

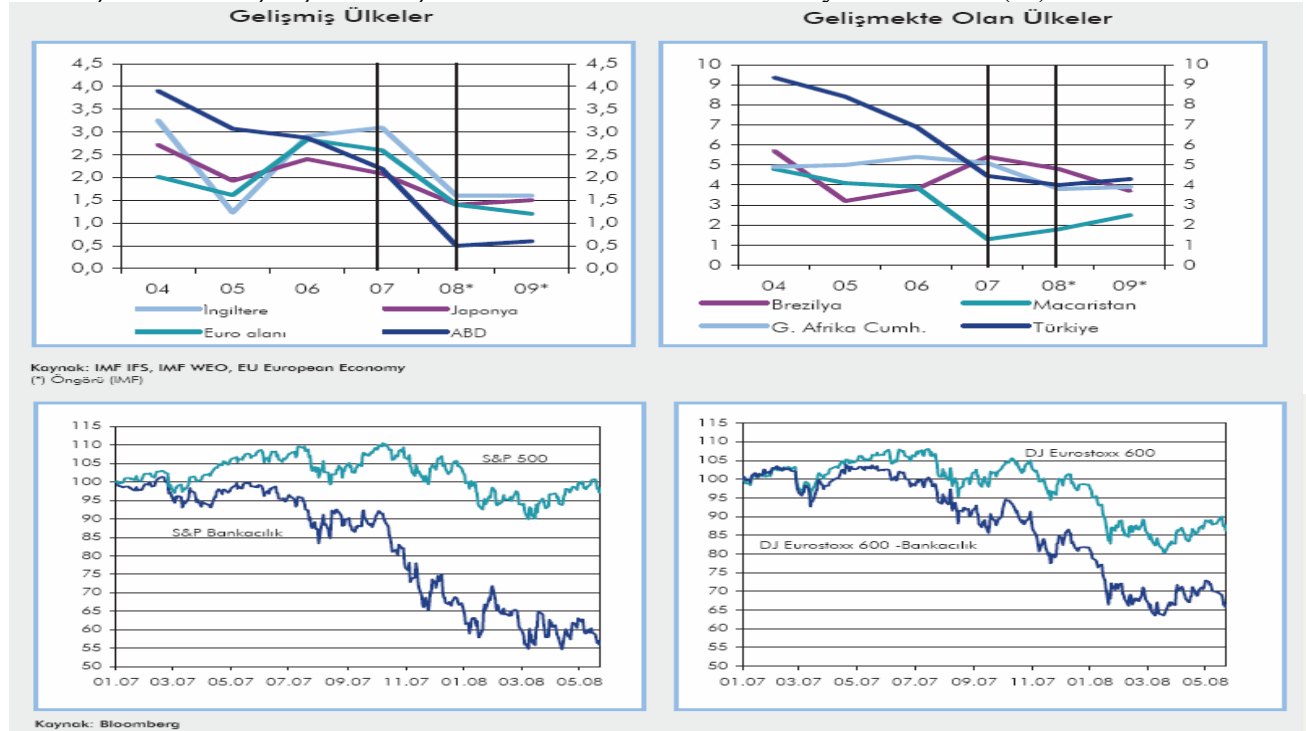
Küresel Krizin Neresindeyiz?

Prof.Dr. Orhan Kuruüzüm, Akdeniz Üniversitesi, İşletme Bölümü

Son iki yılda; kendi içimizdeki öncü ve temel ekonomik göstergelerin sürdürülebilir bir eğilimle gerçekleşmediğini, uçaktan atlamış ve paraşütünü açmamış bir paraşütçünün durumuna benzediğini örneklerle ve analitik olarak sizlerle paylaşmaya çalıştım. Biz kendi içimizdeki paraşütü açma operasyonu olarak bir kırılma ve düzeltme hareketi beklerken 2008'in ilk çeyreğinden itibaren nedenlerini ve aktörlerini bildiğimiz ama kapsamını ve derinliğini şimdilik kimsenin bilemediği bir küresel kırılma ve düzeltme hareketiyle karşı karşıya bulunmaktayız. Bu yüzden dünyada küresel krizin neresinde olduğumuzu bilen bir kişi bile bulunmamaktadır. Ancak bu krizin dibinde olmadığımız ise bilinmektedir.

