

Finansal İstikrar ve Makroekonomik Etkileşim

F. Gülçin Özkan
York Üniversitesi



- Finansal kriz tanımı üzerinde hemfikir olunan bir tanım bulunmamakla birlikte, reel sektör etkisinin derecesi önemli bir faktör olarak görülmektedir.
- 1990'ların başından itibaren finansal krizler neredeyse rutin bir şekilde gözlemlenmektedir; 1992-93 Avrupa deneyimi, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi, 1998 Rusya, 2000-2001 Türkiye ve Arjantin.
- Finansal liberalizasyonun hem krizlerin oluşma, hem de yayılma riskini artırma yönünde önemli rolü olduğu kabul edilmektedir.

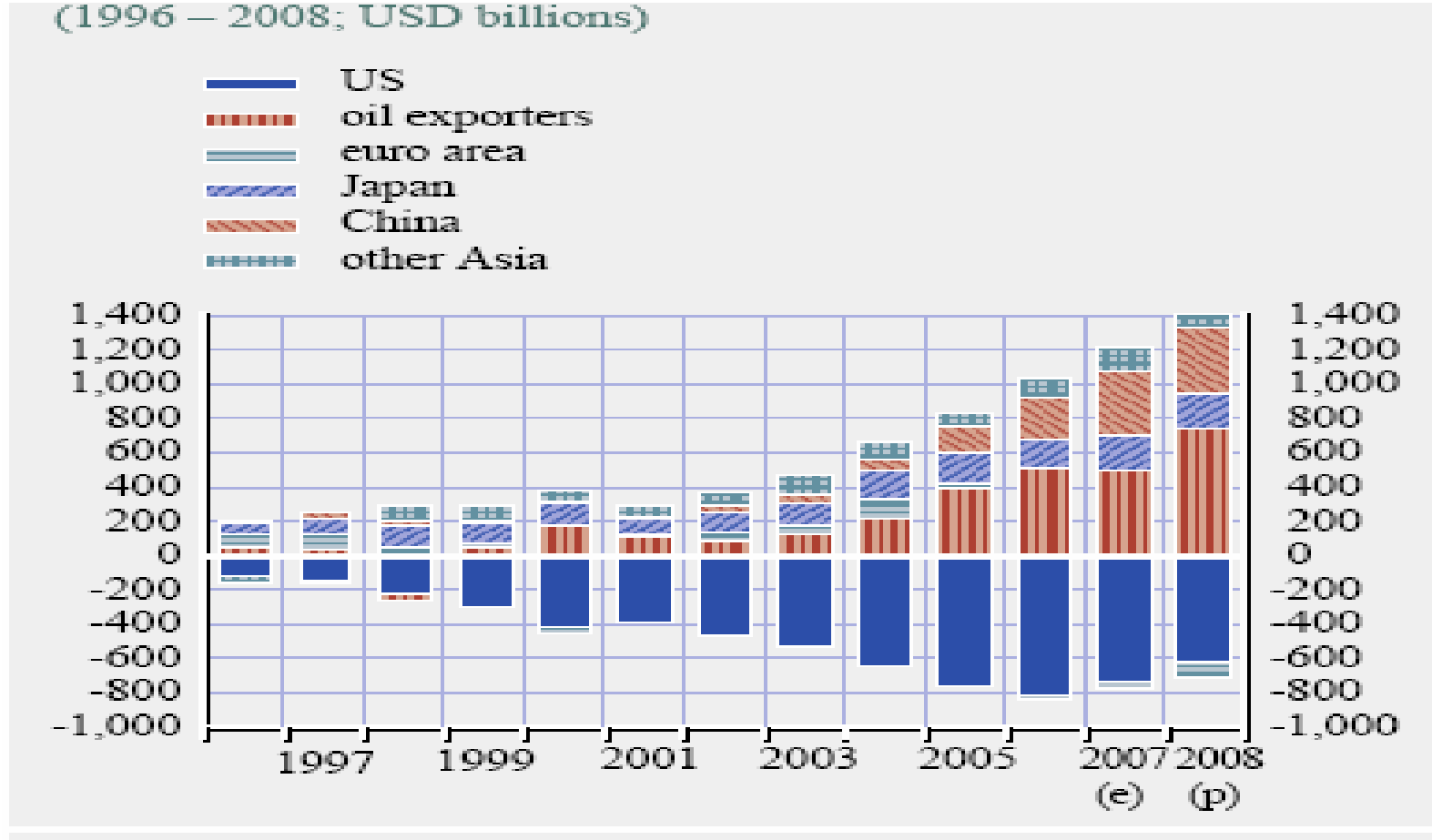
Kriz ortamını hazırlayan diğer unsurlar;

- Merkez bankalarının işleyişinin değişmesi.
- Finansal denetimin merkez bankaları dışına taşınması- örn. İngiltere Merkez Bankası deneyimi.
- Piyasaların ve finansal kurumların uluslararası niteliğinin hızla artması ve bunun sonucu olarak merkez bankalarının yaptırım gücünün zayıflamış olması.
- Finansal sektörün reel ekonomiden çok daha hızlı gelişmiş olması: finansal aktivite ve araçlardaki çeşitliliğin çok artması ve yeni finansal araçları ve içerdikleri riskleri değerlendirebilecek teknik kapasitenin oluşturulamaması.
- Bankacılık sektöründeki gelişmeler- Basel I ve Basel II öncesi ve sonrası.

