerde ise 1,6 trilyon dolardır. Bu maliyetin yaklaşık 1,9 trilyon dolarlık kısmının nakit destek, diğer kısmının ise garantiler ve krediler şeklinde olduğu kaydedilmiştir. Finansal kurtarma maliyetlerinin 1,1 trilyon dolarının sermaye desteği, 1,9 trilyon dolarının varlık satın alınması, 4,6 trilyon dolarının garantiler ve 2,5 trilyon dolarının likit provizyonu kapsadığı ifade edilmiştir.

**Grafik 9: Kriz Dönemi İşsizlik Oranları****Grafik 10: Kriz Dönemi Reel Büyüme Oranları**

Kaynak: 2010 Yılı Bütçe Sunuş Konuşması Sunumu, 2009:14-15

SONUÇ

Krizin sorumlusu ise henüz bulunabilmiş değildir. Bazı kesimler krizin sorumlusu olarak üst düzey şirket yöneticilerini (CEO) kabul etmektedir, bazıları ise türev enstrümanları ya da Hedge fonları sorumlu tutmaktadır. Nobel ödülü sahibi ekonomist Amartya Sen ise sorunu şu şekilde açıklamaktadır (Milliyet Gazetesi, 23 Eylül 2008): “Aç gözlülük yeni keşfedilmiş bir insan özelliği değil. Asıl mesele, ekonomik sistemin iş dünyasına kurnaz bir aç gözlülükle kâr etme fırsatı sağlıyor olması.” Sistem, insani zaafı üzerine kurulu olduğu müddetçe, mali krizler kaçınılmaz olacaktır. İnsanların finansal hafızasının 20 yıl olduğu düşünüldüğünde; ilerleyen yıllarda tekrar bu boyutlarda finansal krizlerle karşılaşmak büyük bir olasılık olarak önümüzde durmaktadır.

Bir para kuramcısı olan Hyman Minsky'nin geliştirdiği model, mali krizleri son derece başarılı bir şekilde açıklamaktadır ve bu modeli bilenler açısından, yaşanan bu son mali krizin (mortgage krizinin) öngörülmesi ve sonuçlarının tahmin edilmesi hiç de zor olmasa gerektir.

Piyasa savunucuları, normal koşullar altında, krizlerin biriktirilip altından kalkılamayacak boyuta ulaşmadan fark edilip piyasa katılımcıları tarafından önlenebileceğini iddia etmektedir. Bu iddianın geçerli olmadığını krizle birlikte yeniden görmüş



bulunmaktayız. Ekonominin genişleme aşamasında kar hırsının toplumun her kesimine hakim olması risklerin küçümsenmesine yol açmaktadır. Bu aşamada oluşan sürü psikolojisi ise genişlemeyi destekleyen bir mekanizma olarak yerini almaktadır. Sonuç olarak, ekonomik birimler rasyonel davranış kalıplarının dışına çıkarak krize giden kısır döngüye girilmektedir. Finansal piyasalarda sıkı düzenlemeler kaçınılmazdır.

KAYNAKÇA

Alkan, L. (2009) Küresel Sistemik Krizin Anatomisi, İstanbul: Skala Yayıncılık.

Corporate Profits by Industry (2008), 1959-2007 Economic Report of the President, USA

Ertuna, Ö. (2005) Kapitalizmin Son Direnişi, İstanbul: Alfa Yayınları.

Joseph, D.V. (2000) Olağanüstü Kitlesele Yanılığlar ve Kalabalıkların Çılgınlığı& Karışıklığın Karmaşası, İstanbul: Skala Yayıncılık.

Kibritçioğlu, B. (2001) “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001”, *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı 41.

Kindleberger, C.P. (2004) Cınnet, Panik ve Çöküş, İstanbul: Skala Yayıncılık.

Milliyet Gazetesi, 23 Eylül 2008.

Mishkin, F. (1996) “Lessons From the Asian Crisis”, *NBER Working Papers*.

Seyidoğlu, H. (2003) Uluslar arası İktisat Teori Politika ve Uygulama, İstanbul: Güzem Yayınları.

Yıldırta, Z. (2004) Finansal Krizlerin Erken Uyarı Sistemleri Sinyal Yaklaşımı İle Tespiti, Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.