Küresel ve ulusal ekonomilerde 2003-2007 yılları arasında sıra dışı gelişmeler yaşanmış, mal ve faktör piyasalarında ciddi gelişmeler söz konusu olmuş, para ve sermaye piyasalarında ise baş döndürücü hareketlilikler yaşanmıştır. Özellikle gayrimenkul pazarlama ve finansman stratejileri ve operasyonları adeta iç içe girmiş ve bu sayede insanoğlunun hiç bilmediği ve kaynağı gayrimenkul olan türev ürünler icad edilip finans piyasalarına değer artırıcı varlığa dayalı menkul değerler olarak pazarlanmıştır. Bir hesaplama göre 750 trilyon \$'lık bir işlem değeri yaratılmıştır ki bu rakam dünya GSMH'sının 15 katı düzeyindedir. Bu ve benzeri gelişmeler 2003-2007 döneminde küresel ekonomik iklimi son derece likit, uyumlu ve iştah açıcı bir halde tutmuştur.

Şekil-1. Gelişmiş ve Gelişmekte olan bazı ülkelerdeki büyüme oranları(%)ve Borsa İndeksleri

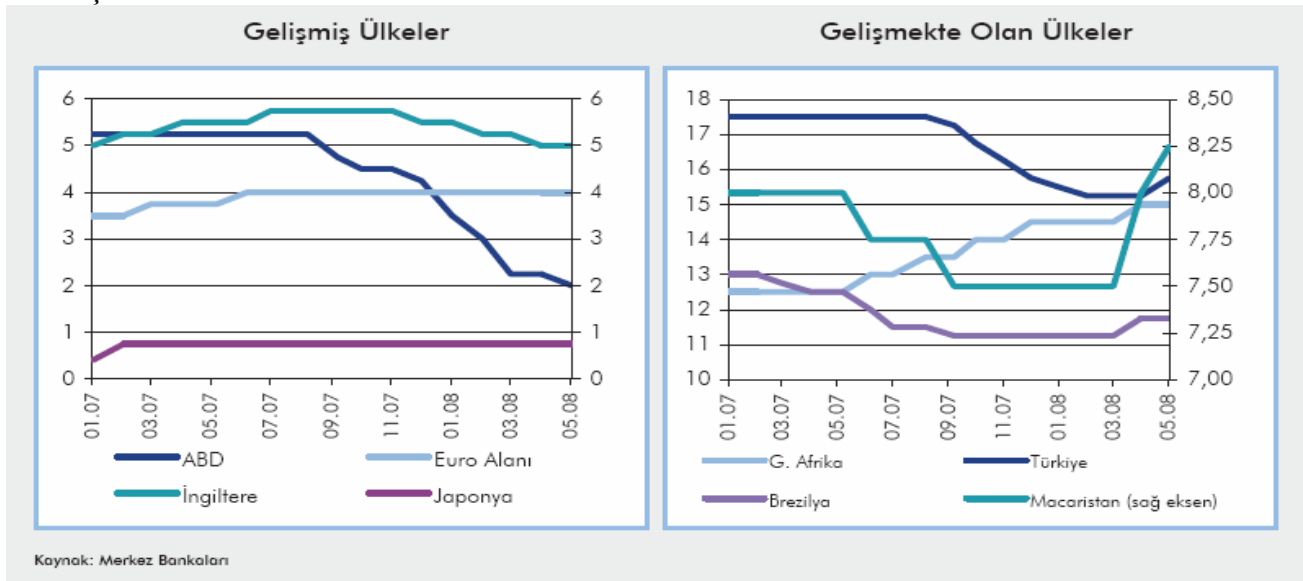


Kaynak:TCMB

Ekonomik ve ticari hareketliliğin performansı konusunda birer gösterge olan Şekil-1'deki eğilimler ve benzeri diğer eğilimler dikkate alındığında, 2007'nin ikinci yarısından sonra ciddi bozulmaların yaşanmaya başladığı söylenebilir. Yani üretim kesiminde ciddi miktar artışları yaşanmadan talebin şişirdiği fiyatlarla ve durmadan icad edilen türev ürünlerle katlanarak artırılan parasal değerlerle yaratılan küresel titan ekonomisi, bu tarihten itibaren en zayıf halkalarından kopmaya başlamış gözükmektedir. Öyle ki ABD kaynaklı pek çok banka, sigorta, fon ve yatırım şirketleri ve kurumları aktiflerindeki büyük miktarda varlığa dayalı menkul kıymetleri fiyatlayamadığı için yıl sonunda bilançolarını açıklayamaz konumdadır. Aslında bizatihi bu durum bile 24.Ekim.1929 da su yüzüne çıkan büyük ekonomik buhranın bir benzerinin yaşanıp yaşanmayacağı sorgulamasına dayanak oluşturacak konumdadır.

