

# Avusturyacı Konjonktür Teorisi ve Küresel Kriz<sup>1</sup>

**Ersan Bocutođlu**

Prof. Dr. | Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

**Aykut Ekinci**

Ekonomist, Türkiye Kalkınma Bankası, Risk İzleme Müdürlüğü

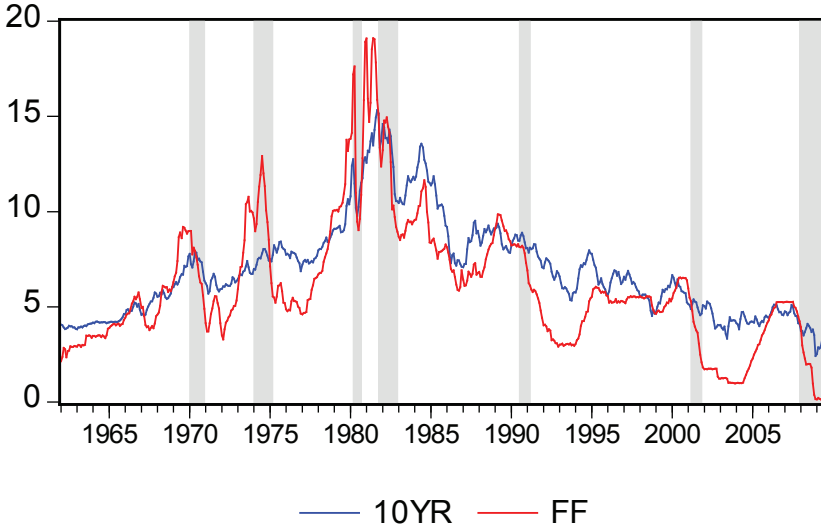
Liberal Düşünce, Cilt 15, Sayı 59 - 60, Yaz-Güz 2010, s. 131 - 140

Avusturyacı Konjonktür Teorisi (AKT) (Austrian Business Cycles Theory) küresel krizin ortaya çıkışını tutarlı bir teorik çerçeve içerisinde açıklayabilmektedir. Bu durum Avusturyacı iktisatçılara küresel krizi tahmin etmede diğer okullara göre avantajlı bir konum kazandırmıştır. Nitekim Thornton (Haziran 2004), Karlsson (Kasım 2004) ve Shostak'ın (Ağustos 2005) çalışmalarında bu durum açıkça görülebilir. Bununla birlikte krizin küresel niteliği ve derinliğinin, AKT'nin yayılım mekanizması ile ilgili ek bir açıklamaya ihtiyaç bıraktığı görülmektedir.

AKT, fâiz oranı ile piyasa fâiz oranı arasındaki farkı iktisadî dalgalanmayı başlatan temel neden olarak doğal görmektedir. AKT'de doğal fâiz oranını sayısal olarak ifade etmek mümkün görülmemektedir. Bununla birlikte, doğal fâiz oranının fâizin uzun dönem denge seviyesi olduğu kabulünden yola çıkılarak, ABD 10 yıllık Hazine Tahvili fâizinin (10YR) doğal fâiz oranını temsil edeceği varsayılabilir. Federal Fonlar'ın fâiz oranının (FF) ise piyasa fâiz oranını temsil ettiği varsayıldığında, Şekil 1 elde edilmektedir.

