

AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİMDALI
2020-DOK-074

**EKONOMİK KRİZLERDE BORÇ DEFLASYONU OLGUSU,
MÜCADELE YÖNTEMLERİ, MAKRO VE FİNANSAL
DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

HAZIRLAYAN
Hamit ÖZMAN

TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Abdullah ÖZDEMİR

AYDIN - 2020

KABUL VE ONAY SAYFASI

T.C
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Hamit ÖZMAN tarafından hazırlanan “ Ekonomik Krizlerde Borç Deflasyonu Olgusu, Mücadele Yöntemleri, Makro ve Finansal Değişkenler Üzerindeki Etkileri ” başlıklı tez tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

	Ünvanı, Adı Soyadı	Kurumu	İmzası
Başkan			
Üye			
Üye			
Üye			
Üye			

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu doktora tezi, Enstitü Yönetim Kurulunun tarih sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Enstitü Müdürü

İmzas

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI

T.C
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

... / ... / 2020

İmza

Öğrencinin Adı ve Soyadı

Hamit ÖZMAN

ÖZET

EKONOMİK KRİZLERDE BORÇ DEFLASYONU OLGUSU, MÜCADELE YÖNTEMLERİ VE MAKRO & FİNANSAL DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Hamit ÖZMAN

Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Abdullah ÖZDEMİR

2020, 319 sayfa

2008 yılında başlayan küresel kriz birçok ülkede önce resesyona sonra da deflasyonist eğilimlerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) 3Ç-2019 itibariyle toplam küresel borç düzeyinin tarihi rekor seviyede olduğuna dikkat çekerek toplam borç miktarının 253 trilyon \$ (küresel milli gelirin % 322'si) olduğunu belirtmektedir. Borç deflasyonu teorisi, 1930'lu yılların başında I. Fisher tarafından ortaya konulan bir kavram olup sonrasında Minsky ve Bernanke tarafından geliştirilmiştir. Borç ve deflasyon kavramları, birbirlerini istikrarsızlaştıran iki olgu olup borç deflasyonu, fiyatlardaki düşüşün hem hanehalkının hem de şirketlerin reel kredi yükünü ve genele yayılması halinde kalıcı bir depresyon olasılığını arttıran bir spiral olarak tanımlanabilir.

Bu çalışmanın temel konu kapsamını, borç deflasyonunun iktisadi düzen içindeki önemi, barındırdığı riskler, bu risklere yol açan etmenler, makroekonomik, finansal ve psikolojik etkileri, kurumlara düşen sorumluluklar, bu olgu ile mücadele kapsamındaki ilgili reflasyon politikaları oluşturmaktadır. Çalışmada ayrıca konu ile ilgili olarak seçilmiş ülke örneklerinden oluşan karşılaştırmalı makro ve ekonometrik analizler (ekonomik büyümeyi ve hanehalkı borçluluğunu etkileyen makro ve finansal değişkenler, borç türlerinin büyümeye etkileri) yapılmıştır. Buna göre, Avrupa'da borç krizine neden olan PIIGS (Portekiz, İspanya, İtalya, Yunanistan ve İrlanda) ülkelerinde, 2008 krizinden önceki dönemde kamu ve hanehalkı borçluluğunun ekonomik büyümeye etkisinin negatif, reel sektör borçluluğunun ise pozitif olduğu; enflasyon, kişi başına düşen GSYİH, yatırım, tasarruf oranı ve dış ticaret açıklığı değişkenlerinin büyümeyi pozitif, faiz oranı

değişkeninin ise negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. 2008 sonrasında ise tasarruf oranı ve dış ticaret açıklığı değişkenlerinin büyümeyi negatif etkilediği diğer değişkenlerin etki yönünde ise herhangi bir değişiklik olmadığı görülmüştür. Bunun yanı sıra, borç deflasyonu teorisinin öngördüğü üzere hanehalkı borçlanmasının, ekonomik büyümede kritik öneme sahip olmasından dolayı Türkiye ile ilgili olarak hanehalkı borçluluğunu etkileyen faktörlerin neler olduğu incelenmiş ve işsizlik oranı, faiz oranı, nüfus, kişi başına düşen GSYİH, enflasyon, konut fiyatları ve tüketici güveninin borçluluğu belirleyen faktörler olduğu tespit edilmiştir. Son olarak borç türlerinin milli gelire etkisi Türkiye, ABD ve Japonya için incelenmiş, ülkeler bazında farklı etki yönleri belirlenmiştir.

Bu çalışmanın temel amaçlarından biri, ekonomide bazı unsurların, etkileşime girerek denge sağlamak yerine birbirlerinin etkilerini arttırarak dengesizliğin boyutunu büyütebildiklerini gösterebilmektir. Yaklaşık 200 yıllık tarihsel geçmişi ile klasik iktisadın ve sonrasında neo-klasiklerin verdiği temel mesaj “piyasalara güvenin” şeklinde olmuştur. Bu çalışma ile varlık balonu söz konusu iken aşırı borç yükü altında yaşanan bir ekonomik veya finansal sıkıntı sonrası, davranışsal iktisadın bazı teorik temellerinin de devreye girmesi ile piyasalarda yaşanan bir panik havasının, fiyatlama davranışları üzerinde yarattığı radikal ve rasyonel olmayan değişikliklere dikkat çekilerek, yaşanan bu sürecin makroekonomik, finansal ve psikolojik boyutunun ortaya konulması hedeflenmiştir.

Bu çalışmanın literatüre katkısı, aşırı daralmalarda, uzun süreli resesyonlarda esas unsurun aşırı borçlanma olduğunu göstererek finansal piyasalarda yaşanan liberalizasyon ile beraber artan bu borç yükünün, ülkeleri ve hanehalklarını krizler karşısında giderek daha kırılgan bir düzeye getirdiğine dikkat çekmesi ve bu riskler karşısında finansal kırılganlığı azaltacak alternatif çözüm önerileri belirleyip bunları kamuoyunun ve ilgili kurumların dikkatine sunuyor olmasıdır. Çalışmanın bir diğer katkısı, “ekonomik birimler, kendileri için en iyi olan seçeneği gerçekleştirmeye çalıştıklarında, toplumsal refah da maksimize olur” şeklinde özetlenebilecek klasik iktisadın temel görüşlerinden biri olan “toplumsal fayda” teorisinin her durumda geçerli olmadığını borç deflasyonu olgusu ışığında göstermekte olmasıdır. Son olarak, bu çalışma ve bulgularının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ekonomilerde, borç deflasyonunu oluşturan koşullar altında daha fazla borç ödedikçe daha çok borçlu duruma gelmesi şeklinde özetlenebilecek bir borç sarmalı riskinin öncelikle farkına varılmasına, sonrasında bu riske odaklanılmasına ve nihayetinde etkin bir borç, risk ve para yönetimi anlayışının oluşmasına katkı sunacağı düşünülmektedir.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Borç Deflasyonu, Ekonomik Kriz, Reflasyon Politikaları

ABSTRACT

THE DEBT DEFLATION PHENOMENON, METHODS OF STRUGGLE AND ITS EFFECTS ON MACRO & FINANCIAL VARIABLES

Hamit ÖZMAN

Phd, Economics

Supervisor: Asc. Prof. Dr. Abdullah ÖZDEMİR

2020, 319 pages

The global crisis that started in 2008 led to recession and then deflationary tendencies in many countries. The International Finance Institute (IIF) pointed out that the total global debt level is at a record level as of 3Q-2019, indicating that the total debt amount is \$ 253 trillion (322% of GDP). Debt deflation theory was introduced by I. Fisher in the early 1930s and was developed by Minsky and Bernanke. Debt and deflation concepts are two phenomena that destabilize each other and debt deflation can be defined as a spiral that increases the real credit burden of both households and companies and the probability of permanent depression if it spreads to the general.

The main subject scope of this study is the importance of debt deflation in the economic system, it's risks, the factors that lead to these risks, macroeconomic, financial and psychological effects, responsibilities of the institutions, and related reflation policies to cope with this phenomenon. In addition, comparative macro and econometric analyzes (macro and financial variables affecting economic growth and household indebtedness, effects of debt types on growth) were made from selected country examples. Accordingly, in the PIIGS (Portugal, Italy Ireland, Greece and Spain) countries that caused debt crisis in Europe, the effect of public and household indebtedness on economic growth was negative and the real sector indebtedness was positive before the 2008 crisis. In addition, it was concluded that the variables of inflation, GDP per capita, investment, saving rate and foreign trade deficit affect growth positively and interest rate affected it negatively. After crisis, it was observed that the variables of saving rate and foreign trade openness negatively affected the growth, while there was no change in the effect of other variables. Household

borrowing is critical in economic growth, as emphasized by the debt deflation theory. Therefore, factors affecting household indebtedness in Turkey were examined. Accordingly, unemployment rate, interest rate, population, inflation, housing prices and consumer confidence were determined to be factors that specify indebtedness. Finally, the effect of the types of debt to national income for Turkey, the USA and Japan were examined and it was determined that their effects were different on a country basis.

One of the main objectives of this study is to show that some factors in the economy can increase the size of the imbalance by increasing each other's effects instead of providing balance by interacting. With the history of about 200 years, the basic message of classical economics and then neo-classics was “trust the markets”. In this study, it is aimed to reveal the macroeconomic, financial and psychological dimension of this process by drawing attention to the radical and non-rational changes caused by a panic atmosphere experienced in the markets after an economic or financial distress under excessive debt burden in the case of asset bubble.

The contribution of this study to the literature is to demonstrate that the main factor in excessive contractions and long-term recessions that can be seen in the economy is excessive borrowing. In connection with this idea, it is noteworthy that this debt burden, which has increased with the liberalization in the financial markets, has made countries and households more fragile against the crises and has proposed alternative solutions to reduce the financial vulnerability and present them to the attention of the public and related institutions. Another contribution of the study is that the theory of “social benefit”, which is one of the basic views of classical economics, which can be summarized as “when economic units try to realize the best option for them, maximizes social welfare,” is not in any case in the light of the phenomenon of debt deflation. Finally, it has hoped that these studies and findings may contribute to the realization of a debt spiral risk that may lead to more debt status in developing such as Turkey and developed countries as they pay more debt, then to focus on this risk and ultimately to create an effective understanding of debt, risk and monetary management.

KEYWORDS: Debt Deflation, Economic Crisis, Reflation Policies

ÖNSÖZ

Finansal krizler, ekonomik aktivite üzerinde ciddi olumsuz etki yaratmakla birlikte ekonomik refah için kritik öneme sahip olan temel faktör, bu etkinin süresidir. Keskin ama kısa süreli bir daralma, gerek hanehalklarının tüketim gerekse firmaların üretim ayarlamaları ve devletin aldığı politik önlemlerle belirli bir süre yönetilebilir. Fakat etki sürdükçe, kalıcı gelir ve servet daha fazla zarar görecektir ve bu mekanizmalar ekonomik istikrar bağlamında kırılabilirliğe artmasına, üretkenliğin ve istihdamın azalmasına yol açabilecektir. Bu olgular ışığında, bu çalışmada birçok etki mekanizması aracılığıyla borçluluk ile fiyat düzeyinde oluşabilecek dengesizliklerin yarattığı riskler, neden ve sonuçları ile birlikte incelenmiş olup yapılan ekonometrik analizlerin bulguları ile literatür sentezlenerek, uygulanabilecek olası makro politikaların etkileri tartışılmıştır.

Bu çalışmada öncelikle pek çok konuda bana yol gösterici katkılar sunan, çalışmamın sonuçlanmasında büyük emeği olan, engin bilgi ve tecrübelerinden yararlanma fırsatı bulduğum tez danışmanım Doç. Dr. Abdullah Özdemir'e büyük şükranlarımı sunarım. Tez İzleme Komitesi'nde yer alan Prof. Dr. Yusuf Kaderli ve Dr. Öğr. Üyesi Umut Evlimoğlu'na tüm yoğunluklarına rağmen tez izleme jürilerimde buldukları ve bu süreçte sundukları öneri ile eleştiriler için teşekkürü bir borç bilirim. Üniversitede doktora eğitimime kabul sürecinde jüride yer alan Prof. Dr. İsmet Ateş, Doç. Dr. Ali Petek'e ve doktora eğitimim sırasında kendilerinden çok şey öğrendiğim İktisat Bölümü'nün tüm değerli hocalarına ve beni süreç boyunca destekleyen Prof. Dr. A. Can Bakkalcı'ya gönülden teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, ilkokuldan üniversiteye kadar, bugünlere erişmemi sağlayan tüm öğretmenlerime ve iş hayatında finans sektöründe birlikte keyifle çalıştığım, edindiğim teorik bilgilerimi pratik olarak uygulamama fırsat tanıyan ve deneyimlerini benimle paylaşan tüm yöneticilerime şükranlarımı iletirim.

Son olarak, hayatımın her aşamasında yanımda olup fedakârlığını esirgemeyen anneme, bedenen yanımda olamasa da manevi olarak varlığını tüm kalbimle hissettiğim rahmetli babama, tez çalışması süresince benden desteğini hiç esirgemeyen, anlayış ve sabır gösteren eşim Yeliz'e ne kadar teşekkür etsem azdır. Bu süreçte yoğun çalışma saatleri

nedeniyle yeterince ilgilenemediğim ve ortak zamanlarımızdan çaldığım en büyük neşe kaynağım olan oğullarıma da en içten sevgilerimle.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	i
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.....	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vii
ÖNSÖZ.....	ix
İÇİNDEKİLER	x
ŞEKİLLER DİZİNİ	xvi
ÇİZELGELER/TABLolar DİZİNİ	xvii
GRAFİKLER DİZİNİ.....	xix
EKLER DİZİNİ	xxiii
KISALTMALAR DİZİNİ	xxvi
GİRİŞ.....	1
1. EKONOMİK KRİZ VE BORÇ DEFLASYONU.....	8
1.1. ....Ekonomik Kriz Modelleri	8
1.2. Tarihte Yaşanmış Önemli Ekonomik Krizler (20 & 21.YY)	12
1.2.1. 1929 Büyük Buhan (Great Depression)	13
1.2.2. 1973-74 Petrol Krizi	14
1.2.3. 1987 Wall Street (Black Monday) Krizi	15
1.2.4. 1992-93 ERM Krizi (Döviz Kuru Mekanizması Krizi)	15
1.2.5. 1994-95 Latin Amerika & Türkiye Krizi	16
1.2.6. ....1997-98 Güneydoğu Asya Krizi	18
1.2.7. 1998-99 Rusya & Brezilya Krizi	19

1.2.8.	2000-01 Türkiye & Arjantin Krizi	20
1.2.9.	2008 Küresel Finans Krizi	22
1.2.10.	2010 Avrupa Borç Krizi	24
1.3.	Deflasyon Olgusunun Tanımı, Tarihiçesi ve Önemi	25
1.3.1.	Tanımı	25
1.3.2.	Önemi ve Tarihiçesi	30
1.4.	İktisatçıların Borç Deflasyonuna Bakış Açıları	33
1.5.	Davranışsal İktisadın Teorideki Yeri	40
1.5.1.	Etkin Piyasa Hipotezi ve Eleştiriler	41
1.5.2.	Asimetrik Bilgi Teorisi	42
1.5.3.	Finansal İllüzyon	45
1.6.	Özel Sektör ve Kamu Borcu Arasındaki İlişki	47
1.7.	Borç Deflasyonunu Ortaya Çıkaran Nedenler	52
1.7.1.	Finansal Sistemin Globalleşmesi	52
1.7.2.	Deregülasyon	56
1.7.3.	Düşen Risk Algısıyla Beraber Varlık Balonlarının Oluşması	58
1.7.4.	Aşırı Borçlanma ve Spekülatif Yatırımlar	60
1.7.5.	Finansal Kaynakların Önemli Ölçüde Dolarize Olması	61
1.8.	Borç Deflasyonunun Etkileri	63
1.8.1.	Reel Faiz Artışı	63
1.8.2.	Piyasalarda Güven Kaybı ve Yatırımlarda Azalma	65
1.8.3.	Bankacılık Sektöründe Bozulma	66
1.8.3.1.	Sektörünün Ekonomilerdeki Yeri ve Önemi	67
1.8.3.2.	Sektördeki Zayıflama ve Takipteki Kredilerde Artış	69
1.8.4.	Borçlulardan Alacaklılara Doğru Servet Aktarımı	73

1.8.5.	Toplam Talepte Azalış (Marjinal Tüketim Eğilimlerine Bağlı Olarak)	75
1.8.6.	Borçlanma Olanaklarının Azalması (Yüksek Borçluluk Nedeniyle)	76
1.8.7.	Reel Sektördeki Ticari Karlarda Zayıflama.....	77
1.8.8.	İstihdamda Bozulma	81
1.8.9.	Gelir Dağılımında Bozulma.....	82
1.9.	..... Borç Deflasyonu Sürecinde Bankaların ve Kurumsal Aktörlerin Rolü	84
1.9.1.	Bankaların Rolü.....	85
1.9.2.	Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü.....	88
1.9.3.	Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Rolü	90
2.	REFLASYONİST PARA-MALİYE POLİTİKALARI VE YAPISAL DÜZENLEMELER	91
2.1.	..... Reflasyon Politikaları ve Önemi	95
2.2.	..... Dünyada ve Türkiye’de Para ve Maliye Politikalarının Tarihsel Gelişimi	101
2.2.1.	Para ve Maliye Politikalarında Tarihsel Süreç - Dünya	102
2.2.2.	Para ve Maliye Politikalarında Tarihsel Süreç - Türkiye	105
2.3.	..... Farklı İktisat Ekollerinin Para ve Maliye Politikalarına Yaklaşımı	108
2.3.1.	Döviz Kuru Sistemlerinde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği	111
2.3.1.1.	Sabit Döviz Kuru.....	111
2.3.1.2.	Esnek Döviz Kuru	112
2.3.2.	Politika Uygulamalarında GOÜ ve Gelişmiş Ülke Ayrımı	113
2.3.3.	Kriz Öncesi Uygulan Politikaların Makroekonomik Performansa Etkisi	122
2.4.	..... Para - Maliye Politikaları ve Yapısal Düzenlemeler	125
2.4.1.	Para Politikaları	125
2.4.1.1.	Para Politikaları Amaçları ve Sınırlılıkları.....	126
2.4.1.2.	Para Politikaları Araçları	127
2.4.1.2.1.	Açık Piyasa İşlemleri (APİ).....	129
2.4.1.2.2.	Miktarsal (Parasal) Genişleme	130
2.4.1.2.3.	Kredi Genişlemesi	131
2.4.1.2.4.	Zorunlu Karşılık Sistemi	132
2.4.1.2.5.	Rezervlere Faiz Ödemesi.....	133

2.4.1.2.6. Reeskont Kredisi ve Reeskont Faiz Oranı.....	134
2.4.1.2.7. Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Faiz Koridor Sistemi	135
2.4.1.2.8. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	139
2.4.1.2.9. Döviz Kuru Politikası (Alım-Satım Müdahaleleri ve Sterilizasyon) ..	140
2.4.1.2.10. İletişim Politikası.....	141
2.4.1.2.11. Selektif Kredi Politikası (Firma ve Hanehalkı Kredileri Ayrımı)	142
2.4.1.2.12. Diğer Politika Araçları.....	146
2.4.1.3. Merkez Bankası, Kaydi Para Üretimi ve Senyoraj.....	147
2.4.1.4. Küresel Piyasa Risk Göstergeleri	164
2.4.1.4.1. TED Marjı (TED Spread).....	164
2.4.1.4.2. Küresel Ekonomik Belirsizlik Endeksi	165
2.4.1.4.3. VIX (Volatilite) Endeksi	166
2.4.1.4.4. Markit Endeksi (Küresel Satın Alma Yön. Anketi)	167
2.4.1.4.5. Michigan Tüketici Güven Endeksi.....	167
2.4.1.4.6. JP Morgan EMBI+ Endeksi	168
2.4.1.4.7. Kredi Temerrüt Takas Primi (CDS)	169
2.4.1.4.8. Reel Konut Fiyat Endeksi.....	170
2.4.2. Maliye Politikaları	170
2.4.2.1. Maliye Politikaları Amaçları ve Sınırlılıkları.....	171
2.4.2.2. Maliye Politikaları Araçları.....	171
2.4.2.2.1. Kamu Harcamaları.....	173
2.4.2.2.1.1. Mal ve Hizmet Alımına Yönelik Kamu Harcamaları	179
2.4.2.2.1.2. Kamu Transfer Harcamaları.....	181
2.4.2.2.2. Kamu Gelirleri Politikası.....	182
2.4.2.2.3. Borçlanma Politikası	187
2.4.2.3. Etkin Risk ve Borç Yönetimi	192
2.4.2.3.1. Risk Yönetimi.....	193
2.4.2.3.1.1. Kredi Riski	193
2.4.2.3.1.2. Likidite Riski	194
2.4.2.3.1.3. Piyasa Riski.....	200
2.4.2.3.1.4. Operasyonel Risk	204
2.4.2.3.2. Borç Yönetimi	204
2.4.2.3.2.1. Reel Faiz Haddi >Ekonomik Büyüme Durumunda.....	205

2.4.2.3.2.2.	Farklı Büyüme Hızlarının Olduğu Durumda	206
2.4.2.3.2.3.	Farklı Reel Faizlerin Olduğu Durumda	207
2.4.2.3.2.4.	Belirli Senyoraj Geliri Durumunda.....	208
2.4.2.3.2.5.	Faiz Dışı Açık > Senyoraj Geliri Durumunda	209
2.4.2.4.	Borç Likidasyonunda Ortodoks ve Heteredoks Politikalar.....	209
2.4.2.5.	Borç Sınırı, Mali Kural ve Mali Politika Manevra Alanı.....	213
2.4.3.	Yapısal Düzenlemeler.....	221
2.4.3.1.	Mali Şeffaflık	222
2.4.3.2.	Merkez Bankası Bağımsızlığı	225
2.4.3.2.1.	Araç Bağımsızlığı ve Amaç Bağımsızlığı	226
2.4.3.2.2.	Ekonomik Bağımsızlık	226
2.4.3.2.3.	Politik Bağımsızlık	226
2.4.3.2.4.	Yasal Bağımsızlık ve Pratikte Bağımsızlık	226
3.	LİTERATÜR VE MAKRO - EKONOMETRİK ANALİZ	230
3.1	.....Literatür İncelemesi	230
3.1.1	Ekonomik Büyüme Etkileyen Faktörler	231
3.1.2	Hanehalkı Borçluluğunu Belirleyen Faktörler.....	245
3.1.3	Konu Hakkında Diğer Teorik ve Ampirik Çalışmalar.....	249
3.2	.....Karşılaştırmalı Makro Analiz	269
3.2.1	Kriz Öncesi ve Sonrası Makro ile Finansal Değişkenlerin Gelişimi.....	269
3.3	.....Ekonometrik Analiz	276
3.3.1	Ekonomik Büyüme Etkileyen Makro ve Finansal Değişkenler (PIIGS Ülkeleri) : Panel Veri Analizi.....	276
3.3.1.1	Ekonometrik Metodoloji: Panel Veri Analizi	277
3.3.1.2	Ampirik Bulgular	278
3.3.2	Türler Bazında Borç Analizi ve Hanehalkı Borçluluğunu Etkileyen Faktörler (Türkiye, ABD ve Japonya).....	283
3.3.2.1	Ekonometrik Metodoloji: ARDL Sınır Testi Analizi & VAR Analizi	283
3.3.2.1.1	Türkiye	285
3.3.2.1.2	ABD.....	289
3.3.2.1.3	Japonya.....	290
3.3.2.2	Ampirik Bulgular	291

3.3.2.2.1	Türkiye	291
3.3.2.2.1.1	Hanehalkı Borçluluğunu Etkileyen Faktörler (ARDL Sınır Testi Modeli) 292	
3.3.2.2.1.2	Türler Bazında Borç Analizi (VAR Modeli, Etki-Tepki Fonksiyonu ve Varyans Ayrıştırma) : Bulgular	295
3.3.2.2.2	ABD Borç Analizi: Bulgular	297
3.3.2.2.3	Japonya Borç Analizi: Bulgular	298
3.3.3	Türkiye Özel Sektör Borçluluğu Öngörü Projeksiyonu	301
3.3.3.1	Ekonometrik Metodoloji: ARIMA (Oto regresif Tümlleşik Hareketli Ortalama) Modeli.....	301
3.3.3.2	Ampirik Bulgular	303
4.	TARTIŞMA VE SONUÇ	304
5.	KAYNAKLAR	320
6.	EKLER	345
	ÖZGEÇMİŞ	386

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Kriz Türleri.....	9
Şekil 1.2. Fisher Kanalı	31
Şekil 1.3. Minsky Kanalı	36
Şekil 1.4. Bernanke Kanalı	39
Şekil 2.1. Küresel Likiditenin Kompozisyonu	150
Şekil 2.2. Vergi Durumunda Nedensellik Bağı	173
Şekil 2.3. Kamu Harcamalarındaki Nedensellik Bağı	173
Şekil 2.4. Deflasyonist Açık	177
Şekil 2.5. Risk Türleri.....	193
Şekil 3.1. Birim Kök Testleri.....	284

ÇİZELGELER/TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Ülke Para Birimlerinin Günlük Standart Sapmaları (\$'a Karşı)	17
Tablo 1.2. Dünyadaki Enflasyon Sepetleri – Ağırlıklar	28
Tablo 1.3. Gelişmiş Ülkelerdeki Kurtarma Paketleri	48
Tablo 1.4. Rezervlerinde ABD Tahvili Taşıyan Ülkeler	51
Tablo 1.5. Derecelendirme Kuruluşları Pazar Payı -2017	88
Tablo 2.1. Ülkeler Bazında Yıllık Enflasyon Oranları	98
Tablo 2.2. Ülkelerin Kişi Başına Düşen Gelirlerinin ABD'nin Kişi Başı Gelirine Oranı.....	98
Tablo 2.3. Ülkeler Bazında Toplam Kamu Harcamalarının Milli Gelire Oranı.....	103
Tablo 2.4. Beşeri Sermaye Endeksi	118
Tablo 2.5. Finansal Aktifler- Türkiye (GSYH' ye oranı, %).....	128
Tablo 2.6. TCMB Güncel Zorunlu Karşılık Oranları	133
Tablo 2.7. İhracat Reeskont Kredilerin Döviz Rezervlerine Katkısı (TR).....	135
Tablo 2.8. Çalışan Kişi Başına Katma Değer (TL)	145
Tablo 2.9. Türkiye'de Sektörel Kredi Dağılımı (31.12.2018).....	146
Tablo 2.10. Mevduat Karşılığı Verilen Kredi Miktarı.....	148
Tablo 2.11. Ülkelerde Yürürlükteki Zorunlu Karşılık Oranları	156
Tablo 2.12. Mevduat Güvencesinin Toplam Mevduat İçindeki Payı-TR	158
Tablo 2.13. Ülkelerin Nakit Bağımlılık Sıralaması	161
Tablo 2.14. Toplam Para Stokunda Kaydi Para Ağırlığı.....	162
Tablo 2.15. Dünyada Toplam Dolaşımdaki Paradan Ülkelerin Aldığı Paylar	163
Tablo 2.16. Merkezi Bütçeden Harcama Türlerine Ayrılan Pay	174
Tablo 2.17. Harcama Çarpanları (TR)	178
Tablo 2.18. Ülkeler Bazında Kamu Transfer Harcamalarının Tarihsel Gelişimi.....	182
Tablo 2.19. Gelir ve Kar Üzerinden Alınan Vergilerin Toplam Vergi Gelirlerindeki Payı	186
Tablo 2.20. Belli Başlı Vergilerde Tahsilat/Tahakkuk Oranları (TR, %)	187
Tablo 2.21. 2007-2009 Yılları Arasındaki Geriye Dönük Test Sonuçları.....	197
Tablo 2.22. Banka Bilançolarındaki Tahvil Kompozisyonu (TR)	200
Tablo 2.23. Tahvil Durasyonu Hesaplaması.....	202
Tablo 2.24. Reel Faiz >Ekonomik Büyüme Durumunda Kamu Borç Stokunun Gelişimi..	206
Tablo 2.25. Farklı Büyüme Hızları Olduğu Durumda Kamu Borç Stokunun Gelişimi	206
Tablo 2.26. Farklı Reel Faizlerin Olduğu Durumda Kamu Borç Stoklarının Gelişimi.....	207

Tablo 2.27. Belirli Senyoraj Geliri Durumda	208
Tablo 2.28. Belirli Bir Senyoraj ve Reel Faiz Durumda Kamu Borç Stoklarının Gelişimi	208
Tablo 2.29. Faiz Dışı Açık > Senyoraj Geliri Durumunda Kamu Borçlarının Gelişimi	209
Tablo 2.30. Borç Sınırının ve Manevra Alanının GSYH' ye Oranı	218
Tablo 2.31. Ülkeler Bazında Bütçe Açığı/Fazlası (Milli Gelire Oranla).....	219
Tablo 2.32. Hazine Garantili Dış Borç Stoku Gelişimi - TR (2009-2018).....	220
Tablo 2.33. Yolsuzluk Algısı Endeksi - 2018.....	224
Tablo 2.34. Merkez Bankaları Bağımsızlık Endeksi	229
Tablo 3.1. Kriz Öncesi ve Sonrası İşsizlik Oranları	253
Tablo 3.2. Borç Servis Rasyosu %30'un Üzerinde Olan AB Ülkeleri	255



GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1.1. Büyük Buhran - Depresyon.....	14
Grafik 1.2. Döviz Kuru ve Rezervler- Arjantin.....	21
Grafik 1.3. Panik Satışı – S&P 500	41
Grafik 1.4. Risk ve Faiz Oranı.....	44
Grafik 1.5. Özel Sektör ve Kamu Borcu Büyümesi	50
Grafik 1.6. Kemer Sıkma Politikaları – Büyüme İlişkisi.....	50
Grafik 1.7. Özel Sektör Borcunda Hazine Garantilerinin Gelişimi.....	51
Grafik 1.8. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$)	56
Grafik 1.9. Cari Açık ve Reel Konut Fiyatları Değişimi.....	60
Grafik 1.10. Reel Efektif Döviz Kuru Etkileri	63
Grafik 1.11. Fayda & Gelir İlişkisi.....	64
Grafik 1.12. Borsa ve Korku Endeksi (VIX).....	66
Grafik 1.13. İhtiyaç Kredisi Yaşlandırma Analizi (2011-2014).....	72
Grafik 1.14. Takipteki Krediler (TGA) Oranları – AB	73
Grafik 1.15. Toplam Arz (AS) & Toplam Talep Grafiği (Kısa Dönem).....	74
Grafik 1.16. AB’de Bankaların Uygulamış Oldukları Kredi Standartlarının Gelişimi	76
Grafik 1.17. Dünya Firma Karlılık Oranları.....	78
Grafik 1.18. Toplam Finansal Ödemeler	80
Grafik 1.19. Toplam Finansal Ödemeler	80
Grafik 1.20. Gelir Dağılımı – Gini Katsayısı	82
Grafik 1.21. Borsa ve Emlak Piyasası Getirileri.....	83
Grafik 1.22. %1’lik En Zengin Kesimin Toplam Varlıktan Aldığı Pay.....	84
Grafik 2.1. Krizde Uygulanan Para Politikasının Yıllık Enflasyona Etkisi (%)	94
Grafik 2.2. Global PMI Endeksi - Üretim	95
Grafik 2.3. 5 yıllık Enflasyon Beklentileri - ABD.....	95
Grafik 2.4. Yerel Otoritelerce Toplanan Vergilerin Toplam Vergilerdeki Payı (2016).....	103
Grafik 2.5. Kamu Gelirlerinin Kamu Harcamalarına Oranı – Tarihsel Gelişim	106
Grafik 2.6. Türkiye’ de Vergi Kalemlerinin Toplam Gelir İçindeki Payları.....	107
Grafik 2.7. Bazı Ülkelerdeki Standart KDV Oranları (%)	115
Grafik 2.8. Kurumlar Vergisinin Dünya Genelinde Dağılımı	115

Grafik 2.9. AB Ülkelerinde Vergi Gelirlerinin Dağılımı	122
Grafik 2.10. Borçluluk Oranı -Türkiye (GSYH'ya oranı, %).....	129
Grafik 2.11. FED Bilançosu Kompozisyonunun Değişimi	132
Grafik 2.12. TCMB Faiz Koridoru (2002-2009).....	136
Grafik 2.13. TCMB Faiz Koridorunun Asimetrik Görünümü (2010-2020).....	136
Grafik 2.14. Ağırlıklı Ort. Fonlama Maliyeti ve Toplam Fonlama Miktarı (2011-2020) ...	138
Grafik 2.15. TCMB Faiz Koridoru- 1 Haftalık ve Gecelik Repo Faizi (2018-2020).....	139
Grafik 2.16. Hanehalkı Borcunun Harcanabilir Gelir İçerisindeki Oranı (2018).....	143
Grafik 2.17. Hanehalkı Borcunun Harcanabilir Gelir İçerisindeki Oranı - Türkiye	143
Grafik 2.18. Çalışan Kişi Başına Katma Değer Endeksi (2010=100)	145
Grafik 2.19. 1960-2010 Dünyada Para Arzı Büyümesi.....	150
Grafik 2.20. Banka Varlıkları ve Kredi-Para Arzı Artış Hızları.....	151
Grafik 2.21. Parasal Büyüklüklerin Yıllık Değişimi- TR(2006-2017).....	153
Grafik 2.22. ABD M1- M2 Para Stoku Kırılımı (Mart-2019).....	154
Grafik 2.23. ABD Mevduat Sigorta Fonu Bütçesi (milyar \$)	157
Grafik 2.24. Mevduat Güvenlik Ağı Endeksi (Safety Net)	159
Grafik 2.25. Gelir Dağılımı Eşitsizliği vs. Banka Kredileri /Milli Gelir	160
Grafik 2.26. Gelir Dağılımı (1985-2014)	161
Grafik 2.27. TED Marjı (TED Spread).....	165
Grafik 2.28. Küresel Ekonomik Belirsizlik Endeksi	166
Grafik 2.29. VIX Volatilite Endeksi	166
Grafik 2.30. Markit Endeksi (Satın AlmaYön. Anketi).....	167
Grafik 2.31. Michigan Güven Endeksi	168
Grafik 2.32. EMBI G.O.Ü Tahvil Endeksi & EMBI Türkiye Endeksi	169
Grafik 2.33. Türkiye- 5 Yıllık CDS Primi (2016-2020).....	169
Grafik 2.34. Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi - ABD	170
Grafik 2.35. Kamu Harcamalarının Milli Gelire Oranı (2017)	174
Grafik 2.36. Harcama Çarpanları (ABD ve AB)	180
Grafik 2.37. Gelir Gruplarına Göre Marjinal Tüketim Eğilimi	181
Grafik 2.38. Vergi Gelirlerinin Milli Gelire Oranı (2017)	183
Grafik 2.39. Toplam Vergi Gelirinin Milli Gelire Oranı (Tarihsel Gelişim)	185
Grafik 2.40. Hisse Senedi &Tahvildeki Volatilite.....	190

Grafik 2.41. Verim Eğrisi	191
Grafik 2.42. Bankacılık Sektörü Risklerine Esas Tutarlar	194
Grafik 2.43. Bankacılık Sektörü- Sermaye Yeterlilik Rasyosu- Türkiye	194
Grafik 2.44. Sendikasyon & Seküritizasyon Kredilerinin Pasif İçindeki Payı.....	199
Grafik 2.45. Bankacılık Sektörü- Likidite Yeterlik Oranı- Türkiye	200
Grafik 2.46. USD Tahvil ve Hisse Senedi Getirileri (1980-2017)	202
Grafik 2.47. Kamu Borç Stoku- Gelişmiş Ülkeler (1800-2014)	210
Grafik 2.48. Reel Faiz Oranı Frekans Dağılımı - İngiltere	212
Grafik 2.49. Kamu Borç Stokunun Tarihsel Gelişimi- Gelişmiş ve GOÜ (1900-2011)	213
Grafik 2.50. Mali Kural Uygulayan Ülkeler (2015)	215
Grafik 2.51. Kamu Borcu-Döviz Bileşimi Eşik Değerleri	217
Grafik 2.52. Hazine Borç Stokunun Milli Gelire Oranı - TR.....	217
Grafik 2.53. AB Tanımlı Genel Yönetim Toplam Borç Stoku / GSYH (Türkiye)	221
Grafik 2.54. Açık Bütçe Puanı.....	224
Grafik 2.55. Yolsuzluk Algı Endeksi ve Demokrasi Endeksi	225
Grafik 2.56. Merkez Bankaları Bağımsızlık Endeksi	227
Grafik 3.1. Türkiye - Hanehalkı Nihai Tüketim Harcamaları (yıllık büyüme, %).....	250
Grafik 3.2. Nihai Tüketim Harcamalarının Milli Gelire Oranı (2018).....	250
Grafik 3.3. Tüketici Kredileri Değişimi - ABD (yıllık büyüme, %)	251
Grafik 3.4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı – PMI Endeksi.....	256
Grafik 3.5. Sanayi Üretimi ve Türkiye Satın Alma Yöneticileri Endeksleri.....	256
Grafik 3.6. Kredi Temerrüt/Takas Primi (CDS) – Türkiye (5 Yıl Vadeli).....	259
Grafik 3.7. Finansal Piyasalar Endeksi – BIST-100.....	260
Grafik 3.8. Finansal Piyasalar Endeksi – Genel Görünüm (Avrupa, 2017)	261
Grafik 3.9. ABD S&P 500 Firmalarının Borsadaki Ağırlıkları (ilk-10 firma).....	261
Grafik 3.10. BIST-100 Firmalarının Borsadaki Ağırlıkları (ilk-10 firma).....	262
Grafik 3.11. Yıllık Kredi ve Para Arzı Büyümesi - AB	263
Grafik 3.12. Finansal Koşullar Endeksi – Türkiye (2006-2019)	264
Grafik 3.13. Tahvil Verim Eğrisi - ABD	266
Grafik 3.14. Tahvil Verim Eğrisi - Türkiye.....	266
Grafik 3.15. Ülke Gruplarındaki Ortalama Karlılık Oranı	267
Grafik 3.16. Tarihsel Temerrüt Oranları - ABD.....	268

Grafik 3.17. Moody's - Temerrüt Öncesi Not İndirimleri (1983-2017 ve 2017 Ort.).....	268
Grafik 3.18. Not İndirimi ve Not Artışlarının Karşılaştırılması	268
Grafik 3.19. Toplam Kredi Gelişimi.....	269
Grafik 3.20. Reel Sektör Firmaları Toplam Kredi Kullanımı	270
Grafik 3.21. Hanehalkı Kredi Gelişimi (Ülke Grupları Bazında)	270
Grafik 3.22. Kamu Borçluluk Gelişimi (Ülke Grupları Bazında)	271
Grafik 3.23. Borç-Servis Rasyosu (Gelişmekte Olan Ülkeler).....	271
Grafik 3.24. Borç-Servis Rasyosu (Gelişmiş Ülkeler)	272
Grafik 3.25. Kişibaşına Düşen Milli Gelir (SGP, \$).....	273



EKLER DİZİNİ

EK.1 MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜME İLİŞKİN GRAFİKLER	345
Grafik. 3.1: Özel Sektöre Verilen Toplam Krediler (PIIGS Ülkeleri).....	345
Grafik. 3.2: Hanehalkı Kredi Büyümesi (PIIGS Ülk. ve Seçilmiş Ülkeler)	345
Grafik. 3.3: Kamu Kredi Borçluluğu (PIIGS Ülkeleri)	346
Grafik. 3.4: Tüketici Güven Endeksi (OECD Ülkeleri)	346
Grafik. 3.5: Risk Primi (Kredi- Dev. Tahvil Faizi Marjı, Dünya).....	347
Grafik. 3.6: Yıllık Borsa Getirileri (PIIGS Ülkeleri).....	347
Grafik. 3.7: Hisse Senedi Piyasası Büyüklüğü (Ülkeler Bazında)	348
Grafik. 3.8: Bankacılık Sektörü Görünümü - Z Skoru	348
Grafik. 3.9: Bankacılık Sektörü Görünümü - Özsermaye Karlılığı (ROE)	349
Grafik. 3.10: Bankacılık Sektörü Görünümü - Aktif Karlılık (ROA)	349
Grafik. 3.11: PIIGS Ülkeleri Bankacılık Sektörü Görünümü - Aktif Karlılık (ROA) ...	350
Grafik. 3.12: Bankacılık Sistemi Kredi/Mevduat Oranı	350
Grafik. 3.13: PIIGS Ülkeleri – 10 Yıllık Devlet Tahvili Faizleri	351
Grafik. 3.14: PIIGS Ülkeleri – M3 Para Arzı	351
Grafik. 3.15: PIIGS Ülkeleri Konut Fiyatları Endeksi	352
Grafik. 3.16: AB Hanehalkı Tasarruf ve Yatırım Oranı	352
Grafik. 3.17: AB ve Türkiye Hanehalkı Finansal Varlık Kompozisyonu	353
Grafik. 3.18: AB ve Türkiye Hanehalkı Finansal Yükümlülükler	353
EK. 2.1. EKONOMETRİK ANALİZLERİN ÇIKTILARI (TABLOLAR)	354
Tablo. 3.1: Korelasyon Matrisi (Makro ve Finansal Değişkenler).....	354
Tablo. 3.2: Klasik Modelin Tesadüfi Etk. Modeline Karşı Testi (Zaman Etkisi)	354
Tablo. 3.3: Klasik Modelin Tesadüfi Etkiler Modeline Karşı Testi (Birim Etki).....	355
Tablo. 3.4: Panel Veri Analizi (Havuzlanmış EKK- Pooled OLS)	355
Tablo. 3.5: Panel Veri Analizi (Havuzlanmış EKK- Pooled OLS) D.SH (1998-2007) .	356
Tablo. 3.6: Klasik Modelin Rassal Etkiler Modeline Karşı Testi (Zaman Etkisi).....	356
Tablo. 3.7: Klasik Modelin Rassal Etkiler Modeline Karşı Testi (Birim Etki).....	357
Tablo. 3.8: Hausmann Testi	357
Tablo. 3.9: Panel Veri Analizi (Sabit Etkiler Modeli).....	358
Tablo. 3.10: Tanısal Test Sonuçları	358

Tablo. 3.11: Panel Veri Analizi (Sabit Etkiler Modeli) D.SH.	359
Tablo. 3.12: ARDL Analizi ve Sınır Testi.....	359
Tablo. 3.13: Hata Düzeltme Modeli (ECT)	360
Tablo. 3.14: Varyans Ayırıştırma	360
Tablo. 3.15: Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	361
Tablo. 3.16: Otokorelasyon Testi	361
Tablo. 3.17: Varyans Ayırıştırma	361
Tablo. 3.18: Eşbütünleşme Analizi.....	362
Tablo. 3.19: Hata Düzeltme Modeli	362
Tablo. 3.20: F Sınır Testi Tablosu – Uzun Dönem İlişki (1970-2018).....	362
Tablo. 3.20: F Sınır Testi Tablosu – Uzun Dönem İlişki (2008-2018).....	363
Tablo. 3.21: Hata Düzeltme Modeli - Kısa Dönem İlişki- 1970-2018	363
Tablo. 3.22: EKK ANALİZİ.....	364
Tablo. 3.23: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi.....	365
Tablo. 3.24: Eşbütünleşme Testi.....	365
Tablo. 3.25: Otokorelasyon Testi	365
Tablo. 3.26: Çoklu Doğrusallık Testi	366
Tablo. 3.27: Değişen Varyans Testi.....	366
Tablo. 3.28: Otokorelasyon Testi	366
EK. 2.2. EKONOMETRİK ANALİZLERİN ÇIKTILARI (GRAFİK)	367
Grafik. 3.19: ABD Büyüme – Konut Fiyatları – Enflasyon – İşsizlik (Yıllık Değ.)	367
Grafik. 3.20: ABD: Tüketici Güven Endeksi – Tüketim Harcamaları – Reel Sektör + Hanehalkı Borçluluk Oranları - S&P 500 Borsa Getirisi (Yıllık Değişim)	367
Grafik. 3.21: Japonya: Büyüme – Konut Fiyatları – Enflasyon – İşsizlik (Yıllık Değ.)	368
Grafik. 3.22: Japonya Tüketici Güven Endeksi – Tüketim Harcamaları – Reel Sektör + Hanehalkı Borçluluk Oranları - Nikei Borsa Getirisi (Yıllık Değişim).....	368
Grafik. 3.23: İşsizlik & Aktif Karlılık ve Takipteki Krediler (1998-2007)	369
Grafik. 3.24: Tüketici Güveni ve Konut Fiyatları (1998-2007)	369
Grafik. 3.25: Borsa ve M3 Para Arzı (1998-2007)	370
Grafik. 3.26: İşsizlik & Aktif Karlılık ve Takipteki Krediler (2008-2018)	370
Grafik. 3.27: Tüketici Güveni ve Konut Fiyatları (2008-2018)	371
Grafik. 3.28: Borsa ve M3 Para Arzı (2008-2018)	371
Grafik. 3.29: Uygun Gecikme Uzunluğu.....	372
Grafik. 3.30: Etki- Tepki Analizi.....	373

Grafik. 3.31: Regresyon Analizi (Borçluluk ve Tüketici Güv., Konut Fiyatları) - TR...	374
Grafik. 3.32: Regresyon Analizi (Borçluluk ve Tüketici Güveni) - ABD.....	374
Grafik. 3.33: Regresyon Analizi (Borçluluk ve Enflasyon, Gelir)	374
Grafik. 3.34: Regresyon Analizi (Borçluluk ve İşsizlik, Faiz Oranı)	375
Grafik. 3.35: Makro ve Finansal Göstergeler (Türkiye)	375
Grafik. 3.36: AR (Ters Kök) Polinomu	376
Grafik. 3.37: Etki- Tepki Analizleri.....	377
Grafik. 3.38: ARDL Model Seçimi / Optimal Gecikme Uzunluğu	378
Grafik. 3.39: Yapısal Kırılma Analizi (CUSUM).....	378
Grafik. 3.40: AR (Ters Kök) Polinomu	379
Grafik. 3.41: Normal Dağılım Testi.....	379
Grafik. 3.42: Yapısal Kırılma Testi (CUSUM)	379
Grafik. 3.43: Model Öncesi Serileri Korelogram Analizi	380
Grafik. 3.44: Seçilen Uygun Modelin Kalıntılarının Korelogram Analizi	380
3.45: Toplam Özel Sektör Borcunun 2020-2023 Dönemi Tahmini	381
EK. 3.1. RMD (RİSKE MARUZ DEĞER) ANALİZİ (VAR MODELİ) -	
TABLolar	382
Tablo. 3.29: RMD (VaR) Analizi – Varyans & Kovaryans Matrisi.....	382
Tablo. 3.30: RMD (VaR) Analizi – Elde Tutma Süresi ve VaR Değeri	383
EK. 3.2. RMD (RİSKE MARUZ DEĞER) ANALİZİ (VAR MODELİ) -	
GRAFİKLER	384
Grafik. 3.46: Portföy Elde Tutma Süresine Göre RMD	384
Grafik. 3.47: Risk Çeşitlendirmesine Göre RMD.....	384
Grafik. 3.48: Volatiliteye Göre RMD	385

KISALTMALAR DİZİNİ

AB: Avrupa Birliği

APİ: Açık Piyasa İşlemleri

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

BEA: Ekonomik Araştırma (Analiz) Bürosu (Bureau of Economic Analysis)

BIS: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank of International Settlement)

BoE: İngiltere Merkez Bankası

BoJ: Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan)

BRIC: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin

CDO: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralised Debt Obligations)

CDS: Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap)

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri.