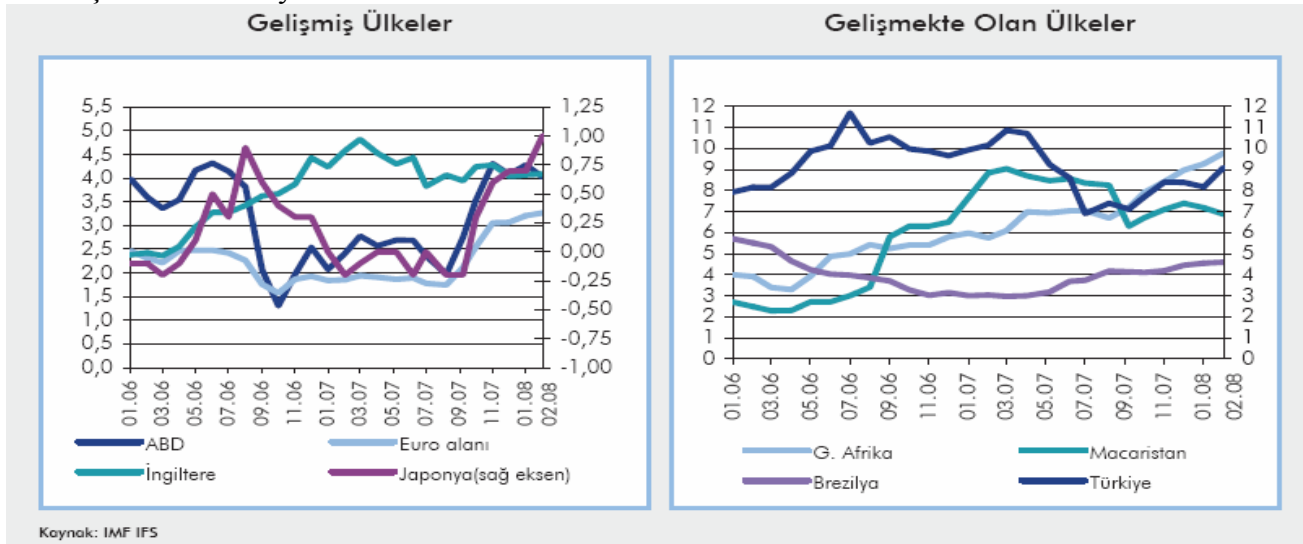
Başta ABD ve AB merkez bankaları ve hükümetleri olmak üzere gelişmiş ülkelerin son iki ayda kurtarma operasyonu adı altında ortaya koydukları para 5 trilyon USD'yi aşmış durumdadır. Bu parayla genel olarak piyasanın fiyatlamadığı kötü aktiflerin kamulaştırılması, kötü durumdaki şirketlerin devralınması veya hisse alımı yoluyla sermayedar olunması işlemleri gerçekleştirilmiştir. Yani kısaca geçici de olsa kapitalizmin kalbinde kamulaştırma işlemleri; hem hat safhada, hem de batık durumdaki şirketler düzeyinde yaygınlaştırılmıştır. Bu durumu bazı kesimler; “sistem mi? ahlak mı? ve rekabet mi? kurtarma mı?” tercihlerinden “ahlaksız bir kurtarma” bileşiminin tercih edildiği yolunda yorumlar yapmışlardır. FED Başkanı Bernanke, yaptığı son açıklamada bu kurtarmanın yetmeyeceğini ve ikinci bir paketin daha uygulamaya konulması gerektiğini ifade etmiştir. Böyle bir değerlendirmenin temelinde reel kesimdeki ticari ve ekonomik üretkenliğin durmasını engellemek yatmaktadır. O halde büyümeyi devam ettirmenin temel araçlarından olan faiz silahı sonuna kadar, hatta negatif reel faiz pahasına, kullanılmalıdır görüşü hakim durumda bulunmaktadır. Nominal faiz oranlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler sınıflandırması ile bir örneği Şekil-2’de verilmiştir.