---

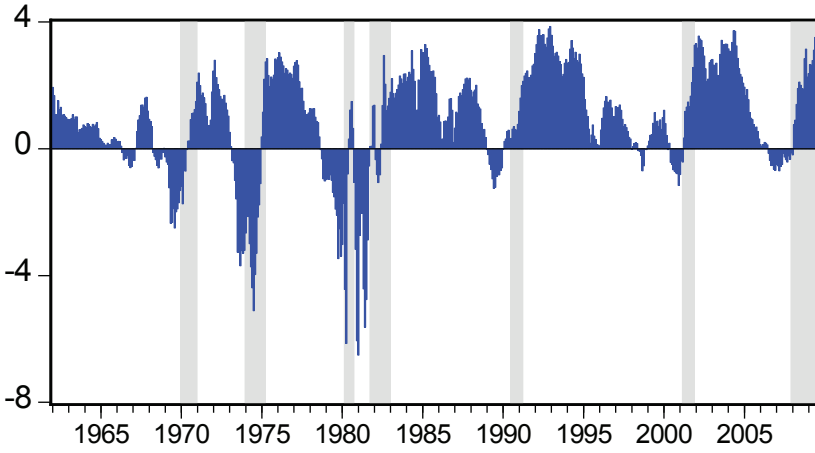
<sup>1</sup> "Austrian Business Cycle Theory and Global Crisis" başlığıyla Ludwig von Mises Institute, Mises Daily'de 5 Şubat 2010 tarihinde yayınlanan çalışmanın Türkçe'sidir. Bkz. <http://mises.org/daily/4072>



Şekil 1. ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili ve Federal Fonların Fâiz Oranları

Şekil 1'deki koyu renkli sütunlar NBER tarafından belirlenmiş olan ABD daralma dönemlerini vermektedir. Şekil incelendiğinde, daralma dönemleri karşısında FED'in fâiz oranlarında indirim gittiği, diğer bir deyişle genişleyici para politikası uyguladığı açıkça görülmektedir. FED Küresel Kriz öncesi tarihsel olarak en düşük FF fâiz oranına ise, 2001 daralma döneminden sonraki süreçte ulaşmıştır. Bu süreçte FF fâiz oranları neredeyse bir sene gibi kısa bir sürede % 6.51'den (2000 Kasım), % 2'lerin altına (2001 Aralık) gerilemiştir. FF fâiz oranları 2003 Aralık'ta % 0.98 ile en düşük oranına ulaşmıştır. 2004 Aralık'ta tekrardan %2'nin üstüne çıkan FF fâiz oranları, 2006 Temmuz-2007 Temmuz döneminde % 5.24-5.26 aralığında hareket etmiştir.

Şekil 2, 10 yıllık Hazine Tahvil fâizi ile Federal Fonlar'ın fâiz oranı arasındaki farkı göstermektedir. Şekil 2'deki pozitif bölgeler piyasa fâizinin doğal fâiz oranının altında seyrettiği dönemleri göstermektedir. Daralma dönemleri genellikle FF fâizlerinin, 10YR fâizlerinin üzerinde seyrettiği dönemlerle; genişleme dönemleri ise FF fâizlerinin 10YR fâizlerinin altında seyrettiği dönemler ile uyumludur. Görüleceği üzere Küresel Kriz de FF fâiz oranlarının 10YR fâiz oranlarının önemli derecede altına düştüğü bir dönemin ardından gelmiştir. Ayrıca bu durum yanlış yönlendirilmiş yatırımların da altyapısını hazırlamaktadır.