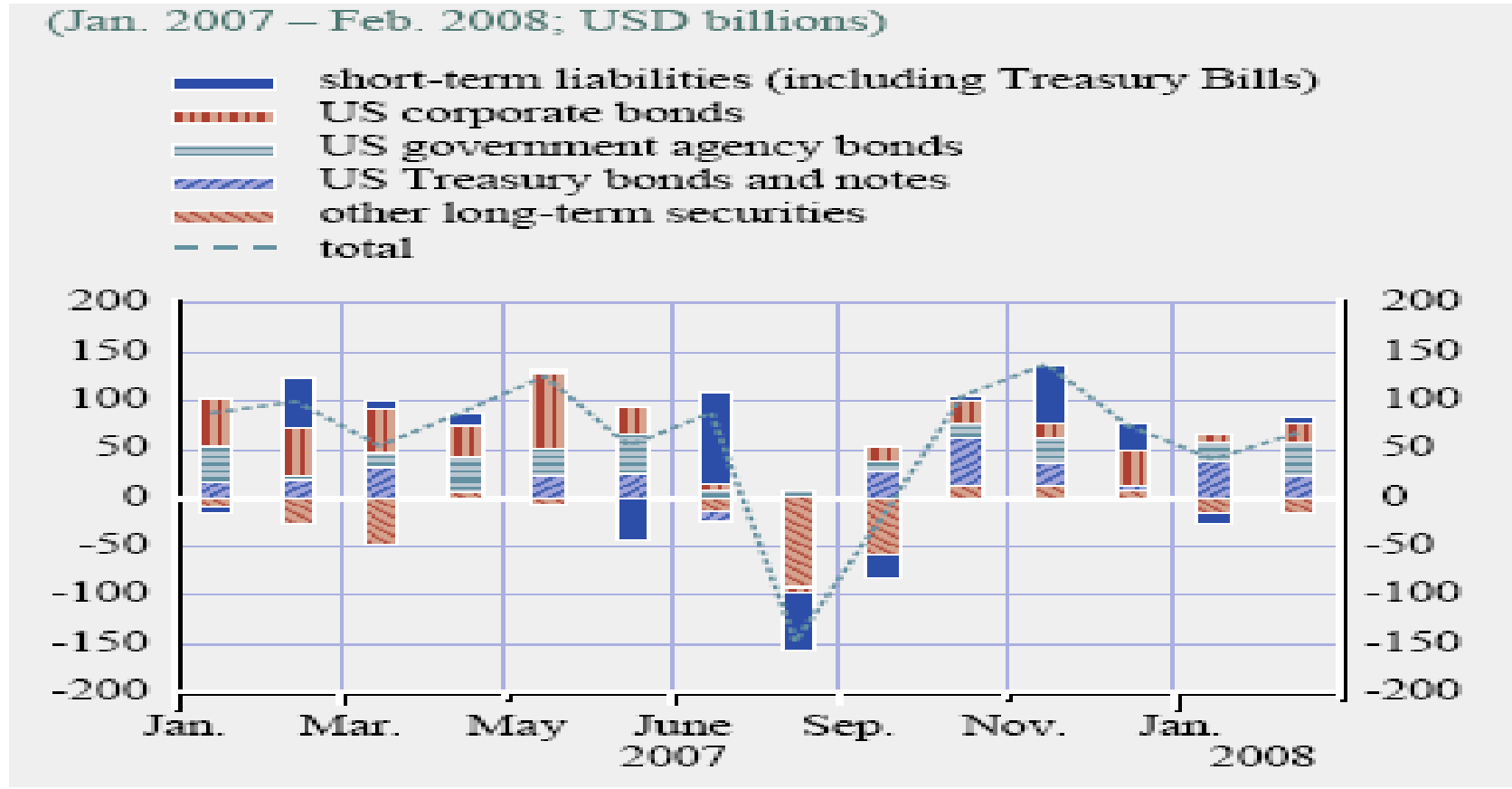
2007 Ağustos öncesi dünya ekonomisinde risk faktörleri

- Ağustos 2007 öncesi dünya ekonomisinin profili.
- Dünya ekonomisindeki dengesizliğin temelinde olan cari açıklar; Grafik 1.
- Bu durumun çözümü için ortaya atılan iki ayrı görüş: kriz ve uzun dönem problemsiz çözüm.