Şekil-2. Politika Faiz Oranları.



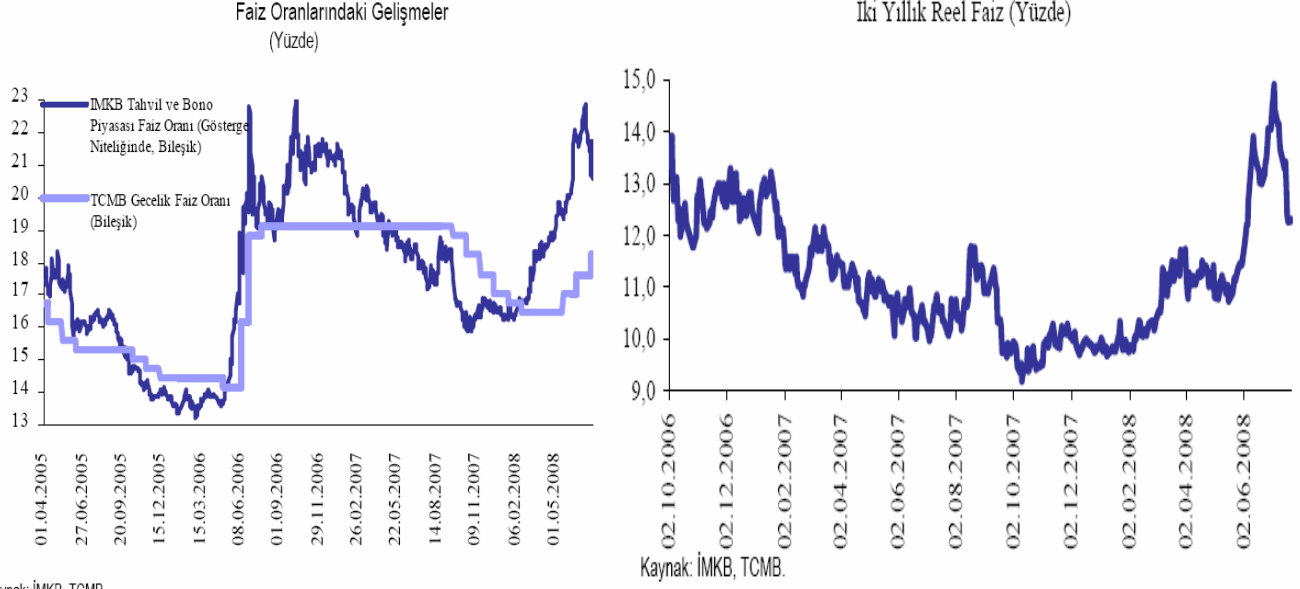
Türkiye politika faiz oranlarının fahiş yüksekliği açıkça görülmektedir. Bu faiz oranına gerekçe olarak gösterilen enflasyon düzeylerinde ise Şekil-3.’de görüldüğü gibi ciddi bir fark bulunmamaktadır.

Şekil-3. Enflasyon Oranları.



Bu durum reel faiz cephesinde çok daha açık bir biçimde Şekil-4'deki gibi görülmektedir. Reel faizin giderek nispi olarak yükselmesi her türlü yüzer-gezer paranın iştahını ciddi bir biçimde artırmış ve cari açığın finansmanında etkili bir kaynak olarak kullanılmıştır. Esasen bu durum yönetim performansı açısından öğünülecek bir kapasiteyi değil, yönetme yetersizliğinin bir göstergesi olarak algılanmalıdır.

Şekil-4. Faiz Oranlarının Eğilimi.