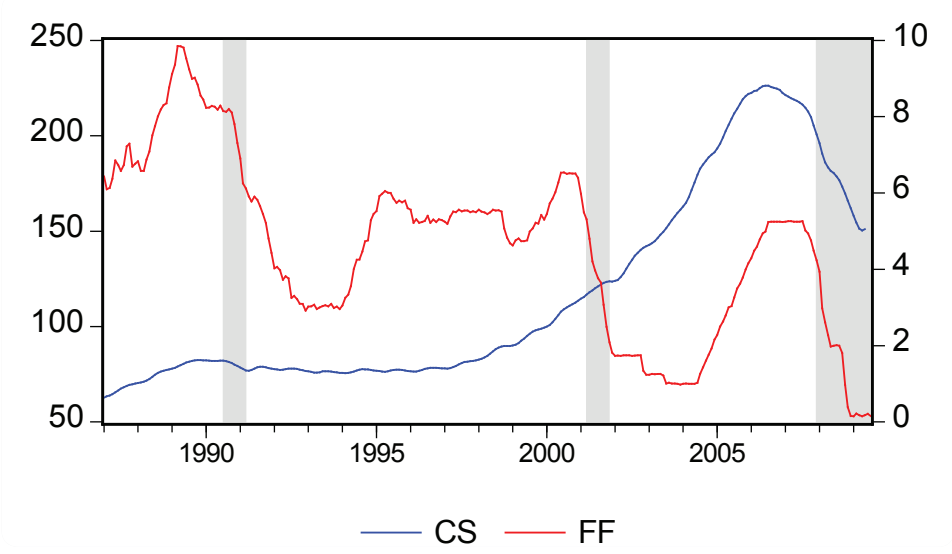


Şekil 2. 10YR ile FF Fâiz Oranları Arasındaki Fark (1962-2009)

Kredi genişlemesi sonrasında, daha önce kârlı olmayan yatırım projeleri kârlı hâle geleceğinden, AKT'de “yanlış yönlendirilmiş yatırım” olarak isimlendirilen durum ortaya çıkmaktadır. Julián (2009) bu durumu şöyle açıklamaktadır: “Yeni krediler tüketiciler ve üreticiler aracılığıyla sisteme şırınga edildi. Tüketiciler, fâiz oranları düşmeden önce almaya güç yetiremedikleri konutları satın almak amacıyla, büyük ölçekte konut kredileri almaya karar verdiler. Fâizler düşmeseydi, bu tüketiciler örneğın, kiralık evde oturlardı veya muhtemelen daha ilerde konut satın almak üzere tasarruf etmeye devam ederlerdi. Üreticiler genellikle yönetimin kontrolünü değiştirmek veya sermaye maliyetlerini düşürmek amacıyla, hisse senetlerini satın alarak kaldırıcı satın almaya karar verdiler. Konut kredileri örneğında olduğu gibi fâiz oranları düşmemiş olsaydı, borçlanarak kaldırıcı satın alma işlemlerine girmek kârlı olmazdı.”

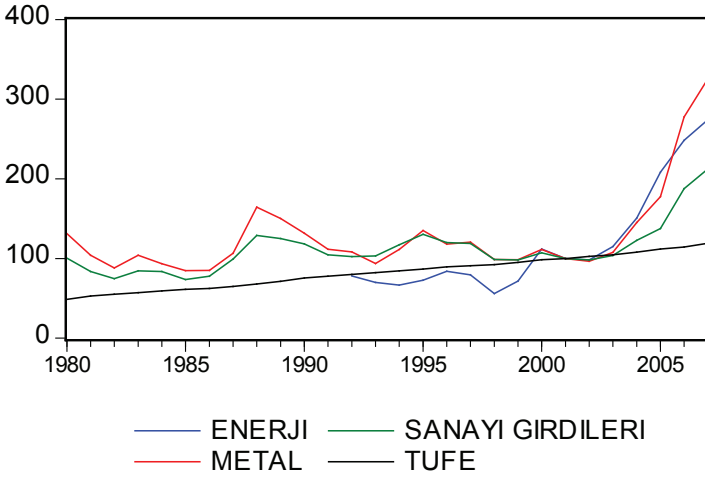
Şekil 3, Standard&Poor's tarafından hazırlanan Case-Schiller Konut Fiyat Endeksi (CS) ile Federal Fonlar'ın fâiz oranlarını birlikte göstermektedir. Murphy'ye göre (2008), “İki seri arasındaki ilişki, konut piyasasındaki şişme ve sonrasındaki çöküşü neredeyse mükemmel biçimde açıklamaktadır.” 1997 yılı başından 2001 daralma döneminin bittiği 2001 Kasım ayına kadar konut fiyatları yaklaşık % 59 oranında yükselmiştir. 2001 Aralık ayından, konut fiyatlarının zirve yaptığı 2006 Haziran ayına kadarki süreçte ise konut fiyatlarındaki artış % 83'dür. Murphy (2008), konut fiyatlarındaki artışın fâiz indirim sürecinden önce başladığını kabul etmekte ve bunun nedenini o dönemdeki ABD Başkanı Clinton'ın mal sahibinin oturduğu dairenin ilk 500.000 \$'lık kısmının sermaye kazançları vergisinden müstesna tutması uygulamasını başlatmasına bağlamaktadır. Bununla birlikte,