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı.

DTÖ: Dünya Ticaret Örgütü

DXY: Dolar Endeksi

ECB: Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)

EFSS: Avrupa Finansal İstikrar Kuruluşu (European Financial Stability Facility)

EME: Gelişmekte Olan Ekonomiler (Emerging Market Economies)

ERM: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (European Exchange Rate Mechanism)

EUROSTAT: Avrupa İstatistik Kurumu

FDIC: ABD Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation)

FED: Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve Board)

GSMH: Gayri Safi Milli Hâsıla

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

HICP: Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (The Harmonised Index of Consumer Prices)

HDI: İnsani Kalkınma Endeksi (Human Development Index)

IMF: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

BIST-100: Borsa İstanbul-100 Endeksi

KDV: Katma Değer Vergisi

KİT: Kamu İktisadi Teşekkülleri

KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi.

NAFTA: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement)

OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)

ÖTV: Özel Tüketim Vergisi

REER: Reel Efektif Döviz Kuru

RMD: Riske Maruz Değer = (VAR: Value at Risk)

ROA: Aktif Karlılık (Return on Asset)

ROE: Sermaye Karlılığı (Return on Equity)

SEC: ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (US Securities & Exchange Commission)

SIV: Yapılandırılmış Yatırım Araçları (Structured Investment Vehicles)

SWIFT: Uluslararası Para Transfer Sistemi (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TGA: Takibe Giren Alacaklar

TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (United Nation Conference on Trade and Development)

WB: Dünya Bankası (World Bank)

GİRİŞ

Finansal istikrar, genel bir kabul olarak ekonominin kredi, likidite gibi finansal riskleri fiyatlandırma, dağıtma ve yönetme mekanizmalarının, ekonominin performansına yeterli katkı sağlayacak düzeyde sağlıklı işleyebilmesi şeklinde ifade edilmektedir. T.C Merkez Bankası (TCMB) ise finansal istikrarı, “finansal sistemin dengelerini bozabilecek beklenmedik durumlara karşı ekonominin dayanıklılığı” şeklinde tanımlamaktadır.¹ Bu noktadan hareket ile güçlü ve etkin işleyen bir finansal sistemin varlığı, finansal istikrarın sürdürülebilmesi noktasında temel öncüllerin başında gelmekte olup para ve maliye politikalarının etkinliğini de büyük ölçüde arttıran önemli bir olgudur.

Ekonomik aktiviteler, finansal ve reel birikimin birbirleriyle olan karşılıklı etkileşimden ortaya çıkar ve bu aktiviteler o ülkedeki ekonomik büyüklüğü oluşturur. Bu nedenle eğer bu iki unsur arasında yeterli seviyede bir karşılıklı ilişki kurulamaz ise o ülkede krizin ortaya çıkması kaçınılmaz bir sonuçtur. Özellikle 1980 sonrası uluslararası ekonomik ilişkilerin artmasıyla birlikte ekonomik ve finansal alanda küreselleşme sürecinin ivme kazanması sonucunda, birçok ülkede yüksek sermaye akımlarının etkisi ile mali yapıdaki kırılganlıklar artmıştır.² Nitekim son yaşanan 2008 Küresel Krizi, birçok ekonomide ilk olarak resesyona ardından deflasyonist gelişmelere neden olmuştur.

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) 2019 yılının üçüncü çeyreği itibariyle toplam küresel borç düzeyinin tarihi rekor seviyede olduğuna dikkat çekerek toplam borç miktarının 253 trilyon \$ olduğunu belirtmektedir. Bu rakam küresel milli gelirin % 322'sine denk gelmektedir (IIF Global Debt Monitor, 2020: 1). Söz konusu veri, ekonomik finansal krizin yaşandığı 2008-2009 döneminin bile üzerindedir. IMF yapmış olduğu bir başka çalışmada, kredi/GSYİH oranının beş yıl içinde % 30'dan fazla artmasını baz alarak dünyada 43 kredi balonu belirlemiş ve bunlardan beşi hariç hepsi önemli bir büyüme yavaşlaması veya finansal krizle sonuçlanmıştır (Chen ve Kang,2018: 8). 2019 yılı sonunda, finansal olmayan şirket tahvillerinin stok değeri, 13,5 trilyon USD'ye ulaşarak tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Özel şirketlerin yeni tahvil ihraçları dünya

¹ IMF'ye (2001) göre “finansal istikrarın unsurları, mevduat kabul eden finansal kuruluşlar, diğer finansal kuruluşlar, reel sektör, hanehalkı, piyasadaki likidite, konut piyasası ve makroekonomik göstergelerdir.”

² Battini vd. (2015) olumsuz koşullar karşısında daha büyük daralmalara ve deflasyonlara yol açtığı için yüksek kamu borçlarından ziyade yüksek özel sektör borcunu daha ciddi bir makro-mali kırılganlık kaynağı olarak görmektedir.

genelinde 2000-2007 döneminde yıllık bazda ortalama 879 milyar \$ iken 2008-2019 döneminde 1,8 trilyon \$ 'ye yükselmiştir. Dünyanın en büyük ekonomisi ABD'de finans dışı sektörün borçluluk durumu özellikle son on yılda giderek kötüleşmektedir. Çin'de ise durum daha tehlikeli bir hal almış olup ülke 2007'de düşük borçluluğa sahip ülke sınıfında iken şu an ABD'den daha kötü duruma gelmiştir. Çin'in borç yükü, günümüzde ABD, İngiltere ve İtalya gibi gelişmiş ülkelerin borç düzeyine yükselmiştir. Ülkenin toplam borcu 2019'un ilk çeyreğinde GSYİH'nın % 303'üne yükselmiştir (Reuters, 2020). 1980 yılında dünyanın yedinci büyük, şu anda ise ikinci büyük ekonomisi olan Çin, agresif büyüme pahasına borç yükünü arttırmıştır. Nitekim son 20 yılda sürekli cari fazla veren bu ülke, 2018 yılının ilk çeyreğinde yurtdışı tüketim mallarına olan canlı talep nedeniyle cari açık vermiştir. Birçok ekonomist tarafından, Çin'in yapısal, demografik ve politik faktörler göz önüne alındığında, artık önceki yıllardaki cari fazla rakamlarına ulaşmasının oldukça zor olduğu ifade edilmektedir. Buradaki asıl problem ise Çin'in hala orta gelire sahip bir ekonomiyken bu borç düzeyine erişmesidir. Düşük bir gelir seviyesinde bu borçlanmayı sürdürmek, Çin'in gelişmiş bir ekonomiye doğru ilerlemesini zorlaştırıcı bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

Avrupa'ya bakıldığında, kamu borcunun milli gelire oranı krizin hemen öncesine göre kriz döneminde % 60'lardan 2019'un ilk yarısı itibariyle % 87'lere kadar artar iken hanehalkı borçluluğu krizi öncesi dönemde (2000-2008) sert bir şekilde yükselmiş % 45'lerden % 60'lara kadar ulaşmıştır (Trading Economics & CEIC, 2019). Toplam kredi büyüme hızı, Avrupa'nın görece daha düşük gelir grubundaki ülkelerinde daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. 2004-2007 yılları arasında AB'ye sonradan katılan EU-9 ülkelerinde kümülatif sermaye girişi, 1992'de yaşanan Asya krizi öncesindeki sermaye girişini üç kat aşmıştır. Bu ülkelerde yaşanan likidite bolluğu finansal risk iştahını artmış, hanehalkı ve ticari firmaların kredi borçluluk oranlarını hızlı bir şekilde yükseltmiştir. Yaşanan bu kredi balonu, söz konusu ülkelerde önemli oranda talep patlaması yaşanmasına ve buna bağlı olarak belirli bir düzeyde milli gelir artışına yol açmıştır. Fakat bu durum, dengesizliklerin artması ile ilgili ülkelerde finansal kırılganlıkların büyümesini de beraberinde getirerek enflasyon artışına, yüksek cari açığa ve reel efektif döviz kurunun rekabeti olumsuz yönde etkileyecek seviyelere gelmesine neden olmuştur. Aşırı ısınma sadece enflasyon ve ücretlerde değil aynı zamanda konut fiyatlarında da sert yükselişlere yol açmıştır. Küresel krizin başladığı yıl olan 2008 yılına gelindiğinde ise bu ülkelerin dış borç oranları hem milli gelire oranla hem de ithalata oranla tarihi en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Global krizin

başlangıç aşamasında likiditenin hızlı bir şekilde bu ülkelerden geri çekilmesi ile birlikte özellikle Baltık ülkelerinde büyüme oranlarında oldukça sert bir düşüş yaşanmıştır.³

Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) de benzer eğilimin yaşandığı ve mali yapının giderek bozulduğu geniş tabanlı olarak görülmektedir. 1990'ların ortalarından bugüne GOÜ'lerde genel kamu borç düzeyi, % 30'lardan milli gelirin % 51,4'üne yükselmiştir. Çin kapsam dışı tutularak yapılan hesaplamalarda ise bu oran yine tarihi yüksek seviye olan % 48'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Bozulma, Arjantin gibi kimi ülkelerde ağırlıklı olarak dış borç düzeyinde oluşur iken Brezilya, Hindistan gibi ülkelerde ise iç borçlanma şeklinde meydana gelmiştir. Kamu borç sektöründeki bu dramatik yükselişe özel sektör de eşlik etmiş ve 1995-2018 döneminde özel sektör borçluluğu milli gelirin % 35'li seviyelerinden % 112'lere sert bir şekilde yükselmiştir (IMF, 2019).

Kasım-2019 tarihli Finansal İstikrar Raporu'nda TC Merkez Bankası, başta reel sektör ve kamu sektörü borçluluğu olmak üzere küresel borçluluğun sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkeler için bir kırılma faktörü niteliğini koruduğunu vurgulamıştır. İlgili raporda Türkiye'nin borçluluk düzeylerine ilişkin olarak; firmaların toplam finansal borç yükü, döviz kuru gelişmelerinin etkisiyle 2019 yılı Ağustos ayı itibarıyla % 58 düzeyinde gerçekleşmiş olmakla birlikte reel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı G-20 ülkeleri, GOÜ ve küresel ortalamanın altında bulunmaktadır. Hanehalkı borçluluğu düşük seviyelerini korumakta olup 2019 yılı ilk yarısında hanehalkı borçluluğunun GSYİH'ye oranı gelişmekte olan ülkelerde ortalama % 42 iken Türkiye'de % 14 düzeyindedir. Her ne kadar ülke hanehalkı borçluluk düzeyi açısından Türkiye, kendi grubundaki ülkelerin altında yer alsada bu oranın 2000'de % 4 düzeyinde iken bugün % 14 seviyelerine yaklaşmış olması borçluluk oranındaki hızlı yükseliş trendini net bir biçimde göstermektedir.

2008 küresel krizi sonrası gelişmiş ekonomilerin parasal genişlemeye gitmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere gelen yabancı sermaye, kredi koşullarının esnemesine yol açarak bu ülkelerde borçluluk düzeylerini arttırmıştır. 2014 yılının sonbaharında FED, ABD'deki iktisadi iyileşmeyi göz önünde bulundurarak parasal genişleme programını sonlandırmıştır. FED' in parasal genişleme programlarının önemli bir yan etkisi, ABD dolarının özellikle hızlı büyüyen gelişmekte olan piyasalara doğru yurtdışı sermaye olarak

³ Letonya, Litvanya ve Estonya'da 2009 yılında sırasıyla % 18, % 15, % 14,1 oranında küçülme yaşanmıştır. 1998'de yaşanan Asya krizinde ise Kore, Tayland ve Endonezya'da dahi bu oranlar görülmemiş, bu ülkelerde küçülme sırasıyla % 6,9, % 10,5, % 13,1 olarak gerçekleşmiştir.

girmesi olmuştur. İşletmeler, hanehalkları ve hükümetler ABD doları cinsinden borç ihracı şeklinde sunulan bu likiditeden yoğun bir şekilde yararlanmıştır. Bu durum, gelişmekte olan piyasalardaki borçluların USD'deki olası dalgalanmalar karşısında oluşacak olan risklere maruz kalmasına neden olmuştur. Nitekim 1994 yılında yaşanan Meksika krizi ve 1997-98'deki Asya finansal krizinin temelinde de ABD'deki faiz oranlarının bu yükselişi bulunmaktadır. Özellikle FED'in diğer gelişmiş ülkelerden önce parasal sıkılaştırmaya gitmesi, ABD dolarının dünyada diğer ülke para birimleri karşısında değerinin artmasına yol açmaktadır.^{4 5} ABD'nin para politikasında sıkılaştırmaya gitmesi, gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki riskleri arttırmaktadır. Nitekim 2015 yılının sonlarından itibaren başlayan ve 2019 yılının ikinci yarısına kadar devam eden ABD kaynaklı olmak üzere atılan parasal sıkılaştırma adımları, gelişmekte olan ülkeler üzerindeki sermaye akışını sert bir şekilde azaltmıştır. Her ne kadar son dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının büyüme ve enflasyon konusundaki endişeleri nedeniyle genişlemeci para politikalarına yeniden yönelmeleri, küresel finansal koşullarına pozitif bir katkı sunmuş olsa da, küresel politikalarda yaşanan belirsizliklerden dolayı GOÜ'lere yönelen portföy akımları dalgalı bir seyir izlemektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) Başkan Yardımcısı Lipton (2018), benzer kırılmalara dikkat çekerek, fırtına bulutlarının küresel ekonomi üzerinde yeniden toplanmakta olduğunu ve krizi önlemek için gerekli hazırlıkların tamamlanmadığından endişe duyduğunu ifade etmiştir. Lipton, hükümetler ile merkez bankalarının bunun üstesinden gelmek için 2008 krizi sonrası yüksek düzeyde borçlanma nedeniyle bu kez yeterli donanım ve hareket alanına sahip olamayabileceklerini belirterek merkez bankalarının muhtemelen hiç alışılmamış önlemleri denemek durumunda kalacaklarını ancak bunların etkinliği belirsizken, ortaya konulacak olan para politikasının gücü konusunda çekinceleri olduğunu vurgulamıştır.

Borç deflasyonu, ekonomilerde bir borç balonunun patlaması sonucu yaşanan panik havasının tetiklediği borç likidasyon (azaltım) sürecinin varlık satışına ve bu varlıklarda

⁴ BIS verilerine göre, dünyadaki döviz piyasasındaki parite işlemlerinin 2007'de %86'sı USD ile gerçekleştirilmekte iken bu oran 2016'da %88'e ulaşmıştır. 2010'da yaşanan Avrupa Borç krizi nedeniyle EUR' un kullanım oranında düşüş yaşanmakta olup 2007'de bu oran %37 iken 2016'da %31'e gerilemiştir. Bu para birimlerini sırasıyla Japon Yeni (%22), İngiliz Sterlini (%13) takip etmiştir. Verilerde gelişmekte olan ülke para birimlerinin ağırlıklarının giderek arttığı görülmekte olup Çin para birimi olan Yuan'ın %4 pay ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki en aktif kullanılan para birimi olduğu dikkat çekmektedir.

⁵ Nitekim dış ticaret ağırlıklı \$ endeksi Mart/18-Mart-20 döneminde sert bir yükseliş (+20 puan) göstermiştir diğer bir ifade ile \$' nin diğer para birimlerine göre değeri artmıştır.

rasyonalist olmayan fiyat düşüşlerine neden olarak finans sisteminin işlerliğini kaybetmesi ve talebi baskılayarak deflasyonu derinleştirmesidir. Bu kavram, 1930'lu yılların başında I.Fisher tarafından ortaya konulan bir teori olup sonrasında Minsky ve Bernanke tarafından geliştirilmiştir. Fisher (1933:346) teorisini sayısal ampirik verilerle de savunmuş ve ABD'deki Büyük Depresyonu örnek göstermiştir. Buna göre Mart 1933'de ABD'deki borç likidasyonunun (borç geri ödeme) toplam borç miktarı % 20 azalttığını fakat dolardaki % 75'lik değer artışını sonucu reel borcun % 40 yükseldiğini belirtmiştir.

Deflasyon olgusunun aynı zamanda siyasal bir boyutu bulunmaktadır. Demokrasilerde ülkeler, hızla düşen fiyatların oluşmasını arzu etmezler, zira bu durum nominal ücret ve kârların düşmesini de beraberinde gerektirecektir ki, bu çoğu zaman politik olarak kabul edilebilir değildir. Nitekim Hayek (1980) enflasyonun iş ve istihdama verdiği yapay teşvikin, enflasyon hızlandığı sürece yani fiyatlar beklenenden daha yüksek olduğu müddetçe sürebildiğini ifade etmektedir. Hayek' e göre enflasyonun belirli kesimlerce arzu edilmesinin birtakım nedenleri bulunmaktadır. Örneğin şirketlerin finansal yükümlülükleri başlangıçta fiyatlarda hızlı bir artış beklenmediği için sözleşmelerle sabit bir fiyattan belirlenirken, firmaların finansal varlıklarında durum böyle değildir. Dolayısıyla varlık fiyatlarındaki artışlar firmaların değerini yükseltmektedir. Bir diğer faktör olarak, Hayek, enflasyonun hem devletler ve şirketler için hem de bireyler için borçlanmayı teşvik etmekte olduğunu ifade etmektedir. Kendisi bu durumu enflasyon ile birlikte artan nominal gelir sonucu bireylerin diğer zamanlara göre borçlanma konusunda daha istekli olduklarını belirterek açıklamaktadır.

Enflasyon, ülkeler ve şirketlerin borç değerini azaltabilir çünkü daha yüksek fiyatlar, aynı çıktı için daha fazla gelir anlamına gelir ki, bu durum borçları ödemek için ek para demektir. Benzer durum maaşları en az enflasyon kadar artan bireyler için de geçerlidir. Diğer bir ifade ile borç ödemesini kolaylaştıracak gelirdeki/ücretteki bir artış, kredinin sabit faizli olması halinde bireyin reel borç yükünün de düşmesine katkıda bulunacaktır. Dwane'e (2018) göre, düşük faiz oranları, tasarruf için iki farklı tepki üretebilmektedir. Örneğin, Almanya'da, tasarruf sahipleri böyle bir konjunktürde daha fazla tasarruf etme eğilimine girmişlerdir, buna karşılık ABD ve İngiltere'de ise tasarruf sahipleri dip seviyelerdeki faizler nedeniyle getirinin çok düşük olmasından dolayı tasarruflarının zaten yeterince kazandırmadıklarını düşündüklerinden, tüketimlerini arttırmışlardır. Küresel düzeyde ise net sonuç, borç kaldıraç oranları hızlı bir şekilde büyürken, tasarrufun eksikliği ile tüketimin artmasıdır.

Yaklaşık 160 yıllık tarihsel geçmişi ile klasik iktisadın ve sonrasında neo-klasiklerin verdiği temel mesaj “piyasalara güvenin” şeklinde olmuştur. Bu iktisat ekolü, serbest piyasanın kaynakları, malları en iyi şekilde tahsis edip fiyatlayacağını ve bu durumun toplumsal açıdan faydalı olacağını savunmuştur. Yine kendine önemli ölçüde taraftar bulan 1970’de Eugene Fama tarafından ortaya konan “etkin piyasa teorisine” (efficient market hypothesis) göre varlık fiyatları, gerçek değerlerini yansıtır ve bu nedenle piyasalarda balon oluşmaz. İktisat, yörüngesinde insanın olduğu sosyal bir disiplin olup insan ise istatistiksel, sayısal kalıplara sığdırılamayacak kadar derin ve eylemleri net olarak öngörülemez bir canlıdır. Davranışsal iktisat, işte bu noktada, bireye özgü iktisadi karar ve eylemlerin psikoloji disiplininin de yararlanılarak analiz edilmesini vurgulamış ve bu yaklaşımla ekonomi bilimine katkıda bulunmuştur.⁶ Thaler (1999), sadece davranışları gözleyerek, kuralları da sonuçlarından öğrenebileceğimizi söylemektedir. Davranışsal iktisadın işte bu önermesi, geleneksel iktisadın ilgili ekonomik modeli oluşturduktan sonra gelişmelerin bu modele uygun olup olmadığını incelemesi şeklinde kendini ortaya koyduğu yöntem biliminden de ayrılmakta ve davranışı gözlemlemeyi öncellemektedir.⁷

Tez, üç bölüm şeklinde planlanmıştır: Birinci bölümde, ekonomik kriz ve borç deflasyonu temel başlığında ekonomik kriz modelleri, tarihte yaşanmış ekonomik krizler, borç deflasyon olgusunun tanımı, tarihçesi ve önemi, iktisatçıların borç deflasyonu olgusuna bakış açıları, davranışsal iktisadın teorideki yeri, kamu ve özel sektör borcu arasındaki ilişki, borç deflasyonunu ortaya çıkaran nedenler, borç deflasyonun etkileri ve bu süreçte banka ve diğer kurumsal aktörlerin rolleri üzerinde durulmuş ve bu konularla ilgili araştırma yapılmıştır.

İkinci bölümde deflasyon ile mücadele kapsamında reflasyonist politikalar incelenmiş, farklı iktisat ekollerinin bu politikalara ilişkin görüşlerine yer verilmiş olup özellikle durgunluk ve kriz dönemlerinde edinilen tecrübeler ışığında Dünyada ve Türkiye’de bu politikaların tarihsel gelişimi incelenerek amaçları, araçları ve sınırlılıklarına ilişkin bilgi

⁶ Davranışsal iktisada ilk katkı sunan Adam Smith olup Ahlaki Duygular Teorisi” isimli çalışmasında, Smith kişisel eylemlerin psikolojik temellerini ifade etmiştir. Bu alana en büyük katkı sunan kişilerden bir diğeri ise nobel ödüllü Kahneman (2003)’dir.

⁷ 2017 yılında Nobel ekonomi ödülünü alan ve davranışsal iktisat alandaki çalışmaları ile tanınan iktisatçı Thaler vd. (1990) yaptıkları deneyde insanların değerleri mutlak yerine göreceli olarak düşündüklerini diğeri bir ifade ile bir “çerçeve etkisi” (frame effect) ile karar verdikleri ifade etmiştir. Geleneksel yaklaşım bireylerin riskten kaçındığını, riski sevdiğini veya risk-nötr olduğunu varsaymaktadır. Bu üç seçenekteki tercihlere göre kazanç ve kayıplar söz konusu olmaktadır. Bilinen klasik muhasebenin bir çerçevesi, kuralları ve kabul görmüş bir uygulaması vardır. Oysa ‘zihinsel muhasebe’nin böyle bir çerçevesi, kalıbı yoktur. Thaler, sadece davranışları gözleyerek, kuralları da sonuçlarından öğrenebileceğimizi söylemektedir.

verilmiştir. Bunun yanısıra, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki yürürlükteki kur rejimi ve diğer makro değişkenler özelinde para ve maliye politikasının etkinliği tartışılmış, kriz öncesi uygulanan politikaların kriz dönemindeki makroekonomik performansa etkisine bakılmıştır. Bu bölümde ayrıca Merkez Bankası bağımsızlığı ve mali şeffaflık gibi yapısal düzenlemeler incelenmiş ve küresel finansal risk göstergeleri hakkında bilgi verilerek son veriler ışığında dünya ve ülke ekonomisinin durumu incelenmiş, etkin bir risk ile borç yönetimi kapsamında uygulanabilecek adımlar gösterilmiş ve farklı senaryolar altında borç dinamiğine ilişkin gelişim analiz edilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise tez çalışmasının nihai amacıyla uyumlu olarak, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntemlerin metodolojisi ve bu yöntemlerin çalışmaya uygulanması sonucunda elde edilen ampirik bulgulara ve ülkeler bazında karşılaştırmalı makro analizlere yer verilmiştir. Bu kapsamda üç tür etki mekanizması analiz edilmiştir. İlk olarak borç deflasyonu olgusunda literatür de dikkate alınarak ekonomik büyüme üzerinde ilişkisi olduğu tahmin edilen makro ve finansal değişkenler panel veri analizi yöntemi ile PIIGS (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) ülkeleri baz alınarak incelenmiştir. İkinci olarak hanehalkı borçluluğu belirleyen faktörler ve borç türlerinin büyümeye etkileri Türkiye, ABD ve Japonya için analiz edilmiştir.⁸ Bu iki analiz ile bağlantılı olarak ARIMA modeli aracılığı ile Türkiye için oldukça kritik öneme sahip özel sektör borçluluğunun 2023 yılına kadar ki tahminleri belirlenmiştir.

⁸ Çalışmadaki analiz sonuçlarına yer verildikten sonra hemen arkasından literatürdeki benzer çalışmalarının bulgularına da yer verilmiştir.

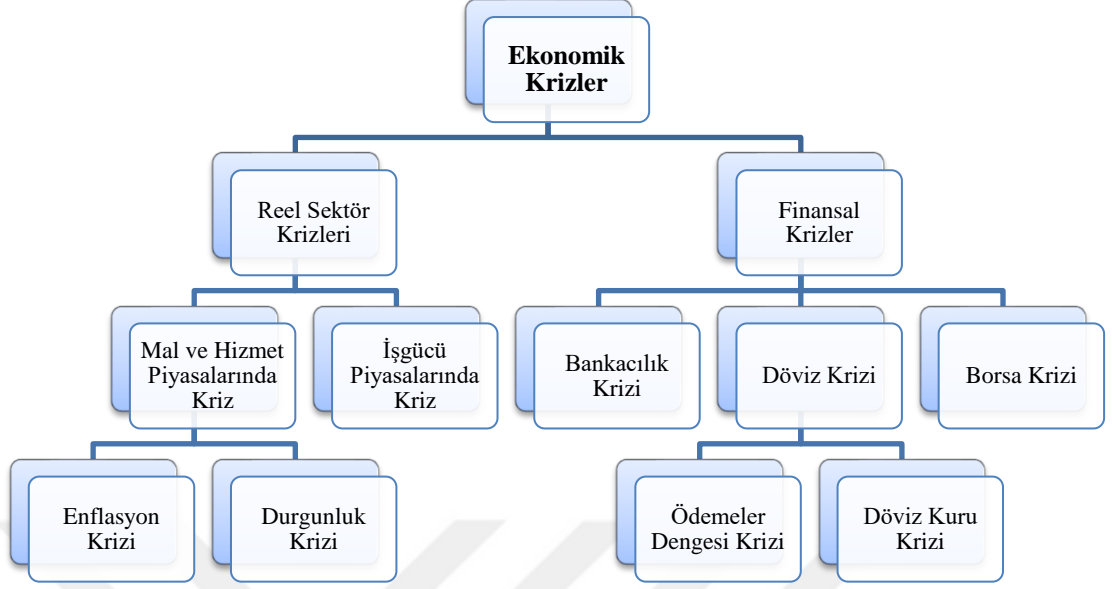
1. EKONOMİK KRİZ VE BORÇ DEFLASYONU

Borç, mikro ve makro ölçekte gerek firmalar gerekse ekonomiler için büyümeyi teşvik etmeye yardımcı önemli bir bileşendir. Bununla birlikte gelir ve büyüme ile paralel gitmeyen yüksek bir borç yükünün gerek hanehalkları, gerekse firma ve devletler için kırılabilirlikleri arttırdığını gösteren birçok tarihsel deneyim söz konusudur. Borç deflasyonu, ekonomilerde bir borç balonunun patlaması sonucu yaşanan panik havasının tetiklediği borç likidasyon (azaltım) sürecinin, varlık satışına ve bu varlıklarda rasyonalist olmayan fiyat düşüşlerine neden olarak finans sisteminin işlevliliğini kaybetmesi ve talebi baskılayarak deflasyonu derinleştirmesidir.

Aşırı borçlanma ve düşük fiyat seviyesi, borçlunun reel borç yükünü artırarak ekonomik büyümenin ve istihdam piyasadaki toparlamanın uzun dönemli ortalamalarına dönme imkânını azaltmakta olup neden olduğu talep düşüşü, firma karlılıklarında azalma, güven kaybı, gelir dağılımında bozulma vb. makro dengesizlikler ile yaşanan sürecin bir depresyona, ekonomik ve finansal krize dönüşmesine zemin hazırlamaktadır. Bu noktada dünya ekonomilerinde yaşanan krizlerin türlerinin, neden ve sonuçlarının analizi, gelecek dönemlerde bu krizlerden kaçınmak için atılacak adımların karakterini belirlemede büyük öneme sahiptir.

1.1. Ekonomik Kriz Modelleri

Ekonomik kriz kavramı ilk olarak 1960'larda literatüre girmiştir. Ekonomik kriz, bir ülkenin, bir toplumun ya da bir şirketin yaşadığı zorluk, çaresizlik ya da acil bir durum olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifade ile makro ve mikro düzeydeki kurumları etkileyebilecek sonuçlar yaratan öngörülemeyen ve aniden ortaya çıkan bir dizi gelişmedir. Kibritçioğlu (2010) ise ekonomik krizleri “ herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar” şeklinde tanımlamış ve aşağıdaki şekilde sınıflandırmıştır.



Şekil 1.1. Kriz Türleri (Kibritçioğlu, 2010)

Finansal krizlere neden olan faktörler arasında temel olarak aşırı borçlanma, döviz kuru rejimlerinde uygulanan yanlış politikalar ve uluslararası yabancı sermaye hareketlerinin artması bulunmaktadır. Bankacılık sektöründe yaşanan krizler, ağırlıklı olarak banka bilançola problemlerinden ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile takipteki/sorunlu kredileri oranlarındaki yükseliş, menkul kıymetlerde yaşanan volatilité, finans-dışı sektörde yaşanan küçülme kaynaklı olarak banka varlık yapısının zayıflaması, bu kriz türünün temel gerekçelerini oluşturmaktadır.

Para ve banka sektörü krizleri genellikle aynı nedenlerden ya da birbirinin nedenseli olarak ortaya çıkmaktadırlar. Bundan dolayı bu iki kriz, “ikiz krizler” (twin crises) olarak adlandırılmaktadır. Para ve bankacılık krizi literatürde birbirinden bağımsız olsa da aralarındaki benzerlikler ve son yıllarda her iki krizi de beraber tecrübe eden ülkelerin sayısının fazlalaşması, “ikiz kriz” olgusuna daha fazla dikkat edilmesine neden olmuştur. Bu süreçte bankacılık krizlerinin şiddeti ve yoğunluğunun, etkileri ve süresi bakımından, para krizlerinden daha fazla olduğu görülmüştür (Demiral, 2008: 47).

Dünyanın değişik coğrafyalarında 1990’lı yıllarda farklı tipte finansal krizler yaşanması, bu krizleri açıklamaya ve anlamlandırmaya çalışan kriz modellerinin de sayıca

çoğalmasına neden olmuştur. Bu modeller birincil, ikincil ve üçüncül nesil modeller olarak sınıflandırılmaktadır. Krugman'ın ortaya koyduğu birincil nesil kriz modellerinde krizlerin (1973-1982 Meksika; 1978-1981 Arjantin) temelinde ciddi bir mali genişleme bulunmaktadır. Bu modele göre, parasal krizler, makroiktisadi uygulamalar ve sabit kur düzenindeki uyumsuzluktan kaynaklı olarak ortaya çıkmaktadır. Birincil nesil kriz modelleri 1990'ların başında ortaya çıkan Avrupa Para Sistemi (ERM) krizi ve 1990'lı yılların ortalarında Latin Amerika'da görülen krizleri açıklamada yetersiz kalınca ikinci nesil modeller ortaya çıkmıştır. Bu modellere göre, kendisinden önceki modellerden farklı olarak uygun para ve mali politika uygulamaları ve yeterli düzeyde döviz rezervi olsa dahi, bir ülkenin parasına yönelik kendiliğinden oluşan spekülasyon saldırıları krize neden olabilir (Şimşek, 2008:196, aktaran: Demirel vd.,2015).

İkincil nesil modellerde beklentilerin önemi oldukça büyüktür. Bu modellere göre kriz,

- i. “Kendi kendini besleyen beklentiler
- ii. Sürü davranışı (psikolojisi)
- iii. Bulaşma nedeni ile ortaya çıkar.” (Erdoğan, 2006: 41-42, aktaran: Demirel vd., 2015)

Bir başka ifade ile temel makroekonomik göstergelerde ciddi bir bozulma olmasa bile kötümser beklentiler kendi kendini besler ve bu durum ülkeyi krize sürükler. Finansal serbestleşme ve ters seçim, ahlaki yapıda bozulma (moral hazard) gibi faktörler de krizin oluşmasında rol oynarlar. Borç deflasyonu olgusunun yarattığı riskler ve neden olduğu krizler, işte bu ikincil nesil modellerde yer verilen psikolojik ve sosyolojik dinamiklerin harekete geçirdiği faktörlerden beslenmektedir. Sürü psikoloji denilen olgu büyük ölçüde “bandwagon etkisine” benzemektedir. Kökeni 1850'lerdeki ABD seçim kampanyalarına dayanan bu kavram “herkes böyle davranıyorsa ben de böyle davranmalıyım” şeklinde özetlenebilir. Negatif bir bilgiye ya da geleceğe yönelik karamsar bir beklentiye sahip piyasa aktörü elindeki varlığın fiyatının/değerinin ilerleyen dönemde düşeceğine dair bir inanç ile satışa geçtiğinde bunu gören diğer yatırımcılar ya da piyasa oyuncularını da ellerinde yeterli veri olmasa bile satış pozisyonu alabilecektir. Kartopu etkisi ile büyüyen bu durum eldeki verinin niteliğinden bağımsız olarak piyasadaki volatilitiyi hızla yükseltecek ve ülke krize sürüklenebilecektir. Birinci ve ikinci nesil modelleri birbirinden ayıran temel farklardan biri işte bu noktada kendisini göstermektedir. İkinci nesil modeller öncüllerine

göre krizin tahmin edilemez, bulaşıcı olduğunu ve karamsar beklentilerin bizzat kendisini krize yol açtığını belirtirken, birincil nesil ekonomik modeller beklentilerin rolünü yok saymamakta fakat bu rolü nedensellikten ziyade sadece hızlandırıcı bir faktör olarak değerlendirmektedir.

Üçüncü nesil para krizi modelleri, 1990'lı yılların sonlarına doğru Asya'da görülen kriz ile birlikte ortaya çıkmıştır. Kendi kendini besleyen spekülatif durumdan kaynaklı 1992-1993 Avrupa para krizini (ERM) açıklamada başarılı olan ikinci nesil modeller, Asya'da ortaya çıkan krizi açıklamada ve tahmin etmede başarılı olamamıştır. Söz konusu krizin standart ekonomik büyüklükler (enflasyon, para arzı, bütçe açığı, işsizlik vb.) kaynaklı olmamasından dolayı bu modellerin krizi açıklama gücü ve yeteneği yetersiz kalmıştır. Bu modelde krizlerin merkezinde, para ve banka krizlerinin sonucunda ortaya çıkan finansal sistemdeki kırılganlıklar bulunmakta olup bu iki krizin birbirini istikrarsızlaştırması ile ortaya çıkan bir döngü söz konusudur. Bu modellerde hükümetler ile büyük işletmeler arasındaki uygun olmayan ilişkiler (crony capitalism) krizlerde önemli bir rol oynar. "Crony kapitalizm", ticari anlaşma, kamu teşvikleri ve kaynak tahsisinde işadamları ve hükümet yetkililerinin karşılıklı çıkarlarının içiçe geçtiği bir ekonomik sistemdir.⁹

Günümüzde birçok ülkede iş dünyasına yönelik bazı regülasyonlar ile harmanlanmış karma bir kapitalist sistem uygulanmaktadır. Kamu, özel sektörün yurtdışından yaptığı borçlanmalara direkt ya da dolaylı bir biçimde garanti sunar. Asya'da özel sektörün devlet garantisi altında yoğun bir dış borç kullanımı, bir nevi sigorta işlevi gördüğünden dolayı yatırımlar olması gerektiğinden çok daha fazla artmıştır. Yetersiz denetim sonucu, alınan borçların marjinal ve verimli olmayan yatırımlara yönlendirilmesi sermaye kayıplarına neden olmuş fakat merkez bankasının rezervlerinin bu borçları karşılayamayacağına anlaşılması ile birlikte finans kurumları borç vermeyi keserek krizin tetiğini çekmiştir (Demirel vd.,2015: 274). Diğer bir ifade ile bu üçüncü nesil modellerde bankacılık

⁹ Sosyalistler ve kapitalistler bu olgu ile ilgili olarak birbirlerini suçlarlar diğer bir ifade ile sosyalistler, kapitalizm nedeniyle gücü elinde bulunduran kişilerin kamu ya özel sektör olsun fark etmeksizin pozisyonlarını daha da güçlendirmek için birbirleriyle olan network ilişkilerini güçlendirmeye çalıştığını ifade ederken, kapitalistler ise bu kavramın, ekonomiyi kontrol etmek için sosyalist hükümetlerin ihtiyacından doğduğuna inanırlar. Serbest piyasa ya da arz ve talep kuralı olmadan işletmeler, rekabetten kendileri lehine kazançlı bir durum ortaya çıkarmak için hükümetle anlaşmaya zorlanırlar.

sektörüne ilişkin asimetrik bilginin varlığı ve ahlaki tehlike (moral hazard) yaşanan problemlerinin temelini oluşturmuştur.

Krizler, sürdürülemez bir büyümenin sonucudur. Özellikle aşırı borçlanma ve beraberinde konut ve diğer varlıklarda oluşan balonlar ülkeler açısından geçici bir büyüme yaratmakta ise de bu büyümelerinin devamı noktasında önemli kırılma noktaları içinde barındırmaktadır. Örneğin, Türkiye, 2001 krizi sonrasında bugüne OECD ülkelerine kıyasla daha yüksek büyüme oranları yakalamıştır fakat bunun bedelleri, söz konusu dönemde yaşanan ekonomik krizler olmuştur.

Dünyada bununla ilgili olarak yaşanan gelişmeler dikkat çekici olup 1994'de büyük bir varlık balonu ABD borsalarında ortaya çıkmıştır.¹⁰ Yine, 2008 krizi öncesinde 1995-2007 yılları arasında ABD'de konut fiyatları, enflasyondan arındırılmış olarak % 70 artmıştır. Benzer trend Avrupa ülkelerinde de görülmüş, 1980-2008 yılları arasında en yüksek net reel fiyat artışı % 237 ile İspanya'da gerçekleşmiştir, İngiltere'deki artış % 200, Fransa'da % 95 ve İsveç'te % 40' lık fiyat artışları yaşanmıştır. Almanya'da ise tam tersi bir eğilim yaşanmış ve konut fiyatları reel olarak % 22 gerilemiştir (The Economist, 2019). İsveç merkez bankası, konut talebini kısmak amacıyla 2010 yılında faiz oranlarını yükseltmiş ancak bunun sonucunda ekonomide deflasyon eğilimleri baş gösterince tekrar geri adım atarak faiz oranlarını yeniden düşürmek durumunda kalmıştır. Rakamlar göstermektedir ki, spekülasyon bir finans sektörü ve varlık balonları, neoliberal dönemin uzun ekonomik genişlemelerini desteklemiştir.¹¹

1.2. Tarihte Yaşanmış Önemli Ekonomik Krizler (20 & 21.YY)

Dünya ekonomisi tarihinde farklı bölgelerde birçok ekonomik ve finansal kriz yaşanmıştır. Enflasyon ve ödeme dengesi krizlerinin merkezinde olduğu diğer krizlerden farklı olarak son dönemde görülen krizlerin kendine özgü birtakım farklılıkları söz konusudur. Buna göre son dönem krizler, sermayenin liberalize olmasının yarattığı kırılmalara bağlı olarak ortaya çıkmakta, etkileri sadece finansal sektör ile kalmayıp

¹⁰ 1994-99 arasında S&P 500 endeksi uzun dönemli tarihsel ortalamalarının oldukça üzerinde, yıllık bazda %23,6 artarken, şirket karları yıllık %7,6 artmıştır (U.S. Bureau of Economic Analysis,2001: 384).

¹¹ Özellikle son 30 yılda para ve sermaye piyasası araçlarının daha fazla bireye açılmasından dolayı bulunduğumuz döneme finansal kapitalizm adı da verilmektedir.

finans dışı sektöre, sosyoekonomik parametrelere ve ülke sınırlarını aşip uluslararası ekonomilere yayılmaktadır. Bunun sonucunda yarattığı zararlar, tüm küresel finans sistemini derinden sarsmaktadır (Koyuncu ve Şenses,2004: 11). Nitekim 1990'larda yaşanan hisse senedi fiyatlarındaki deflasyonist süreç sert olmasına karşı özellikle 2000'li yıllardaki konut piyasasındaki yaşanan deflasyonun yanında daha küçük ölçekte kalmıştır.

20. ve 21. yy.'da yaşanan büyük krizlere, 1930 Büyük Buhran (Great Depression), 1973 Petrol Krizi, 1987 Wall Street (Black Monday) krizi, 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, 1994-95 Latin Amerika krizi, 1994 Meksika & Türkiye krizleri, 1997-98 Güney Doğu Asya, 1998 Rusya-Brezilya krizleri, 2000- 2001 Türkiye- Arjantin krizleri, 2008 Küresel Finans krizi, 2010 Avrupa Borç Krizi örnek verilebilir.

1.2.1. 1929 Büyük Buhran (Great Depression)

1929 krizi öncesinde ekonomik momentum güçlüydü çünkü hem otomotiv hem de inşaat sektörü ücretlerin ve tüketimlerin artmasına yardımcı oldu. Bankalar da sağlıklı bir durumdaydı. 1929'a gelindiğinde Amerika'nın yaklaşık 25.000 bankasının toplam bilançoları 60 milyar dolara ulaşmıştı. Sahip oldukları varlıklar ihtiyatlı ise görünüyordu, aktiflerin % 60'sı kredi, % 15'i de nakit olarak tutulmaktaydı. Yatırım araçlarında ise aslan payı güvenli ABD devlet tahvillerindeydi. Piyasalar, özellikle popüler olan yeni teknolojilerden (radyolar, alüminyum ve uçaklar) yararlanan şirketlerin hisselerinin artmasıyla yükseldi. FED oluşan enflasyonist dalgayı azaltmak için faizleri %3,5'den %5'e yükseltti fakat bu piyasalar için oldukça az bir faiz artışı olarak algılandı ve piyasaların ateşini söndürmeye yetmedi. 28 ve 29 Ekim'de sadece iki gün içinde, Dow Jones % 25'e yakın bir oranda değer kaybetti. 13 Kasım'a kadar ise son iki ayda % 45 düştü. Sonrasında banka iflasları dalgalar halinde geldi.

Bu sırada, İngiltere altın standardını terk edince döviz kuru geriledi ve bu durum Amerikan ihracatçıları üzerinde baskı yarattı. Avusturya ve Almanya'da bankacılık panikleri vardı. Halkın güveni buharlaştığında, Amerikalılar tekrar para biriktirmeye başladı. 4 Mart'ta, acil durumlarda fon kaynağı olarak hareket etme sorumluluğundaki FED, bankalara ödünç verme işlemlerini kapattı. Ülke genelinde bankalar 1 hafta kapalı kaldı. O hafta kapalı kalan 2.000 banka bir daha açılmadı. 1929-1933 yılları arasında yaklaşık 11.000 banka iflas

etti ve para arzı % 30'dan fazla düştü. İşsizlik, kriz öncesinde sadece % 3,2 iken ,% 25' lere ulaştı ve 1940'ların başlarına kadar önceki en düşük seviyesine geri dönmedi. Dow Jones borsasının 1929'daki zirvesini geri kazanması ise 25 yıldan fazla sürdü (The Economist, 2013)

Grafik 1.1. Büyük Buhran - Depresyon



Kaynak: Steve Keen Debt Watch.

1.2.2. 1973-74 Petrol Krizi

Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Birliği (OPEC) 1973'teki Arap-İsrail arasında çıkan savaşta İsrail ordusunu destekleyen batı devletlerine karşı her ay % 5 kesintiye gidecek şekilde petrol ambargosu uygulamıştır. Böylece petrol bir politik unsur olarak kullanılmaya başlanmıştır. Uygulanan ambargonun kısa vadede oldukça önemli etkileri olmuş, OPEC'in petrol fiyatları yaklaşık % 400 (2,90 \$'dan 11,60\$' ye) artmıştır (Öztürk ve Saygın, 2017: 1-2). ABD'de 1973-1975 döneminde GSMH % 6 azalırken, Japonya'da II. Dünya Savaşı'ndan bu yana ilk kez ekonomide küçülme görülmüştür. Bu dönemde ortaya çıkan resesyon ve enflasyonun aynı anda görülmesini ifade eden staglasyon olgusu karşısında gelişmiş ülke merkez bankaları enflasyonu ikinci plana iterek büyümeyi teşvik edici politikalar uygulamışlardır.

Bu dönemde enflasyon ve işsizliğin görülmesi, Keynesyen iktisada duyulan güveni sarsmış ve bu iktisadi akım etkinliği azalmıştır. Stagflasyonla mücadelede maliye politikaları yetersiz kalmıştır. Örneğin, genişletici maliye politikasının işsizlik sorununa çözüm olurken enflasyonu yükseltici etki yaratmıştır. Daraltıcı maliye politikasının uygulanması ise yüksek enflasyonu önlerken işsizliği arttırıcı bir rol oynamıştır. Bu nedenle

stagflasyonla mücadelede sınırları belirli, net bir maliye politikasından bahsetmek olanaksızdır. Bu amaçla bu dönemde stagflasyonla mücadelede çeşitli yeni yaklaşımlar geliştirilmiştir.

1973-74 petrol krizi birçok talep kaynaklı krizden farklı olarak bir arz kaynaklı krizdir. Petroldeki fiyat artışından kaynaklı olarak yaşanan girdi maliyeti artışı arz şoku yaratarak toplam petrol arzının sert bir şekilde daralmasına neden olmuştur. Yine bu krizle birlikte Bretton Woods'ta kurulan uluslararası para sistemi çökmüştür. Bu kriz aynı zamanda, Japonya ekonomisinin petrol yoğun endüstrilerden uzaklaşmasına ve elektronik gibi endüstrilere yönelmesine neden olmuştur.