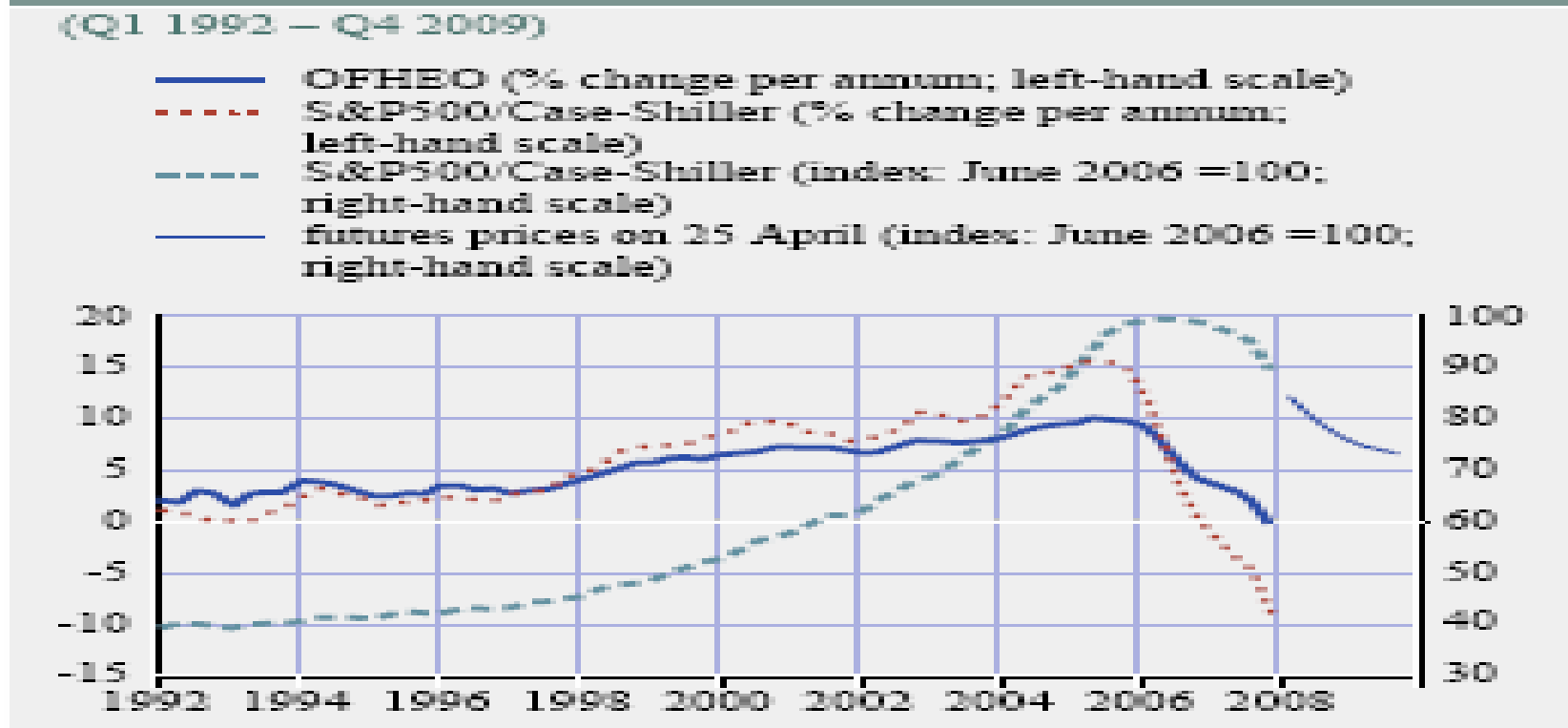
Grafik 1. Global cari açık ve fazlalar



Grafik 2. ABD'ye sermaye girişi profili



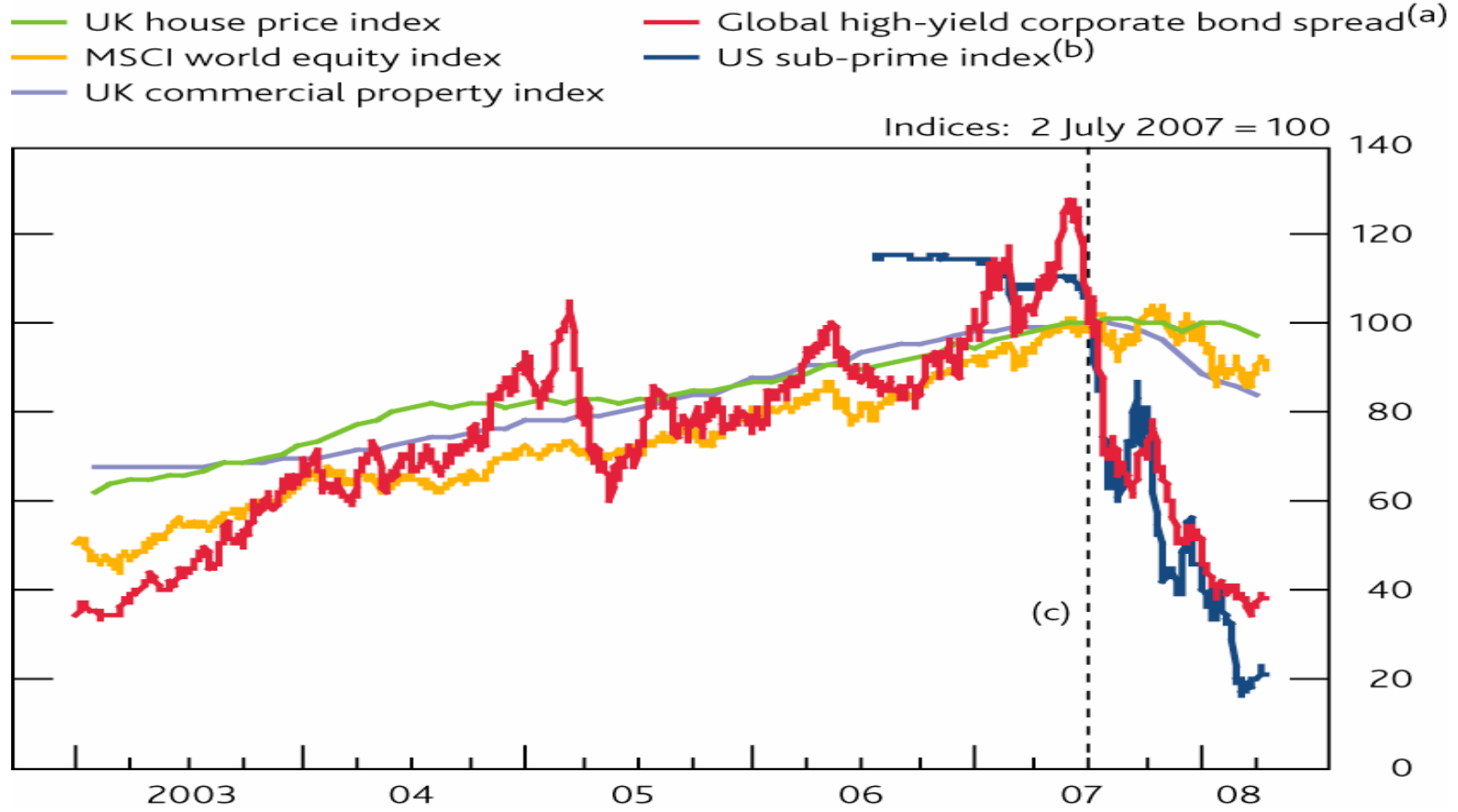
Grafik 3. ABD ev fiyatları



Likidite ve kredi krizinin finansal temelleri

- Kriz öncesi dönemde yaşanan büyük çaplı kredi genişlemesi (Dell'Ariccia, 2008, CEPR WP.6683)
- Kredi artışları ile borç kalitesi ve ödememe oranları arasındaki güçlü ilişki.
- Aynı dönemde sıkı olmayan para politikası ve yeni finansal araçlar