Şekil 3'den FF fâiz oranlarındaki düşüş ile konut fiyatlarındaki yükseliş arasındaki güçlü ilişki açıkça görülmektedir.



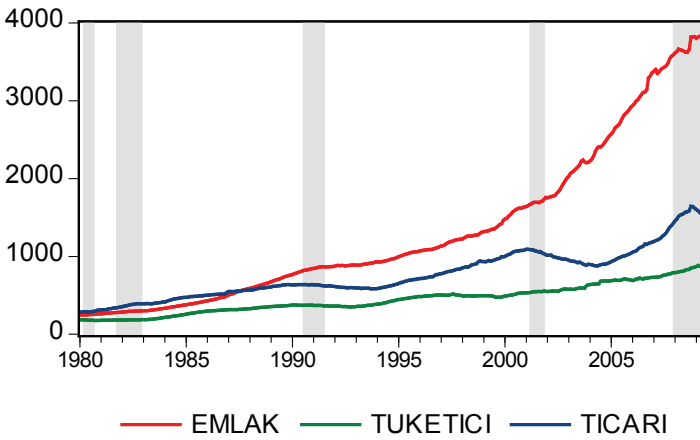
Şekil 3. Case-Schiller Konut Fiyat Endeksi ve Federal Fonların Fâiz Oranı (1987–2009)

Kredi genişlemesi ile başlayan süreç, sadece konut fiyatlarında artışa neden olmamış; üretimde kullanılan sermaye malları ve hisse senedi piyasalarında da önemli fiyat yükselişlerini beraberinde getirmiştir. Şekil 4, çeşitli emtia fiyat endekslerini ve ABD tüketici fiyat endeksini (TUFİE) vermektedir. Şekilde karşılaştırma kolaylığını sağlamak açısından bütün endeksler 2001 daralma dönemi baz yılı oluşturacak şekilde (2001=100) değiştirilmiştir. 2007 sonu itibari ile 2001 yılına göre (6 yılda) tüketici fiyatları yaklaşık % 19, sanayi girdileri fiyatları % 113, enerji fiyatları % 117 ve metal fiyatları % 226 artış göstermiştir. Aynı dönemde dünya çapında önde gelen 150 şirketin hisse senedi değerlerine göre oluşturulmuş olan Global Dow Jones endeksi % 250'den fazla yükselmiştir.



Şekil 4: Çeşitli Emtia Fiyatları ve TÜFE Endeksi

AKT, nihaî mal ve hizmetlerin fiyat seviyesindeki değişime odaklanmamaktadır. Nitekim 1981–2001 dönemi ortalama ABD TÜFE enflasyonu % 3.5 iken, 2002–2007 genişleme döneminde ortalama TÜFE endeksi % 3'tür. *Tüketici fiyat endeksinin bir uyarıcı gösterge olacak biçimde değişmediği Şekil 4'teki endeks takip edilerek de anlaşılabilir. Bu açıdan ekonomik riski temsil eden uyarıcı bir gösterge olarak emtia ve emlak fiyatları gibi göstergelerin alınması ve nispi fiyat hareketlerinin analiz edilmesi uygun olacaktır.*