1.2.3. 1987 Wall Street (Black Monday) Krizi

Özellikle emeklilik fonları gibi yeni kurumsal yatırımcıların 1980'li yıllar boyunca hisse senedi piyasasına girmesi ile birlikte yükselen fiyatları destekleyen artan bir talep oluşmuştu (Katzenbach,1987; aktaran: Carlson,2007: 3). 1982 yılından itibaren başlayan yükseliş 19 Ekim 1987 tarihinde "kara pazartesi" olarak da anılacak olan toplu satış dalgasına dönüşmüş ve Ekim ayı sonu itibariyle, borsalar Hong Kong'da (% 45), Avustralya'da (% 42), İspanya'da (% 31), Birleşik Krallık'ta (% 26), ABD'de (% 23)¹² ve Kanada'da (% 23) düşmüştür. ABD Borsası Dow Jones'da o gün yaşanan günlük düşüş hala Büyük Buhran da dâhil olmak üzere gün içinde yaşanmış olan en büyük düşüş olarak tarihe geçmiştir (Wikipedia, 2018)

1.2.4. 1992-93 ERM Krizi (Döviz Kuru Mekanizması Krizi)

Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM), 1970'li yılların sonunda Avrupa'da döviz kuru değişkenliğini azaltmak ve parasal istikrarı sağlamak için oluşturulmuş bir sistemdi. İngiltere bu yıl sisteme katılmamıştı, 1990 yılında ise İngiltere de sisteme girdi. Sistem, sterlinin diğer para birimlerine karşı % 6 bandında dalgalanmasına izin veriyordu. Margaret Thatcher döneminde yüksek enflasyon ve düşük işsizlik oranı zirve yapmıştı. Ekim-1990'da İngiltere'de enflasyon % 10,9 seviyesinde idi (Almanya'nın 3 katı yüksek). Bu şartlar altında İngiltere'nin ERM' ye girmesi bir risk idi. Bunun farkında olan başta George Soros olmak üzere büyük fonlar, kurumsal yatırımcılar poundun bir süre sonra devalüe edilmesi

¹²1973-74 yıllarında yaşanan petrol krizinde ABD' de hisse senedi düşüşü %48 olmuştur.

gerekeceğine inanarak açık pozisyon işlemi yaptı. Soros' un yaptığı işlemin büyüklüğü 6,5 milyar pound'a yakındı. 16 Eylül 1992 tarihinde patlak veren kriz oldukça ani gerçekleşmesi nedeniyle de dünyada şok etkisi yarattı. Krizden beş yıl sonra İngiltere Hazine'sinin yaptığı çalışmada, yaşanan krizin toplam zararının 3,3 milyar sterlin olduğu hesaplandı. Hazine'nin pound'u destekleme konusunda 27 milyar sterlin rezerv harcadığı açıklandı. Krizden çıkabilmek için İngiltere, sisteme girişinden hemen 2 yıl sonra 1992 yılında sistemden ayrıldı. Soros' un bu krizden elde ettiği kar ise 1,1 milyar sterlin olarak kayıtlara geçti (The Guardian, 2012).

1.2.5. 1994-95 Latin Amerika & Türkiye Krizi

Türkiye, 1988-89'da sermaye politikalarında liberalleşme ile büyüyen mali ve dış dengesizlikler yaşadı. 1989' dan 1994' ün ilk çeyreğine kadarki dönemde hükümet harcamalarının etkisi ve gelen sermaye akımları neticesinde TL'deki değerlenme % 20'yi buldu. 1988-93 yılları arasında kamu borç miktarı Türkiye'de önemli bir büyüme gösterdi. 1992 sonrasında ise bütçe ve kamu borcu arasındaki açık giderek büyüdü. 1993 yılının son aylarında Hazine'nin politikasında değişiklik yaşandı ve yüksek seviyelere ulaşan hazine bonolarının faizlerini düşürme yaklaşımı benimsendi, bu amaçla bazı kısa vadeli hazine bono ihaleleri birbiri ardına iptal edildi ve Hazine bunun yerine Merkez Bankası'ndan gelen nakit avanslara güvenmeye başladı. 1994 yılı için ilan edilen hükümet bütçesi, sıkılaştırmaya yönelik herhangi bir önlem içermiyordu. Bunlar, finansal sektörde artan endişe düzeylerine neden olurken, Türkiye'nin kredi notu, bazı önemli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlar tarafından düşürüldü. Merkez Bankası, TL'yi savunmak için döviz rezervlerini önemli bir kısmını harcamak durumunda kaldı ve bankalar arası piyasaya müdahale ederek gecelik oranı yükseltti. 1994 yılının ilk çeyreğinde toplam döviz rezervlerindeki düşüşün sonucunda döviz piyasalarında kırılganlık arttı ve Ocak 1994'te yaklaşık 15.000 TL / \$ olan parite, Nisan 1994'ün ilk günlerinde 35.000 TL / \$ 'ye yükseldi. Aylık enflasyon, 1994 yılında yıllık bazda% 150'ye yükselirken, reel ücretler keskin bir şekilde düştü. Bankaların %400 faiz oranı ile borç vermeleri kredi piyasasındaki isteksizliği yansıtıyordu. Kriz dönemi boyunca bankalardan para çekilmeler yoğun olarak yaşandı ve Nisan-1994'de banka mevduatlarına %100 devlet garantisi verildi (Celasun, 1998: 1-32).

Özetle, bozulan mali yapı ve bunun sonucunda kamu sektörüne yönelik yüksek kredi büyümesi, TCMB' nin rezervlerini büyük oranda kaybetmesine ve TL'nin önemli oranda

devalüe edilmesine yol açtı. 1994 krizinin ardından Türkiye ekonomisi, % 6 oranında daraldı. 1994 yılının ilk çeyreğinde TL, USD' ye karşı % 50 oranında değer kaybı yaşadı, Merkez Bankası rezervleri yarıdan fazla eridi, faizlerde büyük bir sıçrama yaşandı ve enflasyon oranı üç haneli seviyelere ulaştı. Daha sonra bir IMF tarafından desteklenen yaklaşık 750 milyon USD' lik bir istikrar programı Nisan 1994'te imzalandı.

Aynı yıl Meksika'da adı "Tequilla Krizi" olarak da adlandırılan ekonomik kriz yaşanmıştır. Meksika'da ekonomik temellerine dayanmayan yabancı yatırımcıların yarattığı coşku ve bankacılık sisteminin zayıf şekilde düzenlenmesi, Meksika'yı ülkeye yatırım yapma iştahında ani bir değişime maruz bırakan güvenlik açıkları yarattı. 1994'de Meksika'da politik karmaşa, ABD'de para politikasındaki değişiklikler, yatırımcı algılarında olumsuz yönde değişikliklere ve sonrasında ödemeler dengesi ile bankacılık krizine yol açtı.¹³ Kapalı bir ekonomiden dışarıya açılan bir ekonomiye dönüşürken henüz üretime dayalı bir ekonomik yapı ülkede bulunmadığı için ülke önemli sıkıntılarla yüzleşmek durumunda kaldı. 1990'da sadece 7,5 milyar \$ olan cari açık, 1993 yılında 24 milyar dolara yükselmişti. Artan bu cari açık nedeniyle Meksika Peso' sunun değeri hızla düşmeye başladı. 1995 yılına gelindiğinde ülkenin para birimi, \$ karşısında en yüksek standart sapmaya sahip olup bu durum yerel para birimi üzerinde yaşanan belirsizliği gösteriyordu.

Tablo 1.1. Ülke Para Birimlerinin Günlük Standart Sapmaları (\$'a Karşı)

Ülke	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Meksika	2.37	0.37	0.66	0.66	0.59	0.47
İsviçre	0.92	0.53	0.69	0.65	0.65	0.73
Japonya	0.90	0.48	0.75	1.08	0.83	0.63
Almanya	0.79	0.41	0.62	0.56	0.60	0.77
Macaristan	0.76	0.42	0.43	0.46	0.45	0.75
İsveç	0.72	0.48	0.63	0.70	0.57	0.76
Türkiye	0.60	0.55	0.41	0.39	0.39	0.37
İngiltere	0.57	0.38	0.52	0.46	0.44	0.57
Avusturalya	0.53	0.40	0.60	0.84	0.58	0.76
Brezilya	0.40	0.09	0.09	0.08	1.72	0.48
Hindistan	0.37	0.43	0.27	0.39	0.11	0.17
Singapur	0.32	0.18	0.42	0.81	0.30	0.23
G.Afrika	0.27	0.69	0.31	1.14	0.63	0.60
G.Kore	0.25	0.23	2.65	1.75	0.48	0.42
Malezya	0.23	0.15	0.90	1.75	0.01	0.01

¹³ Aynı yıl Meksika Amerika ve Kanada'nın üyesi olduğu NAFTA' ya üye olmuştur.

Tayland	0.12	0.08	1.71	1.58	0.56	0.45
----------------	------	------	------	------	------	------

Kaynak: Baig, T. (2001). <http://www.karyiuwong.com/confer/tok01/papers/tok01-baig.pdf>

Meksika’da yurtiçi tasarruflar, 1989’da GSYİH’ nin %18’i iken 1994’te GSYİH’ nin % 15’ne düştü. Bu düşüş Meksikalıların dış borçlanmalarını sayesinde gerçekleşti, nitekim 1990’ da dış borç miktarı neredeyse sıfır iken 1993’te bu miktarın milli gelire oran % 4’e çıktı. Fakat bu dış borçlanma, yatırımı artırmak için kullanılmadı. Hükümet tüketimini arttırdığı için toplam talep yükseldi. Belirgin bir durgunluk ve büyük bir bankacılık krizi, Meksika Peso’sundaki yaşanan değer kaybının ardından geldi. Yatırımcıların hızlıca terk ettiği ülkede ¹⁴, faiz oranlarının hızla arttığı ve birçok işletme ve hanehalkı bankadan çektikleri krediyi ödeyemeyerek temerrüde düştü, iflaslar yaşandı. 1994’de Meksika borsası dolar bazında % 48 değer kaybetti, aynı yıl USD’ye karşı Peso’nun değer kaybı %44’ü buldu. Döviz rezervlerindeki erime 1994’de 18 milyar dolar, 1995’de de 15 milyar dolara ulaştı. Krizin ertesi yılı 1995’de ülke milli geliri % 6,2 geriledi.

ABD başkanı Clinton’ın önderliğinde Meksika ile standby anlaşması yapıldı. Kredi limiti 50 milyar dolardı; bunun 20 milyar dolarını ABD Hazinesi karşıladı, IMF’den 18 milyar dolar geldi ve kalanı da diğer kuruluşlar temin etti. Fakat Meksika sadece ABD’den gelen kredinin 13 Milyar USD’ sini kullandı ve çok kısa bir zaman sonra tekrar ödemesini gerçekleştirdi. Yaşanan krizden sonra ülke daha istikrarlı bir ekonomiye dönüştü. ABD ve diğer ülkeler ile olan ticaretini hızla genişletti ve satın alma gücü üzerinden hesaplanan kişi başına düşen GSYİH 1995’de 8.000 USD iken kadar 2017’de 17.300 USD’ ye yükseldi. (Musacchio, 2012, 1-29)

1.2.6. 1997-98 Güneydoğu Asya Krizi

1990’ ların ortalarına doğru Güneydoğu Asya, çoğu borç parayla finanse edilen, benzeri görülmemiş bir yatırım patlamasına sahne oldu. Nitekim 1990 ve 1995 yılları arasında gayri safi yurt içi yatırım, Endonezya’da yıllık % 16,3, Malezya’da yıllık % 16, Tayland’da % 15,3 ve Güney Kore’de yıllık % 7,2 oranında büyümüştü. Buna karşılık, ABD’de aynı dönemde yatırım yıllık bazda % 4,1, yüksek gelirli ekonomiler genelinde ise yıllık % 0,8 artmıştı. 1996’da ise örneğin Malezya’da, yatırım harcamaları 1996 yılında GSYİH ’nin % 43’ünü oluşturmuştu. İhracata bağlı büyümenin yarattığı zenginlik,

¹⁴ İki gün içinde 5 Milyar \$ çıkış yaşanmıştır.

konutlarda, varlıklarda ve altyapıda yatırım patlamasını körüklemeye yardımcı oldu. Hong Kong ve Bangkok gibi şehirlerde ticari ve konut amaçlı gayrimenkullerin değeri artmaya başladı. Bunu yanı sıra, hükümet devasa birçok altyapı projelerine başladı. Bu yatırımları finanse etmek için borçlanmanın çoğu, yerel para birimlerinin aksine, ABD doları cinsinden olmuştur.

Asya'daki çöküş 5 Şubat 1997'de Tayland'da başladı. Taylandlı bir emlak geliştiricisi firma, 80 milyar dolarlık bir krediyle planlanan 3,1 milyar dolarlık faiz ödemesi yapmayı başaramadığını ve temerrüde düştüğünü açıkladı. Tayland para birimi Baht, \$'ye karşı % 50 oranında devalüe edildi ve bu düşüş Taylandlı finansal kuruluşlar ve işletmeler tarafından alınan dolar cinsinden borç taahhütlerini yerine getirmek için gereken baht miktarını ikiye katladı. Aynı yıl borsada % 45 zararla seneyi kapattı. Tayland Bahtı'nın devalüasyonunun ardından spekülasyon dalgası dalgası diğer Asya para birimlerini de vurdu. Böylece kriz, Asya'nın diğer ülkelerine de yayıldı ve borsalar değerlerinin % 70' inden fazlasını kaybetti, ülkelerin para birimleri ABD doları karşısında benzer oranda değer kaybetti ve mali yardım almak için IMF'ye başvuruldu (Hill ve Jongwanich, 2009: 15-18).

1997-98 Asya krizinden edinilen tecrübeler ışığında bazı ülkelerde görünürde maliye politikasında bir sorun olmamasına karşın, o ülkelerin hazinelerinin verdikleri garantilerin devreye girmesiyle borç oranlarının hızla yükselmiştir. Örneğin Asya Krizi'nin negatif etkilerinin en yoğun yaşandığı ülkelerin başında gelen Tayvan'da krizin hemen önceki yıllarında bütçe fazlası söz konusu idi. Bu olgu, iktisat literatüründe "aday kamu açıkları (prospective deficits)" olarak adlandırılmaktadır.

Krizin hemen sonrasında yapılan çalışmada, Asya Krizi'nin arka planında, batan bankalara verilen örtük kurtarma kredileri olduğunu ekonomistler tarafından ifade edilmektedir (Burnside vd.,2001: 2). 1996-1997 yılları arasında krizin patlak vermesi ile birlikte bankacılık sektöründeki sorunlu kredilerin oranı Tayland'da % 13'den % 36'ya yükselmiştir. Yine G.Kore' de bu kategoride beş katlık artış yaşanmış ve bu oran % 30'a çıkmıştır.

1.2.7. 1998-99 Rusya & Brezilya Krizi

Rusya'da yüksek enflasyon nedeniyle oluşturulan istikrar planının bir sonucu olarak, enflasyon 1995'te % 197'den 1996'da % 48'e, 1997'de % 14'e düşmüştü. Bu arada,

ekonomideki daralma yavaş yavaş sona ermişti; 1991'den bu yana negatif olan GSYİH büyümesi, 1994 yılında % -12.6' dan, 1995'te % -4.1'e ve 1996'da % -3.6'ya gerilemiş hatta 1997'de % 1,4 pozitif büyüme gerçekleşmişti. Yine brüt rezervler, 1996 yılında 15,3 milyar ABD dolarından 1997 ortalarında 24,5 milyar ABD dolarına yükselmişti (Rabobank, 2013). Rusya, Temmuz 1995'ten itibaren döviz kurunu bir bant içinde tutma politikasını benimsedi fakat mali dengesizlikler, finansal bozulma ve yurtdışındaki politik kargaşa, Rusya'nın ekonomik kırılma kabiliyeti konusunda artan şüpheler bu politikanın sürdürülemez olduğu gösterdi. 1996-97 yılları arasında Rusya, milli gelire oranla % 7-8' lere varan büyük mali açıklar verdi ve bu borç yükü ağırlıklı olarak kısa vadeliydi. Ayrıca 1998'in ortalarında ihracat rakamları, uluslararası fiyatlardaki düşüşe bağlı olarak yıllık bazda yaklaşık % 18 oranında daraldı. Asya ekonomik krizinin etkisi, yatırımcıların, gelişmekte olan piyasalardan biri olan Rusya'dan çekilmesine neden oldu. 1997 yılının sonlarından itibaren, ödemeler dengesindeki bozulmaya yanıt olarak yurtiçi faiz oranları keskin bir şekilde arttı. Ruble seviyesini Ağustos 1998 ortasına kadar korumayı başardı ve bunun için büyük miktarda dış rezerv satışı gerçekleştirilmişti. Fakat yatırımcıların devlet tahvili piyasasından çekilmeye devam etmesi önemli bir likidite sıkışıklığına yol açtı ve sonunda Ruble daha geniş bir bant aralığında döviz karşısında yeniden yapılandırıldı.

Rusya'daki kriz, dünya finansal piyasalarında karışıklığa yol açtı. Brezilya'da döviz piyasası üzerindeki etki ise çok fazlaydı. Yalnızca Ağustos ve Eylül aylarında, döviz piyasasında dolara olan aşırı talep sırasıyla 11,8 ve 18,9 milyar dolar olmuştur. Bu aylardaki rezervlerin kaybedilmesi kayda değer bir durumdu ve bu görünüm Rus Ruble'sinin çöktüğü dönemde, Brezilya para birimi olan Real'e yatırımcıların duyduğu güven kaybını yansıtıyordu (Baig,2000: 3-15). Kriz sonrası, uluslararası petrol fiyatlarının da artması nedeniyle, Rusya ekonomisi hızlı bir şekilde iyileşti ve 1999'da % 6,4, 2000'de % 10 ve 2001' de % 5,3 oranında büyüdü. Enflasyon, 1999'da % 85,7'den 2001'de % 20,8'e, 2001'de % 21,5'e düştü. 1998 ve 1999'da % 13 olan işsizlik oranı ise 2001'de % 9'a geriledi.

1.2.8. 2000-01 Türkiye & Arjantin Krizi

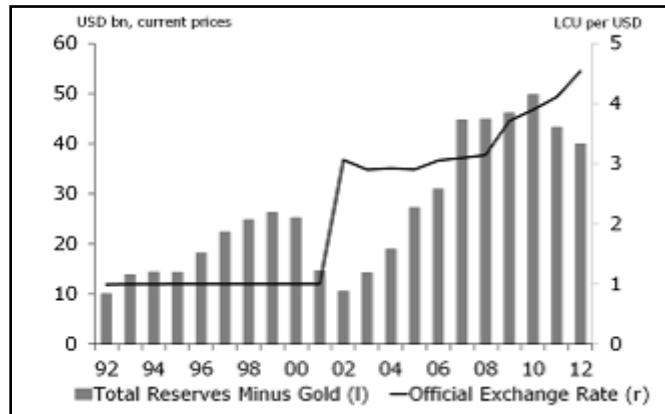
1990-2000 döneminde Arjantin'e 150 milyar dolar sıcak para girişi yaşanmıştı. Nitekim enflasyon 1989 yılında % 3000' lere yükselmiştir. Bu durum Arjantin ekonomisinin dengesini bozmuştur. Krizden önce, Arjantin'de derin bir durgunluk, büyük

miktarda borç stoku, bütçe açığı, cari açık ve aşırı değerli yerel para birimi vardı. Fakat ülkede 11 yıldır uygulanan sabit döviz kuru sistemini (1 Peso =1 Dolar) ülke bozmak istemiyordu. Arjantin'in bankacılık sistemi de büyük bir oranda dolara bağımlıydı. 2001 yılının ortalarında ülkede ekonomi politikalarına duyulan güvensizliğin artması sonucu üç büyük kredi kuruluşu, ülkenin kredi notlarını indirmiştir. Bunun yanında yeterince likiditesi ve rezervi olmayan bir merkez bankası vardı ki bu zayıflıklarından dolayı müdahale gücü oldukça zayıftı. Kriz döneminde ülkedeki hükümet bankalarda yaşanmakta olan nakit para çıkışını kontrol altına aldı ve çok küçük tutarlar haricinde nakit para çekimini yasakladı.

Meksika'nın aksine Arjantin'de kapsamlı bir standby programının kriz döneminde yapılamamış olması ülkenin yaşadığı krizin ekonomik olduğu kadar sosyal ve siyasal arenada da şiddetlenmesine zemin hazırlamıştır. Sonunda, sabit döviz kuru rejimi çökmüş ve ülke Aralık 2001'de moratoryum (borç erteleme) ilan ederek ekonomi tarihindeki en büyük ulusal iflası (85 milyar dolar) deklare etmiştir. Haftalar içinde 1 ABD doları artık 3 peso olmuştu. Kişi başına GSYİH, bu kriz süresince yaklaşık % 20 oranında düşerken, işsizlik işgücünün % 25'ine yükselmiştir (Kiguel, 2011:7).

Rusya, 1998 yılında yaşadığı krizde 40 milyar \$' lik borç erteleme yaptığında bunun dünya ekonomisinde önemli olumsuz etkileri olmuştu, bu açıdan bakıldığında yaklaşık 150 milyar \$'ye yakın bir borcu temerrüde düşen Arjantin'in piyasalarda daha derin bir iz bırakması düşünülebilirdi fakat Arjantin'in dünya piyasaları ile entegrasyonu görece daha az olduğu için moratoryumun etkisi sınırlı kalmıştır (Evirgen,2004: 1).

Grafik 1.2. Döviz Kuru ve Rezervler- Arjantin



Kaynak: Bank of Argentina

Arjantin'in krize sürüklenmesinde ekonominin durgunluk içinde girmiş olmasının yanı sıra, dış borçlar yapısındaki zayıflık ve IMF' in taleplerini reddetme ve buna bağlı

olarak yurtdışı piyasalarda yalnız kalması etken olmuştur. Arjantin'in en önemli sorunu dış borçlarıydı. 1980- 2001 yılları arasında dış borç 27 milyar \$'dan 146 milyar \$'a ulaşmıştır. 1994'de Meksika'nın yaşadığı borç krizinden Arjantin de etkilenmiş, ülke ekonomisindeki istikrarsızlık süregelen bir durum halini almıştır. 1980'li yılların sonlarında tüketici fiyatlarında, aylık bazda % 200'lere varan artışlar görülmüş, 1989'da iktidar değişimi ile beraber liberal politikalar izlenmeye başlanmış ve 1991-94 döneminde ülke milli geliri yıllık bazda ortalama % 7,7 artmıştır.

Arjantin'de 1991-2000 döneminde görülen hızlı parasallaşma trendi kamu borçlanmasını finanse etmek amacıyla yürürlüğe konmuştur. Bu dönemde bankacılık sisteminin varlıkları çok hızlı bir şekilde büyürken, özkaynaklar bu büyümeye eşlik edememiştir (İnan,2002: 66). Krizde en çok suçlanan kesimlerden biri bankacılık sektörü olmuştur ve hükümet radikal bir karara imza atarak tüm döviz mevduatlarının yeni parite yerine eski pariteden (1 dolar = 1 peso) peso'ya çevrileceğini ilan etmiştir ve bu durum özellikle tasarruf sahiplerini önemli oranda rahatsız etmiş ve halk sokaklara dökülmüştür. Kriz sonrasında kurda yaşanan değer kaybı ülkenin dış ticarete rekabetçiliğini arttırmış ve ikiz açıklarını (cari açık ve bütçe açığı) fazlaya dönüştürmüştür. Krizden sonra ülke kendini hızlıca toparlayan ülke 2008 krizine kadar yıllık ortalama % 8'lik büyüme performansı yakalamıştır.

1.2.9. 2008 Küresel Finans Krizi

2008 Küresel Finansal krizinin tetikleyicisi, kredi geçmişi zayıf olan veya gelirlerini kanıtlayamayan borçlulara kolay ve yüksek miktarda konut kredisi (sub-prime mortgage) sağlayan finansal kurumlar olmuştur. ABD'de 1997'den 2007'ye kadar bir kredi almak kolaydı. Borçlular için yeni krediler cazip hale getirildi ve birçok kişi düşük faiz oranları nedeniyle evlerini ipotek karşılığı kredi ile aldı. Krediye erişimin kolaylaşması nedeniyle konut fiyatları yükselmesi emlak piyasasının cazibesini arttırdı. Artan kredi talebi nedeniyle 2007 yılında konut inşaatı yapan firmalar üretimlerini daha da yükseltti, bu durum arz fazlası yaratınca konut fiyatlarında gerileme başladı ve konut balon patladı. Bu gelişmeler karşısında faiz oranları yükseldi ve çok sayıda düşük kalitedeki ipotek borçluları kredilerinde temerrüde düşmeye başladı. Bu süreçte, sub-prime mortgage kullanan borçlular birçok evin değerinin kalan ipotek borcunun değerinin altına düştüğünü fark etti. Bu dönemde, ABD'de yaklaşık % 15' lik pazar payına sahip konut kredileri, 2007'nin ortalarında toplam ödenmemiş konut kredi borçlarının yarısından fazlasına ulaştı.

2007 yılında yaklaşık 1,3 milyon Amerikalı kredi ödemelerini yapamadıkları için evlerini kaybetti (American Historama, 2014).

Aslında 2008 krizi Ocak 2008'de hisse senetleri borsalarda ve konut piyasasında fiyatların gerilemeye başlaması ve işsizlik oranlarının yükselmesiyle kendini göstermeye başlamıştı. 2008 yılının eylül ayında dünyanın önemli yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflasıyla tüm sıkıntılar yerüstüne çıktı ve kriz patlak verdi. ABD hükümeti, sistematik bir küresel finansal durumdan endişe ettiği için binlerce sub-prime mortgage garantisi veren iki büyük firma 'Fannie Mae (Federal Ulusal İpotek Birliği) ve' Freddie Mac'i (Federal Konut Kredisi Mortgage Şirketi) devralmak zorunda kaldı. Kriz diğer ülkelere de yayıldı ve resesyon kendini gösterdi. Global borsalar son 25 yılın en sert düşüşlerini yaşadı. ABD Merkez Bankası (FED), borsalardaki düşüş ve reel piyasalardaki yaşanan olumsuzluklar karşısında politika faizini hızlı ve sert bir şekilde azalttı. 2010 yılında ise bu sürecin bir devamı olarak kriz başta PIIGS¹⁵ ülkeleri olmak üzere Avrupa'ya yayıldı.

2008'de Dow Jones, % 34 değer kaybetti. 14 Eylül'de Merrill Lynch, Bank of America tarafından bir önceki yılın yarı fiyatından 50 milyar USD'ye satın alındı fakat Lehman Brother's için alıcı bulunamayınca bir gün sonrasında banka iflasını açıkladı. 16 Eylül'de ise ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan portföyünde çok yüksek bir CDS hacmi barındıran sigorta grubunun ise batmasına hükümet tarafından izin verilmedi ve yaklaşık 120 milyar dolarlık yardımda bulunuldu. 5 gün sonrasında ise geride kalan iki büyük yatırım bankası Morgan Stanley ve Goldman Sachs kendilerini ticari bankacılık grubuna dönüştürdüler ve FED'in çatısı altına girdiler. Kriz, okyanusun ötesine de sıçradı. İngiltere'de Llyods ve RBS (Royal Bank of Scotland), Benelüks ülkelerinde Fortis, Almanya'da Commerzbank ve İsviçre'de UBS (Union Bank of Switzerland) devletten yardım almak durumunda kalan bankalar oldular. İzlanda'nın en büyük 3 bankası ise bu süreçte iflas etti. Yılsonuna kadar, dünyadaki bütün büyük ekonomiler durgunluk içine girdi. 2008 yılının son dört ayında, ABD yaklaşık iki milyon kişi işini kaybetti. İşsizlik oranı, Mart 2007'deki son düşük seviyesinden % 4,4 olan Aralık ayına göre % 7,2' ye yükseldi ve 2009'a kadar yükselmeye devam etti (Britannica, T.Y).

¹⁵ Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan, İspanya

1.2.10. 2010 Avrupa Borç Krizi

Avrupa’da kriz aynı anda yüksek bütçe açığıyla karşı karşıya kalan ülkelerde tutulan yüksek seviyedeki devlet borcundan kaynaklandı. Avrupa devlet borç krizi 2008 yılında İzlanda'nın bankacılık sisteminin çöküşüyle başladı ve 2009'da öncelikle Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya'ya yayıldı. Avrupa borç krizi 2009 yılı sonunda başladı. Bu ülkeler devlet borçlarını geri ödeyemez ve yeniden finanse edemez duruma geldi. Avrupa Merkez Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Avrupa Finansal İstikrar Tesisi (EFSF) gibi kurumların mali yardımı olmadan borçlu bankalarını kurtarabilmeleri de mümkün değildi. 17 Euro bölge ülkesi, özellikle Avrupa devlet borç krizini ele almak ve yardım etmek amacıyla 2010 yılında EFSF' yi oluşturmaya karar verdi. Avrupa Devlet Borç Krizi 2010'dan 2012' ye zirveye ulaştı.

ABD Kongresi'ne ilişkin 2012 tarihli bir raporda şu tespitlere yer verildi: “Avrupa borç krizi, 2009 yılının sonlarında yeni bir Yunan hükümetinin önceki hükümetlerin hükümet bütçe verilerini yanlış bildirdiğini açıkladığında başladı. Beklenenden daha yüksek açık düzeyi, yatırımcının güvenini yitirerek tahvil marjlarının sürdürülemez seviyelere yükselmesine neden oldu. Korkular hızla yayıldı, Euro bölgesi ülkelerinin mali durumlarının ve borç seviyelerinin sürdürülemez hale gelmesine neden oldu.”(Kenton, 2020)

Birçok uzmana göre Avrupa borç krizi, Yunanistan'ın borcunun 300 milyar avroya ulaştığını ve bu borç stokunun ülke gayri safi yurtiçi hasılasının (GSYİH) % 113'ünü temsil ettiğini itiraf ve kabul ettiği 2009 yılında başladı. Bu düzey, Avrupa Birliği (AB) 'nin birkaç ülkeyi borç seviyelerinin aşırı olduğu konusunda uyardıklarına rağmen ve GSYİH' ye oranının % 60'ın altında kapatılmasının benimsendiğinin iletilmesine rağmen oldukça yüksekti. Kaygının nedeni, ekonomi yavaşlarsa bu ülkeler borçlarını faizli olarak geri ödemekte zorlanabilecek olmalarıydı. Başbakan Papandreu, 2009 bütçe açığının GSYİH' nin % 12,7'sinin, AB sınırı olan % 3'ün çok üstünde olacağını söyledi. Hükümet, Mart-2010'da kamu çalışanlarının maaşlarını azaltarak ve vergi toplayarak açığı azaltma planlarını duyurdu.

IMF tarafından yapılan mütevazı kurtarma işleminden sonra, avro bölgesi liderleri 750 milyar euro büyüklüğünde bir kurtarma paketi üzerinde anlaşmış ve Mayıs-2010'da Avrupa Finansal İstikrar Kuruluşu'nu (EFSF) kurdu. Sonunda, bu fon 2012 yılının Şubat ayında yaklaşık 1 trilyon euroya çıkarıldı. Bununla birlikte, krizi kırmak için başka önlemler de uygulandı. Bu önlemler Almanya gibi daha büyük başarılı ekonomiler arasında oldukça eleştirildi. Yine aynı ay içinde, IMF, ECB ve Avrupa Komisyonu' nun Yunanistan'ı kurtarmak için tasarlanan ve 110 milyar avroluk üç yıllık bir yardım paketi açıkladı. (Kuepper, 2019). 2012-2015 arasında yaşanan borç krizinde bazı AB ekonomileri deflasyonu tecrübe etti. Bu dönemde fiyatlar Belçika'da % 1,2, İspanya'da % 1, Almanya'da % 0,3 ve İngiltere'de % 1,3 gerileyerek deflasyon yaşandı.

1.3. Deflasyon Olgusunun Tanımı, Tarihçesi ve Önemi

Başta Japonya olmak üzere, sanayi ülkelerinin son otuz yıllık periyoda bakıldığında yaşamış olduğu iktisadi çalkantılar, deflasyon kavramının yeniden iktisat çevrelerince tartışılmasına neden olmuştur. Yatırım ve istihdam üzerinde yarattığı olumsuz etkiden dolayı, deflasyon kavramı iktisadi karar alıcıları en fazla endişenlendiren konular arasında ön sıralarda yerini almaktadır. Dönemin İngiltere Başbakanı Brown' ın “ kısa vadede deflasyon, enflasyondan daha büyük tehdittir” şeklindeki sözleri, global ekonomilerde deflasyon riskinden duyulan endişeleri göstermektedir (Şenses,2017:547). Yaşanmış tecrübeler bu kaygıların yersiz olmadığını göstermesi bakımından önemlidir. Çünkü eğer deflasyon genelleşir, diğer bir ifade ile geniş bir tabana yayılır ise ekonomilerde nispeten kısa süreli bir durgunluktan çok daha ciddi ve kalıcı bir depresyona geçiş yaşanma ihtimali önemli oranda artmaktadır.

1.3.1. Tanımı

Deflasyon, yaygın kullanım şekliyle fiyatlar genel seviyesindeki düşüş olarak tanımlanabilir. Borç deflasyonu ise hem çıktı açığındaki bir düşüş (ya da fiyatlar genel seviyesindeki) hem de varlık fiyatlarındaki düşüşü ifade etmektedir. Burada özellikle belirtmek gerekir ki, tanımda kullanılan “genel” ifadesi önemlidir. Bir başka ifade ile bazı mal ve hizmetlerde ya da spesifik bir sektörde artan verimlilik ve düşen maliyet nedeniyle fiyatlarda düşüş görülebilir. Bu gibi nedenlerden kaynaklanan düşüşler tabana, genele yayılmadığı için deflasyon olarak ifade edilemez.

Deflasyonun karşı tarafı olan enflasyon ise makroekonomik politikaların seçiminde ve uygulanmasında, yatırımların planlanmasında, istihdam piyasasında ücretle ilgili olan düzenlemelerde kritik öneme sahip bir iktisadi parametredir.¹⁶ Bir ülkede yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki yükseliş, tasarrufların değerinin azalmasına, fiyat istikrarında yaşanan belirsizlik nedeni ile iş dünyasının daha az yatırım yapmasına ve eğer oranı diğer ülkelere göre daha yüksek ise ülke olarak ihracatta rekabet avantajının azalmasına neden olmaktadır. Adından sürekli bahsedilen, belki de ekonomide en çok kullanılan ve bu kadar çok önemi olan bu kavramın geleneksel iktisat kitaplarında ve üniversite eğitiminde kendine yeterince yer bulamadığı içeriği ile ilgili birtakım eksiklikler dikkati çekmektedir. Nitekim “borç deflasyonu teorisini” ilk ortaya atan Fisher, fiyatlar genel seviyesinin hesaplaması biçimine ve metodolojisine özel bir önem vererek fiyat endekslerinin inşasında ve kullanılmasına da öncülük etmiştir. Kendisi gibi aynı üniversitede akademik kariyerini sürdürmüş olan Yale’den J. Tobin (2005) Fisher’i “endeks sayılarındaki tüm zamanların en büyük uzmanı” olarak adlandırmıştır. 1923’ten 1936’ya kadar Fisher’ in kendi kurduğu enstitü, dünyanın her yerinden fiyat endekslerini hesaplamıştır.

Enflasyon, sıklıkla “yaşam maliyeti endeksi” (cost of living index) ile aynı anlamda algılanır ama aslında tam olarak yaşam maliyetini ölçen bir araç değildir. Hem TÜFE hem de “yaşam maliyeti endeksi”, piyasada doğrudan satın alınan gıda ve giyim gibi mal ve hizmet fiyatlarındaki değişiklikleri yansıtır. Ancak tam bir yaşam maliyeti endeksi, tüketicinin refahını (well-being) etkileyen eğitim, sağlık ve güvenlik gibi diğer hükümsel veya çevresel faktörlerdeki değişiklikleri de hesaba katar.

Enflasyon hesaplamasında temel veri kaynağı olarak ülkeler, her yıl yapılan hanehalkı bütçe anketleri sonuçlarını kullanırlar.¹⁷ Ülkemizde olduğu gibi enflasyon ürün grupları ağırlıkları belirlenirken en temel kaynak hanehalkı bütçe anketleri olup enflasyon hesaplamasında kullanılan ağırlıklar ile hanehalkı anket dönemleri arasında bir zaman farkı söz konusudur. Örneğin ABD’de 2016 ve 2017 enflasyon hesaplamalarında baz olarak

¹⁶ Bunun yanında kira artışlarının belirlenmesi, hane halkının başta mevduat, tahvil-bono olmak üzere sermaye piyasası araçlarından elde ettiği getirilere baz teşkil etmesi gibi pek çok alanda da enflasyon gerçekleştirmeleri kullanılmaktadır.

¹⁷ “Hanehalkı harcama tutarı hesaplanırken, hane halkındaki fertlerin tüketimlerinin birbirinden farklı olduğu varsayımları altında, her bir hane halkı büyüklüğünün kaç yetişkine denk olduğunu ortaya koyan eş değerlik ölçüğü (katsayısı) kullanılmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), hanehalkındaki referans kişi için “1”, 14 yaş ve üzerindeki tüm fertler için “0,5” ve 14 yaşın altındaki tüm fertler için “0,3” katsayısı ile çarpılarak hesaplandığı OECD ölçüğünü kullanmaktadır”. (TÜİK, 2019)

kullanılan hanehalkı anketleri 2013 ve 2014 yıllarında yapılanlardır. Enflasyona temel olan hanehalkı anketlerinin coğrafik olarak uygulanmasında da bir takım farklılıklar vardır. İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya ve Türkiye, Japonya, Kanada gibi ülkelerde tüm ülke geneli için hanehalkı araştırmaları yapılırken, ABD, Rusya, G.Kore, Meksika ve Brezilya ve Avusturya gibi ülkelerde ise kırsal bölgeler dikkate alınmaz. Bu anketler, sosyolojik olarak incelendiğinde de bir takım ayrışmalar göze çarpmaktadır.¹⁸

Enflasyon verilerindeki nitelik değişimleri de bir diğer önemli unsurdur. Madde sepetlerinin ve ağırlıklarının güncellemesi, her yılın sonunda yapılmaktadır. Bir ürünün önem kazanarak sepette yer alabilmesi için toplam harcamanın 1/1000'i oranında bir büyüklüğe ulaşması gerekmektedir. Enflasyon hesaplamasında aynı miktar ve kalitedeki ürünlerin fiyat değişimlerine odaklanıldığından eğer bir ürüne ilişkin olarak bu iki ölçütte bir değişiklik söz konusu ise endeks kapsamından çıkarılmaktadır.

Türkiye'de her ay enflasyon hesaplaması için 28.000 işyerinden 895 kalem için alınan yaklaşık 415.000 fiyat derlenirken mal ve hizmetler için biri ayın onunda diğeri ise yirmisinde olmak üzere ayda iki kez fiyat toplanmaktadır. Uluslararası karşılaştırmaya baz teşkil etmesi açısından, Almanya'da 600 kalem için 300.000 fiyat kotası kullanılmakta ve fiyat dönemi olarak 1 ile 20. günü baz alınmaktadır. Ağırlıklı olarak ayın ortasındaki haftada tek sefer fiyat alınarak hesaplamalar yapılmakta, eğer mevsimsel fiyat dalgalanmaları çok olan bir ürün ise ay içinde fiyat iki kez takip edilmektedir.¹⁹ Enflasyon sepetinin ağırlığını oluşturan ürün ve hizmet grupları incelendiğinde ülkeler arasından önemli farklılıklar bulunmaktadır.²⁰

¹⁸ Japonya'da tarım ve balıkçılıkla uğraşan hanehalkları kapsam dışıdır. Hindistan'da sadece endüstriyel alanda çalışan işçiler hesaplamalara dâhil edilir. Brezilya ve Endonezya ve Hindistan'da düşük gelir grubu kapsam dışıdır. Türkiye'de bireysel ve kurumsal hanehalkları (öğrenci yurtları, hastaneler, oteller) kapsam dâhilindedir ve kişinin yerli ya da yabancı olduğuna bakmaksızın yaptığı tüketim dikkate alınır. AB ülkelerinin ağırlıklı kısmı Türkiye ile benzerlik gösterir. Yunanistan'da ise kurumsal hanehalkları dikkate alınmaz.

¹⁹ Fransa'da ise 30.000 işyerinden alınan yaklaşık 1.100 mal ve hizmet kalemi hesaplamalara dâhil edilmektedir. Fakat Fransa'da dört hafta boyunca da fiyat toplanmaya devam edilir bunun tek istisnası ayda bir kez fiyatı alınan konut kiralardır. ABD'de ise 20.000 işyerinden alınan yaklaşık 100.000 fiyat kotası enflasyon hesaplamasında kullanılır.

²⁰ Enflasyon sepetlerinin içeriğindeki bazı kalemlerle ilgili değerlendirmeler konusunda da ülkeler arasındaki değişkenlikler göze çarpmaktadır. Örneğin, Kanada'da konut sigortaları enflasyon hesaplamasına dâhildir. Buna karşılık, hayat ve ferdi kaza sigortaları enflasyon hesaplamalarının dışında bırakılır çünkü bu tür sigortalara yapılan ödemeler gelecekteki satın alma gücünün temsil eden bir olgu olarak yorumlanır. ABD ise hayat sigortaları kapsam dışıdır. Türkiye'de sadece sağlık, trafik, kasko, DASK ve yangın sigortaları kapsam içindedir. AB ülkeleri ise ilk aşamada ev ve araba ile ilgili olan sigortalar kapsama alınmış iken 2000 yılından itibaren özel sağlık, seyahat sigortaları da hesaplamalara dâhil etmiştir. Hayat sigortaları ise bir tasarruf aracı olarak değerlendirildiğinden enflasyon hesaplamasına dâhil edilmez. Almanya ve Türkiye'de turistlerin yaptığı harcamalar da enflasyon hesaplamasına dâhil iken Yunanistan'da dâhil değildir.

Tablo 1.2. Dünyadaki Enflasyon Sepetleri – Ağırlıklar

ÜLKE	GSMH(\$)	GIDA	ENERJİ	KONUT	ULAŞIM	SAĞLIK	DİĞER
ABD	61,600	8%	7%	38%	13%	7%	27%
Almanya	47,500	10%	11%	32%	14%	4%	29%
Fransa	42,400	15%	8%	14%	15%	11%	37%
Japonya	40,060	19%	8%	28%	8%	4%	33%
İngiltere	40,020	10%	7%	12%	16%	3%	52%
İtalya	33,700	17%	9%	11%	15%	9%	39%
Türkiye	11,100	23%	11%	15%	18%	3%	30%
Rusya	10,600	31%	10%	11%	13%	4%	31%
Meksika	10,020	19%	9%	24%	13%	2%	33%
G.Afrika	6,300	17%	8%	25%	14%	1%	35%

Kaynak: OECD & TÜİK, 2018

Enflasyon hesaplamalarının ülkemizdeki tarihçesine bakıldığında ilk olarak 1914 yılında “Hayat Pahalılığı Endeksi” olarak hesaplanmaya başlamıştır. Yıllar içerisinde ise zamanla enflasyon hesaplamasının ülke genelini kapsadığı görülmektedir.²¹ Bir diğer farklılık ise enflasyon açıklanma tarihlerinde kendini göstermektedir. OECD ülkelerinde enflasyon oranları aylık olarak yayımlanırken, Avustralya ve Yeni Zelanda’da ise 3 aylık periyotlarda yayımlanmaktadır. IMF verilerine göre, Türkiye bir önceki ayın enflasyon oranlarını açıklama dünyanın birçok ülkesine göre hızlı hareket etmektedir. Ülkemizde her ayın 3’ünde bir önceki ayın enflasyonu açıklanır iken örneğin Avrupa İstatistik Kurumu (EUROSTAT) ve Çin, bir önceki ayın enflasyonun izleyen ayın ortalarında, Hindistan ve Rusya ise izleyen ayın sonunda açıklamaktadır. G-20 ülkelerinden Suudi Arabistan ise 2 ay gecikmeli olarak enflasyon verisini yayınlamaktadır.

Günümüzde kimi ülkeler artık sadece tüketici fiyat endeksini takip etmeyerek fiyat hesaplama endekslerini çeşitlendirmiştir. Bunlardan biri de harmonize edilmiş tüketici fiyat endeksi olarak Türkçe’ye çevirebileceğimiz HICP (The Harmonised Index of Consumer Prices) olup, bu endeks 2015 yılını baz yıl olarak alan bir tüketici fiyat endeksidir. Bu endeksler ülkeler arasında doğrudan karşılaştırılabilir ve toplulaştırılabilir. Amaç, tüketici

Yine online internet sitelerinden alınan fiyatlamalar ülkemizde enflasyon hesaplamalarına dahil edilmez iken ABD ve Kanada’da dahil edilmektedir. Sezon sonu indirime giren ürünlerdeki fiyatlamalar ise eğer bu indirimden herkesin yararlanması mümkün ise genel bir eğilim olarak ülkeler bu indirimi enflasyon hesaplamalarına yansıtılmaktadır.

²¹ 1955 ve 1958 yıllarının baz alındığı enflasyon hesaplamalarında sadece Ankara için hesaplama yapılır iken 1968,1987,1994 yılları baz alınarak yapılan hesaplamalar sırasıyla 11 il,16 il ve 19 ili kapsayacak şekilde yapılmıştır. Nihayetinde hali hazırda kullanılan 2003 baz yıllık endekste ise 81 ilin tamamı kapsanarak TÜFE hesaplanmıştır. (TÜİK , 2018)

fiyat enflasyonunun yüksek kaliteli ve karşılaştırılabilir bir ölçüsünü sağlamaktır. Bu veri sadece üye ülkeler için değil aynı zamanda bir ülkenin parasal birliğe olası bir katılımı ile ilgili olarak fiyat yakınsamasının değerlendirilmesi için de bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Diğer bir ifade ile örneğin AB'ye aday ülke statüsünde bulunan Türkiye için de hesaplanmaktadır. Yine birliğe üye olmayan ABD, Norveç, İsviçre de coğrafik kapsam içindedir. Yukarıda da ifade edildiği üzere enflasyon hesaplamasında ülkeler arasında bazı kapsam ve yöntem farklılıkları bulunabilmektedir. Ülkelerin enflasyon sepetinde önemli de bir ağırlığı bulunan özellikle konut başlığındaki fiyatlamaya stratejileri, farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle HICP, konut sahipliğine ilişkin fiyatlamaları kapsam dışı bırakmaktadır.^{22 23} Nitekim AB'deki ülkelerde enflasyon hesaplamaları her ülkenin kendi istatistik ofisi tarafından gerçekleştirilir iken HICP, EUROSTAT tarafından tek merkezden hesaplanmaktadır.