Grafik 4. Son kriz döneminde varlık fiyatları

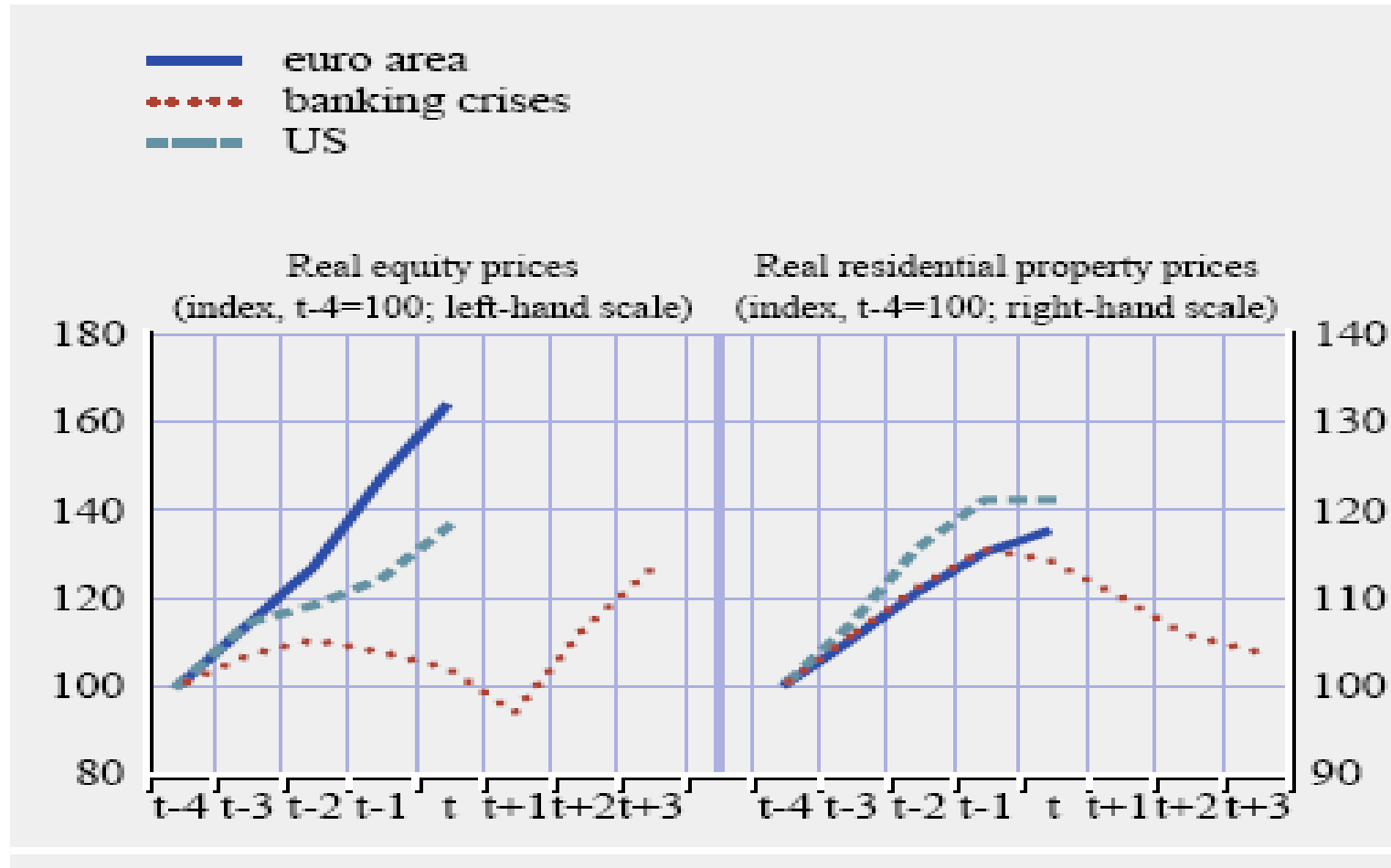


Kaynak: Bank of England, Halifax, IPD, JP Morgan Chase & Co., Merrill Lynch, Thomson Datastream.

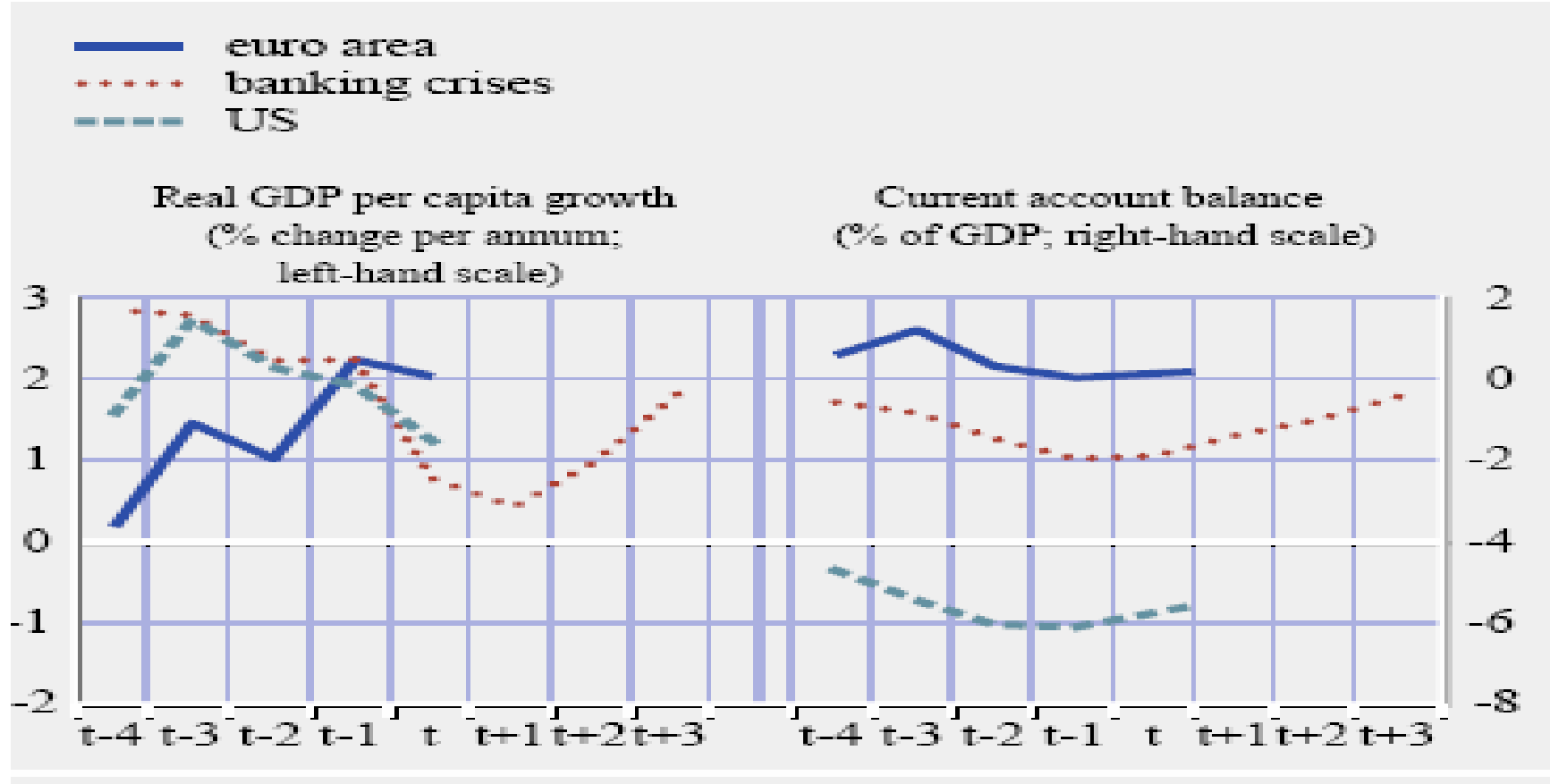
Son krizin tarihsel boyutu

- Dünya ekonomisinde 2007 Ağustos'tan günümüze olan gelişmeler ve geçmiş kriz profili (Reinhart ve Rogoff, 2008, NBER WP.13761).
- Grafik 5 ve Grafik 6