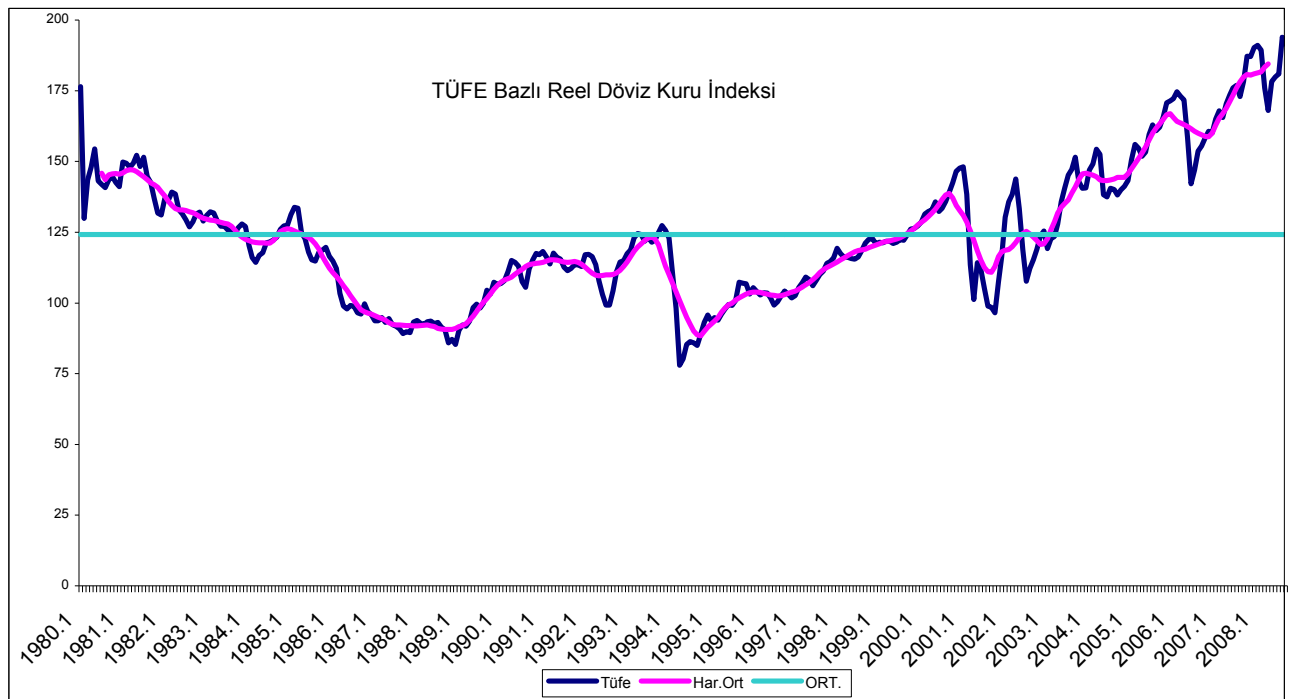


Kaynak: İMKB, TCMB.

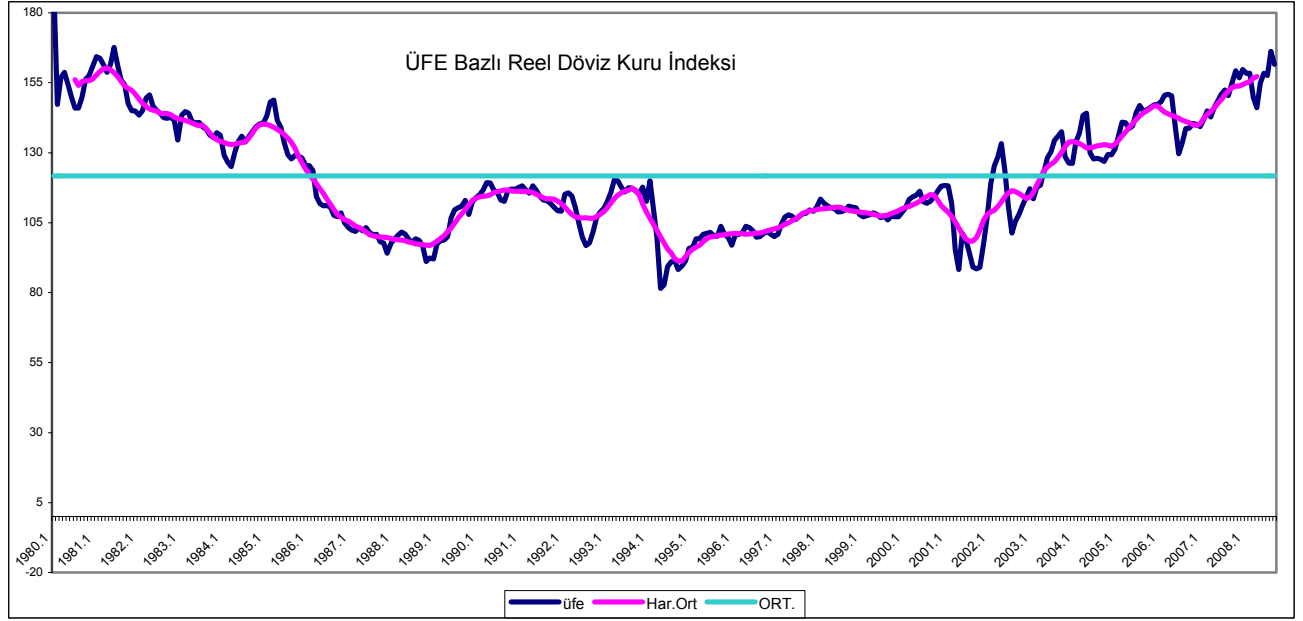
Hazine borçlanmasında ve ikincil piyasalarda yaşanan fahiş yüksek reel faiz, son derece likit ve uygun küresel ekonomik iklimle de birleşince doğal olarak yabancı paralar karşısında ortalamanın çok üzerinde değerlendirilmiş bir YTL dönemi başlamıştır. Aslında bu dönemi, reel kur indeksinin uzun dönem ortalaması ile incelemek görsel algılamayı kolaylaştıracak ve bundan sonraki dönemde dövizin fiyatlanmasına yönelik tahminlere bir ışık tutabilecektir.