Genel fiyat endeksi hesaplamalarında temelde 3 yöntem kullanılmaktadır. Laspeyres endeksi (baz dönemi ağırlıklı), Paasche endeksi (cari dönem ağırlıklı) ve Fisher endeksi. Laspeyres endeksi²⁴ sabit ağırlıklı bir toplam endeks olup ağırlıkların referans alındığı dönem endeksin başlangıç dönemi ya da karşılaştırılan dönemden önceki dönemdir. Paasche endeksi ise değişken ağırlıklı bir toplam endekstir. Fisher endeksi ise Laspeyres ve Paasche'de kullanılan miktar ve fiyat endekslerinin geometrik ortalamasını dikkate alan bir endekstir. Enflasyon hesaplanırken, Laspeyres yaklaşımı çerçevesinde ürün ve hizmetlerin sadece fiyat değişimleri ölçülmektedir. Ürün tekliflerinin yapısında ve tüketim kalıplarındaki değişimler ile ikame etkisi ise endekste yansıtılmamaktadır.²⁵ Hill'e (2004) göre "Paasche fiyat endeksi ağırlıklı olarak zevk ve gelir düzeyi farklılıkları kaynaklı talep değişimlerini de hesaplamaya dâhil ettiğinden genellikle cari dönemde satın alınan malları hesaba katar. Bu takdirde şu yorumu ve gözlemi çıkarabilmek mümkündür: Laspeyres

²² Ulusal enflasyon hesaplamaları farklı ulusal amaçlara hizmet etmek için kurulmuştur. Bu nedenle, ulusal enflasyon hesaplamalarının temel kavram ve yöntemlerinden bazıları, Avrupa Birliği'nde enflasyonu ölçmek için tasarlanan HICP'nin gerekliliklerinden sapabilmektedir.

²³ HICP'nin dört ana bileşene ayrılmış olup içerik olarak COICOP'a bağlı kalsa da standart COICOP sınıflamasını takip etmemektedir. Bu dört ana bileşen enerji, alkol ve tütünü de içeren gıda harcamaları, enerji dışı endüstriyel mallar ve hizmetlerdir. COICOP sınıflandırması: Gıda ve alkolsüz içecekler Alkollü içecekler ve tütün; Giyim ve ayakkabı; Konut Ev eşyası; Sağlık; Ulaştırma; Haberleşme; Eğlence ve kültür; Eğitim; Lokanta ve oteller; Çeşitli mal ve hizmetler

²⁴ Hill'e göre Laspeyres yönteminde sabit bir miktar seti kullanıldığından er ya da geç güncellenmeli ve eski seri ile ilişkilendirilmelidir. Bu yapılmadığı takdirde fiyat endeksi, yeterince doğru bilgi üretmez.

²⁵ Dolayısıyla, fiyatlar yükselir ve tüketiciler ürünleri değiştirirse, tüketici fiyat endeksi formülünün yeni tüketim tercihlerine yönelik olan fiyatları bildirmeyen bir yanlılığı olabilir.

endeksi Paasche endeksinden daha yüksek sonuçlar vermektedir. Ülkemizde kullanılan enflasyon hesaplamasında kullanılan endeks ise Laspeyres metodu ile hesaplanmaktadır.

1.3.2. Önemi ve Tarihçesi

Fisher²⁶ (1933: 341-342), aşırı borçlanmanın yol açtığı bir takım ekonomik sıkıntıların hanehalklarını borcu likidite etme yani aldıkları borçları geri ödemek durumuna getirdiğini ve bu durumun fiyatlar genel seviyesinde düşüslere yol açtığını belirterek 1930'larda yaşanan ve tüm dünyayı etkisinde bırakan Büyük Depresyon'un (Great Depression) nedeninin bu durumdan kaynaklandığını ileri sürmüştür. Fisher'ın orijinal makalesinde bu olguyu şu şekilde ele almaktadır:

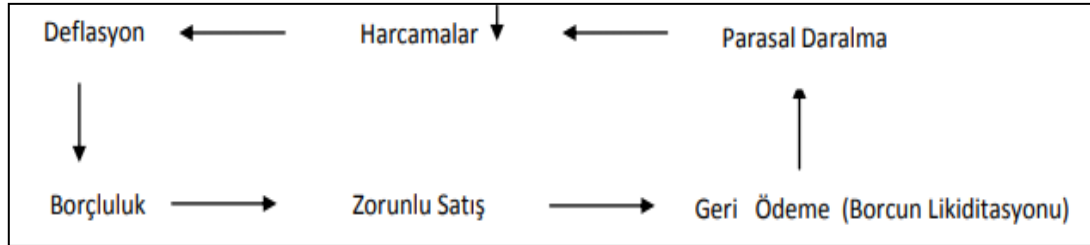
“Bir ekonomide aşırı borçluluk durumu oluştuğunda bu risk hem borç alanları hem de borç verenleri alarma geçirerek borç likiditasyon sürecinin başlamasına neden olacaktır. Bu süreç birbiri ile ilişkili olan dokuz bağlantı ile gerçekleşmektedir.”

- i. Borç tasfiyesi piyasalarda satış baskısına yol açmakta.
- ii. Banka kredileri ödenmeye başlandığı için mevduatlarda ve paranın dolaşım hızında azalma yaşanmakta.
- iii. Fiyatlar genel seviyesinde bir düşüş gerçekleşmekte ve yerli para birimi değer kazanmakta
- iv. Firmaların net değerlerinde düşüş yaşanmakta ve iflaslar artmakta.
- v. Karlardaki düşüş kapitalist toplumda zarar mekanizmasını harekete geçiren kaygılara yol açmakta.
- vi. Çıktı kaybı, ticarete azalma ve işsizlikte artış yaşanmakta.
- vii. Güven kaybı ve karamsarlık oluşmakta.
- viii. Stoklama ve dolaşım hızının daha da düşmesi gerçekleşmekte.
- ix. Faiz oranlarında karmaşa oluşmakta ve nominal olarak parasal faiz oranları düşerken reel olarak ise faizlerin artması gerçekleşmektedir (ilk sekiz durumun oluşması ile birlikte).

²⁶ Irving Fisher, (1867-1947): Yale Üniversitesi'nde sermaye teorisi alanındaki çalışmalarıyla tanınan Amerikalı iktisatçı. Aynı zamanda modern para teorisinin gelişmesine önemli katkılar yapmıştır. Eserleri: “Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices (1892), The Nature of Capital and Income (1906), Purchasing Power of Money (1911) , The Making of Index Numbers (1922), The Theory of Interest (1930), and Booms and Depressions (1932) Kaynak: <https://www.britannica.com/biography/Irving-Fisher>”

Fisher, makalesinde yukarıda verdiği sıralamanın mantıksal bir sıralama olduğunu ifade ederek, pratikte reel dünyadaki bir krizde bu sıralamanın değişebilmesinin mümkün olduğunu ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile yukarıda sözü edilen süreçlerin mantıksal ve kronolojik sıralamasının birbirinden farklı olabileceğini kabul etmektedir.

Fisher, aşırı/yetersiz tüketim, aşırı kapasite, yanlış fiyatlamalar, aşırı güven ve gereğinden fazla tasarruf, tasarruf-yatırım arasındaki tutarsızlık gibi temel ekonomik resesyona parametrelerinin farkındaydı fakat en önemli/baskın faktör olarak aşırı borçluluk ve deflasyonu görmekteydi. Ünlü iktisatçıya göre, bu iki faktördeki rahatsızlıklar diğer tüm değişkenlerde neredeyse hepsinde ciddi rahatsızlıklar yaratabilecektir. Nitekim, “*borç ve deflasyon yok ise, 1837,1873 ve 1929-33’dekilerle kıyaslanabilecek zorluklar, üstesinden gelinemeyecek problemler değildir*” (Fisher,1933: 340). O’na göre krizler bir rastlantı sonucu ortaya çıkmaz. “*Çoğu ekonomik krizde yer alan aşırı borçluluk bir tesadüf değildir, ya firmaların yatırım fırsatlarının geri dönüşü konusundaki iyimser inançlarından ya da kolay paradan kaynaklanmaktadır. İnsanlar, %6 borç alarak %100 kar elde edebileceğini düşündüklerinde neden borçlanmaya devam etmesinler ya da borç almaktan çekinsinler*” (Fisher, 1932: 45-46)



Şekil 1.2. Fisher Kanalı (Von Peter, G., 2005: 5)

Fisher (1911: 62), uzun vadede reel üretimin ve istihdamın parasal şoklardan etkilenmeyeceğini özellikle, uzun dönemli dengenin reel faktörlere (mevcut işgücüne ve mevcut teknolojiye) bağlı olduğunu belirtmiştir. Ünlü iktisatçıya göre, reel faiz oranındaki artıştan kaynaklı olarak toplam talepte görülen düşüş, fiyatlar genel seviyesinin ve borçluların kredi taleplerinin azalmasına yol açar. Fiyatlardaki düşüş diğer bir ifade ile paranın satın alma gücünde artış, paranın dolaşım hızını azaltır.

Fisher' in çalışmalarında üzerinde durduğu ve ağırlıklı olarak birbirleri ile bağlantılı olan bazı ekonomik kavramlar ile ilgili görüşleri ise şunlardır:

Genel Fiyat Seviyesi: Fisher' e göre genel fiyat seviyesi (paranın satın alma gücü) dört faktöre bağlıdır: (1) dolaşımında para stoku (2) dolaşım hızı (3) mevduat hacmi (4) tüm işlem hacmi. Bu görüşü, sonrasında Friedman önderliğindeki Monetarist iktisatçılara da esin kaynağı olmuştur. Ünlü iktisatçıya göre, enflasyon borçlulara fayda sağlar. Eğer para politikası belirli bir kayda değer enflasyon yaratırsa ve borçluların alacaklılardan daha yüksek bir marjinal tüketim eğilimi varsa²⁷, enflasyondan kaynaklı olarak reel borç yükünde görülen bir azaltma toplam toplam tüketimi artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlar.

Sermaye ve Gelir: Sermayeyi zaman içinde gelir akışı üreten herhangi bir varlık olarak tanımlamıştır. Bir gelir akışı, onu oluşturan sermaye stoğundan farklıdır, ancak ikisi de faiz oranı ile bağlantılıdır. Sermayenin değeri, varlığın yarattığı (net) gelir akışının bugünkü değeridir. Diğer bir ifade ile nedensel ilişkinin yönü sermayeden gelire değil, gelirden sermayeye; şimdiki zamandan geleceğe değil, gelecekte günümüze şeklindedir.

Nominal ve Reel Faiz: Reel ve nominal faiz oranları arasında net bir ayırım yapan ilk ekonomisttir. Reel faiz oranlarının para tabanındaki değişikliklerden bağımsız olduğunu vurgulayarak, reel faiz oranının, nominal faiz oranından beklenen enflasyon oranı ile çıkartılarak oluştuğunu belirtmiştir. Marjinalistler (Avusturya Okulu) kar ve faizi üretim sonucunda ortaya çıkan marjinal verimlilikle ilişkilendirmişlerdir. Marksist iktisatçılar ise kar ve faizi, herhangi bir üretimin ya da hizmetin gerçekleştirilmesinden ziyade sermaye sahibinin güçlü konumundan kaynaklanan bir sömürün sonucu olarak görmüşlerdir. Bu birbirinde farklı iki görüş arasında Fisher, faiz oranının, yatırım olasılıkları tarafından şekillenen sermaye talebi ile tasarruf sahibi kişilerin psikolojileri ile belirlenen sermaye arzı arasındaki denge ile oluşmakta olduğunu belirterek Marjinalist' lere daha yakın bir çizgide durmuştur.

Vergi: Konvansiyonel vergi anlayışına karşı çıkararak verginin tüketim üzerinden alınması gerektiğini ifade etmiştir. Bireylerin gelirinden vergi aldıktan sonra aynı bireylerin

²⁷ Literatürde, borçluların marjinal tüketim eğilimlerinin, alacaklılardan daha yüksek olduğuna ilişkin genel bir mutabakat bulunmaktadır.

tükettikleri mal ve hizmetler üzerinden dolaylı vergiler aracılığıyla tekrar vergi almanın çifte vergilendirme olduğunu savunarak bu durumu eleştirmiştir (Britannica, T.Y).

Devlet Müdahaleleri: Ekonomik zorlukların sıklıkla parasal sıkıntılar kaynaklı olduğunu ifade ederek ve kamu idarelerinin parasal konularda aktif müdahalelerinin gerekli olduğunu vurgulamıştır.

1.4. İktisatçıların Borç Deflasyonuna Bakış Açıları

Fisher'in analizi ile ilgili bir takım sorgulamalar da söz konusu olup bunlar üzerinden teoriye bazı iktisatçılar tarafından yeni katkılar yapılmıştır. Örneğin orjinal teoride Fisher, bankacılık sisteminin rolü üzerinde yeterince durmamıştır. Banka iflaslarından ve banka kredilerindeki geri çekilmeden bahsetmiş olmasına rağmen bankacılık sisteminin genel işleyişindeki aksaklıklara yeterince değinmemiştir. Bunun yanı sıra Fisher, borç deflasyonu süreçlerinin kökenlerine ilişkin aşırı borçluluk kavramına ek olarak borç tasfiyesinin gerekçelerini, yeterince açıklamadığı noktada kısmen eleştirilmektedir. Yine, teorisinde aşırı borçluluk ile tam olarak neyi kastettiğini tanımlamamıştır ama Wolfson (1996)'a göre aşırı borçluluğu, mevcut gelir yoluyla borç ödeme taahhütlerini yerine getiremeyecek düzey şeklinde tanımlamak mümkündür.

Keynes (1936: 173-174), Tobin' den çok daha önce 1930'lu yıllarda piyasalarda oluşan normal olmayan fiyat düşüşlerin nedeni olarak bankaları görmüştür ve özellikle fiyat düşüşlerinin bankaların almış oldukları teminatları erozyona uğratarak bankaların ödeme kapasitelerini tehdit ettiğini belirtmiştir. Ünlü iktisatçı, bankalar üzerindeki etkiyi 1930'ların başlarında meydana gelen fiyatlardaki olağanüstü düşüşün en önemli nedeni olarak görüyordu. Keynes (1936: 176)'e göre fiyatlardaki düşüş, borçlunun kreditora güvenliğini sağlayan teminatındaki değeri düşürür. Bu gelişme bankaların ödeme güçlüğüne ve iflasına neden olabilir. Bu noktada Keynes sorunun büyüklüğünün tüm finansal sistemin istikrarını bozabilecek düzeyde olduğunu ama ne yazık ki bankacılık sisteminin doğası gereği kör olduğunu ve bu nedenle bankacıların bunu anlayamadıklarını ifade etmiştir.

Keynes'in "Genel Teori" adlı eserinin sekizinci bölümü marjinal tüketim eğilimi üzerinedir. Buna göre gelirdeki artış ile birlikte, tüketim ve tasarruf arasındaki dengede tasarruf artışına doğru eğrilen bir patika takip eder. Bunun yanında Keynes, bir ekonominin

onu oluşturan piyasaların toplamından daha büyük bir anlam ifade ettiğini belirterek rasyonel olmayan fiyatlamaların piyasalarda mümkün olabileceğini ve bunun da krizlere yol açabileceğini ifade etmiştir. Keynes'e göre gerçekçi olmayan iyimserlik veya kötümserliği yansıtan güven algısı ekonomilerde fiyat şişkinliklerine (balonlara) ve iflaslara yol açmaktadır. Böyle bir durumda menkul kıymet fiyatlarının genellikle kendi içsel değerlerinden ayrılmakta ve istihdam, gelir ve para üzerinde negatif bir etki yaratmaktadır (Shefrin & Statman,2011: 3). Krugman (2009)'a göre Neo-Keynesyenci iktisatçılar ise "rasyonel bireyler" ve "kusursuz piyasaların" büyüünden kendilerini kurtaramadıkları için bu konuda Keynes'den farklı olarak piyasaların doğru fiyatlama yapacağına inanmışlardır.

Schumpeter (1939: 149-150), her ne kadar bir deflasyon teorisi geliştirmemiş olsa da resesyon ile depresyon olguları birbirinden ayırmakta olup depresyonu kendini kurtarma eğilimi olmayan bir dengesizlik olarak tanımlamaktadır. Ünlü iktisatçıya göre resesyon (durgunluk), inovasyonun tetiklediği refah aşamasının gerekli bir sonucudur. Girişimcilerin karlarını arttırmasına bağlı olarak kredi talebindeki azalış nedeniyle ortaya çıkmaktadır. "Kazanç aynı zamanda parayı kıt hale getiren kredi geri ödemelerine yol açar. Bu tür bir oto-deflasyon, yeni dengeye yönelik bir ayarlama sürecinin bir parçası ve bu nedenle iş döngüsünün gerekli bir elementidir. Depresyon ise, iş döngüsüne (business cycle) müdahale edebilecek dış faktörlerin neden olduğu 'anormal tasfiye' anlamına gelir."

Pigou (1947), tüketimi gelir ve servete bağlı bir fonksiyon olarak ifade eder. Fiyatlar genel düzeyindeki düşüş, kişilerin finansal varlıklarından oluşan servetlerinin reel değerini yükseltecektir. Bu durumda artık bireyler tasarruflarını azaltarak fiyatları inmiş olan mallara yönelik tüketimlerini arttıracaktır. Fiyatların düşüp servetlerin artmasıyla ortaya toplam harcamaları artırıcı bir etki çıkacaktır.

Haberler (1952) ise gerçek dünyada üretim ve istihdamdaki konjonktürel dalgalanmaların fiyat seviyesindeki dalgalanmalarla paralel olmasına dikkat çekmekte ve Pigou etkisinin aslında sadece iş döngüsünün düşüşü sırasında genişleyici bir faktör olarak işe yaradığını ve deflasyonu, üretim ve istihdamdaki düşüşü kısmen azalttığını belirtmişlerdir. Fakat bu iktisatçılara göre bu etki ekonomiyi asla tam istihdama geri getiremez, çünkü istihdam ve üretim en düşük noktasına gelir gelmez fiyatlar ve ücretler düşecek ve varlıklarının (para) gerçek değeri yükselecektir.

Tobin (1980: 11-12) borçluların alacaklılardan daha fazla harcama yapacağını ve böylece Fisher etkisinin Pigou etkisinden daha güçlü olacağını iddia etmiştir. Ünlü iktisatçı, borç deflasyonuna ilişkin aktarıma, farklı bir açıdan yaklaşmış ve özellikle bankaların rolüne dikkat çekmiştir. Tobin'e göre nominal fiyatlar ve ücretler düşürüldüğünde, borç servis oranı diğer bir ifade ile borç geri ödeme oranı borçluların gelirlerinin daha yüksek bir oranı olur. Diğer bir ifade ile nominal fiyatlar ve ücretler gerilediği zaman, aylık borç geri ödemeleri borçluların gelirlerinin daha yüksek bir oranına dönüşecektir. Bankaların verdikleri kredi karşılığında aldıkları teminatlarının değerinin azalması borçluların kredilere olan erişimini kısıtlar ve borçluların yaşadığı sıkıntılar, kreditorlere aktararak, alacaklıların ödeme ve likiditesini tehdit eder. Yani, firmalar düzeyinde iflas, temerrüt gibi benzer durumların yaşanmasıyla beraber borçluların problemleri alacaklılara aktarılmış olacak ve bu durum borç verenlerin likiditesini ve ödeme yeteneklerini tehdit edecektir. Bu nedenle bankalar, borçlulara verdikleri kredilerde kısıtlamaya giderek, borç deflasyonu sürecinde önemli rol oynar. Bu süreçte bankalar, şirketlerin ve tüketicilerin harcamalarını finanse eden riskli kredilerden kaçınarak daha güvenli bir liman olan likit yatırım araçlarına ellerindeki fonları yönlendirirler.

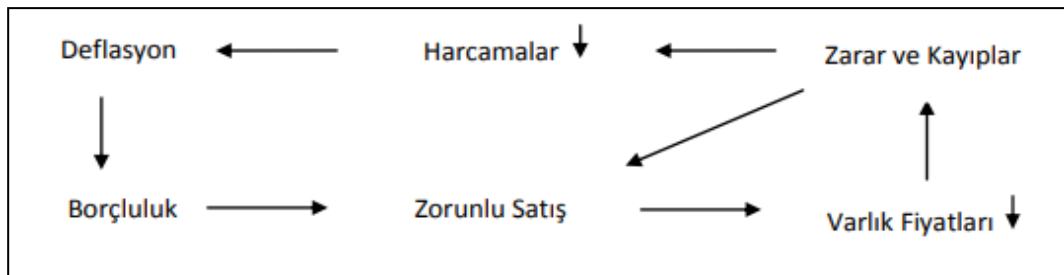
Minsky (1982: 383-384) ise bir post-keynesyen olarak Keynes'in daha rafine formdaki görüşlerini genişletmiş yükselen faiz oranlarının da Keynes' deki teminat açığı problemine yol açacağını vurgulamıştır. Minsky'e göre teminatların erimesine yol açan bir diğer faktör, varlık fiyatlarındaki erimelerdir. Firmalar, ödeme yükümlülüklerini yerine getirmede zorluk yaşadıklarında, düşen varlık fiyatları önemli bir rol oynar. Ünlü iktisatçı, Fisher'ın geri ödeme ile ilgili olarak nakit kaynaklarını tanımlamamasını eleştirerek üç tür nakit kaynağı olabileceğini belirtmiş, bunları operasyonlardan²⁸, borçlanma ve yeniden finansmandan (re-financing) ve varlık satışından kaynaklı nakit akışı olarak belirtmiştir. Eğer ilk iki kaynaktan istenilen nakit bulunamadığı takdirde üçüncü kaynağa (varlık satışı) başvurulabileceği fakat serbest piyasa şartlarında bu durumun genele yayılması halinde ortaya çıkacak olan fiyatların, varlığın teminat bedelinin bile altında kalmasına neden olacağını ve sistemi kilitleyeceğini vurgulamıştır (1982: 383-384). Diğer bir ifade ile böyle bir durumda, varlık satışı borçluların tahahhütlerini yerine getirebilmek için gereken fon miktarını (her ne kadar yükümlülükten daha fazla bir marj ile teminat alınmış olsa da)

²⁸ İşletmeler için kar, hançhalkları için ise maaş bu kapsama girmektedir.

karşılayamaz. Ortaya çıkan bu likiditesizlik durumu, sistemin geneline yayılan bir iflas mekanizmasını çalıştırabilir.

Minsky, ayrıca borsalarda yaşanacak bir çöküşün de gelirden bir düşüğe yol açacağı ve ödeme taahhütlerini yerine getirme yeteneği üzerinde faiz oranlarındaki yükselişte görülen aynı etkiye neden olacağını belirtmiştir. O'na göre hisse senedi piyasalarındaki keskin bir düşüş hanehalkı varlıklarının net değerini düşürecek, bu düşüş nedeniyle tüketim azalacak ve yeni özkaynak finansman maliyetindeki artış nedeniyle yatırımları azaltacaktır (1963: 9). Nitekim Minsky'in genel analizinin temelini, sermaye varlıklarının piyasa fiyatları ile yatırım çıktılarının arz fiyatı arasındaki farkın, yatırım harcamalarının temel itici gücü olduğu görüşü oluşturmaktadır. Orijinal ifadesi ile 'Two Price Level' teorisi olarak ifade edilen bu düşünce ünlü iktisatçının Keynesyen fiyat teorisine yapmış olduğu önemli bir katkıdır.

Minsky (1963: 12) göre, borsadaki çöküşün sonucunda oluşan net değerdeki düşüşün teorik önemi, sadece gelirden düşüğe yol açması değil aynı zamanda başlangıç/giriş koşullarını olumsuz yönde değiştirmesidir. Diğer bir ifade ile, ünlü iktisatçı gelirden bir düşüşün borç deflasyonu sürecine yol açıp açmayacağını finansal sistemin ilgili dönem başlangıç koşulları ile ilişkilendirir. Bu koşulları ise hanehalkı ve işletmelerin borç/gelir rasyosu, likit varlık stoku ve hanehalkının net varlık değeri olarak belirler. Bu parametrelerin, servetteki veya gelirden herhangi bir düşüşün borç geri ödemesini daha zor hale getirme derecesini etkilediğini vurgular.



Şekil 1.3. Minsky Kanalı (Von Peter, G., 2005: 6)

Borsadaki çöküşün, yatırım üzerindeki etkisine ilişkin literatürden bir başka örnek ise Tobin Q'sudur. Bir firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine oranı olarak formüle edilen bu orana göre q değeri yüksek olan bir firma, hisse senedi ihracı yoluyla

sağladığı fon ile sermaye malı yatırımlarını yükseltebilir. Böylece Tobin, para politikasının, şirketlerin hisse senedi değerleri yoluyla ekonomiyi etkilediğini vurgular. Faiz oranı düşerse, bono piyasasından hisse senedine yöneliş olacağını ve hisse fiyatlarının yükseleceğini öne sürer. Borsadaki çöküş ile beraber q değerinin düşmesi, yeni sermaye malı satın almak yerine başka şirketlerin varlıklarını satın almayı cazip kılar ve bu durumun yatırımlar üzerinde negatif etkisi olması beklenebilir. Fakat Wolfson (1996)'a göre, borsa spekülasyon ile yukarı itildiği takdirde hisse senedi fiyatları, şirketlerin gelecekte beklenen karlarının bir fonksiyonu olan değerlerinden farklı olabilir. Dolayısıyla, borsa çoğu zaman Tobin'in temel değer (fundamental value) olarak adlandırdığı olguda etkin olmadığını ileri sürmüş ve Ekim-1987'deki ABD Borsa Krizini örnek olarak vermiştir. Krizin hemen öncesindeki bir yıllık sürece S&P 500 %39 artar iken, reel özel sektör yatırımları sadece %3 arttığını amprik verilerle gözlemlemiş ve bu ikisi arasındaki bağlantının güçlü olmadığını vurgulamıştır.

Minsky ayrıca deflasyonist bir krize giden yolda tehdit olarak gördüğü ve krizlerin bir nedeni olarak ifade edilen “ahlaki tehlike”yi (moral hazard) vurgulayan “finansal istikrarsızlık hipotezi” de oldukça önemli ve değerlidir. Bu hipotez temel olarak kapitalist ekonominin normal işleyişinin bir sonucu olarak istikrarsızlığı açıklamak için oluşturulmuştur. Minsky'e göre kapitalist bir ekonominin üreteceği dengesizleri kontrol edebilmek için bu konuda denge görevi üstlenebilecek en önemli iki temel kuruma ihtiyaç vardır. Minsky bu iki kurumu “büyük devlet” ve “büyük banka” olarak tanımlamaktadır. Borç açıklarının oluşmasını önlemek için, hükümetin yatırımlardaki dalgalanmaları dengeleyebilmesi gereklidir ve bu yüzden de devlet en az yatırımlar kadar büyük olmalıdır. ²⁹ Bir resesyonda önemli bir firmanın batması kartopu etkisiyle diğer firmalara yayılabilir, bu durumda büyük devlet bile tek başına yeterli olmayabilir. Minsky, büyük banka kavramıyla burada kreditorlerin son sığınağı, kurtarıcısı olan merkez bankalarının rolüne dikkat çekmektedir. Likiditenin son kaynağı olan merkez bankaları herhangi bir likit problemi ile karşı karşıya kalan bankaları fonlayarak bu finansal kuruluşların temerrüde, iflasa düşmesini önlemektedir. Yalnız burada şöyle bir ahlaki tehlike ortaya çıkmaktadır. Nasıl olsa tehlikeli bir durumda batmasına izin verilmeyeceğini ve merkez bankası tarafından fonlanacağını düşünen bir banka³⁰ bu konuda endişe duymayacak ve böylece

²⁹ Nitekim, Minsky'e göre 1930'larda yaşanan krizde, sorun ABD hükümetinin gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) yüzdesinin çok küçük olmasıydı.

³⁰ 2008 krizinde “batmayacak kadar büyük firma” (too big to fail) kavramı sıklıkla kullanılmıştır. Bu kavram devletin batmasına izin veremeyecek kadar büyük firmaları ifade etmek için vurgulanmıştır.

riskli davranış ödüllendirilmiş olacaktır. Bu nedenle merkez bankası dışında piyasayı denetleyecek ve düzenleyecek bir kuruma da ihtiyaç bulunmaktadır. Minsky' e göre "istikrar, istikrarsızlığı doğurur". Modern ekonomiye bakıldığında günümüzde kar isteyen firmalar için daha fazla borçlanma teşvikleri ve kaldıraç opsiyonları bulunmaktadır. Ekonomilerin istikrarlı olduğu dönemde kişi ve kurumlar daha fazla risk aldıkları için düzenli şekilde görünen sistemin çarkları tehlikenin farkına varılmadan bir anda bozulabilmekte ve krize yol açabilmektedir.³¹

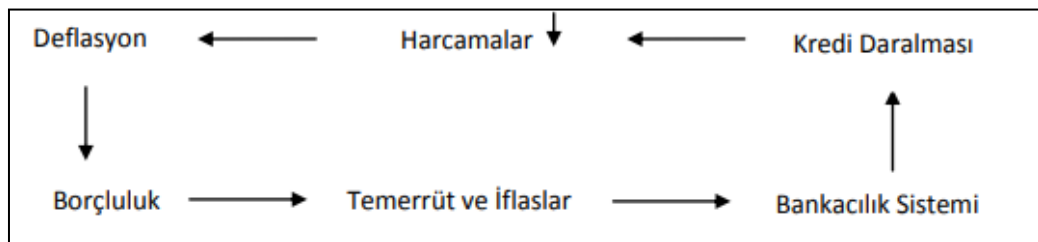
Wolfson (1996)'a göre Fisher'in dönemindeki düşen fiyatlar kadar bir başka borç deflasyon sürecini başlatabilecek bir tehlike daha söz konusudur ki o da günümüzdeki finansal piyasaların ve kurumların birbirlerine olan bağımlılığıdır. 1980 sonrası gelişen neo-liberal uygulamalar sonucu özellikle türev piyasalardaki olağanüstü büyüme sonucu artık bu piyasalar hisse senedi piyasaları ile çok yakın ilişkili bir hal almıştır. Bankalar arası etkileşim de çok önemli oranda artmıştır. Bugün bankacılık sistemindeki bağlantılar, bilançolarda yer alan kredi ilişkisinden daha çok başta türev olmak üzere bilanço-dışı işlemler kaynaklıdır. Bu durum, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)'in de dikkat çektiği üzere bankacılık sistemi için yeni bir ara bağlantı ve risk düzeyi yaratmaktadır. Eski New York FED başkanı G. Corrigan, bu tehlikeyi 1990 yılında şu şekilde dile getirmiştir. " *Eğer bir (finansal) kriz gelişir ise reel ekonomiye zarar verme kapasitesinin bugün, geçmişte olduğundan daha büyük olabileceğine inanıyorum. Bunun temel gerekçesi, dünyadaki tüm finansal kurumları ve piyasaları birleştiren operasyonel likidite ve kredi bağımlılıklarının niteliği, hızı ve karmaşıklığıdır.*" (Corrigan, 1990: 9).

Bernanke (1983:257)' nin borç deflasyonu teorisine katkısı, iflaslar ve temerrütler nedeniyle portföy kalitesi zayıflayan bankaların finansal aracılık maliyetlerini yükselterek yeni kullandıracakları kredilerde önemli miktarda azalmaya gittiğini ve bu durumun deflasyonist bir sarmala yol açtığını ifade etmesidir. Kredilerde yaşanan daralmalarda Fisher ve Minsky'nin değinmediği finansal aracılık sisteminin etkinsizliği faktörüne vurgu yapmış ve borçluluk sonrası yaşanan iflasların, finansal aracılık sisteminin etkinliğini bozarak kredi daralmasına neden olacağını belirtmiştir. 1930'daki yaşanan finansal çöküşün temel nedenlerini finansal kurumlardaki güven kaybı ve borçluların temerrüdü olarak ifade eden

³¹ Bu nedenle, ABD'de Federal Mevduat Sigorta Kurumu (FDIC), Türkiye'de TMSF ve BDDK gibi regülatör kurumlara dünyanın her yerinde ihtiyaç bulunmaktadır.

Bernanke, bu durumun bankaların portföy kalitesini düşürerek finansal aracılık maliyetlerini yükselttiğine dikkat çekmiştir ve bunun kredilerde azalma şeklinde kendini gösterdiğini ifade etmiştir (a.g.m: 258). Makalesinde ABD ve Avrupa bankacılık sisteminin o dönemki kıyaslamasını yaparak, ABD’de regülasyonların da etkisi ile bankacılık sistemin çok ama küçük sayıda bankadan oluştuğunu buna karşılık başta İngiltere ve Fransa olmak üzere Avrupa bankalarının daha büyük banka grupları olduğunu belirtmiş ve bu nedenle de Büyük Buhran’da Avrupa’nın daha az etkilendiğini ifade etmiştir (a.g.m: 258). Aynı zamanda, Fama’nın transfer maliyetlerinin göz ardı edildiği etkin piyasa teorisi eleştiren Bernanke, bu teorinin bankacılık sistemini pasif bir portföy sahibi olarak gördüğünü, banka ölçeğinin ve bankanın portföy seçiminin herhangi bir farklılık yaratmadığı görüşünü reddetmiş, bankanın kredi dağılım tercihinin önemli olduğunu vurgulamıştır (a.g.m: 263)

Bernanke (2002), deflasyonun, eğer yeterli büyüklükte ise nominal faiz oranının sıfıra düşmesine veya sıfıra çok yakın olmasına neden olabileceğini, bu durumun nominal ve beklenen enflasyon oranını eşitleyeceğini ifade etmiştir. Reel borcun maliyetinin borçlular için artması borçlanmayı caydırıcı bir etki yaratır. Deflasyon durumunda sermaye yatırımı, yeni konut alımı ve tüketim harcamaları ekonomik kötüleşmeye bağlı olarak azalır. Deflasyonun başlamasından önce aşırı borçlanan hanehalkları ve firmalar, bu sürecin derinliğini ve boyutunu arttırmaktadır. Deflasyonist süreç, düşük nominal faiz oranlarında borçluların mevcut yükümlülüklerini yeniden finanse edebilmelerine olanak sağlasa da bu durum, fiyatlar düştükçe, ödemek zorunda olunan borcun reel değer artışının telafisi için yeterli olmayacaktır. Bunun yanı sıra, borç deflasyonu geleneksel para politikası (ör. toplam talebi canlandırması için kullanılan kısa vadeli faizlerde indirim) kullanımının araçlarını da sınırlandırmaktadır (Bernanke, 2002).



Şekil 1.4. Bernanke Kanalı (Von Peter, G., 2005: 7)

Kiyotaki ve Moore (1997)³², makroekonomi ve varlık fiyatı dalgalanmaları arasındaki finansal uyumsuzluğunu önemini vurgulayan “Kredi Döngüleri” (Credit Cycles) adlı çalışmalarında, gayrimenkul gibi varlıkların fiyatlarının bir bütün olarak ekonomiye zarar veren kendi kendini güçlendiren resesyona yaşatabileceği tehlikesine krizden yaklaşık on yıl önce dikkat çekmişlerdir. Böyle bir durumda, ekonomiye likidite enjekte etmenin finansal krizin olumsuz etkilerini azaltmaya yardımcı olabileceğini göstererek o dönem için pek de alışık olunmayan “likit olmayan varlıkların likit olan varlıklar ile değiştirilebilmesinin mümkün olduğu açık piyasa işlemleri gerçekleştirmek” şeklinde özetlenebilecek bir politika önerisi sunmuşlardır. Nitekim bu politika, kriz sırasında FED ve İngiltere Merkez Bankası (BoE) tarafından yürütülen “parasal genişleme” nin önemli yönlerini andırmaktadır. Bunun yanı sıra kredi kısıtlamaları ile ekonomik aktivite arasında güçlü bir ilişki olduğunu ve borç almayı sınırlandıran finansal bir uyumsuzluğun varlığı halinde teminat mekanizmasının sistemdeki tıkanıklığı açabilecek kilit bir faktör olduğunu belirtmiştir.

1.5. Davranışsal İktisadın Teorideki Yeri

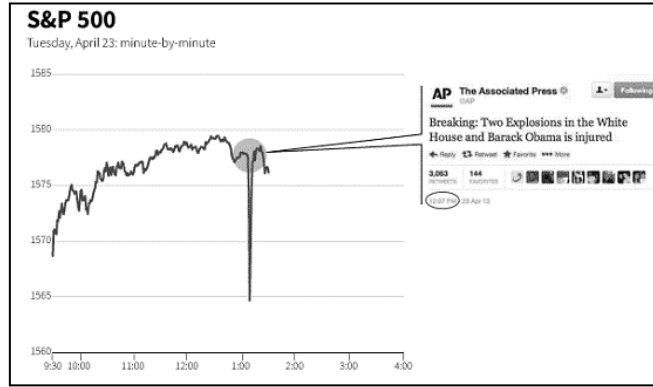
Keynes (1936), ekonomideki psikoloji rolünün davranışsal ekonomi ve finansman çok önce vurgulamıştır. Keynes’e göre gerçekçi olmayan iyimserlik veya kötümserliği yansıtan güven algısı ekonomilerde fiyat şişkinliklerine (balonlara) ve iflaslara yol açmaktadır. Böyle bir durumda menkul kıymet fiyatlarının genellikle kendi içsel değerlerinden ayrılmakta ve istihdam, gelir ve para üzerinde negatif bir etki yaratmaktadır (Shefrin & Statman,2011: 3).

Her ne kadar hâkim iktisat anlayışı piyasaların rasyonel olduğunu varsaymakta ise de finansal piyasalarda rasyonel olmayan birçok davranışın görüldüğü ve bunun sonucunda kimi zaman bu panik havasının ekonomileri krize kadar götürdüğü görülmektedir. Bir örnek vermek gerekir ise, 23 Nisan 2013 günü ajanslara düşen bir haber³³ sonrası piyasalarda normal bir günde bile çok ciddi dalgalanmalar yaşanmıştır.

³² 2008 yılı Nobel ödüllü Krugman, akademik literatüre alanında son yıllarda en büyük katkı verenler iktisatçılar arasında bu iki iktisatçıyı öne çıkarmıştır.

³³ Associated Press’in ajanslara geçtiği “Beyaz Saray’da patlama sonucu Obama yaralandı” haberi.

Grafik 1.3. Panik Satışı – S&P 500



Kaynak: Reuters

Davranışsal finans, işte bu gibi rasyonel olmayan birey davranışlarını insanın bilişsel dünyasında bulunan önyargılarla ilişkilendirerek cevaplamaya çalışmaktadır. Bu bölümde fiyatlamada davranışları üzerinde yarattığı radikal ve rasyonel olmayan değişikliklere sebep olması açısından yatırımcı ve tüketicilerde yarattığı etki bakımından davranışsal iktisatın (özellikle davranışsal finansın) önemine değinilecektir.

1.5.1. Etkin Piyasa Hipotezi ve Eleştiriler

Fiyatlamalarda en büyük problemi yaratan faktörlerin başında piyasalarda oluşan panik ve bunun öncesinde ya da sonucuna bağlı olarak ortaya çıkan likidite eksikliği gelmektedir. Geleneksel iktisat ve finans kuramlarında insan, sadece çıkarını düşünen ve faydasını maksimize etmeyi kendisine amaç edinmiş tek bir stereotip olarak ele alınmıştır, hâlbuki davranışsal iktisatta psikoloji, sosyoloji, beklentiler, korkular, etik vb. duygular ön plandadır. 1970’de Eugene Fama tarafından ortaya konan etkin piyasa teorisine (efficient market hypothesis) göre varlık fiyatları, gerçek değerlerini yansıtır ve bu nedenle piyasalarda balon oluşmaz. Diğer bir ifade ile piyasalardaki fiyat değişimleri birbirinden bağımsızdır. Fiyatlar elde edilen bilgilere göre oluşmakta olup bu durum yanlış fiyatlandırmayı önleyecektir. O halde, bireylerin ve yatırımcıların elde ettikleri bilgiler doğrultusunda doğru kararlar vermeleri, rasyonel davrandıklarının göstergesidir.

Fama, etkin piyasa teorisini “tesadüfi yürüyüş” süreci ile ilişkilendirmektedir. Buna göre, varlık fiyat hareketlerindeki dağılım birbirinden bağımsızdır dolayısıyla geçmiş verilere ve fiyatlamalara bakılarak geleceği tahmin etmek mümkün değildir. Bu teoriye göre bilgi bakımından finansal piyasalar etkin çalışmaktadır dolayısıyla piyasada bulunan veriyi kullanarak aşırı (beklentinin üzerinde) kazanç sağlamak mümkün değildir. Söz konusu

teoride, klasik ve neo-klasik iktisadın her zaman savunduğu üzere, piyasalar doğru fiyatlamayı arz-talep dengesi üzerinden yapmaktadır ve bu nedenle mevcut varlıklarının fiyatlamaları rasyoneldir ve doğrudur.

Davranışsal finans, “etkin piyasalar hipotezi” nin iddiası olan, piyasaların daima etkin olduğu tezini kabul etmemekte ve piyasa etkinliğinde sapmalar olduğunu, bu sapmaların kaynağını ise yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları olarak görmektedir. Modern dünyada ise her ne kadar teknolojik gelişmeler, piyasalara ilişkin verilerin eş anlı olarak tüm dünya ile paylaşılabilmesine olanak tanıyor ise de yaşanan finansal balonlar etkin piyasa teorisinin geçerli olmadığına yönelik tartışmaları da güçlendirmektedir. Bununla birlikte, çok kısa süreler içinde işlem yapan ve ekonomik göstergeler yerine piyasa psikolojisini, politika yapımcıların açıklamalarını baz alan, kurumlar içinden bilgi taşıyıcılığı yapan kişilerin (insider trader) varlığı, bunun yanında tavsiye üzerine hareket eden ve hareketleri birbirini etkileyen iyi kötü haberleri dinleyen işlem yapan kişiler (noise trader), piyasaları etkinlikten uzaklaştıran unsurların başında gelmektedir (Altunöz & Altunöz, 2016: 52).

“Beklenen fayda teorisi” üzerine inşa edilmiş geleneksel finans ile “beklenti teorisi” ni merkezine alan davranışsal iktisadın kullandıkları metodoloji açısından da bazı farklılıklar söz konusudur. Geleneksel finasta yapılan araştırmalarda ağırlıklı olarak öncelikle model ortaya konulur, sonrasında ise gerçekleştirilen ampirik analizler ile söz konusu modelin geçerliliği test edilir. Buna karşılık, davranışsal finans araştırmalarında piyasa davranışı gözlemlenir ve sonrasında bu davranış biçimlerine karşılık gelen uygun bir model oluşturulur (Estrada, 2001; aktaran: Sümer&Aybar, 2016: 76). Dolayısı ile davranışsal finans modelleri kişilerin, finansal piyasalarda nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçek yaşamda nasıl hareket ettiklerini açıklamaya çalışmakta ve insanların sistematik olarak hata yapabildiklerini kabul etmektedir.

1.5.2. Asimetrik Bilgi Teorisi

Piyasa mekanizmasının sağlıklı işleyebilmesi için, alıcıların ve satıcıların aynı (simetrik) bilgiye sahip olmaları gereklilik arz etmektedir. Günümüz ekonomilerinde, karar birimleri birbirinden farklı (asimetrik) bilgiye sahiptirler. Asimetrik bilgi, iktisadi ilişkideki iki taraftan birinin diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Karar birimlerinin sahip

oldukları bilgi düzeyindeki farklılık, ekonomik etkinliğin gerçekleşmesine engel olmaktadır. İki taraf arasında bir anlaşmanın mevcudiyeti, anlaşma yapıldıktan sonra birine, diğerinin aleyhine olmak üzere ek faydalar sağlamaktadır. Tam rekabet modellerinde haber alma/bilgi edinme ücretsizdir, hanehalkı ve firmalar tamamen bilgilendirilmektedirler. Reel dünyada ise haberalma sınırlıdır çünkü bilgiye sahip olmanın bir bedeli vardır. Bilgi edinme sorunu, bizi asimetrik bilgiye götürmektedir. Bir kişinin sahip olduğu bilgi ise diğerlerinin sahip olması için ek maliyet gerektirebilmektedir.

Klasik iktisat anlayışına göre, pazarlar etkin ve mükemmel olduğunda, kaynaklar optimum şekilde dağıldığından toplam refah seviyesini arttırmak amacıyla finansal araçlara gerek duyulmaz (Allen & Santamero, 1998:1462; aktaran: Altunöz & Altunöz, 2016: 34). Hâlbuki günümüz dünyasında ekonominin kaynak dağılımında, finansal araçlar özellikle ekonomik kaynakların sektörler arasında dağıtımında önemli bir rol üstlenmektedir. Fakat asimetrik bilgi olgusu, kredi piyasalarında bankaların yanlış kredi kullandırımına neden olabilmekte bu durum iktisadi etkinliğin azalmasına ve kredi tayınlamasına (credit rationing) yol açabilmektedir.

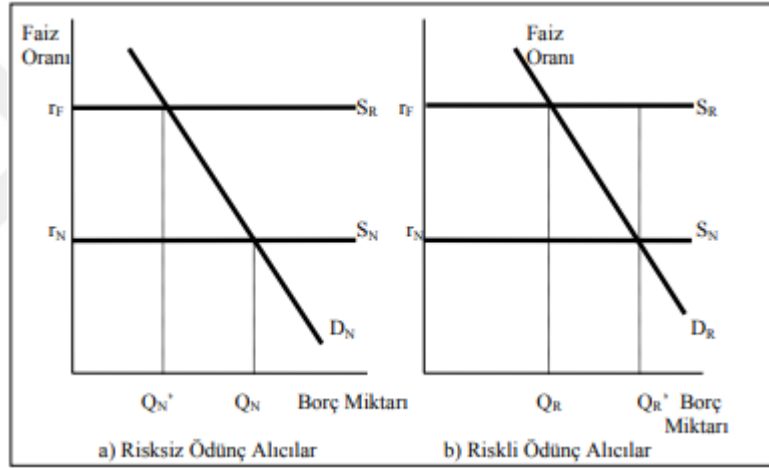
Söz konusu asimetrik bilgi problemi nedeni ile finans kurumları, sorunlu kredi oranlarında artış riskini göz önünde bulundurarak genellikle kredi tayınlamasına yönelmektedir. Kredi tayınlaması, borç verenlerin, fon talep eden borçlulara, daha yüksek faiz oranları ödemeye istekli olsa bile, ek kredi tedarikini sınırlandırmasıdır. Bu durumda kredi arz-talep dengesizliği söz konusu olabilmekte ve ekonomide yatırımlar için kullanılacak fonlar doğru bir şekilde ilgili alanlara aktarılamayarak verimli projelerin hayata geçirilmesinde önemli aksaklıklar yaşanabilmektedir.

Asimetrik bilgi problemi, finansal bir işlemde taraflardan birinin daha fazla maddi bilgiye sahip olması nedeniyle ortaya çıkmakta olup ağırlıklı olarak kendisini “ters seçim” (adverse selection) ve “ahlaki tehlike” (moral hazard) biçiminde göstermektedir. Donduran (2015) ters seçimi, “özel bilgiye dayalı sözleşme yaparak bu bilgiyi kendi lehine kullanıp, daha az bilgiye sahip olanlar aleyhine kullanmayı planlama konusundaki eğilim” olarak tanımlamaktadır. Aras ve Müslümov ve Aras (2004)’a göre ters seçim sorunu, en istekli kredi müşterisinin temerrüde düşme olasılığı en yüksek olan borçlu olduğu asimetrik bilgi problemidir. Bu nedenle, ters seçim probleminden dolayı finansal piyasalarda arzu edilmeyen sonuçlara yol açacak olan müşteri seçimi yapılması olasılığı yüksektir. Ahlaki

tehlike, zarar gören tarafın, avantajlı tarafın faaliyetlerini izlemesinin yüksek maliyetli olmasından ortaya çıkmaktadır. Ahlaki tehlike durumunda, kredi çeken kişi veya firma daha riskli yatırımlar gerçekleştirmekte, eğer yüksek getiri elde ederse kazançlı olmakta buna karşılık, sermayeyi kaybetmesi halinde ise zararın büyük miktarı kreditöre yüklenmektedir.