Grafik 5. Finansal ve reel göstergeler



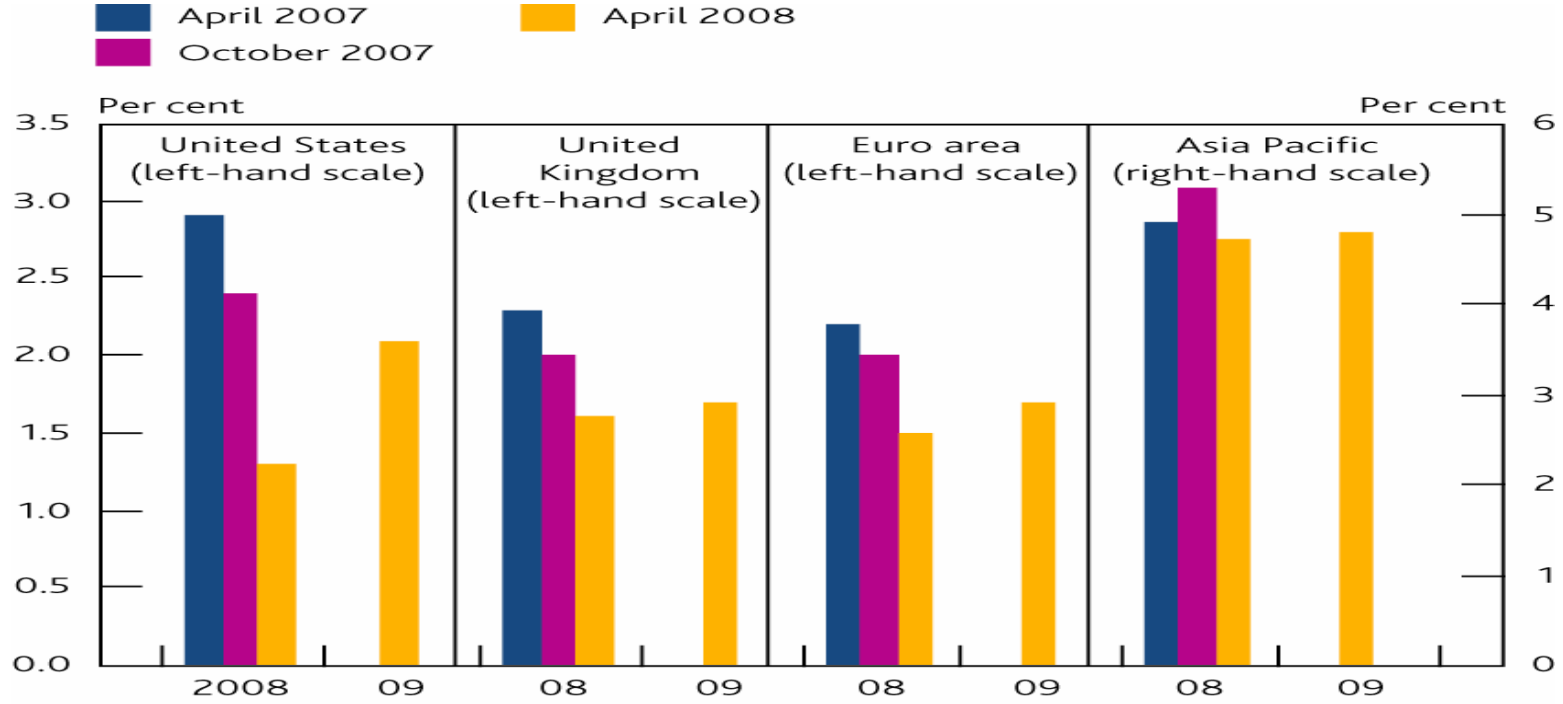
Grafik 6. Büyüme ve cari açık



Tablo 1. Yükselen piyasalarda kırılganlık ölçütleri

	Current account balance (% of GDP)			External debt (% of GDP)			Short-term external debt (% of reserves)			Foreign reserves (in months of imports)		
	2006	2007 (e)	2008 (f)	2006	2007 (e)	2008 (f)	2006	2007 (e)	2008 (f)	2006	2007 (e)	2008 (f)
Latin America												
Argentina	3.7	2.6	1.8	50	43	38	45	32	28	7.2	8.5	9.0
Brazil	1.3	0.3	-0.7	19	19	17	24	24	27	6.7	11.0	12.8
Chile	3.6	4.4	2.7	33	29	26	38	46	48	3.4	2.7	2.7
Colombia	-2.3	-3.2	-3.5	29	24	23	35	25	23	4.9	5.8	6.1
Mexico	-0.2	-0.9	-1.0	20	19	18	45	42	41	3.1	3.1	2.9
Venezuela	15.0	7.4	5.2	24	23	19	33	45	47	7.9	4.3	3.5
Asia												
China	9.4	11.6	9.9	12	11	9	16	12	10	14.4	16.9	17.7
India	-1.1	-1.2	-1.0	20	20	18	11	9	8	9.1	11.1	10.9
Indonesia	2.7	2.5	2.2	35	33	30	62	55	44	4.3	5.2	5.8
Malaysia	8.5	6.5	-	33	31	-	10	11	-	6.0	6.0	-
South Korea	0.3	0.1	-	24	23	-	38	40	-	7.0	6.5	-
Thailand	1.1	6.1	3.1	28	22	18	32	21	18	5.0	5.9	6.6
Emerging Europe												
Russia	9.6	6.1	1.2	29	31	28	26	22	20	13.4	14.5	12.8
Turkey	-7.8	-7.0	-7.5	55	52	49	114	113	120	4.8	4.6	4.4