Şekil-5 ve 6 TÜFE ve ÜFE bazlı reel kur indeksinin 1980-2008 Eylül dönemi aylık seyrini, oniki aylık hareketli ortalamasını ve aritmetik ortalamasını göstermektedir.

Şekil-5. 1980-2008 Eylül Dönemi Reel Döviz Kuru Seyri (1995=100 ve TÜFE Bazlı)



Şekil-6. 1980-2008 Eylül Dönemi Reel Döviz Kuru Seyri (1995=100 ve ÜFE Bazlı)



2008, Eylül fiyatlarıyla YTL, reel döviz kuru indeksinin uzun dönem ortalamasına göre ÜFE cinsinden %25 ve TÜFE cinsinden ise %45 değerli gözükmetedir. Bu düzeylere gelen bir döviz fiyatı ortalama reel kur indeksine yaklaşmış demektir.

Bu dönemde nispi olarak ucuzluğu ve elde edilebilirliği açısından son derece uygun olan döviz borçlanması, artık borç sahipleri için ciddi bir risk gerçekleşmesini yaşatmaya başlamıştır. Tablo-1, bu yükün en çok hangi kesimin üzerine yığılı olduğunu göstermektedir.

Tablo-1. Toplam Dış Borç Yapısı ve vadesi

(milyon \$)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Ç1	2008 Ç2
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU	129,6	144,2	160,6	168,4	205,2	247,1	263,1	284,4
Kısa Vade	16,4	23,0	31,9	37,1	40,4	41,8	44,9	51,9
Uzun Vade	113,2	121,1	128,8	131,3	164,8	205,3	218,3	232,5
KAMU SEKTÖRÜ	64,5	70,8	75,7	70,4	71,6	73,5	74,4	77,7
Kısa Vade	0,9	1,3	1,8	2,1	1,8	2,2	2,3	1,8
Uzun Vade	63,6	69,5	73,8	68,3	69,8	71,3	72,1	75,8
TCMB	22,0	24,4	21,4	15,4	15,7	15,8	16,6	16,2
Kısa Vade	1,7	2,9	3,3	2,8	2,6	2,3	2,4	2,3
Uzun Vade	20,3	21,5	18,1	12,7	13,1	13,5	14,2	13,9
ÖZEL SEKTÖR	43,1	48,9	63,6	82,6	117,9	157,9	172,1	190,5
Kısa Vade	13,9	18,8	26,8	32,2	36,0	37,3	40,2	47,8
Uzun Vade	29,2	30,1	36,8	50,4	81,8	120,5	132,0	142,7

Buradaki en önemli bölüm, özel sektörün 1-12 ay arasındaki süreyi anlatan kısa vadeli borç miktarı bölümüdür. 47.8 milyar \$'lık borç, kamu ve TCMB'nin toplam 4.1 milyar \$'lık kısa vade borç yükünün 12 katı kadardır. Satışları dövizle olmayan döviz borçlusu özel sektör, kafasını giyotine uzatmış gözükmetedir. Hem yükselen döviz fiyatından dolayı, hem de bu borcun çevrilebilirliğinden dolayı. Gelecek, bu kesim için hepimizinkinden daha kötü bir tabloyu ortaya koymaktadır.