Grafik. 1.4' de görüldüğü gibi risksiz ödünç alıcılar talep eğrisi D_N , risklilerin D_R dir. Faiz oranları risksizler için r_N , riskliler için r_R dir. Kredi arzı, risksiz için S_N , riskli için S_R 'dir. Bütün ödünç alıcılara r_N faiz oranı uygulanırsa (Şekil b), "riskli ödünç alıcılar" ın kredi talebi Q_R 'ye çıkar. Bütün ödünç alıcılar, r_R faiz oranı uygulanırsa risksiz ödünç alıcıların talebi Q_N 'a düşmektedir. Bankaların amacı, risksiz ödünç alıcıyı bulmaktır. Bankalar arası rekabet faizleri r_R 'nin altına indirmeye zorlamaktadır.

Grafik 1.4. Risk ve Faiz Oranı



Kaynak: Donduran, M. (2015)

Bankalar, genel olarak verdikleri kredinin hangi amaçla kullanıldığı hakkında yeterli bilgiye sahip değildir. Borç ödeninceye kadar, verilen kredinin geri ödeneceğini kesin olarak bilmek mümkün değildir ancak vadesinde bu durum netleşmektedir ki o zaman da çok geç kalınabilmektedir. Tam bilgiye sahip etkin işleyen bir kredi piyasasında, krediler optimum düzeyde belirlenen denge faiz oranı ile kredi talep edenlere aktarılır fakat asimetrik bilgi problemi nedeniyle bu mekanizma sağlıklı çalışmaz. çünkü kredi talebi fazlalığı nedeni ile finansal aracılar, oluşan bu talep fazlasını karşılamak için faiz oranlarını yükseltmek istemez. Bu nedenle, bankalar firmaların ve bireylerin kredileri geri ödeyememe ihtimalini de göz önünde bulundurarak, daha fazla kredi talebine olmasına rağmen cari faiz oranından sınırlı bir kredi limiti açarlar. Dolayısıyla bankacılık sistemindeki bu politika anlayışı, şirketleri piyasa faiz oranından istedikleri kadar sermaye temin edebilecekleri

varsayımına dayalı piyasa analizlerinin gerçek dünya şartlarıyla tam olarak örtüşmediğini göstermektedir.

1.5.3. Finansal İllüzyon

Minsky'e göre finansal inovasyon, piyasalarda ekonomi istikrarsızlaşmadan önce geçici bir pozitif illüzyon (yanılsama) yaratır (Shefrin & Statman, 2011:3). Nitekim ABD'de mortgage piyasasında ve bu piyasaya temel teşkil eden yeni yatırım araçlarının ortaya çıkışında bu durum bu görüşün gerçek hayattaki bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır. ABD'de ev fiyatları 1997'den 2006'ya kadar reel olarak yaklaşık % 85 oranında artmıştır ki, ülke tarihindeki en büyük ulusal konut patlamasını desteklemiştir.

Yenilikler (inovasyon) olumlu veya olumsuz olabilir. Olumlu yenilikler, değer katan ve net tanımlı faydalara sahip olanlardır. Olumsuz yenilikler durumları daha da kötüleştiren veya harcama seviyelerini artıran ancak bunun sonucunda algılanan değere sahip olmayan yeniliklerdir. Finansal inovasyon (yenilik) ile ilgili olarak literatürde farklı bakış açıları bulunmakta olup bu kavram toplumun gelişmesine katkıda bulunmakla kalmayıp hem ekonomik büyümenin motoru hem de ekonominin zayıflığının kaynağı olarak görülmektedir. Nitekim, Miller (1986) ve Merton (1992) finans alanındaki yeni ürün ve hizmetlerin önemini vurgulamakta, bu yenilikler bazen ekonomik büyümenin tetikleyicisi olarak nitelendirmektedir (aktaran: Lerner & Tufano, 2011: 42). Bu yenilikler bireylerin finansal kararları üzerinde önemli etkiler yaratabilir ve yatırım ile tüketim noktasında verdikleri kararlar üzerinde bir sebep unsuru oluşturabilmektedir.

İnovasyonun ekonomik katkılarının yanı sıra bu terime şüphe ile yaklaşılmasının nedenlerinden biri bu tür finansal yeniliklerin yeterince anlaşılabilmesidir. Yine, son yaşanan 2008 küresel krizi, finansal yeniliklerin üzerindeki şüphe bulutlarını arttırmıştır. Aslında inovasyon aynı zamanda mevcut süreçleri, rolleri, kurumları, teknolojileri veya iş modellerini yeni bir biçimi sokmak anlamına gelmektedir ki bu durum yeniliğin biçimine ve yayılma hızına göre kimi zaman kendini reform kimi zaman ise bir devrim şeklinde gösterebilmektedir.

Crane vd. (1995) geçmişten bugüne finansal inovasyonları altı temel başlıkta sınıflandırmıştır. Bunlar:

- i. Para biriktirmek (ör. tasarruf hesapları).
- ii. Fonların toplanması (ör. yatırım fonları).
- iii. Riskin yönetilmesi (ör. sigorta ve türev ürünler ^{34 35})
- iv. Karar vermeyi desteklemek için bilgilerin ayıklanması (ör. tahvil ve CDS ³⁶, lerdeki risklere ilişkin olarak fiyatlama sağlayan piyasalar)
- v. Ahlaki tehlike ve asimetrik bilgi sorunlarının ele alınması (ör. risk sermayesi firmaları)
- vi. Bir ödeme sistemi yoluyla mal ve hizmetlerin satışını veya satın alımını kolaylaştırmak (ör. banka kartları ve kredi kartları)

Yaşanan küreselleşme sonucunda finansal piyasalar artık tüm dünyada içice geçmiş bir hal almıştır. Günümüzde dünyanın önemli büyük bankalarının kendi ana ülkesi dışında birçok ülkede şubeleri bulunmaktadır. Finansal sistemin birbiriyle çok sıkı bağları olması nedeniyle finansal bir inovasyon, hem olumlu hem de olumsuz dışsallıkları hızlı ve etkili bir şekilde üretmekte, sosyal boyutu da kısa zamanda kendini gösterebilmektedir. Son zamanlarda ortaya çıkan kimi çevrelerce ekonominin dijital dönüşümü olarak görülen blockchain teknolojisi ve bu teknolojiye dayalı kripto paralar buna örnek olarak gösterilebilir. Harvard Business Review'e göre aslında blockchain teknolojisi ile dünya artık her anlaşma, süreç ve ödemenin tanımlanabileceği, doğrulanabileceği, saklanabileceği ve paylaşılabilceği bir dijital kayda ve imzaya sahip olacaktır. Blockchain iş dünyasında devrim yapacak ve şirketleri ve ekonomileri yeniden tanımlayacaktır (Iansiti & Lakhani, 2017). Bu illüzyona yol açabilecek pozitif beklentilerin yanında bu teknolojinin aynı zamanda şeffaflık, sürdürülebilirlik ve güvenlik gibi konularda finans ve toplumsal çevrelerde soru işaretleri yaratmakta olduğu da vurgulanması gereken bir diğer noktadır.

³⁴ Finansal türevlerin toplam miktarı Haziran-2018 itibarıyla 542 trilyon USD seviyesinde olup bu rakam 2017 dünya milli gelirinin 6,7 kat üzerindedir (BIS, 2017).

³⁵ Farklı dayanak varlıklara ilişkin türevler, takas piyasalarının olmadığı durumlarda işlem görmektedir. OTC (Over the Counter) piyasalarında, karşı tarafın temerrüde düşme riski piyasa aktörleri arasında karşılıklı bağımlılık oluşturur ve risk volatilitelerini artırır. 2008 yılında Lehman Brothers yatırım bankasının batmasına neden olan süreçte bu bağımlılık ağı sağlıklı bir şekilde çalışmamış ve sistemik bir krize yol açmıştır.

³⁶ Kredi temerrüt takası olan CDS, en genel ifadesi ile karşı tarafın ödememe riskine karşılık alınan sigortadır. 2008 krizinde günlük olarak fiyatlanan CDS'lerin seviyesi aslında karşı karşıya kalınan tehlikenin boyutu hakkında doğru bilgi üretmemiştir. Bu durum göstermektedir ki "etkin piyasa teorisi" hipotezi burada da çalışmamıştır.

Nitekim kripto paraların en bilineni olan Bitcoin’de son dönemde çok ciddi yükselişlere görülmüş, bu artış bir balona dönüşmüş ve sonrasında da bu balon patlamıştır.³⁷

Önceki satırlarda da ifade edildiği üzere, finansal inovasyonun toplumsal ve ekonomik hayatta kattığı kolaylıklar ve avantajlar inkâr edilemez. Fakat bununla beraber eksik denetimden de yararlanılarak ortaya çıkan bir takım finansal mühendislikler ve yenilikler, daha tam olarak ne olduğu anlaşılmadan ve riskleri hakkında fikir sahibi olunmadan finansal illüzyona kapılıp geniş çevrelerce kullanılmaya başlandığında, önemli kırılmalıkların başlamasına ve sonrasında çöküntülerin yaşanmasına neden olabilmektedir. Nitekim ABD’de yaşanan sub-prime mortgage krizi de son yıllarda yaşanmış olan en canlı örneklerin başında gelmektedir. 2008 öncesinde gelir düzeyi ve finansal notu düşük kişilerin kullanabildiği ve subprime adı verilen yüksek riskli krediler, saygın olarak bilinen ABD’li büyük bankalar aracılığı ile tüketicilere kullanıdırılmıştır.³⁸ Kriz öncesi yaklaşık 1,5 trilyon dolara ulaşan³⁹ bu kredilerde yaşanan kaybın boyutu ise 300 milyon doları bulmuştur.^{40 41}

1.6. Özel Sektör ve Kamu Borcu Arasındaki İlişki

Özel ve kamusal faktörlerin etkileşimi, ekonominin genel finansman kolaylığını belirlemektedir. Örneğin, finansal kuruluşlar alım satım faaliyetleri yoluyla menkul kıymet piyasalarına piyasa likiditesini sağlamakta ve borç verme faaliyetleriyle borç alanlara fonlama sağlamaktadır. Bu araçların kendilerini finanse edebileceği şartlar, diğer piyasa katılımcılarının onlarla etkileşime girme istekliliğine bağlıdır. Merkez bankalarının finansal sisteme fon sağlama koşulları dâhil olmak üzere, uygulayacağı ihtiyati ve makroekonomik politikalar bu karşılıklı ilişkinin boyutunu etkileyecektir (Eickmeier, 2013).

³⁷ 2017 başından 880 USD seviyelerinde iken aynı yılın sonunda 20.000 seviyelerini test etmiştir, Aralık-18 itibariyle ise 3.520 düzeylerine gerilemiştir.

³⁸ Teminatlandırılmış Borç Yükümlüklükleri-Collateralised Debt Obligations (CDOs) ve Yapılandırılmış Yatırım Araçları-Structured Investment Vehicles (SIVs) bu konut kredilerine esas teşkil eden finansal inovatif yatırım araçlarıdır.

³⁹ Yeni kullanılan konut kredileri içinde sub-prime konut kredilerinin oranı %48’e ulaşarak 2006 yılında tepe noktasına ulaşmıştır. 2004 yılında bu oran %37 iken, 2001 yılında sadece %15 idi)

⁴⁰ Asya ülkeleri ise subprime mortgage krizinden daha az etkilenmiştir. Ama buna bağlı olarak başta Çin olmak üzere bu ülkelerin bazıları farklı bir risk türü ile karşı karşıya kalmışlardır. Bu risk, kriz sonrası dünyada görülen aşırı likidite ile düşük ABD doları sonrası oluşan varlık balonudur.

⁴¹ Aslında Buffet, yaklaşmakta olan tehlikeyi 2003 yılında öngörmüş ve aynı yıl yatırımcıları ile şu notu paylaşmıştır. “Türev araçlar, kitlesel imha silahlarının mali olanlarıdır, bu günlerde gizli olan, potansiyel olarak, hayati derecede önemli tehlikeleri taşır.” (Amadeo, 2020).

Bankacılık sektörünün tarihsel kökenlerine bakıldığında 13.yy’ da İtalya’da (Roma İmparatorluğu) ortaya çıkan bankacılık kurumları kamunun yani hâkim siyasal otoritenin birer finansörü olarak kurulmuştur. Nitekim 17.yy sonunda İngiltere’nin ilk bankası olan “Bank of England” da savaş sonrası oluşan devlet borçlarının finanse edilmesi amacıyla kurulmuştur. Son iki yüzyıl boyunca ise roller aşamalı olarak değişmiş ve devlet, bankaların son çare finansörü haline gelmiştir (Alessandri, 2009: 1).

Devlette olduğu gibi, bankaların likidite ihtiyaçları da finansal kriz zamanlarında sektördeki en büyük payı oluşturmaktadır. Nitekim son ekonomik krizde bankaları kurtarmak için oluşturulan kurtarma paketlerinin boyutu Haziran-2009 itibariyle 14 trilyon USD’ ye ulaşarak dünya milli gelirinin ¼’ü seviyesine ulaşmıştır. Bu krizde alınan önlemlerin parasal boyutunun yanı sıra likidite-sermaye enjeksiyonları, borç teminatları, mevduat sigortası ⁴² ve varlık alımı şeklinde özetlenebilecek olan bu önlemlerin yaratıcı olması da dikkat çekmiştir. Haziran-2009 itibariyle büyük merkez bankalarının ve hükümetlerin kurtarma paketlerinin büyüklüğü, merkez bankası ve hükümetler bazında - kullanılan yöntemleri de içerecek şekilde- aşağıda verilmiştir. Bu tablo açıkça göstermektedir ki, ABD ve İngiltere kriz sonrası hızlı adımlar atmışken Avrupa Merkez Bankası ve AB hükümetleri bu kurtarma paketleri konusunda daha ihtiyatlı davranmışlardır.

Tablo 1.3. Gelişmiş Ülkelerdeki Kurtarma Paketleri

(\$ Trilyon)	İngiltere	ABD	Euro
Merkez Bankası			
Para Yaratma	0.32	3.76	0.98
Teminatl Swap	0.3	0.2	0.0
Hükümet			
Garanti	0.64	2.08	>1.68
Sigorta	0.33	3.74	0.00
Sermaye	0.12	0.70	0.31
Toplam	74%	73%	18%
(% GSMH)			

Kaynak: Bank of England Financial Stability Report, June 2009.

Türkiye’de ise kamu kesiminin 1990 ve 2000’li yılların başında büyük rakamlara ulaşan bütçe açıklarının finansmanında fonlar kullanılmıştır. Kamunun yüksek reel faiz ödeyerek borçlanması ve bu borçlanmalar için özel sektöre kıyasla bazı vergi muafiyetleri

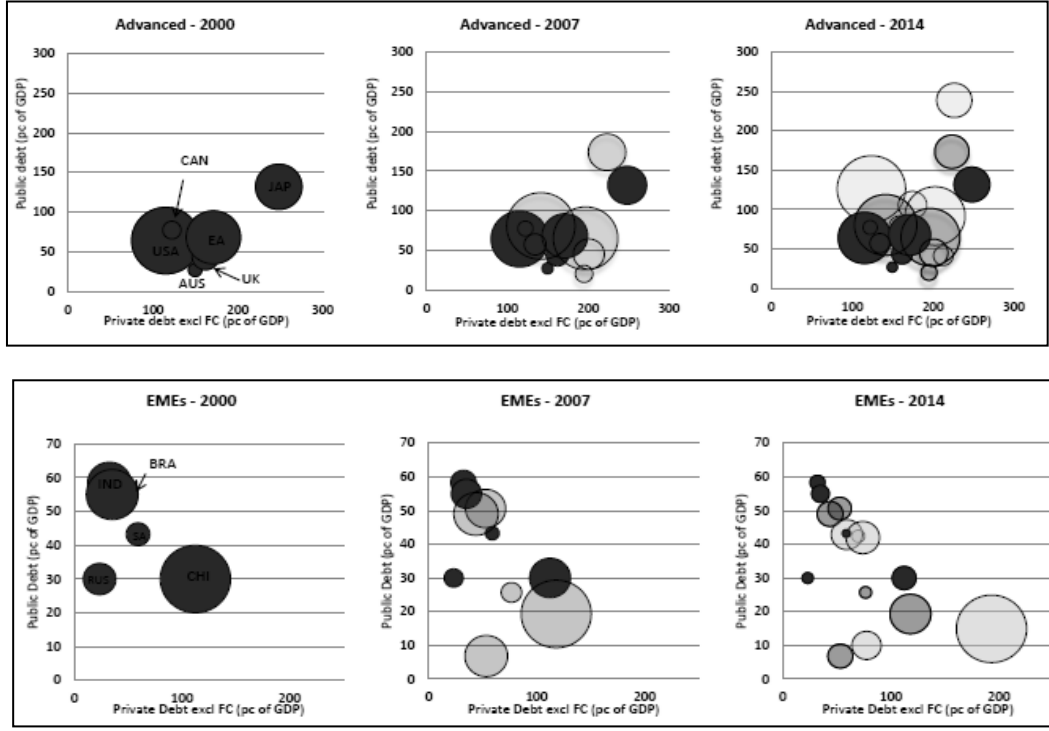
⁴² Aslında mevduat güvence sistemi ilk olarak 1934 yılında Büyük Depresyon dönemlerinde ABD’de ortaya çıkmış olup ilk başta tüm dünyaya yayılmamıştır. 1960’ların başlarına kadar ABD, dünyada bu sistemi uygulayan hala tek ülke olarak kalmaya devam etmiş sonrasında kademeli olarak uluslararası ekonomilerde bu sisteme geçişler yaşanmıştır. Kriz sonrası 2009 yılında bu sistemi dünyada uygulayan ülke sayısı 100’ü aşmıştır (BOE, 2009).

ve istisnalar uygulanması, bankaların fon kaynaklarını özel sektörün kredi ihtiyacına değil, kamu kesimi açıklarının finansmanına yönlendirmiştir (Müslümov ve Aras, 2004). Bu durum özel sektörün mevcut borçları ve yeni yatırımlar için yeterli finansal kaynağı bulamamasına ya da çok yüksek maliyetlerle borçlanmasına neden olmuş şirket iflaslarına neden olmuştur. Merkezi hükümetler, genel olarak başta gelişmiş sanayi ülkelerinde olmak üzere sermaye piyasalarındaki en büyük borçludur. Oldukça düzenlenmiş ve likit olmayan piyasalarda, bu durum borçlanmaların büyüklüğüne bağlı olarak faiz oranlarını üzerinde bir baskı unsuruna dönüşebilmekte ve özel sektörün krediye erişimini daraltmanın yanından borçlanma faiz oranlarını da yükselttiği için ihtiyaç duyulan borç miktarını da arttırabilmektedir.

2008 krizinden balon patladığında, özel sektördeki büyük borç birikimi tipik bir borç deflasyon dinamiklerini tetiklemiş ve resesyon kaynaklı olarak devlet gelirlerinde bir düşüş yaşandığı için finansal kurtarma paketleri ile kamu borcunun GSYH' ye oranının gelişmiş ülkelerde (Advanced) hızlı bir şekilde arttığı görülmüştür. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde (EME) kamu borçlarında önemli bir büyüme yaşanmamış fakat büyük merkez bankalarının bu kurtarma paketlerinin getirdiği likidite kolaylığı nedeniyle düşük faiz ortamının da etkisiyle özel sektör (hanehalkı ve firmalar) borçluluğu yükselmiştir.⁴³

⁴³ Pembe renkli balonlar, 2000'deki ekonomilerin 2007 durumunu, sarı renktekiler ise 2000'deki ekonomilerin 2014 yılındaki durumunu göstermektedir.

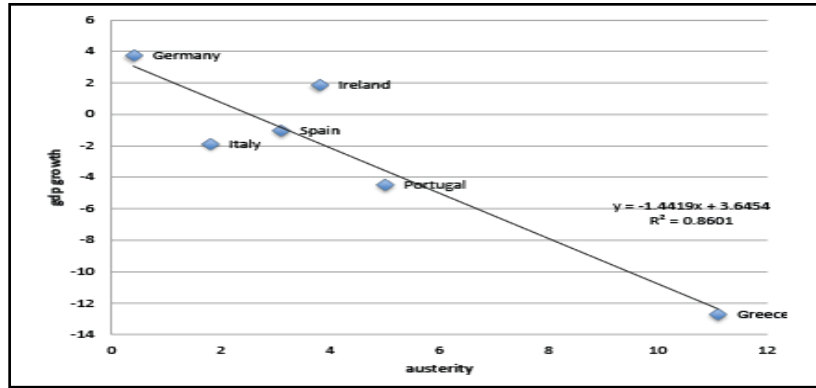
Grafik 1.5. Özel Sektör ve Kamu Borcu Büyümesi



Kaynak : Battini vd., 2015:2, Haver Analytics

Batini vd. (2015) özel sektör ve kamu sektörünün borç ilişkisiyle ilgili olarak Avrupa'daki verileri analiz ederek şu sonuçlara ulaşmışlardır. Buna göre, özel sektör borçluluğu kamu sektörü borçluluğuna kıyasla çok daha ciddi bir finansal kırılganlık kaynağıdır. Çok fazla mali kemer sıkma, makro-mali istikrarın geri dönüşünü geciktirir ve özellikle para politikası sıfır alt sınırdaysa, yeni olumsuz sıçramalar yaratabilir. Bu noktada aşağıdaki grafik bu iktisatçıları doğrulamaktadır. Nitekim 2011-2012'de en güçlü kemer sıkma tedbirlerini uygulayan ülkeler büyüme oranlarında en güçlü düşüşleri yaşamışlardır.

Grafik 1.6. Kemer Sıkma Politikaları – Büyüme İlişkisi



Kaynak: Financial Times & Datastream

Finansal bariyerler mevcut olduğunda hükümet, her zaman özel sektörün borçlanma kısıtlamalarını gevşetmek ve borcun likidasyonunun sonuçlarını hafifletmek için müdahale etmelidir (Battini, 2015). Nitekim FED kriz döneminde ABD devlet tahvilleri satarak dünya piyasalarında ihtiyaç duyulan likiditeyi arttırmış ve bu tahviller büyük oranda özellikle tasarruf fazlası veren Asya ülkeleri tarafından satın alınmıştır.

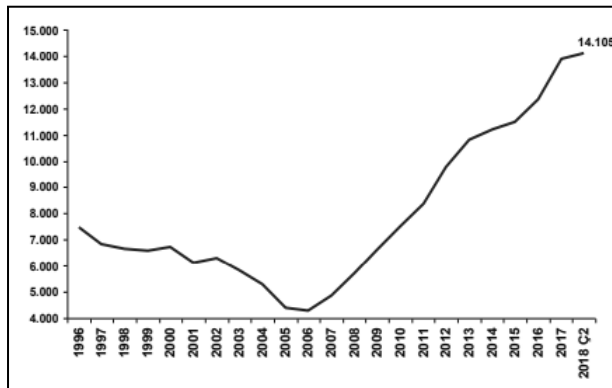
Tablo 1.4. Rezervlerinde ABD Tahvili Taşıyan Ülkeler

Ülke	Aralık	Eylül	Haziran	Ocak
	2018	2018	2018	2018
Çin	1,124	1,151	1,191	1,168
Japonya	1,040	1,028	1,033	1,066
Brezilya	303	317	300	266
İngiltere	288	276	274	243
İrlanda	280	290	301	328
Lüksemburg	231	227	221	221
İsviçre	230	227	236	251
Cayman Adaları	226	200	191	168
Hong Kong	196	192	196	194
Belçika	185	165	155	125

Kaynak: <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt> * Milyar \$

Ülkemizde son dönemde özel sektör şirket borçlarında yaşanan yükseliş dikkat çekici boyutlara ulaşmış olup son 10 yılda özel sektörün borçluluğunda \$ cinsinden % 82 artış yaşanmıştır, bu borcun içerisinde Hazine garantili özel sektör borçlarında da yükseliş görülmektedir. Özetlemek gerekirse, borçlanmada devlet ve özel sektör ilişkileri finansal sektörün birçok kademesinde görülebilmektedir.

Grafik 1.7. Özel Sektör Borcunda Hazine Garantilerinin Gelişimi



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

1.7. Borç Deflasyonunu Ortaya Çıkaran Nedenler

İlk başta borç büyüme hızlandırmaya yardımcı olmakla beraber uzun vadede bu aşırı borç fiyatları aşağı çekerek deflasyona neden olabilmektedir. Deflasyon reel borç yükünü arttırdığı için bu süreçte gerek özel sektör gerekse hanehalkları borçlarını azaltma yoluna giderler ve bu durum satın alma güçlerinin azalmasına neden olur. Bu durum tüketimi giderek azaltır, mal ve hizmetlere olan talebin azalmasıyla fiyatlar düşer. Firmalar bu sürece hemen tepki verememekte ve kar marjlarını azaltarak stoklarını eritmeye çalışmaktadır. Düşük talep karşısında şirketler, maliyetlerini azaltma yoluna giderek ücretlerde indirim ve sonrasında krizin derinliğinin boyutuna göre işçi çıkartmaya gidebilmektedirler. Yukarıda sözü edilen bu tehlikeli süreci ortaya çıkaran başlıca nedenler ise şunlardır:

1.7.1. Finansal Sistemin Globalleşmesi

Gutmann (2008) finansın deregülasyon, küreselleşme ve bilgisayarlaşmanın bir bileşimiyle derinden bir dönüşüm yaşadığını belirtmiştir. Nitekim 1980 sonrası, neoliberalizm rüzgârının giderek arttığı ve mal, hizmet ve finansal sermayenin dolaşımı ile ilgili olarak önündeki engellerin kaldırıldığı dolayısıyla da önemli toplumsal değişimlerin yaşandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde fiyatlamalar üzerindeki devlet denetimi azaltılarak iç ve dış piyasa fiyatlarının uyumlaştırılması hedeflenmiş ve bu amaç için de esnek faiz ve kur politikaları ülkeler tarafından benimsenmiştir. Her ne kadar günümüzde neo-klasik liberal politikalar hâkim durumda olsa da bu politikaların benimsenmesi ile ilgili olarak ülkeler arasında farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, ABD ve İngiltere mali ve işgücü piyasalarında Anglo-Sakson kapitalizmi olarak da adlandırılan oldukça sınırlı kamusal düzenlemeye ve nispeten saf bir kapitalizm tipini benimsemiş iken Kanada, Almanya, Fransa ve İskandinav ülkeleri sosyalizm ile kapitalizm arasında bir denge kurmuşlardır. Bu birbirinden oldukça farklı anlayışa sahip iki akım arasında bir dengenin kurulup kurulamayacağı iktisat literatüründe tartışılan konulardan biridir. Aslında böyle bir dengeyi kuran ilk iktisatçı olarak klasik iktisatın önemli temsilcileri arasında gösterilen J.S.Mill belirtilebilir. 1859'da yazdığı "Özgürlük Üzerine" kitabında Mill, klasik iktisatçılar ile üretim alanına yönelik yasalar konusunda aynı çizgide iken (devletin üretim alanını serbest piyasaya bırakması), üretimden elde edilen zenginliğin paylaşılması, gelirin bölüşümü ile ilgili olarak ise devlete önemli sorumluluklar düşüğünü ifade etmektedir.

Erken dönem liberalizmi olarak da adlandırılabilir dönem olan 18.yy ve 19.yy'ın ilk yarısında özellikle İngiltere'de uygulanan sınırsız kapitalizmin fırsat eşitliği ve gelir dağılımı adaleti konusunda bazı artçı sarsıntılara yol açtığını ve açmaya devam edeceğini öngörerek devlete yasal reformlar ve kurumsal düzenlemeler konusunda görev ve roller yüklemiştir. Mill, eşitlik adına özgürlükten vazgeçilebileceği felsefesini benimseyen sosyalizmden bu noktada ayrılarak özgürlüğün (ekonomik bağımsızlık, girişimcilik) toplum için olmazsa olmaz bir kavram olduğunu vurgulamış ve özgürlüğü önceleyen liberal bir pozisyon almıştır. Buna karşılık sosyalizm ile ilişkisi ise üretimden elde edilen karların eşitçe bölüşülebildiği üretici kooperatiflerinin, emekçi olan köylü ve işçilerin de toprak ve iş sahibi olabildiği, bu kesimlerin siyasal haklarındaki iyileşmelerin yeterli olmadığı bunun yanında iktisadi özgürlüklerinin de olması gerektiği bir düzeni savunmasından ileri gelmektedir. Servet ve gelirdeki dağılımı belirleyen unsurların, kişilerce inşa edilen kurumsal bir durum olduğunu ve bu nedenle de değiştirilebileceğini, revize edilebileceğini düşünen Mill, “sermaye birikiminin üretken istihdam sürecine katılanların tümünün ortak mülkiyeti haline geleceği bir sürecin sonunda, sosyalizme yakın bir sistemin ortaya çıkacağını” iddia etmiştir (Mill, 1967: 738; aktaran: Bayram, 2014: 11).

Günümüzde hâkim olan neo-klasik liberal iktisadi anlayışın, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerce benimsenmesi sürecinde ise temel sorumluluk alanı kısa dönemli istikrar programları olan IMF (Uluslararası Para Fonu) ile ülkelerin orta ve uzun vadeli yapısal dönüşümlerini ana faaliyet eksenine alan Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların rolü büyüktür. Özellikle son 30 yılda bu ekonomilerin yaşamış olduğu krizler, ekonomik ve finansal problemler nedeniyle Dünya Bankası ve IMF, bu ülkelere kurtuluş reçetesi olarak bu neo-liberal politikaları önermiş hatta vermeyi taahhüt ettiği yardımlar için bir nevi ön koşul olarak bu politikaların uygulanmasını dikte ettirmiştir.

II. Dünya savaşı sonrası 1944'de oluşturulan ve Dünya Bankası ile IMF' in de kurulması kararının alındığı Bretton Woods sisteminin 1971'de terk edilmesi ile dünya ekonomileri giderek finansallaşmaya başlamıştır. Özellikle 1980 sonrası yaşanan globalleşme ile ülkeler arasında artan ticaret ve finansal ilişkiler, uluslararası sermaye akışını hızlandırmıştır. BIS (Uluslararası Takas / Ödemeler Bankası) verilerine göre 1Ç-2018 itibarıyla küresel likiditenin dünya milli gelirine oranı % 38'e ulaşmıştır. Bununla birlikte USD' nin borç/kredi piyasasındaki ağırlığı da yıllar içinde yükselmiş ve finans-dışı

kesime verilen USD cinsi kredilerin ağırlığı 2007 sonunda dünya milli gelirinin % 9,5'i iken 2018'in ilk çeyreği itibariyle % 14'e çıkmıştır.

Küresel likidite, varlık fiyatlarına ve genel finansman ve kredi koşullarına olan etkisi ile finansal istikrarı etkilemektedir. Diğer bir ifade ile küresel likiditede yaşanan dalgalanmalar, likiditenin azalıp ya da artmasına bağlı olarak hızla artan/azalan varlık fiyatlamalarına, aşırı kredi büyümesine/küçülmesine ve aşırı risk artışı/azalışına neden olabilmektedir. Fakat küresel likiditenin artan önemine ve yaygın kullanımına rağmen üzerinde tam olarak uzlaşmış net bir tanımı bulunmamaktadır. Avrupa Merkez Bankası (2011), yayınladığı finansal istikrar raporunda merkez bankalarının yaratmış olduğu dar kapsamlı para arzı ve uluslararası rezervlerin toplamı olarak ifade edilen geleneksel tanımın, finansal serbestleşmenin bu kadar yoğun yaşandığı günümüz dünyası için yeterli olmadığını ve küresel likiditenin çok yönlü bir kavram olduğunu belirtmiştir. Avrupa Merkez Bankası'na (ECB) göre günümüzde merkez bankası dışında finansal ve finans-dışı sektörler de likidite yaratmada önemli bir role sahiptir ve bu nedenle de bu geleneksel tanım global likiditeyi tam olarak ölçmemektedir. ECB, tanımda olduğu gibi küresel likiditenin az ya fazla olmasını ölçerken de sayısal bir eşik belirlemede sorunlar yaşandığını belirtmekte ve politika yapıcılara global likiditenin nasıl izlenebileceği ile ilgili genel bir çerçeve sunmaktadır. Buna göre, küresel likiditeyi takip etmede aşağıdaki göstergeler kullanılabilir.

- i. Kısa vadeli faiz oranları
- ii. Varlık fiyatı değerlendirme göstergeleri
- iii. Belirsizlik, risk iştahı ve finansal likidite göstergeleri
- iv. Sermaye akımları, uluslararası rezervler ve sınır ötesi kredi büyümesi

Avrupa Merkez Bankası'nın bu çalışmada global likiditeye ilişkin bulguları ise şunlardır: 2000 yılından itibaren reel faiz oranları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde gerilemiş ve -2%' ye ulaşmıştır. Bu durum her iki ekonomi bloğu arasındaki reel ekonomik ve finansal bağların ne kadar kuvvetli ve birbirine yakın olduğunu göstermektedir. 2002-2011 yılları arasında kapsayan analiz göstermektedir ki gelişmiş ülkeler Taylor kuralına⁴⁴ kriz öncesi ve sonrasında genel olarak uyarken gelişmekte olan ülkeler 2008 öncesi kurala uygun bir para politikası izlerken yaşanan ekonomik kriz sonrası

⁴⁴ Taylor kuralı, merkez bankalarının politika oranlarını tarihsel olarak, makroekonomik ortamdaki değişikliklere nasıl ayarladıklarını gösteren bir oran olup faizle ilişkili olarak global likiditeyi takip etmede kullanılabilir.

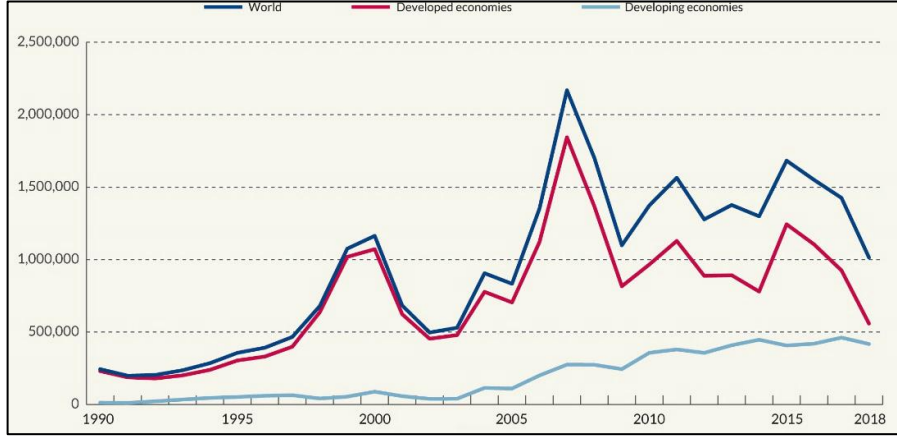
kuraldan 300 baz puan sapma yaşanmıştır. Diğer bir ifade ile gelişmekte olan merkez bankaları Taylor kuralına göre faizlerini global likiditenin de vermiş olduğu güven nedeniyle olması gerekenden 300 baz puan (% 3) daha düşük seviyede tutmuşlardır.

2008 krizin ardından gelişmiş ekonomilerde görülen parasal genişleme, gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak fon akışını büyük miktarda arttırmıştır. Uluslararası portföy hareketlerinin, bu ülkelerdeki yatırım ve büyüme üzerinde destekleyici bir rolü olduğu kadar aynı zamanda yurtiçi finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunma gibi yararları bulunmaktadır. Ancak madalyonun diğer bir tarafında ise; global fon hareketliliği varlık piyasalarındaki dalgalanmaları yükselterek bilanço kanalıyla, ekonomideki canlanma ve daralma dönemlerinin derinleşmesine neden olabilmektedir. TCMB ekonomisti Aktaş (2018), uluslararası fonların likiditesi görece daha az olan GOÜ'lere yönelmesi ile beraber bu ekonomilerde finansal kırılganlığın yükseldiğini vurgulayarak, 500 büyük portföy yönetim şirketinin aktif fon varlığının 70 trilyon \$'ye ulaştığını belirtmektedir.⁴⁵ Yine yazarın EPFR Global'in verilere dayanarak verdiği bilgiye göre, varlık ve vade yapısı, sektörel dağılım, gibi alt kategoriler bazında bakıldığında, GOÜ'leri tercih eden yatırımcıların tercihlerinde hisse senedi yerine sabit getirili kamu borçlanma araçlarına, kamu sektöründen özel sektöre, ortalama vade sürelerinde azalmaya dönük bir yönelme olduğu gözlenmektedir. Bunun yanı sıra, kurumsal yatırımcılar GOÜ ülkelerinde paylarını arttırırken, perakende yatırımcıların paylarında bir azalma söz konusudur.⁴⁶

⁴⁵ Bu varlıklarda yalnızca %1'lik bir yer değişim bile, 700 milyar dolarlık ekstra fon akışı/çıkışı anlamına gelmektedir ki, bu tutar 2008 yılında, küresel finansal krizin ilk dönemlerinde GOÜ'lerden giden toplam portföyün yaklaşık 3 katı büyüklüktedir (Aktaş, 2018)

⁴⁶ Aktaş'a (2018) göre bu veriler, uluslararası sermayenin ayrılması durumunda, GOÜ'lerde olası küresel risklere karşı duyarlılığı göstermesi açısından önemli.

Grafik 1.8. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$) ⁴⁷



Kaynak: UNCTAD (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı), 2019

1.7.2. Deregülasyon

Deregülasyon, devlet kısıtlamaların azaltılması veya kaldırılmasına yönelik olarak kamu otoritesinin işletmelere daha fazla özgürlük tanıdığı yasal düzenlemelerdir. Deregülasyon ile birlikte devletin geleneksel rolü ve görevleri önemli ölçüde ortadan kalkmaktadır. Özellikle 18 ve 19.yy’ da klasik iktisat ekolü tarafından savunulan serbest piyasa anlayışı deregülasyonların da önünü açan temel zemini oluşturmuştur. Schumpeter'in kapitalist ekonomik büyüme dinamiği analizinin merkezinde de vergi, para veya özgürlüğün arz yanlı etkilerinden ziyade “inovasyon” bulunmaktadır. Schumpeteryan çalışma devleti, ekonomi politikalarında yapısal rekabeti ve yeniliği ayıca sosyal politikalarda rekabet edebilirliği ve esnekliği desteklemektir. Schumpeter'in yenilik odaklı yapısal rekabet gücü, modern kapitalist devletin başarılı ekonomik performansının merkezi haline gelmiştir (Jessop, 1993: 7-20).

1970’li yıllardan itibaren özellikle gelişmiş sanayi ülkelerinde özel sektörün de etkisi ile devletin ekonomik hayattaki kamusal ağırlığı sorgulanır olmaya başlamıştır. 1980’lerde başta ABD olmak üzere büyük gelişmiş ekonomilerde devlet borç yükünün ve kamu borcunun artması devletin ekonomik hayattaki etkinliğinin azaltılmasının gerekliliği için bir başka dayanak noktası olmuştur.

⁴⁷ Türkiye’de doğrudan yatırımların son 30 yılına bakıldığında; 1990-2000 döneminde yıllık ortalama 0,8 milyar \$ olduğu görülmektedir. Bu rakam 2005 yılında ilk kez yıllık bazda 10 milyar USD’ye ulaşmış olup 2015 yılında 18 milyar USD ile zirve yapmış, UNCTAD tarafından en son açıklanan veri olan 2018 yılında ise 13 milyar USD’ye gerilemiştir.

Finansal hizmetlerin sağlanmasına yönelik engellerin kaldırılması veya azaltılması şeklinde özetlenebilecek olan finansal deregülasyon ise süreci temel olarak şu noktalara odaklanmıştır (Versluysen,1988: 13).

- i. Sermayenin tahsisini iyileştirmek için uluslararası sermaye akışları ve faiz oranları üzerindeki kontrolleri veya kısıtlamaları ortadan kaldırmak;
- ii. Finansal kurumların uzmanlık alanlarını genişletmesine izin vermek (bankaların yatırım bankacılığı, ticari bankacılık, sigortacılık ve portföy yönetimi gibi faaliyetlerin bir arada yapılması ile bir holding, çatı şirketine dönüşümü)
- iii. Menkul kıymet piyasalarının işleyişini iyileştirmek;
- iv. Finansal işlemlerin şeffaflığını arttırmak;
- v. Piyasalar arasında ihtiyatlı denetim standartlarını uyumlu hale getirmek ve basitleştirmek.

Deregülasyonların reel ekonomik alanda ve finansal sektörde yayılma hızları aynı düzeyde olmamış finansal alandaki hız neredeyse baş döndürücü bir şekilde ilerlemiştir. Bu liberalleşme süreci ilk aşamada rekabeti teşvik ederek etkinliği arttırmış olsa da sonrasında önemli soru işaretleri yaratmıştır. Hızlı ekonomik büyüme ile birlikte ortaya çıkan enflasyon ve döviz kurlarındaki dalgalanma karşısında yaşanan belirsizlikleri giderecek risk kontrol araçlarının da ortaya çıkışına yol açmıştır. Deregülasyon süreci sıcak fon hareketlerinin büyümesinde önemli bir role sahiptir. Son ekonomik krizin sorumlusu olan ‘menkul kıymetleştirme’ faaliyetleri ile “kredi temerrüt takasları-CDS ” gibi menkul araçlar yine deregülasyon sayesinde mümkün olabilmiştir (Ekodialog, T.Y). Ulusoy vd. (2015: 24) göre küreselleşirken giderek karmaşık bir hal alan, saydamlıktan yoksun finansal sistemi böylece kriz olasılıklarını arttırmıştır.

1960’lı yıllarda “eurodollar” (euromarket) piyasalarının oluşumu, savaş sonrasında finansal piyasalardaki belki de ilk büyük yenilikti. SWIFT⁴⁸ gibi ödeme sistemlerininin de bu dönemde icadıyla global ölçekli bankalar, merkez bankalarının denetiminden kendilerini uzaklaştırmış ve ülkeler arasında para transferini daha kolay bir hale getirmiştir. 1970’lerden itibaren ise gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sisteminini geliştirmek için “off-shore” bankacılık merkezleri teşvik edilmiş ve başta Ortadoğu, Uzakdoğu ve Bahama, Panama gibi ülkelerde bu merkezler kurulmuştur. Bu merkezler liberal bir anlayış ile inşa

⁴⁸ Açılımı: Society of Worldwide Financial Telecommunications

edilmiş ve minimum regülasyon, vergi uygulamaları oluşturulmuştur. Bu yıllar aynı zamanda iletişim ve data işleme teknolojisinin de gelişmeye başladığı yıllar olarak ifade edilebilir. Böylece iktisadi aktörler karar verebilmek için gerekli olan bilgi ve veriye hızlı bir şekilde sahip olabilmiş bu durum yatırım ikliminin büyüüp gelişmesine yol açmıştır.

1980'den sonra finansal serbestleşme akımı, gelişmiş ülkelerden özellikle krizler sonrasında yardım karşılığı bu ülkelere uygulanan reçeteler ile gelişmekte olan ülkelere doğru yayıldı. Bu finansal serbestleşme bankaların hem coğrafik alanlara yayılmasını sağlamakla kalmayıp aynı zamanda vermiş oldukları hizmet ve servis alanlarını da genişletti. Nitekim, artık bankalar sadece bankacılık yapmayıp aynı zamanda sigorta, yatırım, portföy yönetimi, emeklilik fonları gibi farklı alanları da faaliyet çatıları altına almıştır. 1980'lerde yaşanan bir diğer gelişme, yatırım ve emeklilik fonlarının doğuşu ve büyümesi olmuştur. Kurumsal yatırımcılar olarak nitelendirilen bu fonlar, buldukları ülkedeki sermaye piyasalarının gelişimine ve bu piyasalardaki likitidite oluşumuna büyük katkı sağlamıştır. 1990'lara gelindiğinde ise bankalar menkul kıymetleştirmeyle (securitizasyon) bir başka kazançlı gelir kaynağı geliştirmişlerdir. Sekuritizasyon, alacakları satarak ve likiditesi yüksek varlığa dayalı menkul kıymet türetme işlemidir. Bu finansman yöntemi, fon kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve nakit akışının iyileştirilmesi gibi çeşitli faydalar sağlar.⁴⁹ 1990'larda bu tür kredi destekli menkul kıymetlerin dünya çapında giderek artan sayıda yatırımcı çekmeye başladığı görülmüştür. Yine yüksek faizli tahvil piyasası (junk bonds) küçük firmaların banka kredileri bulmak yerine piyasadan borçlanma imkânına erişimini sağlamıştır. Bu dönemde maruz kalınan riski azaltmak türev araçlar ve kredi temerrüt takasları (CDS) oluşturulmuştur. Fakat bu inovatif araçlar aynı zamanda spekülasyon amaçlı olarak da kullanıldı. Dolayısıyla, buluşlar ve teknolojik gelişmeler harika yatırım fırsatları yarattı ama bu aynı zaman büyük borçlanmalara da neden olmuştur.

1.7.3. Düşen Risk Algısıyla Beraber Varlık Balonlarının Oluşması

Kotz (2009) reel sektör ve finansal sektör krizlerinin daha büyük bir gelişmenin bir parçası olarak kabul edilmesinin daha doğru olacağını belirterek 2008 krizinin, neoliberal

⁴⁹ "Çin'de 4 yıl önce banka ve şirketlerin yaptığı toplam sekuritizasyon adeti sadece 30, toplam miktarı ise 40 milyar renminbi (6 milyar \$) seviyesinde iken 2016 sonunda gelinen noktada ise 400 adet işlemi geçerek yıllık 770 milyar renminbi (110 milyar \$) büyüklüğe ulaştı" (Başaran, 2017)

kapitalizmin sistemik bir krizi olarak değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmektedir.⁵⁰ Neoliberal kapitalizm altındaki bir ekonomik genişleme, reel işçi ücretlerinin düşürülmesi, devlet harcamalarında kısıntıya gidilmesi ve iş dünyası ile zengin kesimden alınan vergilerde kesintiye gidilmesi gibi nedenlerden dolayı yetersiz toplam talep büyümesi ile karşı karşıyadır. Bu problem ise neoliberal kapitalizm altında belki de mümkün tek yol olan bazı gruplara gelirlerinden daha fazla harcama yaptırılarak çözülmüştür. Diğer bir ifade ile uzun dönemli büyümeler artan borçlanma ile mümkün hale gelmiştir.⁵¹ ABD’de artan bu borçlanma ise 1990’lı yıllarda yaşanan varlık balonu tüketim harcamaları üzerinde önemli bir destekleyici faktör olmuş ve bu dönemde milli gelir artışının üzerinde bir tüketim büyümesi gerçekleşmiştir.