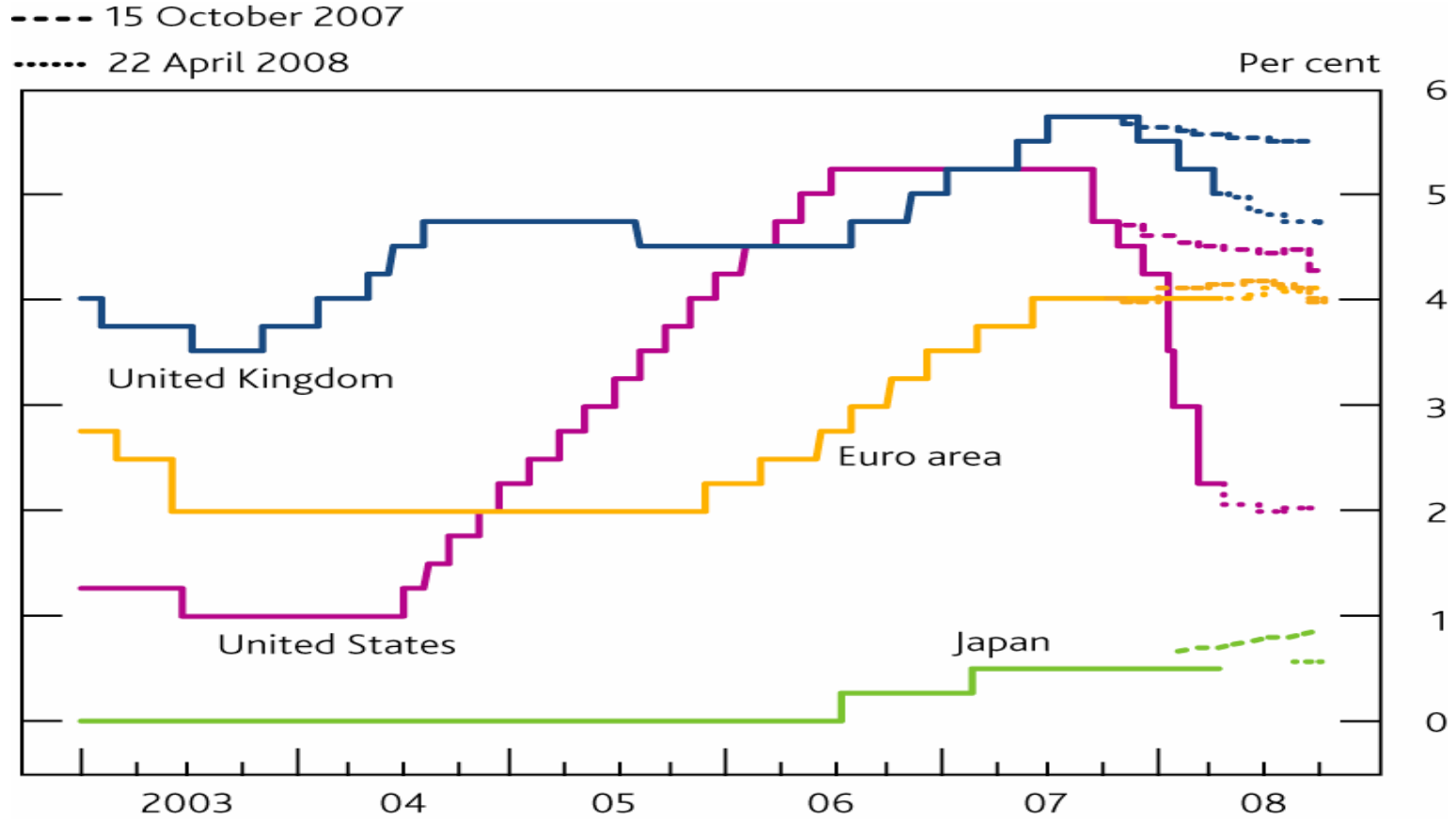
Grafik 7. Uluslararası büyüme tahminleri



Kaynak. Bank of England



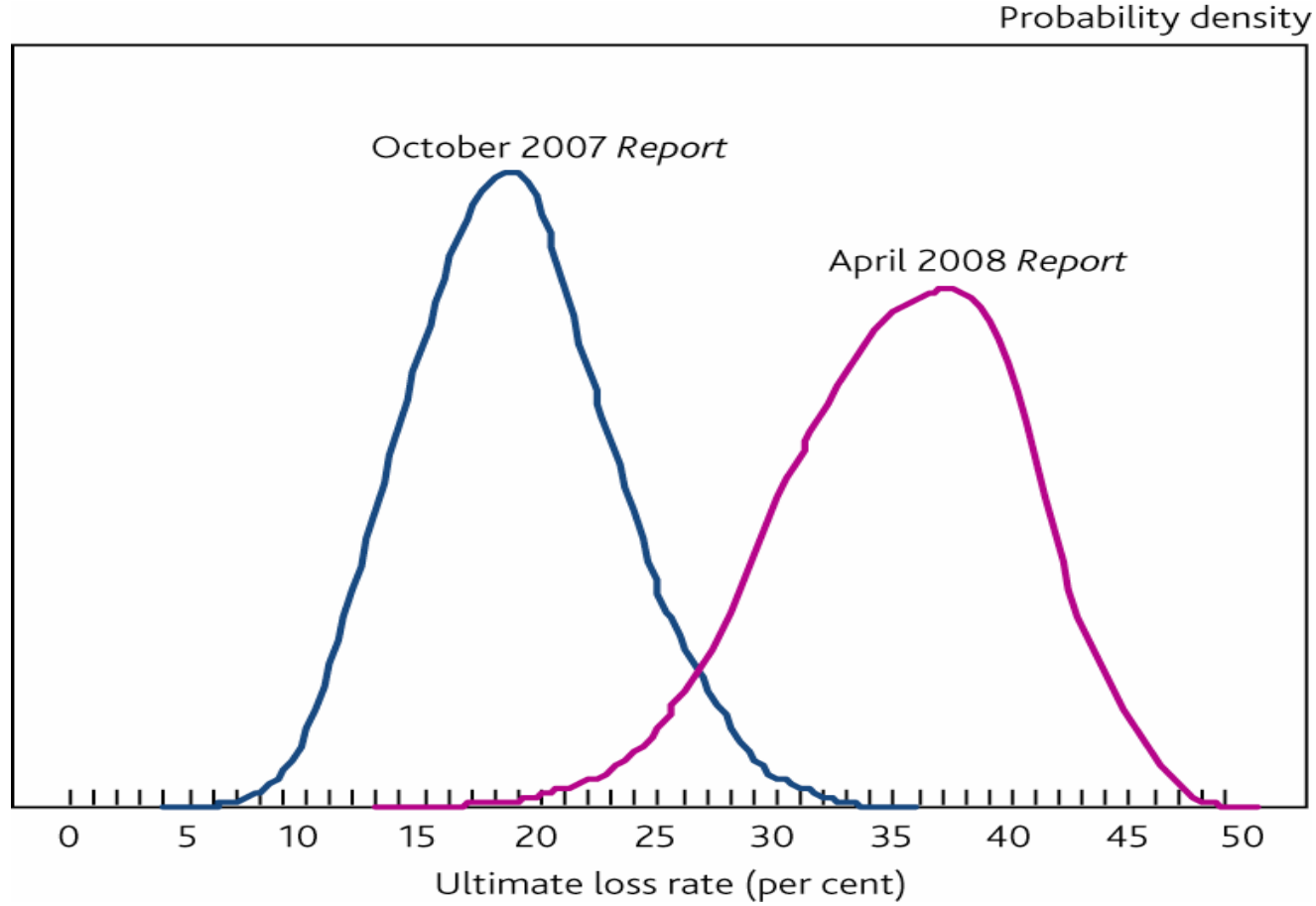
Grafik 8. Resmi faiz oranları



Kaynak: Bloomberg, Reuters and Bank of England



Grafik 9. ABD eşik altı ipotekli ev kredi piyasaları kayıpları ile ilgili beklentiler