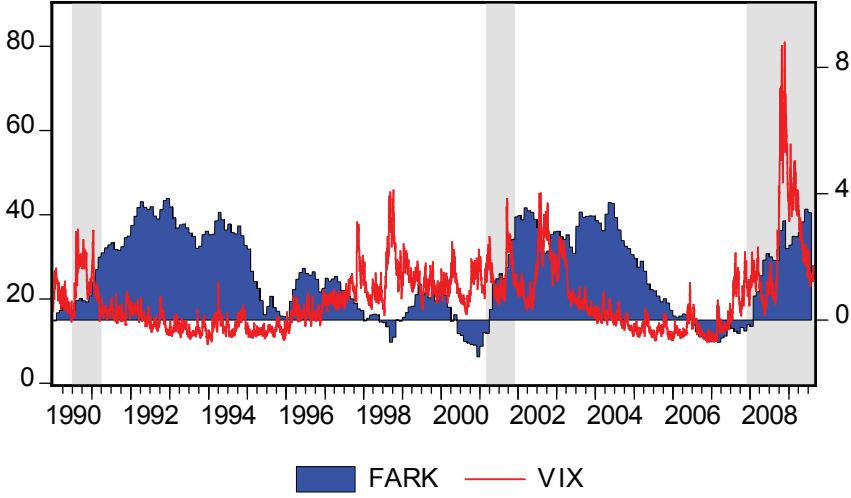
Şekil 5: ABD Emlak, Tüketici ve Ticari Kredilerinin Gelişimi (Milyar \$)

Şekil 5, ABD’de ticarî bankalar tarafından verilen emlak, tüketici ve ticarî kredilerin gelişimini göstermektedir. Emlak kredilerindeki artışın tarihsel eğilimi olan 1980–2001 dönemine uygun hareket etmediği açıkça görölmektedir. 2001 sonu itibariyle yaklaşık 1.7 trilyon dolar olan emlak piyasası kredi hacmi, 2007 sonunda yaklaşık 3.6 trilyon dolara ulaşarak, kısa sürede iki kat artmıştır.

## Küresel Kriz

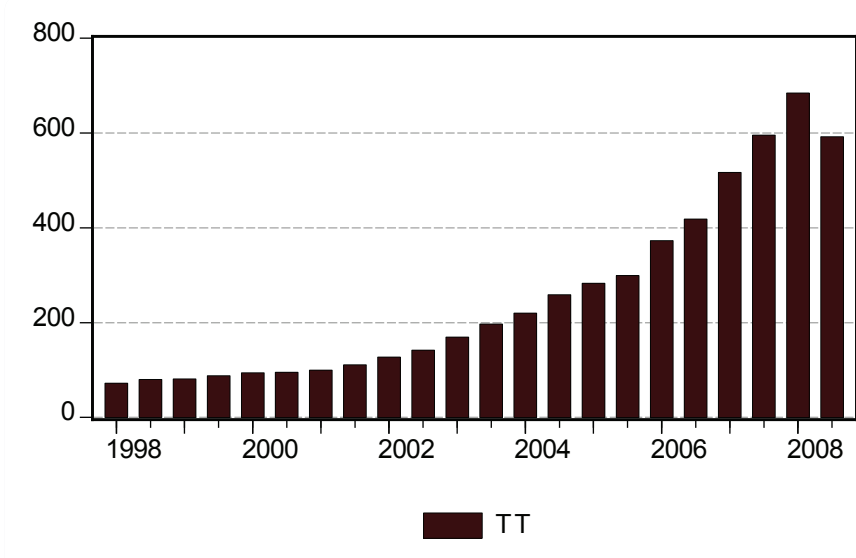
*ABD finansal krizinin ortaya çıkış ve yayılışının AKT çerçevesinde değerlendirilmesi tutarlı bir yaklaşım olarak görünmektedir. Bununla birlikte bu krizin, diğer ABD kaynaklı krizlerin aksine, neden gerek ABD gerekse dünya ekonomisini bu derece etkilediği açıklanması gereken bir olgudur.* Nitekim 10 yıllık Hazine Tahvil fâizi ile Federal fonların fâiz oranı arasındaki farkı gösteren Şekil 2 incelendiğinde, daha önce de FF fâizlerinin 10YR fâizlerinin altında seyrettiği benzer dönemler bulunduğu; fakat sonrasındaki daralma dönemlerinin şu andaki kriz kadar etkili olmadığı görölmektedir. Ayrıca Case-Schiller Konut Fiyat Endeksi ile Federal Fonlar’ın fâiz oranlarını birlikte gösteren Şekil 3’e bakıldığında da 1993–1994 döneminde de benzer bir fâiz indirim sürecinin yaşandığı, buna karşın emlak fiyatlarının tepkisinin oldukça sınırlı kaldığı görölmektedir. Yine çeşitli emtia fiyatlarını gösteren Şekil 4’de de hiç bir dönemde enerji, metal ve sanayi girdileri fiyatlarının bu derece artmadığı görölmektedir. Benzer biçimde emlak kredilerindeki yükseliş de tarihsel trendinden ciddi bir sapma içerisindedir.