Cari açık, mal ve hizmet ihracatının değeri ile mal ve hizmet ithalatının değeri arasındaki fark olarak tanımlanabileceği gibi aynı zamanda ulusal (hem kamu hem de özel) tasarruf ve yatırım arasındaki fark olarak da ifade edilebilir. Diğer bir ifade ile eğer ulusal tasarruf miktarı yatırım miktarından düşük ise cari açık oluşmaktadır. Burada şu konuyu da vurgulamakta yarar vardır. Elbette cari açık eğer önemli yatırım fırsatlarının bulunduğu fakat yeterli sermaye stokuna sahip olmayan ülkelerde geçici bir dönem olarak kullanılabilir çünkü başlangıçta verilen cari açıklar sözü edilen ülkeler için ekonomik kalkınmada motor görevini üstlenebilmektedir. Fakat bu yatırım fırsatlarının gerçekleştirilmeyip cari açığın kalıcı hale dönüşmesi, ekonomilerdeki kırılganlıkları arttırmakta ve cari açığı finanse etmede yapılan borçlanma varlık balonlarına ve sonrasında ise krizlere yol açabilmektedir. Nitekim cari açığın sürdürülemez boyutlara gelmesi ile birlikte 1990’lı yıllarda Meksika ve Tayland krizlerinde görüldüğü üzere ülke ekonomilerinde önemli daralmalar yaşanabilmektedir.

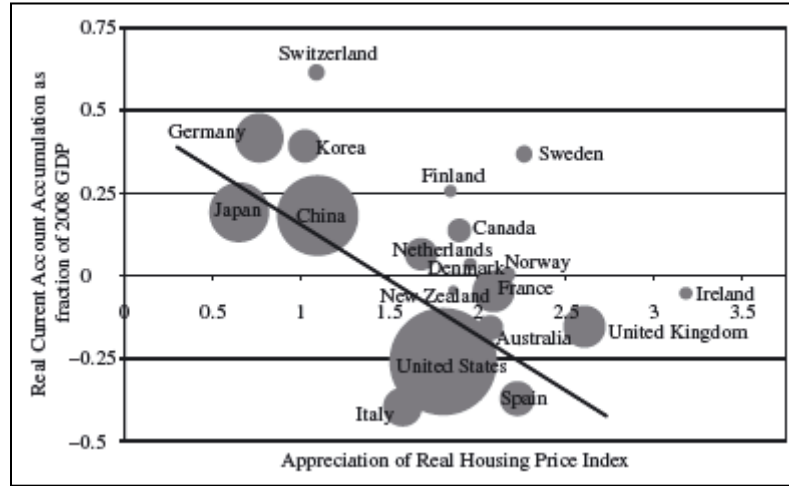
Cari açık ile varlık balonu arasındaki ilişki aşağıdaki tabloda da net bir şekilde görülmektedir. Ülke milli gelirine oranla cari açık veren ülkelere enflasyondan arındırılmış konut fiyatları çok az cari açık veren veya cari fazla veren ülkelere kıyasla daha hızlı bir şekilde artmaktadır.⁵²

⁵⁰ Kotz’a göre neoliberal dönem, 1982-1990, 1991-2000 ve 2001-2007 olmak üzere görece uzun süreli 3 önemli büyüme periyodu üretmiştir.

⁵¹ Harcanabilir kişisel gelirin yüzdesi olarak ABD’de hanehalkı borç düzeyi 1980’de %63 seviyesindeki iken 2007 yılında çok hızlı bir yükseliş ile %129 olmuştur (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2019).

⁵² Dairelerin büyüklüğü ülkenin dünya ekonomisinde milli gelirden aldığı paya göre hesaplanmıştır.

Grafik 1.9. Cari Açık ve Reel Konut Fiyatları Değişimi



Kaynak: IMF, OECD (Aktaran: Laibson & Mollerstrom, 2010: 357)

Yine bir başka cari açık veren ABD ekonomisinde yaşanan teknoloji balonu da varlık fiyatlarındaki aşırı şişmelerin sadece konut piyasasında değil aynı zamanda sermaye piyasalarında da yaşanabildiğinin güzel bir örneğidir. Örneğin, Nasdaq borsasında Cisco'nun hisseleri teknoloji balonunun patlamasıyla 2000-2002 yılları arasında % 86 gerilemiş, Amazon şirketinin hisse fiyatı ise 107 \$'den 7 \$'ye düzeyine inmiştir. Günümüzde de teknoloji şirketlerinde oldukça yüksek şirket değerlemeleri görülmektedir.⁵³ Bu dönemde arkalarında milyar dolarlık borçlar bırakarak bu teknoloji şirketlerinin birçoğu iflas etmiştir.

1.7.4. Aşırı Borçlanma ve Spekülatif Yatırımlar

Yeni icatlar, yeni endüstriler, yeni kaynakların geliştirilmesi ve yeni pazarların açılmasının yaratmış olduğu potansiyel kar fırsatlarının geleneksel kar ve faiz olguları ile karşılaştırıldığında daha cazip bir görünümde olmasının aşırı borçlanmayı başlatan sebeplerin başında gelmektedir. Parasal genişleme, aşırı borçlanmanın en büyük nedenidir. Bir yatırımcı yüzde 6 borç alarak yılda yüzde 100'ün üzerinde para kazanabileceğini düşündüğü zaman, borç almaya ve borç parayla yatırım yapmaya veya spekülasyon yapmaya yönelecektir. Bu eğilim, 1929'daki Büyük Depresyon'da ekonomileri aşırı borçluluğuna götüren başlıca sebeptir (Fisher, 1933: 348).

⁵³ Satın almalar: Instagram:1 milyar \$, Tumblr: 1,1 milyar \$, Whatsapp: 16 milyar \$, Teklifler: Snapchat: 3 milyar \$ vb. (Öncel, 2014)

Neoliberal iktisadın en fazla eleştiri aldığı konulardan biri finansal serbestleştirmedir. Finansal liberalizasyon ile birlikte hız kazanan sıcak para hareketleri, Türkiye ve Latin Amerika ülkeleri gibi birçok ekonomide döviz krizlerine yol açmıştır. Regülasyonların azalması, bilgisayar teknolojileri ve küreselleşme finansal sistemi, sıkı bir şekilde kontrol edilen, ulusal olarak organize edilen ve ticari bankacılık merkezli (mevduat olarak kredi veren) bir sistemden kendi kendini denetleyen, küresel boyutta büyüyen ve yatırım bankacılığına odaklanan bir sisteme dönüştürdü (Gutmann, 2008: 5). Özellikle yatırım bankacılığındaki gelişmeler sistemi spekülasyon hareketlere elverişli bir hale getirmiştir. Spekülasyon, günümüzde emtialar ve varlıklar arasında sürekli fiyat artışları için enflasyonist baskılar üreten aşırı ısınan ekonominin vazgeçemediği bir olgu haline dönüşmüştür. Bu nedenle artık spekülasyon, piyasada dalgalanmalar yaşandığı sürece finansal döngünün tüm aşamalarında büyüyen normalleştirilmiş bir kâr merkezine dönüşmüş durumdadır.

1.7.5. Finansal Kaynakların Önemli Ölçüde Dolarize Olması

BIS verilerine göre, dünyadaki döviz piyasasındaki parite işlemlerinin 2007'de %86'sı USD ile gerçekleştirilmekte iken bu oran 2016'da %88'e ulaşmıştır. 2010'da yaşanan Avrupa Borç krizi nedeniyle EUR' un kullanım oranında düşüş yaşanmakta olup 2007'de bu oran %37 iken 2016'da %31'e gerilemiştir. Bu para birimlerini sırasıyla Japon Yeni (%22), İngiliz Sterlini (%13) takip etmiştir. Verilerde gelişmekte olan ülke para birimlerinin ağırlıklarının giderek arttığı görülmekte olup Çin para birimi olan Yuan'ın % 4 pay ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki en aktif kullanılan para birimi olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye'de ise son 5 yıllık ticaret verilerine bakıldığında ithalatının % 60'ını ihracatının ise yaklaşık %45'ini USD ile gerçekleştirmektedir. Yine Türkiye'nin dış borç stok verileri incelendiğinde 2.Ç-2018 itibariyle USD' nin ağırlığı % 59 olarak görülmektedir. TBB ve BDDK verilerine göre ise döviz cinsinden kredilerin ağırlığı % 42 olarak düzeyindedir.⁵⁴ Gerek ticarete gerekse finansal piyasalarda USD' nin yüksek bir ağırlığa ve dominant bir etkiye sahip olması USD' deki değer artış ve azalışlarının tüm dünya tarafından dikkatlice takibini gerektirmektedir. Bu nedenle 1998 yılında FED tarafından ABD'nin ticaret hacminin yaklaşık % 90'ını oluşturan 26 ülke para birimini içine ticaret

⁵⁴ Döviz kuru ayırımı sistemde verilmemektedir.

ağırlıklı USD endeksi çıkarılmıştır.⁵⁵ Bu endeksin yükselmesi USD' nin değerlendirildiği anlamına gelirken düşmesi ise USD' nin değer kaybettiğini ifade etmektedir.

ABD dolarındaki değerlenmenin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi birkaç aktarım kanalı aracılığı ile olmaktadır. ABD dolarının küresel emtia fiyatları üzerindeki etkisi, gelir etkisinden kaynaklanmaktadır. Doların değer kazandığı dönemde emtia fiyatları dolar cinsinde düşme eğilimine girmektedir. Buna karşılık, zayıf emtia fiyatları, yine dolar bazında düşük reel gelire iç talebi bastırmaktadır. Böylece, gelişmekte olan piyasalardaki reel GSYİH yavaşlamaktadır. ABD Doları'nın değer kazanması durumunda, bu etkilerin, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin göreceli para birimindeki değer düşüklüğünden kaynaklanan potansiyel harcama değiştirme etkisine rağmen bu etki kendini göstermektedir (Druck vd.,2015 :5). Bu durum özellikle ekonomisi petrol ve diğer emtialara dayalı gelişmekte olan ihracatçı ülkeler için daha geçerli bir argüman olarak durmakla beraber Türkiye gibi üretimi mal ve sermaye ithalatına önemli derecede bağlı olan ülkelerde de kendisini olumsuz anlamda göstermektedir.

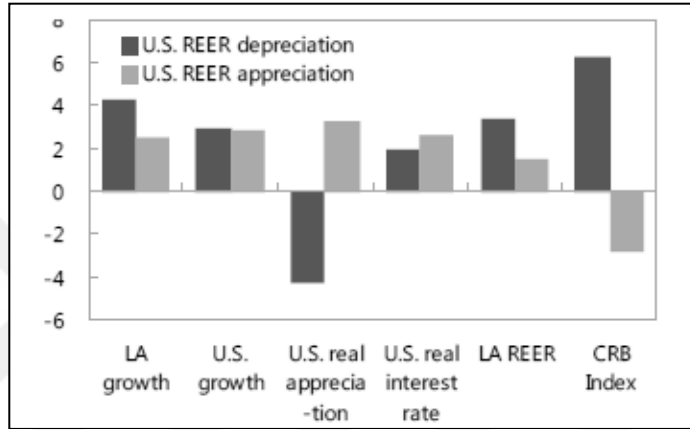
Druck vd. (a.g.m) göre 2001-2011 yılları USD' nin değer kaybettiği yıllar iken 2012 ve sonrası ise ABD dolarının değer kazanmaya başladığı dönem olup USD' nin değer kazanması ile gelişmekte olan ülkelerde daha yumuşak bir milli gelir büyümesi arasında ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiyi özellikle Latin Amerika, Ortadoğu ve Gelişen Asya ülkeleri gibi ülkelerde oldukça belirgin iken gelişen Doğu Avrupa ülkeleri için söz konusu ilişki çok güçlü değildir. Aslında FED'in faiz arttırmasının ve dolayısı ile doların değer kazanmasının arkasında yatan neden ABD ekonomisinin iyileşmesi ise ABD ekonomisinin dünya ekonomisindeki talep miktarı düşünüldüğünde bu durumun ABD ile ticaret yapan ülkeler açısından iyileştirici bir etkisi de bulunmaktadır. Fakat faizlerdeki yükselişin bankacılık sistemi önemli oranda yurtdışı borçlanmaya dayanan ekonomilerde kredi maliyetlerindeki artış (libor +) nedeniyle negatif bir etkisi de söz konusudur.

Druck vd. (a.g.m) çalışmalarında 1970-2014 arası verileri kullanarak ABD'deki reel efektif döviz kurunu (REER) Latin Amerika döviz kurları (LA REER) ile hem USD'nin değerlendirilme hem de değer kaybetme dönemlerini baz alarak karşılaştırmış ve ilginç

⁵⁵ Bretton Woods antlaşmasının hemen bitiminden sonra 1973 yılında 6 büyük para birimine (euro, yen, Kanada doları, pound, İsveç kronası and İsviçre frankı) birimini içerek şekilde kurulan bir başka USD endeksi de bulunmaktadır. Bu endekste Çin ve Meksika ABD'nin en büyük ticaret partnerlerinden olmalarına rağmen bu ülkelerin para birimleri bu sepette bulunmamaktadır.

sonuçlara ulaşmıştır. Buna göre USD' nin değeri kazanması ya da değeri kaybetmesi ABD ekonomisinin büyümesinde bir fark yaratmamaktadır. Fakat Latin Amerika ülkeleri açısından USD' nin değeri kaybettiği dönemde bu ülkelerdeki ortalama büyüme daha yüksek gerçekleşmektedir. Yine USD' nin güçlü olduğu dönemde Latin Amerika ülkelerinin reel efektif döviz kuru daha az değerilenme eğilimi göstermektedir. Son olarak, bir önceki sayfada ifade edildiği üzere USD' deki değeri kazancı emtia fiyatlarının (CRB) değeri kaybetmesine neden olmaktadır.

Grafik 1.10. Reel Efektif Döviz Kuru Etkileri



Kaynak: IMF, OECD (Aktaran: Druck vd. 2015 : 15)

1.8. Borç Deflasyonunun Etkileri

2008 küresel finans krizi, finans sektöründe başlamış ve hızlı bir şekilde Büyük Buhran' dan bu yana emsali görülmemiş bir biçimde konut fiyatlarında, üretim, istihdam ve ticarete düşüşle küresel bir durgunluğa dönüşmüştür. Deflasyon, yarattığı etkiler bakımından genel itibariyle iktisatçıları ve politika yapıcıları endişelendiren hatta korku duymalarına neden olan ve önlemek için çaba sarf ettikleri bir olgu olup yarattığı sonuçlar birkaç başlık altında incelenebilir.

1.8.1. Reel Faiz Artışı

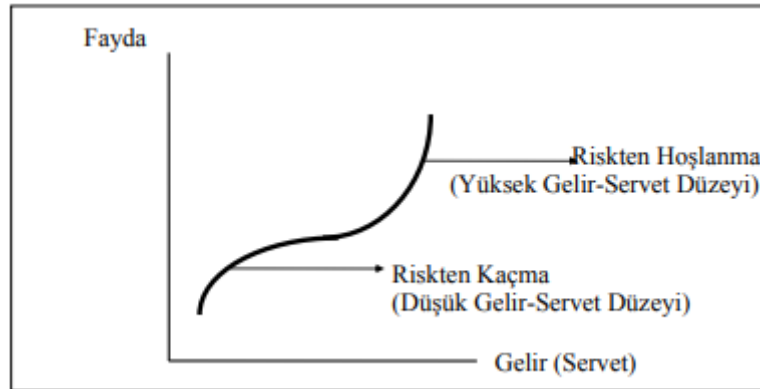
Fisher, reel ve nominal faiz oranları arasında net bir ayırım yapan ilk ekonomisttir. Reel faiz oranlarının para tabanındaki değişikliklerden bağımsız olduğunu vurgulamıştır. Borç deflasyonunda yaşanan daralma ve durgunluk karşısında nominal faiz oranları düşerken reel olarak faizler artmaktadır. Fisher'a göre reel faiz oranındaki artıştan kaynaklı olarak toplam talepte görülen düşüş, fiyatlar genel seviyesinin ve borçluların kredi

taleplerinin azalmasına yol açar. Fiyatlardaki düşüş diğer bir ifade ile paranın satın alma gücünde artış, paranın dolaşım hızını azaltır.

Finansta faiz ve paranın zaman değeri, çoğu zaman birbirleri yerine kullanılan buna karşılık aslında içinde bir neden-sonuç etkileşimi bulunan iki kavramdır. Genel bir kabul olarak, fırsat maliyeti kavramından hareket ile birikimlerin belirli bir ivme ile yükselmesi gerektiği ifade edilerek faizin ekonomik hayatın doğal bir parçası olduğunu belirtilmektedir. Bu ivmenin ise önceden belirli bir oran ve hesap tekniği ile gerçekleştirilmesi, faiz olgusunu ortaya çıkarmaktadır. Kimi iktisatçılara göre ise faiz önceden belirlenemez ancak gerçekleştirilen yatırımın durumuna göre diğer bir ifade ile ticari/sınai faaliyetin başarı durumuna göre şekillenmelidir ve bu nedenledir ki önceden belirlenmiş bir faiz meşru değildir. Eğer bu şekilde olmaz ise, ekonomide üretilen reel katma değerden ayrı bir şekilde belirlenen faiz, enflasyon yaratarak sosyo ekonomik bir çok probleme neden olur (Saraç, 2017: 28).

Servetin fayda eğrisi, bir kimsenin her servet düzeyine ne kadar fayda atfettiğini göstermektedir. Diğer etkenler veri iken bireyin serveti arttıkça, faydası da artmaktadır. Buna karşın ilave birim servet arttığında, fayda artışı (marjinal fayda) azalmaktadır. Bu, azalan marjinal fayda ilkesinin sonucudur. Bunun yanı sıra, birey ilk önce riskten kaçan, sonradan riskten hoşlanan olabilmektedir, bu servet düzeyi ile ilgilidir. Yüksek servet düzeylerinde riskten hoşlanma daha fazladır.

Grafik 1.11. Fayda & Gelir İlişkisi



Kaynak: Donduran, M. (2018)

1.8.2. Piyasalarda Güven Kaybı ve Yatırımlarda Azalma

Büyük miktarlarda sermayelerin gelişmekte olan ülkelere daha hızlı bir şekilde akışının sağlanması küreselleşmenin iyi taraflarından biridir. Ancak bu hızlı sermaye akışına karşılık, sermayenin aynı hızla geri çekilmesi gibi durumlarda ise ekonomik krizlere yol açmaktadır. Kapitalizmin büyüme yolculuğuna bakıldığında, piyasalarda yaşanan finansal krizlerin çoğu zaman, ekonomik hayatta gelir ve istihdam üzerinde negatif bir etki bırakarak reel krizleri de beraberinde getirdiği görülmüştür. Nitekim çöken bir bankacılık ve para piyasası sistemi çok sayıda ekonomik aktörün harcamaları ve borç seviyelerini azaltmaya, varlıklarını satmaya zorlandığı tıpkı 2008' in Eylül ayından itibaren ortaya çıkan durum gibi bir deflasyonist sürece götürebilmektedir.

Güven, depresyon ve finansal piyasalardaki oynaklığı açıklamadaki kilit bir kavramdır. Bu kavram, Akerlof ve Schiller'in birçok makroekonomik olayı açıklamakta kullandıkları beş "hayvani ruh"tan (animal spirit) biridir⁵⁶ ve insanların gelecekle ilgili kendi beklentilerine olan inancını temsil eder. Yazarlara göre, "insanlar temel belirsizliklerle karşılaştıklarında, yatırım kararları analitik olmaktan ziyade sezgisel bir hal alır. Bununla bağlantılı olarak, aşırı güven dönemlerinde riskli yatırım kararlarının ortaya çıkması muhtemeldir. Varlık fiyatları ile reel ekonomi arasındaki olumlu geri bildirimler finansal balonlara ve ekonomik genişlemeye yol açar" (Akerlof ve Schiller, 2009: 144).

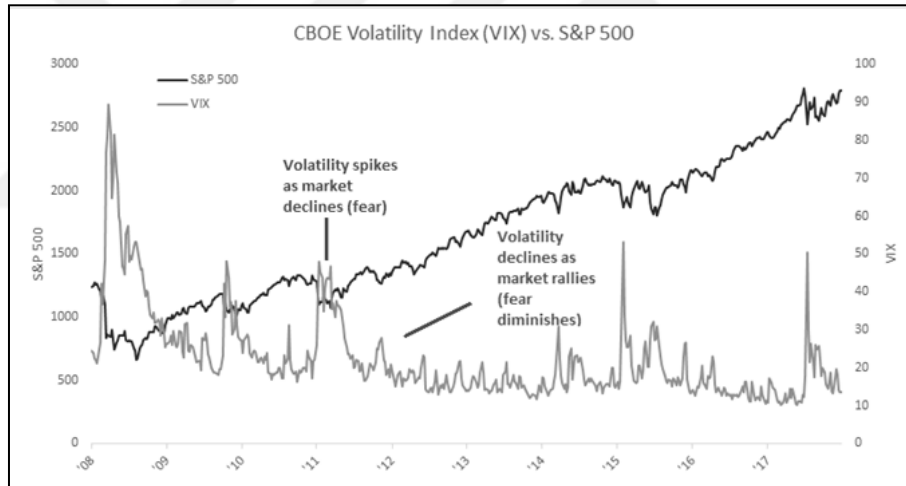
1990'ların sonunda yaşanan "Teknoloji Devrimi" olarak adlandırılan süreç de piyasalarda yaşanan güven kaybına ve bu güven kaybının sonucunun yol açtığı problemlere bir başka örnektir. Girişim sermayeleri, halka arz ve 1985'de yeni kurulan ağırlıklı teknoloji hisselerinden oluşan Nasdaq borsası ile fonlanan irili ufaklı birçok teknoloji şirketi ortaya çıkmıştır. Bu firmalar borsaya çok ciddi oranda yatırımcı çekmiş ve bu borsalarda çok yüksek fiyat artışları yaşanmıştır. 1995-2000 arası, Nasdaq endeksi % 400 yükselmiştir. Yüksek teknoloji firmalarında (Enron, Tyco, WorldCom) yaşanan bir dizi skandal sonucu adı "dot.com" olarak da bilinen bir krize yol açmış ve Nasdaq borsası Mart-2000'deki Ekim-2002'ye kadar geçen süreçte en yüksek seviyesinden %70 gerilemiştir (Hayes,2017). 2001 yılı sonuna kadar halka açık olan bu şirketlerin çoğunluğu iflas etmiş ve trilyonlarca dolarlık yatırım sermayesi buharlaşmıştır. Yaşanan gelişmelerden sonra düşen tüketici ve

⁵⁶ Diğer dört hayvani ruh ise, adalet, yolsuzluk, para yanılsaması ve geçmiş ile güncel olayları yorumlarını modelleyen anlatılardır.

yatırımcı güveni karşısında ciddi şekilde düşmüştür. “ABD Michigan Güven Endeksi” 2000-2002 arasındaki dönemde 107 seviyelerinden 81’e gerilemiştir (FRED, 2018). Bu gelişmeler nedeniyle olası deflasyon tehdidi karşısında endişeler artmış, bunun sonucunda hem ABD para politikası hem de maliye politikası önemli oranda parasal genişlemeye gitmiştir. Fakat o dönemde alınan önlemler sonrasında daha büyük bir krize yol açan 2008 Küresel finans krizinin gerekli koşullarını hazırlamıştır.

Piyasa güveni ile ilişkili bir diğer endeks ise VIX endeksi olup “korku endeksi”, “oyunluk endeksi” gibi isimlerle de anılmaktadır. Bu endeks 30 sonrası yönelik piyasa beklentilerindeki dalgalanmaları ölçmek üzere oluşturulmuş olup 2008 yılında 90 seviyelerine gelmiştir. Bu endeksi gerilemesi piyasalardaki risk iştahını arttırmakta ve özellikle borsalarda önemli yükselişler yaşanmasına neden olmaktadır.

Grafik 1.12. Borsa ve Korku Endeksi (VIX)



Kaynak: CBOE

1.8.3. Bankacılık Sektöründe Bozulma

Sağlıklı işleyen bir finans sistemi modern ekonomiler için kritik öneme sahiptir. Bu sistemin en büyük aktörü olan bankalar gerek kriz gerekse büyüme dönemlerinde hanehalkları ve işletmeler için kredi verme görevini yeterince gerçekleştirmez iseler ülke ekonomilerinde krizlerin derinliği daha da artabilmektedir.

1.8.3.1. Sektörünün Ekonomilerdeki Yeri ve Önemi

Günümüzde bankacılık sektörünün ekonomik hayattaki önemi ve büyüklüğü oldukça fazladır. Örneğin AB bankalarının büyüklüğü AB'nin milli gelirinin yaklaşık 3 katı (% 309) seviyesine ulaşmıştır. Bu oran perakende ticaret firmaları için % 20 iken, gıda firmaları için % 6,7, otomotiv sektörü için % 6,6'dır (Schildbach, 2017). Bu açıdan bakıldığında söz konusu oran, bankacılık sektörünün bir ekonomi için ne kadar büyük bir önem taşıdığını göstermektedir. Fakat Deutsche Bank ekonomisti Schildbach (2017), milli gelir verisinin bir akım veri banka "varlık büyüklüğünün" ise bir stok veri olduğu göz önünde bulundurmanız gerektiğini vurgulayarak "banka gelirlerinin" (bank revenue) daha uygun bir karşılaştırma ölçütü olduğunu ifade etmektedir.

The Banker dergisinin 2018 yılına ait "Dünyanın En Büyük 1000 Bankası Sıralamasına" göre, toplam aktifler 124 trilyon \$ 'a ulaşırken, varlık getirisi (ROA) ise sadece yüzde 0,9 olarak gerçekleşmiştir.⁵⁷ Her ne kadar ülke milli gelirindeki düzelme, vergi indirimleri ile uygulanan yaptırımlar ve yeni regülasyonlar sayesinde ABD bankaları, 2008 krizine göre şu an daha iyi durumda olsalar da Avrupa bankaları için aynı şeyleri söylemek güç. Bunun nedeni olarak yapısal eksiklikler, aşırı kapasite, düşük / negatif faiz oranları ve kalıcı karlılık sorunlarına çözüm olabilecek bir düzenleyici kurumu yokluğu belirtilebilir. Nitekim en büyük 5 Avrupa bankasının toplam karı 2007 yılında 60 milyar \$ iken 2017 yılında bu rakam 17,5 milyar \$'ye gerilemiştir. Çin bankaları ise son yıllarda büyük bir atılım göstererek 2007 yılında dünyanın en büyük bankası sıralamasına bir banka bile sokamamış iken 2017 yılı sıralamasında dört banka ile temsil edilmiştir (Deloitte, 2019)

Bankacılık sektörünün ülkeden ülkeye ağırlığı değişebilmektedir. Nitekim Almanya, Fransa, İspanya, İtalya ve Japonya gibi ülkelerde bankacılık sektörü reel ekonomiye temel fon kaynağı sağlayan ana faaliyet kolu iken ABD, İngiltere gibi ülkelerde ise sermaye piyasaları reel sektörün ve hanehalkının gerek duyduğu fonlamayı tedarik etmede asıl rolü üstlenmektedir. Bankacılık sisteminin büyüklüğünün ölçümüne ilişkin olarak birçok gösterge kullanılabilir. Bunlar, toplam varlık büyüklüğü, piyasa değeri, satış gelirleri, sermaye büyüklüğü ve net gelir olarak belirtilebilir. Schildbach (2017), yaptığı çalışmada ABD'nin en büyük 7 bankası ile AB'nin en büyük 23 bankasını belli başlı

⁵⁷ Eylül-18 verilerine göre ROA : %1,5 seviyesinde bulunmaktadır.(BDDK, 2018)

kriterler bakımından incelemiştir. Buna göre, ABD bankaları piyasa değerine (market value) ve net gelire (net income) göre AB bankalarından daha güçlüdür. Toplam gelir (total income) ve toplam varlık büyüklüğü (total asset) açısından ise Avrupa bankaları daha önde gelmektedir. Toplam sermaye açısından, Avrupa bankaları ile ABD bankaları arasında önemli bir fark bulunmamaktadır. Schildbach, bu beş kriter arasında önem sıralaması belirlemiş ve birinci sıraya en önemli olarak gördüğü gösterge olan “toplam gelir” i koymuştur.

Türkiye’de 2000 sonrası yaşanan kredi büyümesinin temel nedeni sanayileşmiş ülke ekonomilerinin uyguladığı esnek para politikalarıdır. Bu politikaların neden olduğu likidite bolluğu, ülkemizde kredi hacminin artışına neden olmuştur. Düşük enflasyonlu büyüme döneminin başlaması ile beraber, Türk bankacılık sektörü de benzer şekilde önemli bir ivmelenme süreci yaşamıştır. Yaşanan bu gelişmeler neticesinde Avrupa ekonomileri ile Türkiye arasındaki fark azalmıştır. Türkiye’de bankacılık sektörü toplam finansal sistemin % 90’nına yakın bir paya sahiptir. “2018 sonu verileri itibariyle, 640 milyar euro olan aktif toplamı ile Türk bankacılık sistemi Avrupa’da 13’üncü sıradadır AB ortalaması 1.548 milyar euro, AB gelişmekte olan ülkeler ortalaması ise 123 milyar eurodur. Toplam aktif/GSYİH oranı bazında % 105 ile 20’inci sırada yer almaktadır. AB ortalaması % 158, AB gelişmekte olan ülke ortalaması ise % 57 düzeyindedir (TBB, 2020).

Bu noktada önemli olan bir faktörü de belirtmekte yarar bulunmaktadır. Cari açık tasarruf ve yatırım arasındaki ilişki olarak da ifade edilebildiğinden ülkesindeki potansiyelden henüz yeterince yararlanmadığını düşünen gelişmekte olan ülkeler yeterli tasarruf kaynağına da sahip olmadığı için yurtdışından borçlanarak yatırımlarını finanse etme ihtiyacını hissedebilmektedirler. Bu nedenle özellikle doğal kaynaklara da sahip olmayan ülkeler için borçlanma ile finanse edilen cari açığı yeni yatırımlar amacıyla belirli bir süreyle sürdürülmesi kabul edilebilir bir durumdur. Fakat geçmiş yıllarda yaşanan tecrübeler göstermiştir ki son 20 yılda cari açığı olan ülkelerin önemli bir kısmı hala cari açık vermeye ve borçlanmaya devam etmektedir. Bu durumun sürdürülemezliği (Meksika ve Tayland krizlerinde olduğu gibi) ve yol açtığı problemler düşünüldüğünde bu kemikleşen dış borç-cari açık probleminin yurtdışından gelen paranın kredi kanalı ile ilgili sektöre optimal bir şekilde dağıtılmamasından kaynaklı olması mümkündür. Nitekim Fisher, borçlanmada üretken ve üretken olmayan borçlanma ayrımını da çalışmasında vurgulamış

olup ona göre borçlanmanın ilk aşamaları geleneksel olmayan karlı yeni alanlara yatırımı içerirken, aşırı borçlanmada ise artık “ üretken olmayan bir borçlanmaya” dönüşen durum oluşmaktadır (Fisher, 1933: 348).

1.8.3.2. Sektördeki Zayıflama ve Takipteki Kredilerde Artış

Tüketim harcamaları, birçok ekonomide olduğu üzere ülkemizde de önemli bir paya sahip olup 2019 itibariyle milli gelirin % 57’i seviyesindedir; OECD ortalaması ise % 60’dır. Gelişmekte olan diğer ülkelerde ise tüketim harcamalarının payı; Brezilya’da % 64; Hindistan’da % 59; Rusya’da % 49, Çin’de ise % 39 düzeyindedir. Sanayileşmiş ekonomilerde bu oranlar ise ABD’de % 68, İngiltere’de % 65, Fransa ve Almanya’da % 52-54 seviyesindedir (OECD, 2019). Her ne kadar reel sektörün yapısal durumuna yönelik birtakım başarılı düzenlenmeler ve politika uygulamaları gerçekleştirilmiş olsa da, iktisadi büyümenin dağılımında etkin bir seviyeye henüz yeterince ulaşamamıştır. 2008 krizi sonrası büyük merkez bankaları tarafından atılan esnek parasal genişleme adımları kredi hacminin büyümesinin temel nedeni olmuştur. Kredi /mevduat oranı bu süreçte önemli oranda artarak % 120’lere kadar yükselmiştir. Bununla birlikte Türkiye’de 2019 yılında kredilerde yaşanan geri çekilme nedeniyle bu oranda bir düşüş yaşanmış ve ilgili yılda % 106’ya kadar gerilemiştir (TBB, 2020).

Mevduatın kredilere dönüşüm oranı Türkiye’deki görünümünden farklı olarak son dönemde dünya çapında genel itibariyle düşüş trendindedir. Özellikle 2008 krizi sonrası bankaların bilançoları daha güçlendirme arzusu ve genel kredi talebindeki azalma bu düşüşün temel gerekçeleri olarak belirtilebilir. 2011 yılında dünyanın en büyük 1000 bankasının bilançoları incelendiğinde bu oranın (LTD) küresel ölçekte % 99 olduğu görülmekte iken, bir yıl sonra oranın sert bir şekilde % 90,6’ya düştüğü görülmektedir. 2013 yılına gelindiğinde % 88,1 olarak gerçekleşmiş ve 2014 yılında da bu aşağı yönlü eğilim yavaşlayarak da olsa devam etmiş ve oran % 87,2 seviyesine inmiştir (The Banker, 2015). Bölge bazında bu oran incelediğinde ise bazı farklılıklar söz konusudur. Avrupa’da özellikle Yunanistan, İtalya, Portekiz ve İspanya’da yaşanan borç krizi nedeniyle bu oran krizin hemen öncesinde % 140 düzeyinde iken 3Ç-2018 itibariyle % 118’lere gerilemiştir (ECB, 2018). ABD ise bu oran 1Ç-2018 itibariyle % 71 seviyesinde bulunmaktadır (Forbes, 2018).

Hanehalkı borçlanması bireyin gelir düzeyinde uzun süreli olmayan sapsmalara yanıt olarak, cari tüketimini sürdürebilmek amacıyla başvurduğu bir yöntem olarak değerlendirilse dahi aşırı borçlanma durumunda yaratacağı finansal kırılmalıklar uzun vadede önemli negatif dışşallıklar yaratabilecektir. Kredi artışı ile birlikte borç ödemelerinin gelir içindeki payının yükselmesi bireylerin sonraki dönemlerin için olan tüketimlerini baskılayarak, ülkelerin büyüme hızlarını azaltabilir.

Bankacılık sektörünün en önemli riski, kredi riskidir. Türkiye’de bankacılık sektöründe, kredi riskinin toplam risk içindeki ağırlığı % 90 seviyesindedir (BDDK, 2018) Benzer şekilde, Türk bankacılık sektörü üzerine yapılan kimi ampirik çalışmalarda sorunlu kredi oranındaki artışın finans sektöründeki bilanço yapısının zayıflamasındaki başlıca unsurlardan biri olduğu belirtilmektedir (Demirel vd. , 2016: 35-36)

Hanehalkı tasarrufları ve yurtiçi tasarruflar bankacılık sisteminin en önemli ve en sağlıklı pasif kaynaklarıdır; bununla birlikte son yaşanan parasal genişleme adımları, kredi artışı bu temel fon kaynaklarına dayanması ilkesinin zayıflamasına neden olmuştur. Ortaya çıkan likidite fazlası bankaların risk iştahının artmasına neden olarak kredi riskini arttırmakta, olası şoklara karşı finansal sistemi daha açık ve duyarlı hale getirmektedir. Nitekim kriz sonrası süreçte yaşanan sorunlu kredi oranı artışları bunu destekler niteliktedir. (Borio ve Lowe, 2004: 19).

Sorunlu kredi oranlarındaki artış, makroekonomik parametrelerin⁵⁸ (iktisadi büyüme, fiyatlar genel seviyesi, istihdam durumu, faizlerde görülen dalgalanma vb.) yanısıra aynı zamanda bankalara özgü kimi faktörler sebebiyle de gerçekleşebilmektedir. Yüksek sorunlu kredi oranı, banka bilançoların aktif görünümünde bozulmayı ifade etmekte olup, verilen kredilerin riskli olduğunu gösterir. Tarihsel veriler incelendiğinde, genel olarak kredi artış hızının düştüğü dönemlerde sorunlu kredi oranı artmaktadır. “Yaşlanma etkisi” olarak ifade edilen faktör bu ilişkiyi açıklamaktadır. Literatürde “Vintage etkisi” olarak ifade edilen olgu da aynı ilişkiye dayanmaktadır. Buna göre, her yeni harcama, eski birikimden daha etkin ve aynı zamanda daha verimlidir. Gittleman vd. (2006: 309) çalışmalarda, sermaye yaşının üretkenlikte önemli bir faktör olduğunu şu sözlerle ifade etmektedir.

⁵⁸ Sermaye yaşlanması ağırlıklı olarak makro değişkenlerden etkilenmektedir.

“Yatırım düşük olduğunda, sermaye stoku yaşlanır ve bu nedenle birimler sadece tükenmekle kalmaz, aynı zamanda teknolojik açıdan eskimiş olur. Diğer bir ifade ile yatırım, sermaye stokuna genç birimler ekler böylece sermayenin yaşının azalmasına katkıda bulunur. Öte yandan, bu sırada otonom öz sermaye yaşlanmaktadır Bunu yenmek için yeni yatırım miktarı, ortalama sermaye yaşını düşürecek kadar güçlü olmalıdır.”

Us (2016) çalışmasında problemlili kredilerin ortaya çıkmasına neden olan değişkenlerin 2008 krizi öncesi ve sonrasında farklı olduğuna dikkat çekmiştir. Yazara göre kriz öncesinde bankaya özgü faktörler daha ön planda iken, krizden sonra makroekonomik unsurlar daha fazla ağırlık kazanmıştır.

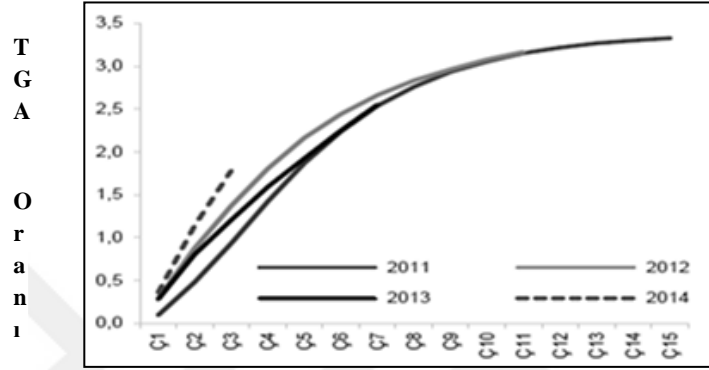
De Bock ve Damyanets (2012: 12), bankacılık sektörü kredi riski sürecini şu şekilde özetlemiştir. Yazara göre, artan sermaye girişleri varlık fiyatlarının yükselmesine neden olur. Varlıkların değerlerinde görülen yükseliş, firma ve hanehalklarının ödeme güçlerini yükselterek bankaların risk iştahını arttırarak kredi büyümesine yol açar. Artan kredi hacimi, teminatların değerinde yükselişe neden olur. Ters süreçte ise kredi büyümesinde görülen yavaşlama teminatların değerinin azalmasına ve sorunlu kredi oranının artmasına yol açar.

Tarihsel veriler analiz edildiğinde, sorunlu kredi oranlarındaki artış ile kredi ve iktisadi büyüme arasında güçlü bir korelasyon olduğu görülmektedir. Bunun yanısıra, kredi arzındaki kısıtlamaların zayıf kredi talebine neden olan unsurları güçlendirdiği görülmektedir. Sorunlu kredi oranları nedeniyle kredi verme standartlarında görülen sıkılaştırma, kredi kullanan hanehalkı ve firma için sermaye maliyetlerini yükseltmekte ve bu süreç süregiden bir borç kısır döngüsüne dönüşmektedir. Kredi talebinde görülen zayıflama finansal kurumların karında azalmaya ve sorunlu kredilerin kalıcı olarak varlığını devam ettirmesine neden olmaktadır. Ülkemiz verileri analiz edildiğinde, kriz sonrası düşük faiz oranlarının etkisi ile yaşanan hızlı kredi büyümesinin takipteki kredi oranını azalttığı görülmektedir. Bununla birlikte parasal ve kredi sıkılaşmasının başladığı 2014’ün ilk dönemlerinden itibaren sorunlu kredi oranının yükseldiği görülmektedir.

Kredilerde yaşlanma etkisi kısaca şu şekilde ifade edilebilir. Bir kredinin ilk verildiği yıl takibe düşme olasılığı çok düşüktür, 2. ve 3. yıllarda bu olasılık giderek artar ve belli bir noktaya gelindiğinde zirveye ulaşır ve bu noktadan yeniden geriler. Yaşlanma etkisi şeklinde ifade edilen bu süreçte, kredi artış miktarı ivmesini kaybettiğinde sorunlu kredi

oranını artırır. Birey, krediyi aldığı ilk yıl ülkedeki ekonomik gelişmelere ve konjontüre daha hâkim olup işi ve geleceği ile ilgili daha öngörülebilir bilgilere sahip iken kredi vadesinin ilerleyen dönemlerinde söz konusu içsel ve dışsal faktörler ile ilgili daha az bilgi ile yetinmek durumundadır. Belirsizliğin artması sonucu risklerde artış olmakta ve kredinin ödenmeme ihtimali yükselmektedir (Petek ve Özman, 2019: 238)

Grafik 1.13. İhtiyaç Kredisi Yaşlandırma Analizi (2011-2014)



Kaynak: TCMB

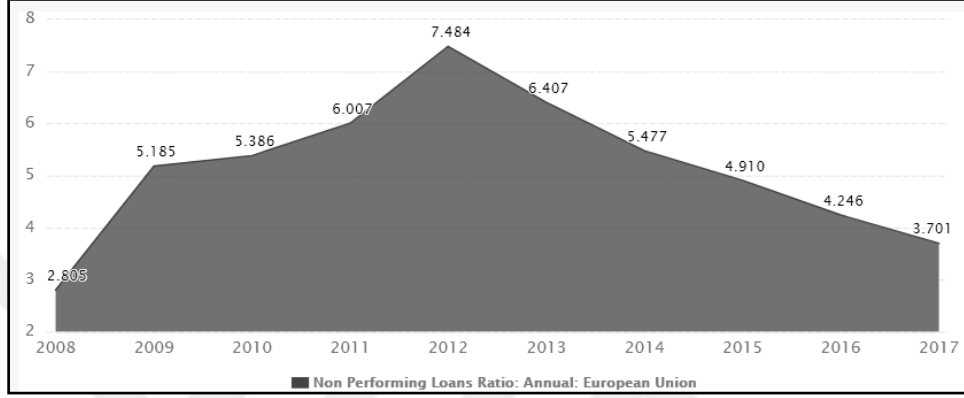
TCMB de bu konunun önemi üzerinde durmaktadır : “Kredi riski ölçümünde akım veri ile yapılan yaşlandırma (vintage) ve kredi risk maliyet (cost of risk) analizleri gibi yöntemler, stok TGA oranı hesaplamasından kaynaklanan matematiksel yanlıgıyı gidermektedir. İhtiyaç kredilerinin tahsis edildikleri döneme göre TGA oranlarının gelişimini gösteren yaşlandırma analizleri, farklı dönemlerde açılan kredileri geri ödeme performansları açısından karşılaştırma imkânı sunmaktadır ” (TCMB, 2018)

Son on yılda, AB’de sorunlu kredilerin oranı AB borç krizinde Aralık-2012 itibariyle en yüksek düzeyine ulaşmış ve % 7,5 seviyelerini test etmiştir ve Haziran-2019 itibariyle ise bu oran % 3,0’e gerilemiştir. Kredi türleri bakımından incelendiğinde ise büyük kurumsal şirketlere verilen kredilerde bu oran % 2,1, küçük ve orta boy işletmeler için % 8,5 iken hanehalkları kredilerinde sorunlu kredi oranı %3,1 düzeyindedir. Avrupa bankaları söz konusu sorunlu krediler için ise ortalama % 44,9 oranında bir karşılık ayırmaktadır. Haziran-19 itibariyle üye ülkeler arasında en düşük karşılık oranı Hollanda’da (% 26) olup en yüksek karşılık oranı ise Romanya’da (% 68) görülmektedir.

Bununla birlikte bu ortalamalar, üye devletler arasındaki farklılıkları gizlemektedir. Örneğin Haziran-19 itibariyle İsveç’de takipteki krediler oranı %1 iken İtalya’da % 7,9,

Portekiz’de % 8,9, Yunanistan’da ise % 39,2 seviyesindedir.⁵⁹ Yine, 2015 yılının sonunda kadar Doğu Avrupa ülkelerinin bazılarında sorunlu kredi oranları % 15’lere kadar yükselmiştir (EBA, 2019). Diğer büyük ekonomilere bakıldığında ise Rusya’da bu oran 2019 sonu itibariyle % 17, Hindistan’da % 9,1 seviyelerinde olup Türkiye’de ise % 5,6 seviyesindedir (TBB, 2020)

Grafik 1.14. Takipteki Krediler (TGA) Oranları – AB



Kaynak: Eurostat

Mevduatın krediye dönüşüm oranlarının 2018 sonu itibariyle % 120'lere ulaşması yeni kredilerin tesis edilmesi noktasında Türk bankalarını uluslararası piyasalardan sendikasyon ve seküritizasyon kredileri (borç deflasyonu sürecine neden olan finansal inovasyon araçları olarak görülen) almaya geçmişe oranla daha fazla yöneltmektedir. Bankaların yurtdışı fon kaynaklarına bağımlılığının artması düşük faiz ortamlarında bir avantaj iken parasal sıkılaştırma dönemlerinde bir kırılma, risk unsurudur. Nitekim bu konu, kredi derecelendirme kuruluşlarının da not verirken odaklandıkları bir alandır. 2000'li yılların başında sorunlu kredi oranının ülkemizde sert bir şekilde % 20 düzeyine yükseldiği göz önüne alınır ise daha sürdürülebilir düzeyde bir borçlanmanın önümüzdeki düzeyde gerçekleşeceği varsayımı altında özel sektör dış borçlarının büyüklüğü nedeniyle oluşabilecek risklerin daha dikkatli bir şekilde yönetimi ve takibi önem arz etmektedir.

1.8.4. Borçlulardan Alacaklılara Doğru Servet Aktarımı

Fisher'e (1933) göre borç deflasyonu sonucu, borçlulardan alacaklılara (kreditörlere) yönelik bir servet aktarımı durumu yaşanacaktır. Kredi verenlerin tüketimlerinde gerçekleşen artış, borçluların tüketimindeki azalmayı telafi edemez ve böylece ekonomideki

⁵⁹ Son on yılda bu oran İtalya'da tepe noktasına (%17,1) Eylül-2015'de çıkmıştır (IMF,2017)

toplam tüketim azalır ki bu durum krizi daha da şiddetlenir. Fakat Pigou' ya (1947) göre borçluların harcamalarının daha düşük reel servet nedeniyle azalması, alacaklıların artan harcamaları ile dengelenecektir. Dolayısıyla bu aktarımın herhangi bir etkisi olmayacaktır. Toplam talep eğrisinin negatif olmasının sebeplerinden biri olarak Pigou etkisi gösterilmektedir. Pigou' ya göre fiyatlar genel düzeyinin düşmesi, kişilerin sahip olduğu servetin değerini artırır, böylece zenginleşen bireyler ekonomide harcamalarını yükseltip milli gelir düzeyini artırır.