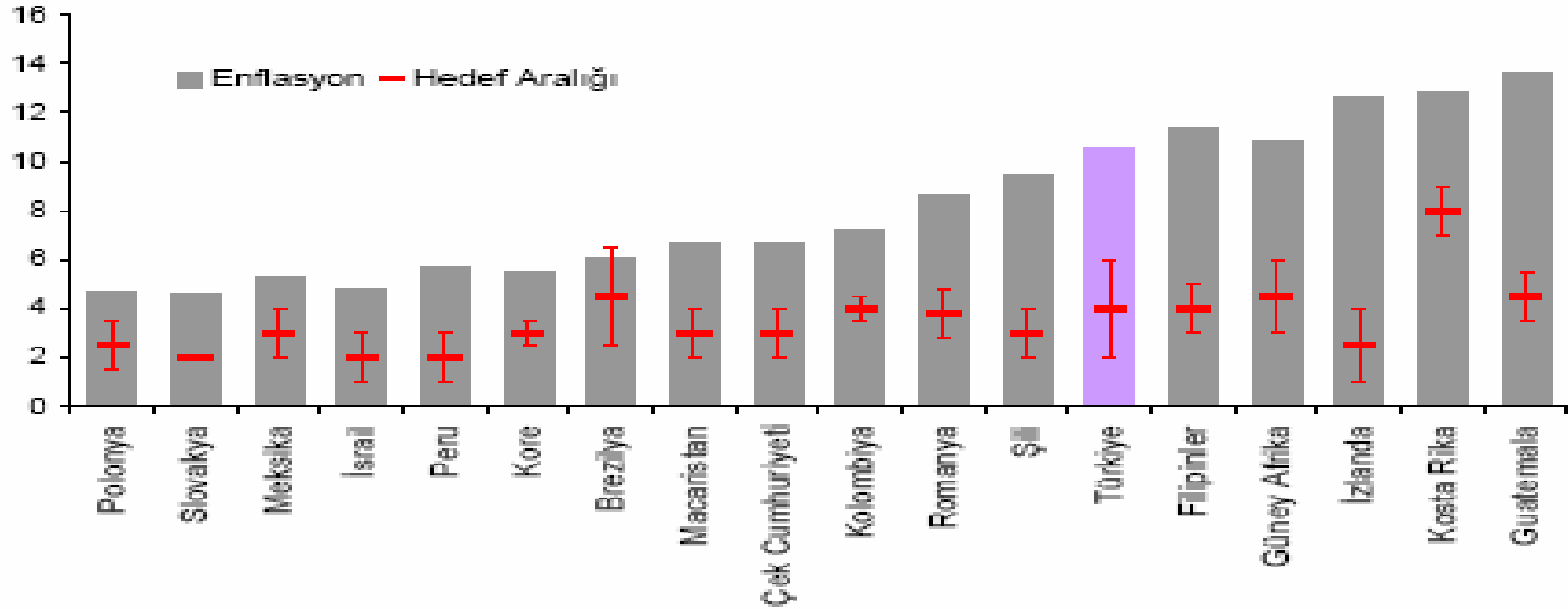
Kaynak-Bank of England.

Bir kriz profili-Finansal istikrarsızlık, finansal risk ve reel ekonomi

- Şoklar \mapsto
- Kırılganlıklar \mapsto
- Etkileşim kanalları \mapsto
- Etki artırıcı faktörler \mapsto
- Bankaların kar ve sermaye pozisyonu \mapsto
- Borç verme, ödeme ve diğer finansal fonksiyonlardaki değişme \mapsto
- Reel ekonomi