AKT, krizin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasını açıklamakla birlikte; krizin şiddetini ve etki alanını açıklayan ek bir açıklamaya daha ihtiyaç duyulmaktadır. Bu sorunun yanıtını iktisatçı Taylor’ın (2009) açıklamalarında bulmak mümkündür: “Genişleme ve daralmanın etkileri, aşırı risk almaya yol açan sub-prime ve değişken fâizli ipotekli konut kredisi kullanımı dâhil çok sayıda karmaşık etkenler tarafından arttırılmıştır. Son derece düşük fâiz oranlarının aşırı risk almayı teşvik ettiğine dair deliller de mevcuttur. Temerrüt fâizleri ve cebrî icra fâizleri konut fiyat enflasyonu ile ters yönlü bir ilişkiye sahiptir. Bu fâiz oranları, konut fiyatlarının hızla yükseldiği yıllarda, hızlı bir şekilde düştü, muhtemelen konut kredisi destek programlarını yolundan çıkarıp halkı yanlış yönlendirdi. Değişken fâizli ipotekli konut kredileri, sub-prime ve diğer tür konut kredileri harmanlanarak son derece karmaşık bir konut kredisi destekli menkul değerler paketi yaratıldı. Kredi derecelendirme kuruluşları; hem rekabetin yetersizliği ve hesap verilebilirliğin zayıflığı hem de muhtemelen paketin karmaşıklığının sebep olduğu risk değerlendirme güçlükleri nedeniyle bu borç senedi paketinin riskini olduğundan düşük tahmin ettiler.”



Şekil 6. 10 Yıllık Hazine Tahvili ile Federal Fonların Fâiz Oranları Arasındaki Fark (FARK) ve VIX Endeksi

Şekil 6, 10 yıllık Hazine Tahvili ile Federal Fonlar'ın fâiz oranları arasındaki fark (FARK) ve VIX endeksini birlikte göstermektedir. VIX endeksi, Chicago Opsiyon Borsası (CBOE) tarafından piyasaların 30 günlük volatilité beklentisini ölçmek amacıyla yayınlanmaya başlamıştır. VIX, S&P 500 hisse opsiyon fiyatlarını kullanmakta ve opsiyon fiyatlarının piyasa volatilitesi ile ilişkisinden yola çıkarak zımnî (implied) volatilitéyi hesaplamaktadır. VIX endeksindeki artış, risk algılamasının yükseldiğini göstermektedir. Şekil 6'dan VIX endeksinin genellikle FARK'ın arttığı dönemlerde düştüğü, buna karşın FARK'ın azaldığı dönemlerde ve daralma dönemlerinde yükseldiği görülmektedir. FARK ile risk arasındaki bu negatif ilişki, doğal fâiz oranının altına düşen piyasa fâizinin yarattığı kredi genişlemesinin, yapay bir biçimde piyasadaki risklerin olduğundan daha düşük hesaplanmasına yardımcı olduğu şeklindeki Avusturyacı öngörü ile tutarlıdır. Nitekim 2002–2004 dönemindeki artan FARK, VIX endeksini tarihsel olarak en düşük düzeylerine taşımıştır.