Toplam talep, belirli bir dönemde bir ekonomide üretilen tüm mal ve hizmetler için gerçekleştirilen harcamaların toplamıdır. Açık bir ekonomide toplam talep (AD) aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.

$$AD=C+I+G+NX$$

$$AD=C+I+G+X-M$$

C: Özel Kesim Tüketim Harcamaları

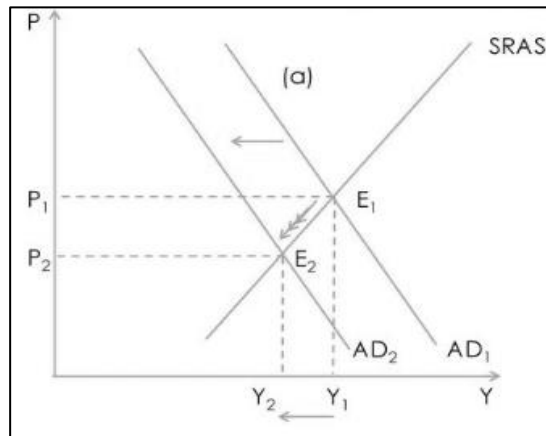
I: Özel Kesim Yatırım Harcamaları

G: Kamu (Devlet) Harcamaları

NX: Net İhracat Harcamaları

AS-AD modeline göre fiyatlardaki bir azalma özel tüketim harcamalarını azaltacak ve borcun reel değeri arttığı için firmaların yeni yatırımlar yapmasını önleyecektir. Böyle bir durumda devletin de gerekli yatırım desteği olmaması halinde azalan fiyatlar ülke milli gelirinin de azalmasına yol açacaktır.

Grafik 1.15. Toplam Arz (AS) & Toplam Talep (AD) Grafiği (Kısa Dönem)



1.8.5. Toplam Talepte Azalış (Marjinal Tüketim Eğilimlerine Bağlı Olarak)

Borç deflasyonunun yaşandığı dönemlerde borcun likidasyonu (geri ödenmesi) borçlunun kaybı borç verenin kazancı şeklinde algılanmamalıdır. Hanehalkının kredi ödemeleri arttıkça tüketimlerini azalmasının tamamı, kredi verenler tarafında elde edilen nakitin tüketimde yaratacağı artışla dengelenmemektedir çünkü genellikle varlıklı, marjinal tüketim eğilim daha düşük ve tasarruflarından ek gelir elde etme eğiliminde olan alacaklı kesim bu elde ettiği likiditenin tamamını tüketim için harcamayacaktır. Marjinal tüketim eğiliminin formülü aşağıdaki gibidir :

$$\text{MPC} = \text{Tüketimdeki Değişim} / \text{Gelirdeki Değişim} = \Delta C / \Delta Y$$

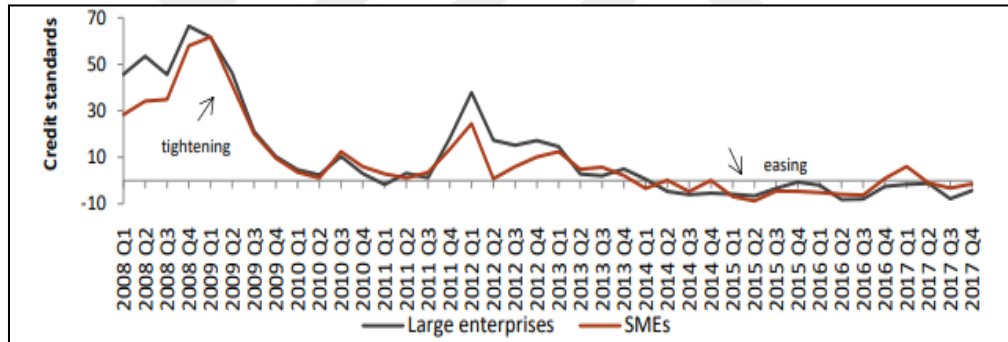
Yüksek marjinal tüketim eğilimi (MPC), güçlü bir ihtiyati güce sahip olmasına rağmen birçok tüketicinin çok az servet sahibi olması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında tüketim konusunda sabırsız oldukları için de servet biriktirememiş olmaları da bir başka faktör olarak değerlendirilebilir. Farklı gelir gruplarının marjinal tüketim eğilimlerini bilmek önemlidir çünkü gelir gruplarına göre hanehalkları arasındaki harcama eğilimlerinin farklı olması, uygulanacak olan bir mali genişleme politikasının sonuçlarını da etkileyebilecektir. Carroll vd. (2017), ABD ekonomisi için yaptıkları çalışmada finansal varlık büyüklüğünü baz alarak en düşük % 20'lik kesim için marjinal tüketim eğilimini 0.48, en yüksek % 20'lik gelir grubundakiler için ise 0.06 olarak hesaplamışlardır. Bu rakamlar normal stabil bir piyasa için geçerli olup resesyon döneminde ise en yüksek % 20'lik gelir grubunun MPC oranı değişmez iken bu oran en düşük gelir grubunda 0.52'ye yükselmektedir. Nitekim bu sonuçlar Tobin'in görüşleri ile paralellik göstermektedir. Tobin (1980), deflasyonist bir süreçte borçluların (alt gelir grubu) alacaklılardan daha fazla harcama yapacağını ve böylece Fisher etkisinin Pigou etkisinden daha güçlü olacağını vurgulamıştır.⁶⁰

⁶⁰ Marjinal tüketim eğilimi hesaplanırken Friedman'ın vurgulamış olduğu gelir fonksiyonunu dikkate alarak da hesaplamalar yapılabilir. Aynı çalışmada buna göre yapılan hesaplamalarda ise en düşük %20'lik gelir grubunun için MPC:0,35 iken en yüksek gelir grubu için bu oran 0,17 olarak hesaplanmıştır.

1.8.6. Borçlanma Olanaklarının Azalması (Yüksek Borçluluk Nedeniyle)

Bankalar, iş sektörüne ve bireylere borç verenlerdir ve bu kanal ile kredinin büyük bir kısmının ülke genelinde nasıl tahsis edileceğini belirler. Bankacılık sistemi borç verme ve mevduat toplama yoluyla toplam para ve kredi arzını etkileyebilir ve böylece ekonominin genel durumu ile parasal mekanizma arasında önemli bir köprü rolü oynar. Geçmiş dönemler göstermektedir ki ekonominin bir bölümünde yaşanabilecek olan kredi sorunlarının, ekonominin geneline yayılma potansiyeli yaratarak kredi akışını bozabilmektedir. Buna karşılık aşırı büyüyen bir kredi piyasasını kısıtlamak üzere alınacak önlemler, geri ödeme kapasitesine sahip olan borçlulara kredi kullanılabilirliğini de sınırlandıracağından dolayı istenmeyen sonuçlar yaratabilir. Politika yapıcıları ve merkez bankaları işte bu tehlikeyi de göz önünde bulundurarak karar vermekte kimi zaman da bu riskten dolayı kredi piyasasına yönelik karar almakta gecikebilmektedir.

Grafik 1.16. AB’de Bankaların Uygulamış Oldukları Kredi Standartlarının Gelişimi



Kaynak: “<https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2018/09/Banking-in-Europe-2018-EBF-Facts-and-Figures.pdf>”

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan önceki krizlerden alınan ders, bankaların ve firmaların finansman koşullarının finansal krizleri resesyona dönüştürmede kilit mekanizmalar olduğudur. Azalan teminat değerleri, bankaları ve firmaları kaldıraç oranlarını (leverage ratio) düşürmeye zorlayan yüksek dış finansman maliyetine yol açmakta ve böylece reel yatırımları azaltarak ekonomik çıktının daralmasına neden olmaktadır (Kiyotaki ve Moore,1997: 11).

Modigliani and Miller (1958)’a göre şirketlerin değeri sermaye yapıları ile ilişkilidir. Bu nedenle gerek finansal gerekse reel sektör için sermaye yapısı önem arz etmektedir. Yükselen varlık fiyatları kaldıraç oranlarının düşmesine yol açmaktadır benzer şekilde düşen varlık fiyatları da toplam varlık değerinin özkaynaklara oranı olarak ifade edilen

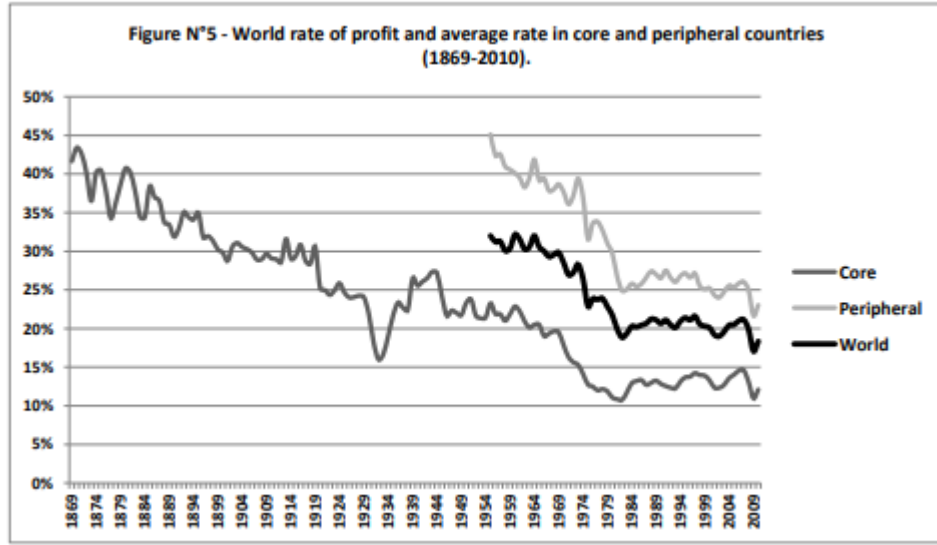
kaldıraç oranının payını büyüterek yüksek kaldıraç oranına neden olmaktadır. Düşük kaldıraç oranları nedeniyle kredi vermeye istekli olan bankalar düşen varlık fiyatları sonucu yüksek kaldıraç oranı ile karşı karşıya kaldıklarında kredi musluklarını kapatmakta ve bu durum reel sektörün hem yeni kredi kullanmasını zorlaştırmakta hem de düşen fiyatlar nedeniyle artan reel borcunun yeniden finanse edilmesi olanağını daraltmaktadır. Nitekim 2002-2006 arasında reel sektörün finansal kaldıraç oranı (borçluluk) oranı %48'den %41'e gerilemiş olmasına rağmen borç kullanımında artış yaşanmış fakat bu dönemdeki finansal varlıklardaki değer artışının borçların büyüme hızından daha yüksek olmasından dolayı kaldıraç oranı düşmüştür.

1.8.7. Reel Sektördeki Ticari Karlarda Zayıflama

Neo-klasikler, ekonomik büyüme temel belirleyicisi olarak nispi fiyatlardaki değişimleri görür iken post-keynesyenler ise yatırımları temel faktör olarak görür. Buna gerekçe olarak ise yatırım değişimlerinden kaynaklı olarak görülen gelir etkisinin, nispi fiyatlar değişimleri sonucunda gerçekleşen ikame etkisinden daha önemli olduğunu belirtirler. Bu görüşe göre, yatırım kararlarının belirleyen tasarruflar değil karlardır. Tasarruflar konut vb. harcamaların finansmanında ağırlıklı olarak kullanılır, hâlbuki firmaların karlarını artırmaya çalışırlar. Firmaların karlarının arttırmak istemelerinin altında yatan temel motivasyon yeni yatırımları finanse edebilmektir. Kâr oranı, bir ekonominin sağlığının en iyi göstergelerinin başında gelmektedir. Gelecekteki yatırımlar ve durgunluğu olasılığı üzerinde analiz yapılabilmesini sağlar. Dolayısıyla, dünya kâr oranının seviyesi ve yönü dünya ekonomisinin gelecekteki gelişimi için önemli bir rehber olabilir. Maito (2014) her ülkenin ulusal tarihi verilerini kullanarak 1870'e kadar giden dünya karlılık oranlarını hesaplamıştır.⁶¹ Buna göre Büyük Buhran (Great Depression) sonrası ile II. Dünya savaşına kadar olan süreçte karlılık oranları artmış olsa da 1980'lere kadar şirket karlılıklarındaki erime devam etmiş, neo-liberalizm rüzgarının sert esmeye başladığı 1980 sonrası ise sadece bu karların daha fazla erimesi engellenmiş ve karşılık daha stabil bir bantta seyretmiştir.

⁶¹ Ana Ülkeler (Core): ABD, Almanya, Japonya, United Kingdom, Hollanda, İsveç
Çevre Ülkeler (Peripheral): Arjantin, Avustralya, Brazilya, Şili, Çin, G.Kore, İspanya ve Meksika

Grafik 1.17. Dünya Firma Karlılık Oranları



Kaynak: Maito,2014

Roberts (2015) ise 1950-2002 yılı verilerini kullanarak dünya karlılık oranını hesaplamış ve genel itibariyle benzer sonuçlara ulaşmıştır. Buna göre 1990' ların sonundaki ve 2000' lerin başındaki ekonomik patlamanın, çoğu kişinin iddia ettiği gibi artan kârlılığa değil, daha çok kredi balonu ve hayali sermayenin büyümesine dayanmaktadır. 1990'ların ortalarından itibaren ise ana kapitalist ülkelerde karlılıklar düşmektedir ve dünya ekonomisi 1960'lı yıllardaki şirket karlılık oranlarını aradan 50 yıl geçmiş olmasına rağmen yakalayamamıştır. Tobin (1997) ise finansal yatırımın, gerçek yatırımın ikamesi yerine geçebileceğini belirterek finansal varlıkların gerçek yatırım projelerinden daha yüksek getiri sağladığı zamanlarda, finansal sermayeye daha fazla fon yatırılacağını ve bunun sonucunda gerçek yatırımlar için daha az fon sağlanacağını vurgulamıştır.

Borçlanma, firmanın orta-uzun vadeli finansal güvenilirliğinin bir göstergesidir fakat yüksek borç seviyeleri firmanın bilançosunun kırılganlığını artırır. Yatırım ve borç arasındaki ilişki, firmanın yönetimi ve finansal piyasalar tarafından güvenli olarak algılanan borç seviyesine bağlı olmalıdır. Borç seviyesinin güvenli seviyenin üstünde olduğu algılanırsa, toplam borcun artması yatırım üzerinde olumsuz etki yaratacaktır. Dolayısıyla, borç özkaynak vb. göstergeler bir firmanın finansal kırılganlığını ölçmede önemli bir göstergedir.

Orhangazi (2006), 1952-2006 yılları arasındaki ABD verilerini incelediği çalışmasında, borsaların tarihsel olarak reel sektör fon ihtiyacının ana kaynağı olmadığını

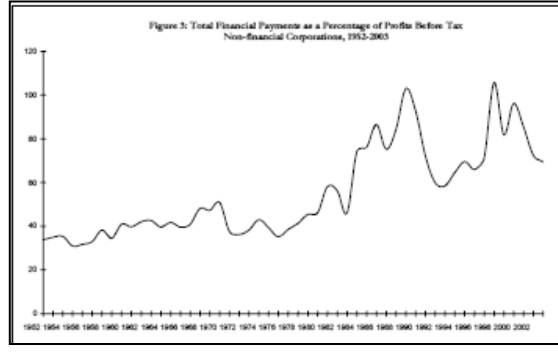
göstermiştir. Buna göre borsanın ortalama katkısı, 1952-1980 döneminde ortalama olarak yüzde 10'un bile altında gerçekleşmiştir. Fakat 1980'de bu trendin önemli kırılma yaşadığı görülmektedir. Kısa dönemler dışında, 1980 sonrası dönemde, reel sektör firmalarının net sermaye ihracı negatif olmuştur.⁶² Diğer bir ifade ile borsa, firmaların finansal piyasalara fon sağladığı bir kuruma dönüşmüştür. Tahvil piyasasında ise bu şirketler 1952-1980 döneminde toplam sermaye ihtiyaçlarının % 25'ini bu piyasadan karşılamıştır. Bu oran sonraki yıllarda giderek artmış, 2001'de % 40'a kadar yükselmiştir. Buna rağmen reel sektör firmalarının sermaye harcamaları için en büyük fon kaynağı yurtdışı fonlar olmuştur.

Firmaların fon ihtiyaçları reel yatırımları gerçekleştirmek ya da finansal varlık alımı yapmak amacıyla ortaya çıkmaktadır. 1973-2003 arası ABD verilerini incelediği çalışmada Orhangazi, finansal kapitalizm ile reel yatırımlar arasında negatif bir ilişki olduğu belirlemiştir. Buna göre artan finansal kapitalizm, reel sektör üzerinde iki etki bırakmaktadır. Birincisi, finansal sektörün reel yatırımları dışlayıcı bir etki yaratmasıdır. Bunun sebebi ise finansal yatırım araçları ve artan finansal kar fırsatlarının, firmaları gerçek ana yatırımlardan uzaklaştırmaya teşvik etmesidir. Bunun yanı sıra firma yöneticileri üzerinde oluşan kısa dönemli kar baskısı kendini daha orta vadede gösterebilen reel yatırımlar yerine sonuçlarını hemen verebilecek olan finansal yatırımları seçmeye mecbur bırakmıştır. Finansallaşmanın gerçek yatırımları baltalayabileceği ikinci bir kanal ise, temettü ödemeleri ve hisse senedi geri alımları gibi konularla ilgili olarak finansal piyasaların şirketleri baskı altına almasıdır.

2008 krizi sonrası uygulanan parasal genişleme programlarının etkisiyle sermaye piyasalarında yaşanan yükselişler, reel yerine finansal varlıkları daha fazla tercih eden şirketlerin görece daha iyi karlar elde etmesini sağlamıştır. Nitekim FED' e göre 2008-2012 yılları arasında, krizi izleyen ilk dört yılda ABD ekonomisinin "toplam varlıklarının" değeri, % 12,7 gibi ılımlı bir artış göstermiştir. Finansal olmayan (reel) varlıkların değeri ise sadece yüzde 4,4 artarken, finansal varlıklar % 23,5 artmıştır (Robert, T.Y). Dumenil ve Levy (2004) ise ABD ve Fransa için yapmış oldukları çalışmada artan temettü ve faiz ödemelerinin firmaların bünyelerinde sermaye birikimi oluşturmasını engellediğini ortaya koymuşlardır. Aşağıdaki tablo, firmaların bu ödemelerinin vergi öncesi kardan aldıkları payın yıllar içinde yükseldiğini göstermektedir.

⁶² Net negatif sermaye ihracı reel firmaların kendi stoklarını geri alması anlamına gelmektedir.

Grafik 1.18. Toplam Finansal Ödemeler

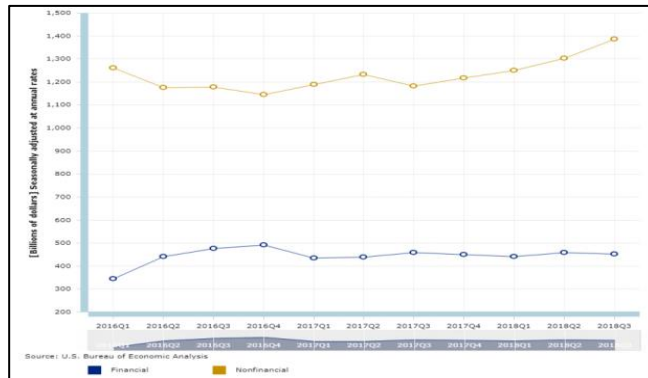


Kaynak: BEA (Vergi Öncesi Karın Yüzdesi Olarak)

Neoklasik teoriye göre yatırım kararlarını belirleyen faktör yatırımın beklenen karlılığıdır. Bunun yanında Neoklasik teoride, yüksek finansal ödemelerin fon sıkıntısı nedeniyle sermaye birikimini azalttığına dair bir argüman yoktur. Fakat Orhangazi'nin çalışmasının bulguları artan finansal ödeme oranları ya fonları yatırımdan uzaklaştırarak ya da yönetim planlama ufkunu kısaltarak yatırımları azalttığını göstermektedir. Bunun yanında finansal yatırımlardan elde edilen gelirin şirketin gelecek yıllardaki reel yatırımlarda kullanımının daha ziyade küçük ölçekli firmalarda gerçekleştiğini gözlemlemiştir. Büyük firmalar için ise geçmişte yapılan finansal yatırımların güncel reel yatırımları desteklemediği ifade etmiştir.

ABD'de elde edilen şirket karlarının çok büyük bölümü finans-dışı şirketlerden gelmektedir. Özellikle son 2 yılda FED' in tekrar faiz artırımı patikasına girmesine neden olan faktörlerden biri de şirket karlılıklarındaki düzelmelerdir. Bu dönemde finansal şirketlerin karlarının ise 2008 krizi sonrası artan regülasyonların da etkisi ile daha stabil olduğu görülmektedir.

Grafik 1.19. Karlılık Dağılımı (Finansal ve Reel Sektör)



Kaynak: BEA (Bureau of Economic Analysis)

1.8.8. İstihdamda Bozulma

Fiyatlar genel seviyesinin düşmesi ile birlikte bireyler tüketimlerini bugünden geleceğe kaydırırlar. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki azalma toplam talebi azaltır ve bu da fiyatların daha da düşmesine neden olur. Sonucunda ekonomi, daha fazla deflasyon, tüketimde ve harcamalarda daha fazla düşüş, fiyatlarda daha fazla düşüş ve Fisher' in borç deflasyon spirali olarak adlandırdığı bir çıkmaza girmektedir.

Deflasyon dönemlerinde ücretler ve fiyatlar genellikle yapışkan olur. Yani, arz ve talebi dengede tutmak için kendilerini gerektiği kadar hızlı ayarlamazlar. Ücretler özellikle aşağı yönde yapışkan olma eğilimindedir. Fiyatlar düşerken ücretler düşmediğinde sorun baş göstermeye başlamaktadır. Bu durum enflasyona göre ayarlanmış işgücü maliyetini arttırmakta ve bu da işsizliğe yol açmaktadır. İşsizliğin artması daha az harcama yapılmasına neden olmakta ve bunun sonucunda fiyatlar daha da düşmekte ve deflasyonun etkisi şiddetlenmektedir. Nitekim Kolsrud vd. (2015) İsveç'i baz alarak yaptıkları çalışmalarında işsizliğin ilk bir yılında bireylerin tüketim harcamalarını % 32 azalttığını ifade etmişlerdir.

Tam rekabet piyasalarında ücretler esnektir, ancak düşen verimlilik nedeniyle çalışanlar işsizlik riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Piyasada yaşanan bir şokun yakın gelecekte işsiz kalma riskini arttırdığını farkında olan çalışan, ihtiyatlı olmak için tasarruf eğilimini artırır. Artan tasarruflar finansal piyasalarda kredi ve sermaye piyasası kanalları ile üretken bir yatırıma dönüştürülmekte ve böyle tüm varlıklar için talepte bir artışa yol açmaktadır.⁶³ Bu önleyici etki, düşük verimlilik kaynaklı olarak üretken varlıklara olan talebin başlangıçtaki azalmasını hafifletir ve bu nedenle işsizlikteki artışı sınırlar. Fiyat seviyesindeki bir düşüş durgunlukları derinleştiren kendi kendini besleyen bir süreci başlatır.

Eksik rekabet piyasalarında ise nominal ücretler yapışkandır, yani fiyatlar aşağı giderken sendikaların da etkisi ile ücret (işçi maaşları) buna direnir ve aşağıya inmez. Bunun yanında kendini korumaya almak isteyen işçi tasarruflarını artırır fakat bu tasarruflar tüketimi azalttığı için fiyatlar genel seviyesini düşürür. Bu durum deflasyonist bir süreçte

⁶³ Klasik ve Neo-klasik iktisat tam rekabetçi bir piyasada tasarrufların tamamının yatırıma dönüştüğünü varsaymaktadır, Keynesyen iktisat ise tamamının üretken yatırıma dönüşmeyip nakit olarak da kalabileceğini belirtmektedir.

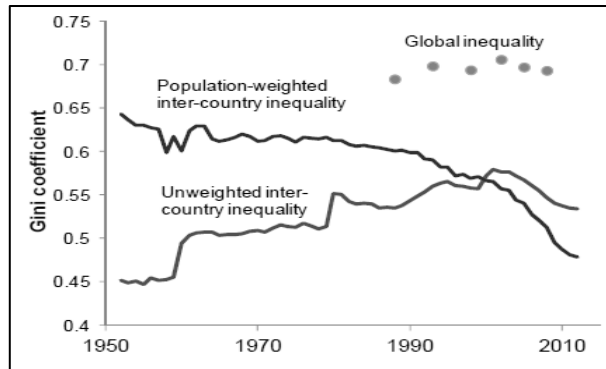
yaşanan resesyona derinliğini artırır çünkü fiyatlardaki bir düşüş, firma karlılığını azaltacak olan reel işgücü maliyetlerini⁶⁴ artırır. Karlılıktaki düşüş ise yeni istihdam alanı yaratacak olan yatırımları azaltır ve istihdamdaki bu düşüş kalıcı hale gelerek istihdam olanaklarının daha da kötüleşmesine neden olur.

Reel ücretlerin işgücü maliyetlerini arttıracığı varsayımı tarihsel süreç içinde pratikte de kendini kanıtlamıştır. Nitekim, birim işçilik maliyetleri 2008 krizinin başlamasından bu yana fiyatlardan daha hızlı artmıştır, kriz öncesinde ise tam tersi geçerliydi. Bu ampirik veri, kriz döneminde reel işgücü maliyetlerinin verimlilikte bir parça artış olsa bile kriz dönemi boyunca yükseldiğini göstermektedir (Haan,2018: 14).

1.8.9. Gelir Dağılımında Bozulma

Birçok teknolojik gelişime rağmen 1950'lerden bu yana hanehalkı gelir dağılımı eşitsizliği ülke bazlı bakıldığında (unweighted) birçok ülkede genel olarak artış eğilimindedir. Bununla birlikte son 10-15 yılda Çin ve Hindistan'da görülen iktisadi büyümenin etkisi ile nüfusa göre ağırlıklandırılmış Gini katsayısının dünya ortalaması 1975'de 0,74 iken pozitif bir eğilim göstererek 2010'da 0,63'e gerilemiştir.

Grafik 1.20. Gelir Dağılımı – Gini Katsayısı



Kaynak: Lakner and Milanovic (2013)

2000-2007 yılları arasında küresel finansal varlıklar, ortalama yıllık bazda % 8 artmıştır. Aynı dönemle orta düzey gruptakilerin finansal varlık artışları ise % 16 olarak gerçekleşmiştir (Credit Suisse, 2018). Fakat sonrasında yaşanan 2008 krizi bu trendi değiştirmiş ve uygulanan parasal genişleme programları nedeniyle özellikle borsalarda

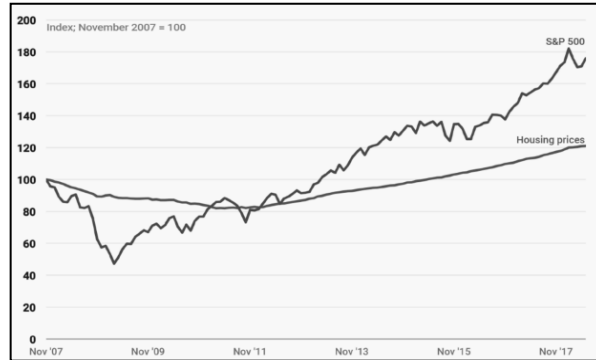
⁶⁴ Reel ücretler üzerindeki yukarı yönlü baskı, emek verimliliğindeki artışlarla dengelenmektedir.

tekrar yüksek fiyatlandırmalar görülmüştür. Bu durumundan en fazla olumlu etkilenen yüksek finansal varlıkları olan zengin kesim olmuştur ve orta sınıfın gelir düzeyindeki yükseliş trendinde durgunluk yaşanmıştır.

Domanski vd. (2016: 45), varlık eşitsizliğinin olası nedenlerini inceledikleri çalışmalarında para politikalarının etkisi üzerinde durmuş ve esnek para politikalarının hisse senedi piyasaları aracılığı ile gelir dağılımını bozucu etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Deutsche Bank (2016) ise yayınladığı raporunda, parasal genişleme adımlarının varlık fiyat enflasyonuna yol açarak ağırlıklı olarak hisse senedi fiyatları kanalı aracılığı ile gelir dağılımını doğrudan etkilediğini belirlemiştir.

Hanehalklarının varlıkları, finansal ve reel varlıklardan oluşmaktadır. Bu varlıkların ağırlığı ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin ABD’de finansal varlıkların net toplam varlıklar içindeki ağırlığı % 73 iken, Almanya’da reel varlıkların payı daha yüksek olup bu grubun ağırlığı %59 seviyesindedir. Yine Çin (% 62) ve Rusya da (% 64) reel varlıkların görece ağırlığı konusunda Almanya ile benzer bir görünüme sahiptir. Hindistan’da ise bu oran çok daha yüksek olup %91 düzeyindedir. Finansal varlıklar ve reel varlıkların fiyatları birbirinde farklılık gösterebilmektedir. Nitekim 2007 krizinden bugüne bakıldığında krizin ilk aşamalarında ABD borsaları konut piyasasına göre daha sert bir şekilde düşüş yaşamış olsa da sonrasındaki parasal genişleme finansal piyasalarda etkisini emlak piyasasına göre daha hızlı göstermiştir.

Grafik 1.21. Borsa ve Emlak Piyasası Getirileri



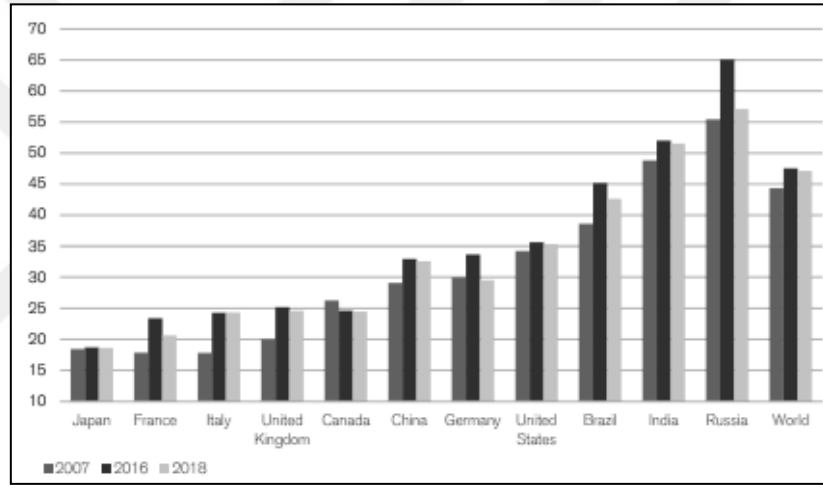
Kaynak: Kiersz, A. (2018), Business Insider

Hanehalkı finansal varlıklarındaki artış/azalışlar bu kişilerin finansal varlık kompozisyonu ile yakından ilişkilidir. Ekonomik konjonktürün iyi olduğu dönemlerde hisse senetleri piyasasında görülen yükselişler bu riskli yatırım araçlarına ağırlıklı olarak yatırım

yapan ABD ve Kuzey Avrupa ülkelerinde servetin gelişimine önemli katkı sunarken kriz dönemlerinde bu ülkelerdeki hanehalkları en sert servet erimesini yaşamaktadır. Kriz dönemlerinde Türkiye ve Hollanda'daki hanehalkları düşük hisse senedi yatırımları (yaklaşık %10) nedeniyle finansal türbülانstan çok daha az etkilenmektedir (OECD, 2019).

Kriz sonrası olağanüstü parasal genişleme politikalarının etkisi ile hisse senetlerinin tahvil ve mevduat gibi yatırım araçlarından daha yüksek getiri elde etmesi ağırlıklı olarak hisse senedine yatırım yapan kesimleri daha da zenginleşmesine neden olmuş, bu durum gelir dağılımı dengesizliğini büyütürken en zengin % 1'lik kesimin daha toplam varlıklardan daha fazla pay almasına neden olmuştur.

Grafik 1.22. %1'lik En Zengin Kesimin Toplam Varlıktan Aldığı Pay



Kaynak: Credit Suisse (2018) – Global Wealth Report

Kriz dönemindeki genişlemeci para politikalarının işsizliği azaltarak işçi ücretlerini arttırması, bu durumunun da gelir eşitsizliğini azaltması beklenebilir. Bunun yanısıra, bu politikalar tahvil faizlerinin ve dolayısı ile borçlanma maliyetlerinin azalmasına katkıda bulunmuştur. Genellikle borçlu konumda bulunan 35 yaş altı nüfusun kredi maliyetlerinde azaltmaya neden olsa da bu olumlu etki, yüksek gelir gruplarının finansal piyasalardan elde ettikleri kazançlarının yanında düşük kalmıştır (Deutsche Bank, 2016).

1.9. Borç Deflasyonu Sürecinde Bankaların ve Kurumsal Aktörlerin Rolü

Bankalar, devasa büyüklüğü nedeniyle de ekonomiler için en büyük aktörlerden biridir ve hükümetler tarafından da kimi zaman aksamalar olsa da dikkatle takip edilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları da bir diğer önemli kurumsal aktör olup

finansal piyasa katılımcılarının yatırım sürecine dâhil olan tarafların kredi riski değerlendirmesini yapar ve süreci kolaylaştırır. Bunun dışında düzenleyici ve denetleyici kuruluşların da süreci borç deflasyonuna götürebilecek gelişmeler karşısında gerekli önlemleri alması ve denetimlerini gerçekleştirmesi ekonomilerde sağlıklı bir işleyişin sürdürülebilmesi için son derece önemlidir. Sözü edilen kurumların görev ve sorumluluklarının yeterince yerine getirememeleri durumunda piyasalarda anomali görülme riski önemli oranda artmakta ve krizlere davetiye çıkarılmaktadır.

1.9.1. Bankaların Rolü

Günümüzde bankacılık sektörü oldukça büyümüştür. Nitekim 2008 krizinde sıkıntıya düşen Citibank ve RBS bankalarının toplam aktif büyüklüğü dünyanın irili ufaklı 150 ülkesinin milli gelirine eşitti. İngiltere, Japonya gibi ülkelerde bankacılık sektörü milli gelirin % 400' lerine gelmiştir. Bankacılık sektöründe yapılan düzenlemelerin en temel nedeni mevduat sahiplerini korumaktır. Bir tasarruf sahibinin banka ile ilgili değerlendirme yapabilmesi oldukça karmaşık, zor, hataya açık ve maliyetli bir süreçtir bu nedenle de mevduat sahipleri bu konuda hükümetleri denetleyici ve düzenleyici kurumlar aracılığı ile sistemin güvenliğini sağlaması gerekliliğine inanmaktadırlar. Bunun yanı sıra her gün bireyler ve işletmeler tarafından gerçekleştirilen yüksek işlem hacmi nedeniyle güvenli ve kabul edilebilir bir ödeme yönteminin tesisi, ekonomilerin sağlığı için de kritik öneme sahiptir.

Bireysel bankalar ve bir bütün olarak bankacılık sistemi yalnızca sınırlı miktarda iç rezerv ve likit varlık tutmaktadır. Sonuç olarak, ciddi bankacılık ve ekonomik problemler sırasında, bu rezervler hızla tükenebilir ve diğer banka varlıklarının değeri sorgulanabilir, bu durum mevduat sahiplerinin fonlarının güvenliğinden endişelenmesine neden olabilir. Bankacılık sistemindeki bu tür aksaklıklar, finansal işlemleri ve kredi akışını daha da olumsuz etkileyerek ekonomide ve tasarruf sahibinin güveninde azalmalara yol açar. Bu nedenle istikrarı sağlamak için düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar aracılığı ile bankacılık düzenlemeleri önem arz etmektedir. Böylelikle bankaların yeterli likidite ile sürdürülebilir gelişmesi teşvik edilebilecek ve mevduat sahiplerine zarar verebilecek, ödeme sistemini bozabilecek bankacılık uygulamaları engellenebilecektir.

Dünyadaki son yıllardaki bankacılık krizi ışığında bankaların güvenliğini ve sağlamlığını incelemek ve bankaların başarısız olmasına yol açabilecek potansiyel riskleri hafifletmek için bankacılık sektörüne yönelik CAMELS analizi yapılmaktadır ve bu analiz düzenleyici kurumlar tarafından da⁶⁵ kullanılmaktadır. CAMELS analizi tasarruf sahiplerine paralarını yatırdıkları banka ile ilgili olarak önemli bilgiler sunmaktadır. Fakat, Hirtle ve Lopez (1999) regülatör kurumlarca yapılan bankaların CAMEL analizi sonuçlarının oldukça gizli tutulduğunu ve sadece iş stratejilerinin yansıtılması amacıyla bankanın üst yönetimine ve uygun denetim personeline sunulduğunu vurgulamıştır.

Siems ve Barr (1998)' a göre 1979 yılından itibaren ilk olarak ABD'de kullanılmaya başlanan bu analizin 2008 yılında ABD hükümeti tarafından mali krize cevaben faydalı ve etkili bir araç olduğu kabul edilmiştir Bu analiz, tek bir finansal kurumlar derecelendirme sistemi oluşturarak bir bankanın durumunu altı alanda değerlendirmektedir. Bu alanlar ise şunlardır :

C – Sermaye Yeterliliği (Capital)

A – Varlık Kalitesi (Asset Quality)

M – Yönetim Yeterliliği (Management)

E – Kazanç Durumu (Earnings)

L – Likidite (Liquidity)

S – Piyasa Risklerine Duyarlılığı (Sensitive to Market Risk)⁶⁶

6 bileşenin ağırlıklı ortalaması bankanın genel notunu oluşturmakta ve bankalar 1-5 arası bir puan almaktadırlar. Her bir notun ifade ettiği niteliksel durumlar aşağıdaki gibidir (FED,2013)

1. Banka, her açıdan sağlamdır, değişken iş koşullarına dayanabilecek kapasitededir ve ticaret alanlarında ekonomik istikrarsızlık gibi dış etkenlere karşı dayanıklıdır.

⁶⁵ FDIC: Federal Mevduat Sigorta fonu 1933 yılında kurulmuş olup ABD'deki mevduatları 250.000 USD'ye kadar güvence altına almaktadır. Mevduat güvencesi AB'de ise 100.000 EUR ile sınırlıdır. Türkiye'de ise mevduatlar banka başına 100.000 TL olmak üzere tasarruf mevduat sigorta fonu güvencesi altındadır.

⁶⁶ 1995 yılından itibaren eklenmiştir.

2. Banka, temel olarak sağlam ve istikrarlıdır ve ekonomik dalgalanmalarına dayanabilir, yasalara ve düzenlemelere büyük ölçüde uyum gösterir.
3. Banka, normal denetimden daha fazlasını gerektiren bir ya da birkaç alanda zayıflıklar söz konusu olabilir ve yönetim bu zayıflıkları etkin bir şekilde ele alma yeteneğinden veya istekliliğinden yoksun olabilir.
4. Banka, genellikle güvensiz ve sağlam olmayan uygulamalar veya koşullar taşımaktadır. Yetersiz performansla sonuçlanan ciddi finansal veya yönetsel eksiklikleri vardır. Kurumun problemleri yönetim kurulu tarafından tatmin edici bir şekilde ele alınmamakta veya çözümlenmemektedir
5. Bankalar aşırı derecede güvensiz ve sağlam olmayan uygulamalar veya koşullar sergiler. Performansları kritik derecede eksik ve risk yönetimi uygulamaları kurumun büyüklüğü, karmaşıklığı ve risk profiline göre yetersizdir. Bu gruptaki kurumlar mevduat sigortası fonu için önemli bir risk oluşturmaktadır. Banka iflası oldukça muhtemeldir.

Karaçor vd. (2017), Türkiye'deki oniki bankanın 2003-2015 dönemindeki performanslarını CAMELS modeli yardımıyla analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda sermaye yeterliliği, aktif kalitesi ve yönetim kalitesi bakımından değerlendirildiğinde özel sermayeli bankalar daha iyi bir performans elde etmiş iken kazanç durumu ve likidite baz alındığında ise kamu bankalarının daha iyi bir görünüme sahip olduğu tespitinde bulunmuşlardır. Piyasa riskine duyarlılık açısından bu bankalar incelendiğinde ise kamu bankalarının özel bankalara oranla piyasa riskine daha duyarlı olduğu görülmüştür. Kaya (2001: 12), 1997-2000 dönemini kapsayan çalışmasında Türkiye'deki 45 bankayı CAMELS bileşenlerini kullanarak analiz etmiş testi geçemeyen 22 bankadan 14'ünün Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'na devredildiğini belirlemiştir. Gilbert vd. (2002), ABD'deki 6.937 bankayı CAMELS yöntemi ile incelemiştir. 4-5 arası not alan 750 bankanın 1/3'ünün ilgili dönem içinde battığını belirlemiştir.

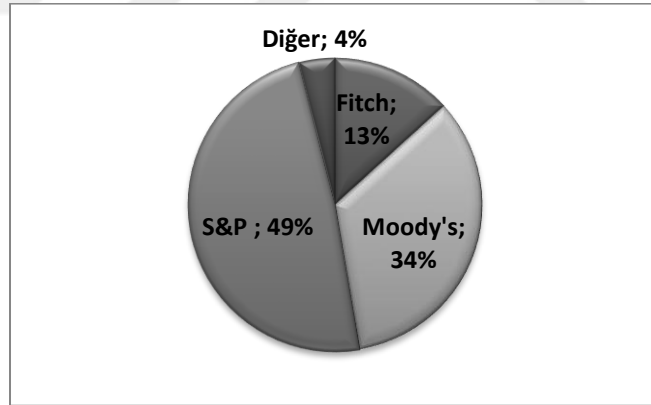
2008 ABD krizi krizinin tetiklediği küresel mali çöküş, bankaların performans ve finansal istikrarının sektörel kredi portföyü yoğunlaşmasına bağlı olup olmadığı ile ilgili olan tartışmayı da beraberinde getirmiştir. Bu durum bankaları, belirli bir sektöre bağlı kalmayı azaltan sektörel çeşitlendirme (diversification) ile borçlularla ilgili bilgi toplama maliyetini azaltan sektörel uzmanlaşma arasında bir tercih yapmaya ya da en azından bu seçenekler arasında bir denge kurmaya yöneltmektedir. Diamond (1984) geleneksel bankacılık ve portföy teorisi sektörel çeşitlendirme ile bilgi asimetrisinin varlığından

kaynaklanan finansal aracılık maliyetlerinin azaltılması ve finansal kayıpların azaltılabileceğini öne sürer. Kurumsal finansal teori ise sektörel kredi yoğunlaştırma stratejilerinin, uzmanlık kazandıkları sektörlerde faaliyet gösteren bankalar için azalan kredi izleme maliyetleri gibi ek faydalar sağlayabileceğini belirtmektedir. Bir bankanın kredi portföyü belirli bir sektörde yoğunlaşmışsa veya kredi verdiği sektörler arasında yüksek düzeyde korelasyon var ise borçluların kredilerini geri ödeme kabiliyetini etkileyen bir şok, bankanın önemli finansal problemler yaşamasına neden olabilir. Beck ve De Jonghe (2014), yaptığı çalışmada sektörel kredi yoğunlaşmasının oynaklığı ve sistemik riski artırdığını ancak daha yüksek getiri sağlanmadığı bulgusuna ulaşmıştır.

1.9.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü

Derecelendirme kuruluşlarının notları, sermaye piyasası altyapısının önemli bir bölümünü oluşturur. Bunlar, piyasa oyuncuları için karar vermenin temelini oluşturan kilit ölçütlerdir. Günümüzde dünya genelinde 75'ten fazla kredi derecelendirme kuruluşu vardır fakat pazar payı en yüksek olan üç şirket de ABD kökenlidir.

Tablo 1.5. Derecelendirme Kuruluşları Pazar Payı -2017



Kaynak: SEC (US Securities & Exchange Commission)

ABD' de kredi derecelendirme kuruluşları “ABD İç Savaşı” hemen öncesinde ortaya çıkmış ve hızlıca büyümüştür. Tarihsel süreçleri kısaca aşağıdaki gibidir (Sylla,2002):

- Tüccarlar Ajansı- Mercantile Agency (Kuruluş:1842; Kurucu: Louis Tappan)
- Bradstreet Company (Kuruluş: 1849; Kurucu: John Bradstreet) 1933’de R.G. Dun and Company ile birleşmiştir.

- R.G. Dun and Company (Kuruluş: 1885; Kurucu: Robert Dun) 1870'lerdeki 7 bin müşterisi var iken 1900'lerin başında ise 1.000.000'u aşmıştır.
- Moody's- (Kuruluş:1909; Kurucu: John Moody) 1962'de R.G Dun and Company ile birleşmiştir. 1919'da devlet tahvilleri değerlemesini yapan ilk şirket.
- Fitch Ratings (Kuruluş:1913; Kurucu: John Knowles Fitch) 1924'de kredi notlarını harflerle sembolize eden ilk şirket. İlk olarak banka derecelendirmeleri ile sektöre adım atmıştır.
- S&P Ratings (Kuruluş: 1941) 1906'da kurulan Standard Statistics' in bir uzantısıdır.

Henüz 1920' lerin ortalarında, ABD tahvil piyasalarının neredeyse tamamı Moody's tarafından değerlendirilmişti. 1990'ların ortasına kadar ise çoğu Avrupalı ve Asyalı şirket, finansmanı sağlamak için yalnızca piyasa itibarlarına güvenmişti. Fakat bu durum, küreselleşmenin baskısı Amerikan finansal piyasalarına dokunma arzusuna ve daha yüksek getiri için risk iştahının artmasına yol açtığına değışti ve bu ABD organizasyonu dünyada küresel bir norm halinde dönüştü (Sinclair, 2010:4). S&P' nin yönetim kurulu başkanı Peterson'a (2013) göre kredi derecelendirme işlemleriyle, temel analize dayalı olarak uzun vadeli bir kredibilite görünümü sağlaması amaçlanmaktadır yani tahvil spreadleri veya kredi temerrüt takas fiyatları gibi piyasa bazlı göstergelerin aksine piyasa güveni veya arz-talep dinamiklerini yansıtmamaktadır. Başka bir deyişle, bir yatırımcının kredi riski görüşü değildir. Derecelendirmeler, bir borçlanma aracının sadece bir yönüne (kredi kalitesine) yöneliktir.