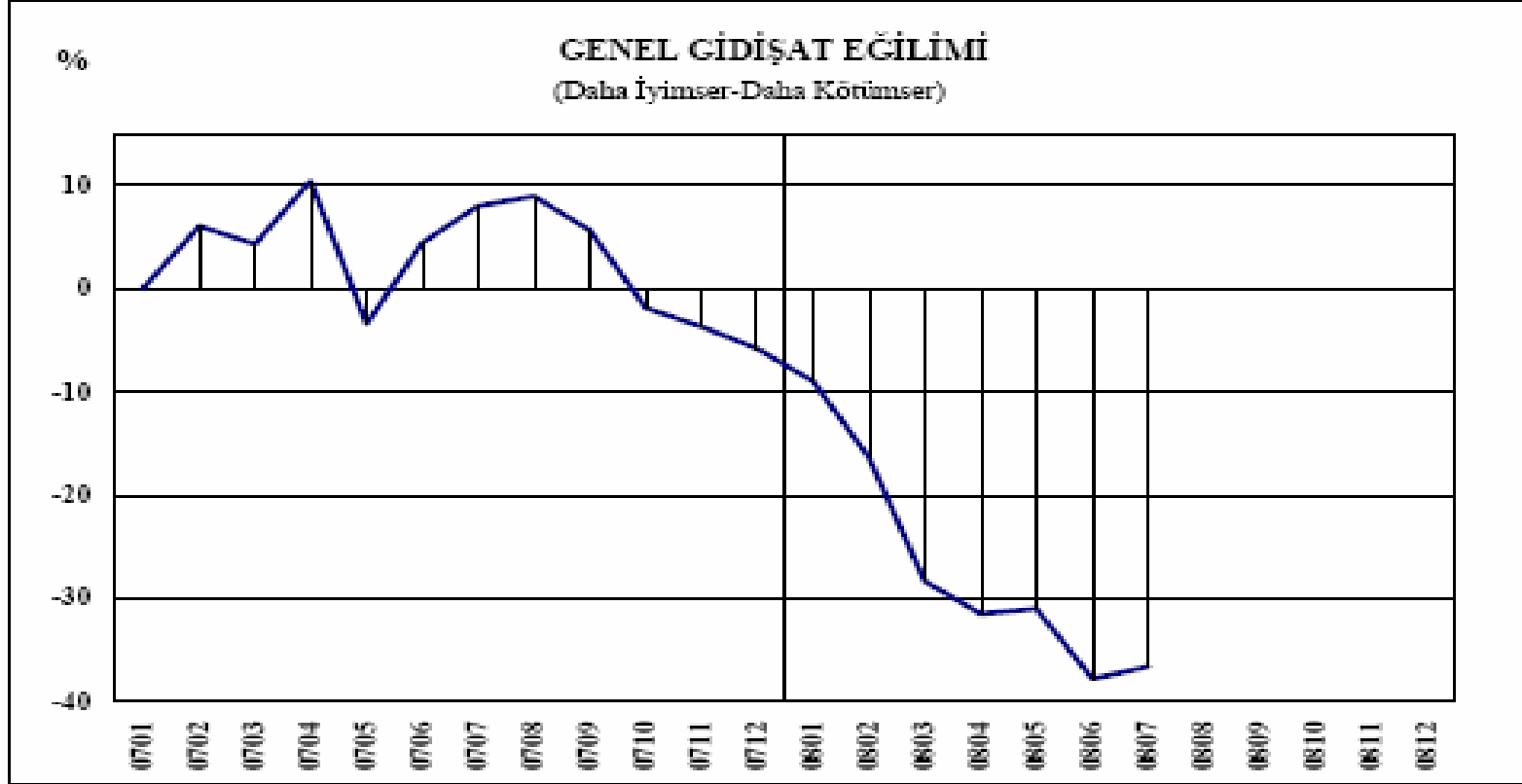
Yükselen piyasalara yansımalar

Grafik 10. Gelişmekte olan ülkelerde hedef ve enflasyon (2008 Mayıs)



Ve Türkiye

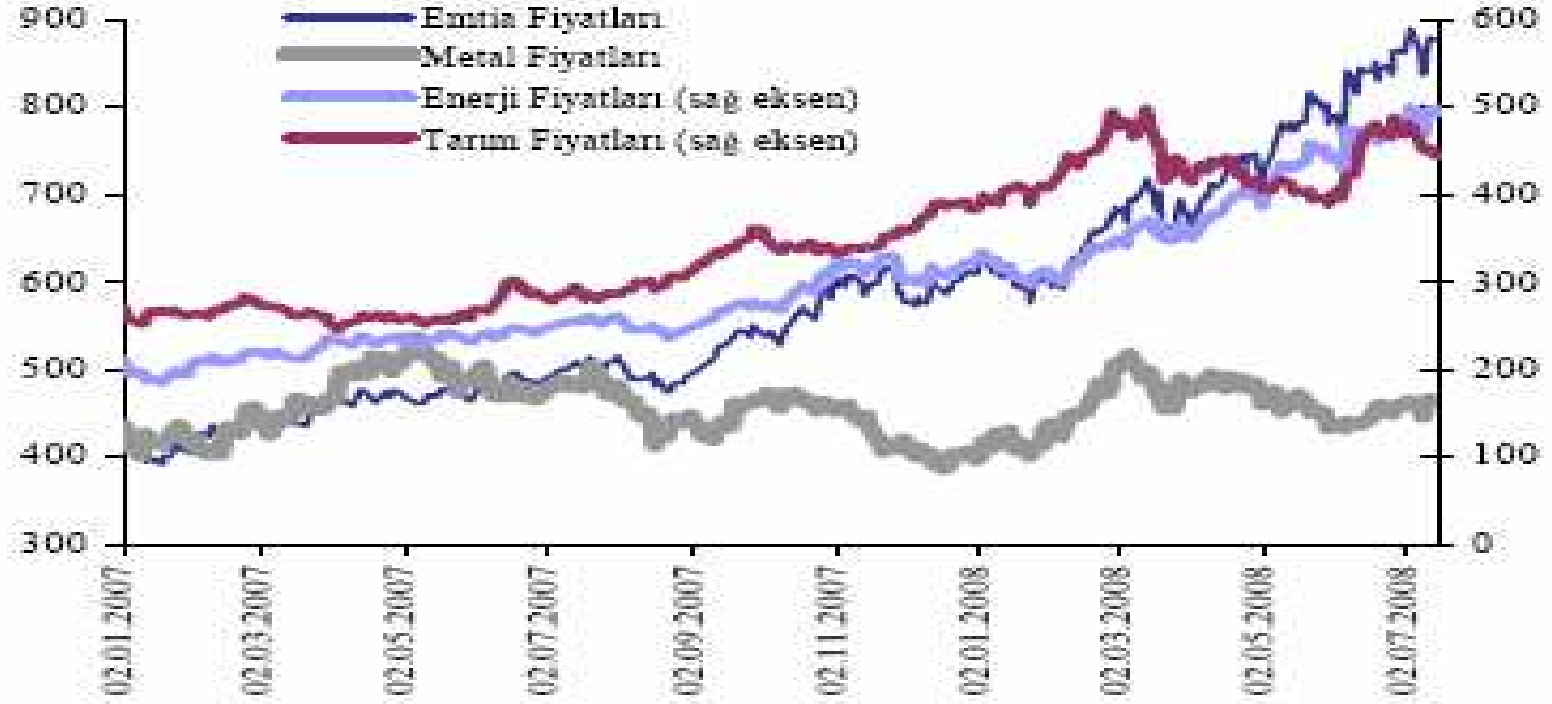
Grafik 11. Genel gidişat eğilimi



Devam eden finansal sektör dışı sorunlar;

- Emtia fiyatlarındaki şişkinlik,
- Yükselen piyasalarda -döviz kuru dolara endeksli olanlarda- gevşek para politikası zorunluluğu,
- Global enflasyon ortamı,
- Petrol fiyatları,
- Enerji piyasalarındaki koşullar.

Grafik 12. Emtia fiyatları endeksleri



Kaynak: Goldman Sachs.

Krizin etkilerini azaltmaya yönelik politikaların oluşturulması ile ilgili noktalar

- Finansal-makro etkileşim krizin temelini oluşturmuştur.
- Geçmiş dönemlerden önemli farklar;
- Politika faizlerinin piyasa faizleri üzerinde etkisinin zayıf olması,
- Ülkelerarası finansal etkileşim kanallarının geleneksel etkileşim kanallarından çok daha önemli hale gelmesi.
- Makro politikalar
- Makroekonomik önlemler gerekli ama yeterli olmayabilir.
- Ülkelerin mali manevra alanı çok kısıtlı olabilir.

Krizden dersler ve olası yeni krizler için önlemler

- (Global) riskin doğru fiyatlandırılmasına yönelik finansal politikalar
- Finansal altyapının iflaslarla iyi mücadele edebilecek şekilde geliştirilmesi
- Değerlendirme kurumları ile ilgili reform
- Etkin finansal denetim mekanizmaları ve bu konuda global koordinasyon
- Finansal denetimin yapısı
- Merkez bankalarının misyonunun finansal istikrarı sağlamayı içerip içermediği sorusunun önemi