Şekil 7. Toplam Türev (TT) Piyasası (Trilyon \$)

Şekil 7, toplam türev piyasasının hacmini (TT) göstermektedir. türev piyasası hacmi 2001 yılı ile birlikte ciddi bir yükseliş göstermiştir. Haziran 2008’de toplam türev piyasası hacmi 683 trilyon dolara çıkmıştır. *Türev araçların toplam piyasa değeri dünya GSYİH’nın 2000’de 2.98, 2008 yılında 11.25 katına çıkmıştır. Geçmiş dönemlerde yaşanan kredi genişlemesi olgusunun, bu krizde ilk defa küreselleşen finans piyasalarında yaratılan türev araçlarla da bu derece desteklenmesi; AKT’nin kastettiği yapay düşük fâiz oranının piyasa üzerindeki bozucu etkisini de kat be kat artırmış gözükmektedir.*

## Referanslar

JULIAN, Juan Ramón Rallo, (2009), “Economic Crisis and Paradigm Shift”, Ludwig von Mises Institute, Mises Daily Article, <http://mises.org/story/3251>

KARLSSON, Stefan, (2004), “America’s Unsustainable Boom”, Ludwig von Mises Institute, Mises Daily Article, <http://mises.org/story/1670>

MURPY, Robert P, (2008), “Did the Fed, or Asian Saving, Cause the Housing Bubble?”, *Mises Daily Article*, <http://mises.org/story/3203> (Erişim Tarihi: 12.02.2009).

SHOSTAK, Frank, (2005), “Is There a Glut of Saving”, *Mises Daily Article*, <http://mises.org/daily/1882>



TAYLOR, John B., (2009), "How Government Created the Financial Crisis", The Wall Street Journal, February 9, <http://online.wsj.com/article/SB123414310280561945.html>

THORNTON, Mark, (2004), "Housing: Too Good to be True", Ludwig von Mises Institute, Mises Daily Article, <http://mises.org/story/1533>

## Veri

Measure	Description	Notes	Published By
<b>FF</b>	Effective federal-funds rate	Maturity: Overnight; Frequency: Monthly	Board of Governors of the Federal Reserve System
<b>10YR</b>	US government securities	Maturity: 10-year; Frequency: Monthly	Board of Governors of the Federal Reserve System
<b>CS</b>	Case-Shiller Home Price Index	Composite of 10 metro-area indices	Standard & Poor's
<b>ENERJI</b>	Commodity Fuel Index	Includes crude oil, natural gas, and coal price indices	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database
<b>SANAYI GIRDILERI</b>	Commodity Industrial Inputs Price Index	Includes agricultural raw materials and metals price indices	IMF, World Economic Outlook Database
<b>METAL</b>	Commodity Metals Price Index	Includes copper, aluminum, iron ore, tin, nickel, zinc, lead, and uranium price indices	IMF, World Economic Outlook Database
<b>TUFE</b>	United States inflation	Data for inflation are for the end of the period, not annual average data	IMF, World Economic Outlook Database
<b>KONUT</b>	Real-estate loans at all commercial banks	Seasonally adjusted; Frequency: Monthly	Board of Governors of the Federal Reserve System

<b>TUKETICI</b>	Individual consumer loans at all commercial banks	Seasonally adjusted; Frequency: Monthly	Board of Governors of the Federal Reserve System
<b>TICARI</b>	Commercial and industrial loans at all commercial banks	Seasonally adjusted; Frequency: Monthly	Board of Governors of the Federal Reserve System
<b>VIX</b>	Chicago Board Options Exchange Volatility Index	Frequency: Monthly	Yahoo! Finance
<b>TT</b>	Amounts outstanding of over-the-counter derivatives in the G10	TDM includes foreign-exchange contracts, interest-rate contracts, equity-linked contracts, commodity contracts, and credit default swaps.	Bank for International Settlements, Quarterly Review