2008 Küresel krizinde, kredi derecelendirme kuruluşları da eleştiri oklarından "çıkar çatışması" (conflict of interest) nedeniyle nasibini alan bir diğer finansal aktördü. Bu derecelendirme kuruluşları, ihraççıların veya menkul kıymetlerin satıcıları tarafından ödenen ücretlerle finanse edilmeleri nedeniyle, müşterilerini memnun etmek için kredi notlarını şişirmeleri ile suçlandılar. Sinclair'e (2014) göre aslında Moody's ilk günlerinde, kredi derecelendirme hizmetinin ücretini kredi hakkında çıkan haber bültenlerin satışından elde ettiği gelir ile karşılamaktaydı. Fakat 1960'lara gelindiğinde finans piyasalarının bilgiye özel önem ve öncelik vermesiyle bu rating derecelendirmeleri bir haber niteliği olarak değerlendirildi ve kamu mallarına dönüştürülerek yatırımcılar tarafından ödeme yapılması önlendi. Bu gelişmeler üzere 1960'ların sonlarından itibaren başta Moody's olmak üzere bu kuruluşlarının iş modeli değışti ve günümüzdeki şeklini aldı.

2008'de yaşanan küresel finansal kriz, sermaye piyasalarının temel altyapısına duyulan güveni sarsmıştır. Bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşlarının prestijleri de önemli yara almıştır. ABD'deki konut ipoteği ile ilgili menkul kıymetlere ilişkin bu kuruluşların yaptığı derecelendirmelerin performansı büyük bir hayal kırıklığı yarattı. Yaşanan bu olumsuzluklardan düzenleyici kurumlar ve hükümetler dersler çıkarttı ve artık derecelendirme kuruluşları, krizden önce var olmayan düzenleyici kontrollere tabi hale getirildi. Kriz öncesinde değerlendirme kriterlerini paylaşmayan bu derecelendirme kuruluşları artık daha şeffaf bir politika uygulamasına geçtiler⁶⁷ ve kriterleri ile ilgili gelişmeler hakkında piyasa ile bilgilendirmeye başladılar.

1.9.3. Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Rolü

Yeni Keynesyen iktisadi akımın yaşanan krizler ve ekonomik durgunluk için önerileri şu şekilde özetlenebilir: Genişlemeci bir para politikası kullanımı ve faizlerin aşağı çekilmesi, tavan faiz uygulaması, kamu tarafından bankaların ve şirketlerin mali durumlarının düzenli periyotlarla açıklanması ile asimetrik bilginin azaltılması ve kamu gözetiminin sıkılaştırılması. Post Keynesyen ekolünden iktisatçı Minsky'ye göre ise, liberal bir ekonomik düzende ekonomik çalkantılardan ve depresyonlardan kendini koruyabilmek oldukça zordur. Bunun sorumlusu ise regülasyonlardan kendini kurtarmış olan ve tek motivasyon kaynağı kar olan sermayedir. Post Keynesyen görüşe göre, talebe çok duyarlı olamayan fiyatlar, serbest piyasada oluşmaz. Bu fiyatlar monopol ve oligopol firmalar ve örgütlenmeler eliyle “mark-up fiyatlama tekniği” ile belirlenir.⁶⁸ İşte monopol ve oligopol şeklindeki bu örgütlenmeler nedeniyle ekonomide denge, klasik ekolün savunduğu şekilde kendiliğinden ortaya çıkmaz.

Cho ve Kalinowski (2010), likidite bolluğu ve sekürütizasyonun varlık piyasalarında balonlara yol açtığını belirtmiş ve spekülasyonun sınırlandırılması gerektiğini ifade etmiştir. Bunun için yetkili kamu otoriteleri tarafından finansal sistem, sermaye piyasaları odaklı olmak yerine daha banka odaklı hale getirilmeli, bankaların kredi dağılımlarının ve menkul kıymetleştirme işlemlerinin kontrol edilmesi konularında önlemler alınmasını önermiştir.

⁶⁷ 2010'da imzalanan “Dodd– Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” sonrası

⁶⁸ Maliyetlerin üzerine belli bir kar marjı konulması

Buna karşılık, liberal bir bankacılık anlayışına sahip ABD’de ise Kansas FED baş ekonomisti Spong, rekabetçi ve verimli bir bankacılık sistemi için, iyi bir banka düzenlemesinin bankaların kredi ve kaynak tahsisi kararları hakkında minimum etkileri olması ve maliyetli çabaları teşvik etmemesi gerektiği belirtilmekte ve regülasyonun yapmaması gerekenler olarak şunları belirtmektedir (Spong, 2000: 11-13).

- i. Uygulanan regülasyon ve politikalar, bir bankacılık grubunu kayırmamalıdır.
- ii. Regülatörler, kendilerini bankanın yönetim kadrosu olarak görmemelidir yani bankacılık faaliyetinin ana karar vericisi olarak konumlandırmamalıdır.
- iii. Regülatör kuruluşların bankaları tamamıyla iflastan korumak gibi bir koruma politikasını benimsememelidir. Çünkü dinamik bir bankacılık sisteminde, regülatörler bankacılık sektöründeki iflasları bütünüyle önleyemez.

2. REFLASYONİST PARA-MALİYE POLİTİKALARI VE YAPISAL DÜZENLEMELER

Fisher (1933), ‘borç deflasyonu’ teorisi ile en temelde kriz öncesi aşırı borçlanma ve bu borçlanmanın yarattığı varlık balonlarının patlaması⁶⁹ sonucu yıllar boyu sürebilecek olan deflasyona ve sonrasında depresyona kadar giden bir süreci tetiklediğini vurgular. Nitekim son 2008 krizi, yaşanan ekonomik çalkantı öncesinde para politikası duruşunun, finansal piyasa oyuncularının özellikle risk alma eğilimini ne boyutta etkileyebileceğini göstermiştir. Roubini ve Mihm (2017)’ye göre para politikalarının varlık balonlarını kontrol etmek için kullanılmasındaki tehlike çok fazla etkili olmasında değil, yeterince etkili olamamasında yatmaktadır. Örneğin, 1990’larda ABD’de hisse senetlerinin her yıl iki kat arttığı bir ortamda ABD Merkez Bankası’nın yapacağı 100-150 baz puanlık artırım oldukça yetersiz kalacaktır. Enflasyon, faiz oranlarının enflasyondaki artışa ve enflasyon beklentilerine cevap veremediği durumlarda diğer bir ifade ile finansal baskı (financial repressing) durumunda borçların likidite edilmesinde oldukça etkili bir araçtır. Dolayısıyla

⁶⁹ 2008 Küresel Krizi’nde aslında birçok ülke kendi varlık balonlarını ABD’den bağımsız olarak büyütmişti. Kriz öncesi kaldıraç ve risk alma iştahı da ciddi boyutlara ulaşmıştı. Haziran 2008’de Avrupalı bankaların kaldıraç oranları yeni zirvelere ulaşmıştı. Credit Suisse 33’e 1 kaldıraçlı iken, ING 49’a 1, Deutsche Bank 53’e 1 gibi oldukça yüksek kaldıraç oranları ile faaliyetlerini sürdürmekteydi. İngiliz Bankası Barclay’s ise 66’ya 1 kaldıraç ile diğerlerinden de daha riskli bir durumdaydı. ABD bankaları ise daha mütevazî bir durumdaydı. Örneğin krizin kurbanlarından Lehman Brothers’ın kaldıraç oranı 31’e 1 iken Bank of America’nın 11’e 1’di. (Roubini ve Mihm, 2017; 137)

devletler için bunun tam tersini ifade eden deflasyon, borç yükünün azaltımını engellediği için de uzak durulması gereken bir olgudur.

Bir finansal krizden kaynaklı ortaya çıkan deflasyon ise tamamen farklı bir düzendir ve tehlikeli, etkisi yıkıcı düzeydedir.⁷⁰ Deflasyon net bir ekonomik bunalımla sonuçlanmasa bile ekonomik büyümeyi yıllarca baskı altında tutabilir, en iyi ihtimalle ‘stagdeflasyon’ olarak adlandırılan ekonomik yavaşlama ve durgunluğun deflasyon ile birleştiği bir görünüme yol açabilir. Böyle bir durumda para politikasının geleneksel araçları da etkisini yitirmektedir (Roubini ve Mihm, 2017: 149) Yazarların şu cümleleri ise oldukça önemlidir. “Bireylerin panik bir halde borçlarını likidite etme yani ödeme gayretleri, aslında o borcun reel değerinin artmasına neden olmaktadır. Yani borçlular bu şekilde ne kadar fazla borç öder ise daha fazla borçlu bir hale gelmektedir. Nitekim yok pahasına satışlar arttıkça, deflasyon ortaya çıkacak, karamsarlık artacaktır. Bankalardaki mevduatlarda (kaydi para) azalma yaşanacak ve para arzında daralma ve dolayısıyla piyasalarda daha az likidite oluşacaktır. Nitekim 1929-1933 arasında borçların nominal değeri %20 azalmasına rağmen deflasyon dolayısı ile reel borç yükü % 40 artmıştır.”

% 25 faiz ile 10 yıl vadeli 500.000 TL kredi çektiğinizi varsayalım. İlgili tarihte enflasyon % 15 olduğu takdirde siz, enflasyonun kredi sözleşmesinde yazan faiz oranını eritmesi nedeniyle aslında % 13,6 reel faiz ödüyor olacaksınız. Eğer enflasyon %25 olur ise aslında sizin için faizsiz bir borçlanma söz konusudur. Hatta bu %25 eşişinin üzerinde enflasyon gerçekleşmesinde ise çektiğiniz kredinin anaparası da fiyatlar genel seviyesindeki bu yükseliş nedeniyle aşımaya uğrar. Bu nedenle enflasyon, orijinal borcun değeri aşındırdığından dolayı borçlunun dostudur. Deflasyon ise bu durumun tam tersidir ve bu yüzden borçlunun aleyhine bir süreç oluşturur, dolayısıyla gelir dağılımını bozucu bir etkisi de vardır.

20.yy’ın başlarında C. Menger, L.Misses, F.Hayek’in önderliğini yaptığı “Avusturya Ekolü” aşırı varlık ve kredi balonlarının krizlere yol açtığı konusunda Keynes ve Minsky ile aynı fikirde olsalar da onlara göre bu problemin suçlusu kapitalizm değildir. Bunun yerine krizin nedeni olarak serbest piyasanın işleyişine müdahale eden devlet politikalarının, kolay para politikalarını görürler. Diğer bir ifade ile “*Büyük Buhran, bir kriz karşısında çok az şey değil, çok fazla şey yapılmasının tehlikelerine dair bir ibret*

⁷⁰ 1930 Büyük Buhran sonrası durgunluk özellikle 1990’larda Japonya’da görülmüş; 1998-2001 döneminde de Arjantin’deki sert resesyon döneminde ortaya çıkmıştır.

öyküsüdür.” Bu ekonomistlere göre dünyanın pek çok yerinde hükümetler, zayıf ve fazlasıyla borçlu banka, şirket hatta insanların yaratıcı yıkım patlamasında yok olmasına ve böylelikle güçlü olanların hayatta kalıp büyümesine izin vermek yerine, müdahil olarak yaşayan bir ölüler ekonomisi yarattılar (Roubini ve Mihm, 2017: 61-62). Görüldüğü gibi bu ekol, Keynesyen düşüncenin bir nevi antitezidir; bu ekonomistlere göre özel sektöre ya da bireylere ait zararlar giderek kamunun bir zararına dönüştürülmektedir ve artan bütçe açığı kamu borç yükünü arttırarak devletin finansmanını güçleştirmekte ve uzun vadede büyümeyi sıkıntıya sokmaktadır. Avusturyalı iktisatçılar bu nedenle mevduat güvencesi (sigortası) ve nihai kredi merci gibi kurumsal yeniliklere, düzenlemelere de bankaların risk iştahını arttırdığı için karşıldır.⁷¹

Roubini’ye göre Avusturya yaklaşımı kısa vadeli politikalar söz konusu olduğunda yanlıgı içerisinde, kısa vadede tüm finansal sistemin başıboş çöküşünü parasal rahatlama yoluyla ve nihai kredi merci vasıtasıyla ya da sıkıntıda olan bankalara sermaye enjeksiyonu gibi önlemlerle müdahale etmek en iyisi olacaktır. Ama iş uzun vadeye geldiğinde şöyle devam etmektedir. “Avusturya ekolünün bize öğretecekleri bir şey var: Uzun vadede, temerrüde düşen bankalar, şirketler ve insanların iflas etmesi ve yeniden ortaya çıkması kesinlikle gereklidir; onları sonsuza dek ayakta tutmak sadece problemi uzatacaktır.”

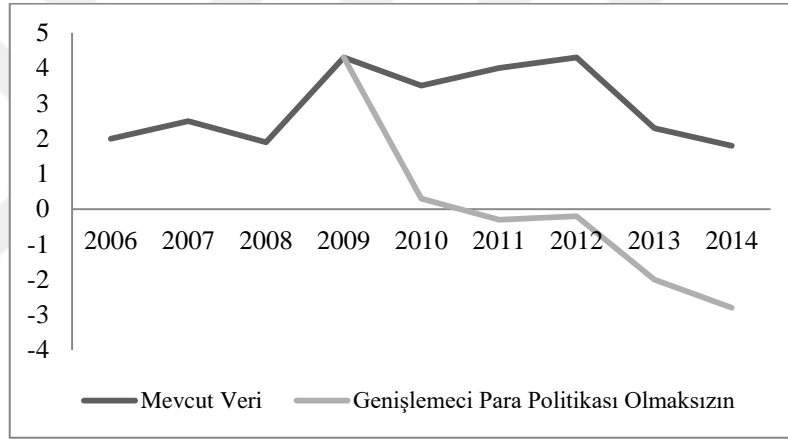
2008 krizinden sonra bankalar için kapsamlı kurtarma paketleri, mali teşvik programları ve olağanüstü para politikası düzenlemeleri durumun daha kötüye gitmesini engellemiştir. Şimdi asıl soru, bu müdahaleler sonucunda ödenmesi gereken bir bedel olup olmadığıdır. Sorunun orta noktasında, parasal politika yapıcılarının uzun vadeli devlet tahvili satın almaları nedeniyle ortaya çıkan finansal politikalara yönelik potansiyel tehdit ve maliye politikasına yakınlık yer almaktadır. Kriz ekonomisi⁷², piyasaların nasıl ve neden başarısız olduğunu inceler. Ana akım iktisatçıların çoğu, tam tersine piyasaların neden ve nasıl (iyi) işlediğini ispat etmeye çalışır (Roubini ve Mihm, 2017: 46). Geçtiğimiz on yıl içerisinde gelişmiş ülke merkez bankaları, uzun vadeli refinansman işlemleri ve varlık satın alma programları gibi finansal ve borç krizi ile mücadele kapsamında çok sayıda standart

⁷¹ Bu iki uygulamanın sonuçları birbirinden farklıdır. Nihai kredi merci, bankalara olan hücumu bankaların mevduat sahiplerine ödeme yapabilmeleri için yeterince nakde erişimlerini temin edip böylece varlıklarını yok pahasına satmasının önüne geçer, mevduat güvencesi ise bankalara olan atağı en başından önler. Tasarruf sahiplerine banka iflas etse bile paralarını geri alma garantisi verir.

⁷² İlk küresel kriz 1825’de İngiltere’de yaşanmıştır. Panik ve bankalara hücum edilmesi halinde, merkez bankalarının kredi merci olması gerektiğini ilk savunan yazarlardan birisi olan Bagehot, “Hükümete yardım için başvurular yapılmıştı, ama hükümet yardım etmeyi reddetti” diyerek durumdan rahatsızlığını belirtmiştir (Roubini ve Mihm, 2017: 28).

dışı para politikası önlemi almıştır. Standart olmayan önlemler, para politikası aktarım sürecini güçlendirmek ve aşırı uzun süredir devam eden düşük enflasyonla ilişkili riskleri ele almak için tasarlanmıştır. Bu noktadan hareketle, 2008 krizi sonrası yaşanan ekonomik ve finansal dengesizlikler sonrası uygulanan parasal ve mali politikalar krizin aşılmasında ne ölçüde yararlı olmuştur? Alınan önlemler geçici bir rahatlama mı sağlamıştır yoksa bu süreç sonunda makro iktisadi ve finansal göstergelerde normalleşme ve sürdürülebilirlik kesin olarak yeniden inşa edilebilmiş midir? İngiltere Merkez Bankası baş ekonomisti Haldane (2018) eğer 2008 krizi döneminde genişlemeci bir para politikası uygulanmaması halinde deflasyonunun kaçınılmaz olacağını, bu nedenle deflasyonun yaratacağı önemli risklerin⁷³ giderilmesi noktasında uygulanan gevşek para politikalarının bu tehdidi ortadan kaldırdığını ifade etmiştir.

Grafik 2.1. Krizde Uygulanan Para Politikasının Yıllık Enflasyona Etkisi (%)

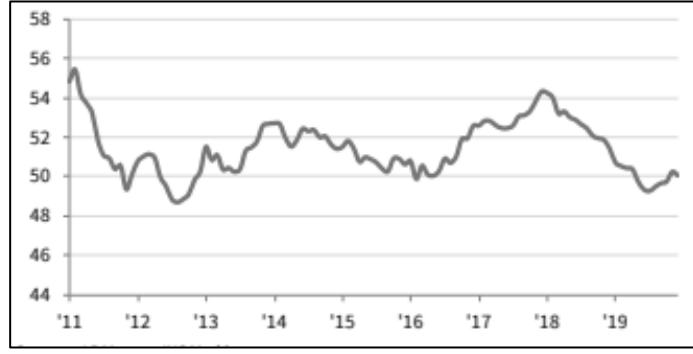


Kaynak: ONS (Office for National Statistics-İngiltere)

Son dönemde gelişmiş ekonomilerin istihdam verilerindeki toparlanmaya karşın son açıklanan bazı veriler ekonomik toparlanmanın kalıcılığına ilişkin soru işaretlerini arttırmıştır. Örneğin, üretimdeki canlılığın bir göstergesi olan Küresel PMI endeksi Mayıs-2019'da geçmiş 6,5 yılın en düşük seviyesine gerilemiş, 2019 senesini ise 50,1 düzeyinde kapatmıştır.

⁷³ Finansal krizlerde vatandaşlar yaşanan panik nedeniyle bankalara olan güvenini kaybederek bankalardaki mevduatlarını çekme yarışına girerler. Bu durum Merkez Bankaları'nın sınırsız para basma yetkisi olmasından dolayı para basarak geçici olarak çözülebilir. Ama ilgili ülkede dolarizasyon yoğun bir şekilde görülüyor ise bu yöntem bir fayda sağlamaz.

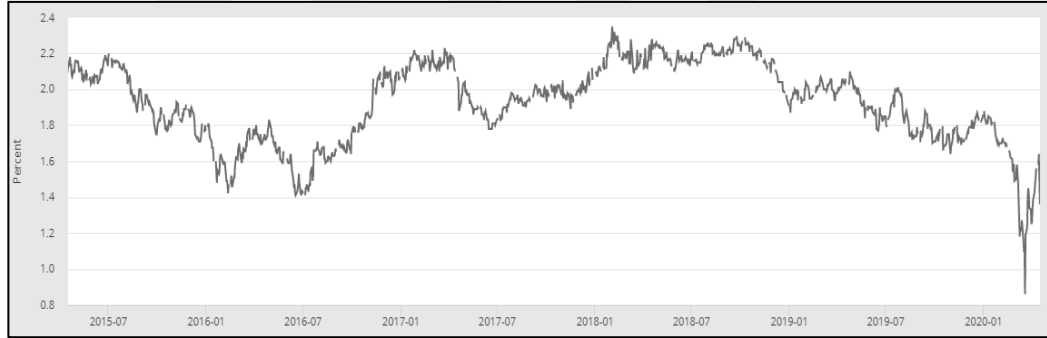
Grafik 2.2. Global PMI Endeksi - Üretim



Kaynak: Markiteconomics & JP Morgan

Benzer şekilde St. Louis FED'in 2003 yılından itibaren yayımladığı farklı vadelerdeki tahvil faiz oranlarını kullanarak piyasa yatırımcılarının stratejileri doğrultusunda şekillenen 5 yıllık enflasyon beklentilerinde de her ne kadar son zamanlarda kısmen toparlanma gösterse de aşağı yönlü bir trend dikkat çekmektedir.

Grafik 2.3. 5 yıllık Enflasyon Beklentileri - ABD



Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIFRM>

2.1. Reflasyon Politikaları ve Önemi

Reflasyon politikaları, talebi canlandırarak ekonomik faaliyet seviyesini artırmak ve deflasyonla mücadele etmek için hükümet ve merkez bankası tarafından yapılan parasal ve/veya mali bir politikalardır. Bu politikalar, faiz oranlarını düşürme, para arzını artırma, banka rezervlerini gevşetme gibi para politikası uygulamalarının yanı sıra vergileri oranlarını azaltma, büyük altyapı projelerine yatırım yapmayı içeren maliye politikaları uygulamalarını da içermektedir. Bu noktada, uygulanacak olan temel politikaların alt detayları da önem arz etmektedir. Örneğin, deflasyonist bir ekonomik ortamda yaşanan resesyon döneminde düşük gelir gruplarını hedefleyerek yapılan gelir vergisi indirimi,

bu grubun marjinal tüketim eğimlerinin yüksek olması nedeniyle durgunlukla mücadelede etkin bir politika uygulaması olabilmektedir.

Reflasyon politikaların amacı deflasyonist bir eğilimi değiştirmektir, diğer bir ifade ile enflasyonu uzun vadeli normal tarihsel ortalamasına geri getirmektir. Rogoff (2003), deflasyonu önlemenin, onu düzeltmeye çalışmaktan daha iyi olduğunu belirterek ve bu süreçte para politikası önderlik etmesi gerektiğini vurgulamıştır. Deflasyon riskleri asimetrik olduğundan ve parasal aktarım mekanizmasını da engelleyebileceğinden daha atak, aktif bir para politikası gereklidir. Yatırımları ve çıktıları teşvik etmek amacıyla ekonomiye geri dönüş oranını arttırmak için önlemler alındığı takdirde uyarıcı maliye politikaları önemli bir tamamlayıcı rol oynayabilir ve bu mali politikanın da yararlı etkileri artırılabilir. Bunun yanı sıra kredi aktarım mekanizmasına ilişkin yapısal reformların da gerçekleştirilmesi pozitif katkı sağlayacaktır.

Para ve maliye politikası yöneticileri, deflasyonist güçlerin itilebileceği ve politikanın etkili olabileceği dört kanala dikkat etmelidirler. Bu kanallar, döviz kuru, varlık fiyatı, beklenti ve kredi kanallarıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimlerinin olduğu ülkelerde, politika yapıcılar çok düşük bir enflasyon hedefi belirlememeli, bunun yerine kendilerini sağlama almak ve manevra alanı oluşturmak için bir tampon bölge yaratmalıdırlar (Rogoff,2003: 32).

1929-1933 döneminde ABD’ de enflasyon % 24 düşerken, bu düşüş aynı zamanda ülkenin reel milli gelirinin %30 daralmasına yol açmıştır. Aynı dönemde Japonya’da % 25, İsveç’ de ise %20 düzeyinde fiyatlar genel seviyesi gerilemiştir. Friedman ve Schwarz (1963), Büyük Buhran’ ın süresinin uzunluğunun ve bu yaşanan ciddi türbulansın nedeninin para arzında ciddi bir düşüşe yol açan kısıtlayıcı para politikası olduğunu belirtmişlerdir. Eğilmez (2015) ise “maliye politikası yoluyla uygulanan reflasyon politikasında kişilere ve reel sektör kuruluşlarına verilen destekler ön plana çıkmakta iken para politikası aracılığıyla uygulanan reflasyon politikasında bankalara ve finans kuruluşlarına verilen desteklerin ön plana çıktığını” ifade etmiştir.

Deflasyon ve dezenflasyonun ekonomik aktivite üzerinde benzer etkileri vardır, ancak piyasadaki kusurlardan dolayı deflasyon daha yüksek maliyetler gerektirir. Ayrıca, “teminat” ve “bilanço” etkileri beklenmeyen deflasyonda enflasyona kıyasla daha şiddetli olmaktadır. Ekonomik çalkantı dönemlerinde, politikaların gereğinden fazla ve uzun süreli uygulanması durumunda o ülkede yeni kırılma noktaları beraberinde getirebilecektir. Bu nedenle deflasyonist bir durgunlukta eğer bir genişlemeci bir mali politika uygulanacak ise

kullanılacak araçların seçimi ve ne kadar süre ile bu politikalara başvurulacağı üzerinde iyi bir ön hazırlık ve planlama gerekmektedir.

Bu noktada krizleri hem önlemede hem de kriz ortaya çıktıktan sonra yönetmede ve restorasyon döneminde, devletin varlığı mı yoksa yokluğu mu daha çok tercih edilmelidir sorusu önem kazanmaktadır. Yukarıda da belirtildiği üzere, 1930'da yaşanan krize hükümet ve merkez bankaları yeterince müdahale edememişlerdi. Fakat 1980 ve sonrasında yaşanan krizlerde başta IMF ve gelişmiş ülkeler, etkili müdahalelerde bulunmuşlardır. 1980'lerde devletler, borçlanma imkânları azaldığından dolayı daraltıcı maliye politikaları izlerken, 1990'larda yabancı portföy/sermaye girişlerini sterilize edebilmek amacıyla daraltıcı para politikalarına yönelmişlerdir. Yoğunlaşan bu sermaye akımlarından dolayı önceki dönem krizlerinden farklı olarak döviz ve bankacılık krizlerinin etkileşimi artmış ve ikiz krizler ortaya çıkmıştır. Bu etkileşim krizlerden çıkış yollarını daha karmaşık ve yüksek maliyetli bir duruma getirmiştir.

Hayek'e göre iktisatçı, gelecekte neyin olacağını değil; neyin olamayacağını tahmin eder çünkü iktisat sadece genel ve ilke düzeyinde öngörüler yapabilir ve bunlar negatif niteliklidir. 1930'lu yıllarda iktisadi görüşleri ile Keynes'in⁷⁴ en büyük rakibi olan Hayek, Büyük Buhran sonrasında Keynesyen politikaların yaygın kabul görmesi ile geri planda bırakılmışsa da 20.yy'da yaşanan ikinci en büyük kriz olan 1973 petrol krizi sonrasında tekrar ön plana çıkmış ve 1974'de Nobel İktisat Ödülü'nü almıştır. Bu dönemden itibaren, merkezi planlamaya yönelttiği eleştiriler ile 1945'lerden beri süregelen mevcut paradigma olan refah devleti anlayışından liberal devlete dönüşüm yolunda devletin iktisadi hayattaki rolüne ilişkin önemli bir referans kaynağı olmuştur.

Kruger'a (2000) göre ödemeler dengesi ve bankacılık krizi şeklinde ortaya çıkan ikiz krizlerin⁷⁵ optimal çözümü ülkelerin iktisadi şartlarına (yerel paranın değerlendirilme

⁷⁴ Keynes, ekonomi tarihinin en ünlü iktisatçılarından biri olmasının yanı sıra Cambridge'teki King's College Chest fonunu 1927-1946 yılları arasında yönetmiştir. Bu fon Büyük Buhran'ın yaşandığı karamsar bir piyasada oldukça yüksek (yıllık ortalama% 12) getiri elde etmiş ve 5 kat değer kazanmıştır. İngiltere borsası ise bu 19 yıllık dönemde toplamda %15 gerilemiştir (First Samuel, 2017)

⁷⁵ Marx, kapitalizmin doğası gereği istikrarsız ve krize yatkın olduğunu gören ilk düşünürdür. Marx' tan sonraki iktisatçılar, kapitalizmin aynı zamanda kendi çöküşünün risklerini de içinde barındırdığı ihtimalini dikkate almak durumunda kalmışlardır. Marx' ın öldüğü yıl dünyaya gelen Keynes de ekonomik karar verme mekanizmasının sadece hesap işi olmadığını, olaylarla koşullanan, belirsiz, şarta bağlı ve dürtüsel olduğunu farkında olan bir ekonomistti (Roubini ve Mihm, 2017; 53-55).

derecesine, enflasyon oranı, iç ve dış borçların hacmine, iç yükümlülüklerin vade yapısına, bankacılık ve finans kesiminin zayıflık derecesine) bağlı olmaktadır.

Tablo 2.1. Ülkeler Bazında Yıllık Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatları)

Ülke	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Çin	4.8	5.9	-0.7	3.2	5.6	2.6	2.6	1.9	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9
Almanya	2.3	2.6	0.3	1.1	2.1	2.0	1.5	0.9	0.5	0.5	1.5	1.7	1.4
Yunanistan	2.9	4.2	1.2	4.7	3.3	1.5	-0.9	-1.3	-1.7	-0.8	1.1	0.6	0.3
İrlanda	4.9	4.1	-4.5	-0.9	2.6	1.7	0.5	0.2	-0.3	0.0	0.3	0.5	0.9
İtalya	1.8	3.4	0.8	1.5	2.8	3.0	1.2	0.2	0.0	-0.1	1.2	1.1	0.6
Japonya	0.1	1.4	-1.4	-0.7	-0.3	-0.1	0.4	2.8	0.8	-0.1	0.5	1.0	0.5
İspanya	2.8	4.1	-0.3	1.8	3.2	2.5	1.4	-0.2	-0.5	-0.2	2.0	1.7	0.7
ABD	2.9	3.8	-0.4	1.6	3.2	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8

Kaynak: OECD, Consumer Price Indices (CPIs) - Complete Database

Ödemeler dengesi (döviz) ve bankacılık krizlerinin geleneksel mücadele yöntemleri, birbirinden farklılık göstermektedir, buna göre sıkı para ve maliye politikaları ile eşgüdümlü bir devalüasyon, ödemeler krizine bir çare olabilmekte iken sıkı para politikasının sonucu artan bir faiz oranı, banka borçlularının yükünü daha da arttırarak yükümlülükleri ve şirket temerrütlerini arttırmaktadır.

Yaşanan bu ekonomik krizlerde, ülkelerin büyüme ve refahı da olumsuz etkilemektedir. Örneğin, 1950'den bu yana G.Kore, Çin, Hindistan gibi bazı gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyüme ve refah olarak önemli iyileşmeler kaydetmiş iken ekonomik krizlerin olumsuz etkilerini ile mücadele etmek zorunda kalan bazı ülkelerde ise istenilen hızda gerçekleştirememiştir. Arjantin ise yaşadığı ekonomik krizlerin gölgesinde son 60-70 yıllık süreçte refah düzeyi açısından geriye doğru bir gidişat patikasına girmiştir.

Tablo 2.2. Ülkelerin Kişi Başına Düşen Gelirlerinin ABD'nin Kişi Başı Gelirine Oranı

Ülke	1950-59	1960-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-09
Türkiye	19.8%	20.4%	21.9%	20.7%	21.6%	21.9%
Brezilya	13.7%	16.9%	23.4%	23.4%	19.0%	17.7%
Rusya					27.0%	28.6%
Hindistan	4.4%	4.4%	4.1%	4.3%	4.7%	6.0%
Çin	1.4%	1.7%	1.9%	3.1%	5.4%	10.6%
G.Kore	7.6%	11.1%	16.9%	26.2%	43.9%	53.8%
Arjantin	37.1%	36.2%	35.3%	27.8%	24.7%	23.4%

Kaynak: Penn World Tables (satın alma gücü paritesine göre) (Aktaran: Özatay, 2013)

Hayek'e göre iktisadın temel sorunlarından biri kendiliğinden oluşan toplumsal yapı ve kurumların (dil, para, piyasa, rekabet) nasıl olup da toplumun refahına katkıda

bulunduğudur. Buna paralel olarak iktisadın temel problemi olarak ‘koordinasyon’ ön plana çıkmaktadır. Ekonomi tarihinde yaşanan krizleri bir koordinasyon sorunsalı olarak yorumlayan iktisatçı, rekabetçi bir piyasa düzeninin varlığını savunur iken bu piyasanın mükemmel işlemediğinin de farkındadır fakat bu koordinasyon bozukluğunun yine de piyasa için gerekli olduğunu düşünmektedir. Bu noktada hükümetlerin müdahaleci uygulamalarını dışsal bir koordinasyonsuzluk kaynağı olarak görür ve piyasanın kendi içinde bu uyumsuzluğu giderme mekanizması üzerinde bozucu bir etki yaptığını vurgular. Fakat Yay (2007) aralarında Bastiat, Spencer, Nozick’in olduğu radikal liberaller gibi Hayek’in de ‘minimal devlet’ anlayışında olduğunu söylemenin doğru olmadığını belirtir ve kendisinin daha ziyade ‘sınırlı devlet’ görüşünü benimsediği ifade etmektedir. Buna göre, devletin ekonomik alandaki uygulamaları, politikacıların iradelerinden ziyade önceden belirlenmiş kural ve ilkelerle düzenlenmelidir. Bu noktada Friedman’ın para arzının otomatik bir şekilde belirli ilkeler doğrultusunda gerçekleştirilmesi görüşüne katılmaktadır. Hayek’in para teorisindeki Friedman’a göre ayırıcı nitelik ise “yalnızca para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki oransal ilişkiyi ele almaması, paranın nereden ve nasıl ekonomiye yayıldığı ve üretim/sermaye yapısını nasıl etkilediğini göstermesidir. Friedman’da ise paranın ekonomiye nereden girdiğinin önemi yoktur ” (Yay, 2007: 205). Hayek’e göre benzer şekilde krizin ana nedeni, kredi genişlemesi şeklinde gerçekleşen para arzındaki yaşanan artıştır. “Girişimciler, düşük faiz ortamında yapılabilecek olan sermaye yatırımlarını tercih ederek, üretim faktörlerinin tüketim mallarından üretim malları kesimine kaymasına neden olur. Faizler yükseldiğinde ise tersi bir süreç yaşanacaktır. Üretim yapısı değişen talep yapısına ayarlanana kadar işsizlik sürecektir. Bu işsizliği gidermek için uygulanan genişleyici politikalar yalnızca işsizlik enflasyon olgusunun artmasına neden olacaktır.” (Hayek,1931: 27)

1986’da Nobel İktisat Ödülü’nü alan, ‘kamusal tercihler yaklaşımının’ kurucusu Buchanan, “politika ve politikacılardan çok, politikaların gerçekleştirildiği kurum ve kuralların önemlidir” diyerek “toplumun ihtiyacı olan şey, iyi niyetli kişiler değil, iyi ve genel kurallardır” şeklinde görüş bildiren Hayek ile kurum ve ilkelerin önemi üzerine benzer ortak paydada buluşmaktadır. Buchanan’a göre yerleşik neoklasik iktisat, iktisadın ana merkezine kaynak dağılımı sorunu koyarak, piyasanın bir koordinasyon düzeni olarak gerçek anlamının anlaşılmasını engellemekte, iktisadı bir insan-doğa ilişkisine indirgemektedir (Yay,2007: 102). Bu kaynak dağılımı yaklaşımında, kamu kesimi insan ihtiyaçlarının büyük bir kısmını karşılamasına rağmen analiz kapsamına alınmamıştır ve

reel yaşamdaki kurumsal yapıdan, ilişkilerden ve kolektif karar alma yapısı ve sürecinden mahrumdur.

Bu noktada bir ekonomide ekonomik bir kriz ya da resesyon döneminde para ve maliye politikaları nasıl ve kimler tarafından uygulanmalıdır ve bu politikaların değişim hızı ne olmalıdır sorusu literatürde yoğun bir ilgi alanı bulmaktadır. Friedman, bir ekonomide isteğe bağlı para politikası yönetiminin sağlıklı sonuçlar üretmeyeceğini belirterek parasal otomatik kurallar konulmasını savunur. Diğer bir ifade ile para miktarı, o ülkedeki uzun dönemli GSMH' nın büyüme oranına eşit olacak bir şekilde sabit bir oranda arttırılmalıdır. İstikrarlı ekonomik bir konjontürde bu kural üzerinde genel bir kabul söz konusudur. Tarihsel olarak iktisat literatüründe ise hem Avusturya Okulu hem de Yeni-Klasikler, kriz dönemlerinde herhangi bir müdahalenin yapılmaması gerektiği söylemektedir buna gerekçe olarak ise ilgili sürecin ekonominin kendisini yeniden ayarlama dönemi olduğunu ve buna yapılacak olan dışsal bir müdahalenin bu süreci sekteye uğratacağını savunmaktadır. Parasal azalma/genişleme stratejisinin hızı konusunda ise farklı görüşler söz konusudur. Monetaristler, ılımlı bir parasal azalma/genişleme programından ziyade hızlı ve şiddetli bir para politikası uygulamasını savunurlar. Monetarist'lerden farklı olarak Yeni-Klasikler için enflasyon beklentileri hızlı bir şekilde değişmektedir (Yay,2007: 222).

Her ne kadar sosyal demokrat düşüncenin temeli Fransız ihtilaline kadar dayansa da bu anlayış özellikle 1930-1970 döneminde iktisat politikaları üzerinde kendine daha fazla yer bulabilmiştir. Bu düşünceye göre rasyonel, dürüst ve erdemli insanlardan oluşan kamu otoritesi, Descartes'la kendini ortaya koyan rasyonalizm ilkesi ile sentezlenerek iktisadi olgu ve kurumların oluşturulması ve yönetilmesinde gerekli sorumluluğu alabilmektedir. 1973 Petrol Krizi ve 1979 yılında ABD ile İngiltere'de liberal yönetimlerin iktidara gelmesiyle beraber Friedman, Buchanan ve Hayek (3 nobel ödüllü iktisatçı) gibi akademisyenlerin verdiği teorik katkı ile birlikte hakim sosyal demokrat düşüncenin yerini tekrar liberal bakış açısı almıştır. Buna göre “piyasa, merkezi planlama gibi alternatiflerine göre insanların iktisadi faaliyetleri ve açıklanmış tercihleri arasında koordinasyonu daha iyi sağlayan bir kurumdur. Ayrıca, piyasalardaki bilgi insanların tecrübe ile edindikleri zımnî bir bilgidir ve bunun merkezileştirilmesi mümkün değildir” (Yay,2007: 396). Peki bu liberal politikalar, Thatcher ve Reagan'ın iktidar dönemlerinde yeterince uygulanabilmiş midir sorusunu akla getirmektedir. Birçok ekonomiste göre Thatcher, Reagan'a göre liberal anlamda daha ciddi reformlar yapmıştır. Fakat burada ilginç bir paradoksal durum söz konusudur. İngiltere anayasası dünyanın en kısa anayasalarından biridir ve bu durum

Thatcher'ın taahhütlerini yerine getirebilmesinde kendisine büyük bir avantaj ve özgür hareket alanı sağlamıştır. Bu durum liberal analizin 'kamu seçimi' yaklaşımı ile çelişki içermekte ve anayasal ölçütlere başvurmayı savunan anlayış olmadan da liberal hedeflere ulaşmanın mümkün olabilmesini göstermesi açısından ilginç bir uygulama örneği olmayı sürdürmektedir.

2.2. Dünya'da ve Türkiye'de Para ve Maliye Politikalarının Tarihsel Gelişimi

Para politikası, fiyat ve finansal istikrarı temin ederek belirsizlikleri azaltacak, ekonomik aktörlerin planlama ufuklarını genişletmek üzere ülkede yatırım yapılabilir bir ortamın inşasına katkıda bulunarak ülkenin potansiyel büyüme oranına ulaşması hatta artırılması amacıyla oluşturulan bir strateji ve uygulamalar bütünüdür. Bu noktada sadece sözgelimi faiz oranı ya da zorunlu karşılık oranlarını değiştirmek vasıtasıyla potansiyel büyüme oranını yukarıya taşımak mümkün değildir. Diğer bir ifade ile ekonomik büyümede para politikasının tek başına bir kurtuluş reçetesi yazabilmesi mümkün değildir. Rodrik (2008), makalesinde daha hızlı ve sürdürülebilir bir büyüme için para politikalarının yanında kurumsal yapıların gerekliliğine işaret etmektedir. Söz konusu kurumları ise düzenleyici kurumlar, makroekonomik istikrara ilişki kurumlar, mülkiyet hakları, sosyal güvenlik kurumları ve çatışma yöntemi kurumları (hukukun egemenliği, temsile dayalı siyasi kurumlar, bağımsız sendikalar, azınlık haklarını koruyucu kurumlar) şeklinde sınıflandırmaktadır. Para politikası, makroekonomik istikrara ilişkin kurumların başında gelen Merkez Bankaları tarafından oluşturulan politikalaradır. Bu noktada Merkez Bankaları'nın yapısı ve çalışma şekli önem kazanmaktadır.

Para politikasının temel görevi, risklerin oluşmasını tamamen engelleyemese bile en aza indirmeye çalışmaktır. Bu riskler şunlardır:

- i. Açılan kredilerin ödenmesinde yaşanan sorunlar giderek artabilir.
- ii. Bir finansal kurumun aktif-pasif uyumsuzluğu yüksek ise faiz ve döviz şoklarında kurum zorda kalabilir, sarsıntı yaşayabilir.
- iii. Yüksek kaldıraç oranına sahip finansal kurumlar düşen büyüme ortamında varlık balonu patladığında ciddi problemlerle başbaşa kalabilir.
- iv. Bilançosu sağlam olan finansal kurumlar dahi geçici likidite sorunu yaşayabilir.

Maliye politikası ise günümüzde yaygın kabul gören Keynesyen tanımı ile kamunun elinde tuttuğu mali araçlar vasıtasıyla makroekonomik dengeyi korumak ve sürdürmek amacıyla uyguladığı politikadır. Bu politikalar aracılığı ile hükümet ekonomini yönünü etkiler, enflasyon, istihdam piyasası, iktisadi büyüme ve gelir dağılımı gibi konularda belirlenen ekonomik hedeflere ulaşmaya çalışır. Bu noktada devlet kamu harcamalarını arttırıp/azaltmak ve vergi oranlarında düzenlemelere gitmek yoluyla ekonomideki istikrarsızlıklara müdahale etmektedir.

2.2.1. Para ve Maliye Politikalarında Tarihsel Süreç - Dünya

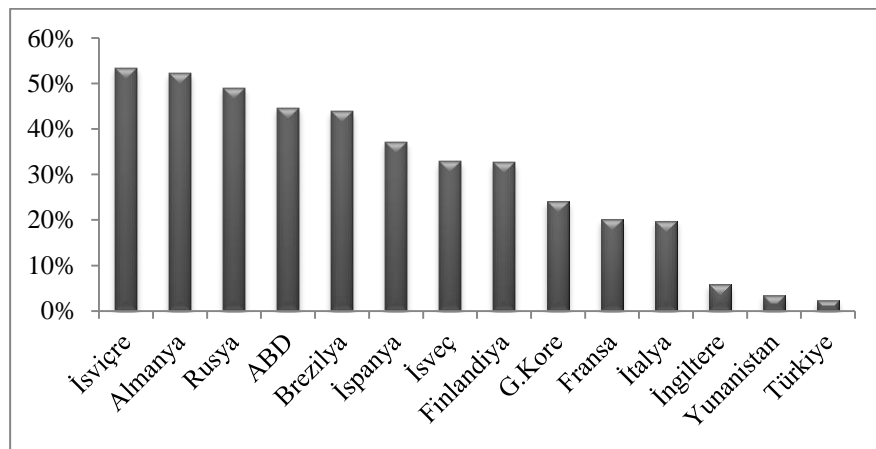
Gelişmiş ülkelerin kamu harcamalarını tarihsel bir perspektif ile dört döneme ayırmak mümkündür. Birinci dönem diye ifade edilebilecek Birinci Dünya Savaşı'na kadarki dönemde kamu harcamaları genel itibariyle düşük seviyelerdeydi. Örneğin ABD'de, toplam devlet harcaması, 1916'ya kadar milli gelirin % 2'sinden daha az bir pay almaktaydı. Bu düşük kamu harcaması, o dönemin yaygın ideolojisi olan klasik iktisadın temel argümanları ile uyumlu diğer bir ifade ile hükümetin düzeni tesis etmek ve mülkiyet haklarını korumak gibi temel işlevlerle ilgilenmesi için yeterliydi. 1915-1945 arasındaki ikinci dönemde, kamu harcamaları, özellikle I. ve II. Dünya Savaşları'na daha fazla müdahil olan ülkeler için genel itibariyle değişken bir görünüm arz etmiştir. Örneğin, ABD'de, kamu harcamasının milli gelire oranı 1941'de % 10,5 iken 1945'te % 44,1'e, sonrasında ise 1948'de % 12,2'ye gerilemiştir. Üçüncü dönemde, II. Dünya Savaşı'ndan 1980'lere kadarki zaman diliminde ise sosyal harcamalardaki büyümenin sonucu olarak kamu harcamaları oldukça hızlı bir şekilde artmıştır. Yine aynı dönemde devlet gelirlerindeki önemli artışlar yaşanmış ve bu artan kamu harcamaları büyük ölçüde bu vergiler ile finanse edilmiştir. Dördüncü dönem olarak ifade edilebilecek 1980'den 2008 krizine kadarki olan süreçte ise devlet harcamalarının büyümesindeki ivme liberal politikaların da etkisi ile azalmıştır. Bununla birlikte, düzeylerdeki farklılıklara rağmen, genel itibariyle bu gelişmiş ekonomilerde GSYİH'nın bir payı olarak kamu harcamaları, günümüzde 1950'lere göre oldukça yüksek seviyelerdedir.

Tablo 2.3. Ülkeler Bazında Toplam Kamu Harcamalarının Milli Gelire Oranı

Ülke	1880	1920	1960	1980	2000	2006	2009	2018
Fransa	16.7		23.3	47.2	54.6	55.6	59.2	55.9
Yunanistan	27.3		20.3	29.7	54.6	49.9	58.9	47.0
Hollanda	12.0	1.0	21.8	58.9	47.8	47.7	53.7	42.1
İsveç	7.5	8.2	25.6	44.4	58.6	54.4	56.2	49.9
İngiltere	8.5	27.2	36.8	52.5	39.5	46.2	53.3	40.9
Almanya	11.3		23.4	50.3	48.3	48.2	50.8	44.6
ABD	3.0	8.5	29.7	36.1	36.3	38.7	45.2	37.8
Brezilya	24.2	12.5	13.7	11.4	42.1	46.3	44.0	38.5
Japonya	1.1	2.0	18.8	36.5	40.6	37.1	42.7	38.9
Türkiye			15.6	26.0	59.5	38.9	43.4	34.6
Rusya	16.6				37.2	31.9	42.0	32.6
Suudi Arabistan					38.8	31.3	40.9	36.6
Hindistan	8.1	7.3	12.0	19.9	32.6	31.1	34.1	26.2
Çin					17.8	19.4	23.5	34.1
Güney Kore			18.1	17.9	19.1	22.9	24.1	30.3

Kaynak: IMF & OECD - 2019

Son yıllarda kamu harcamalarında ve vergilerde merkezi yönetimlerin yerel yönetimlere mali alanlarda yetki devri yaptığı görülmektedir. Bu konuda literatürde farklı bakış açıları söz konusudur. Samuelson (1955), Musgrave (1959), Arrow (1970) merkezi hükümetin makroekonomik istikrar politikası, gelirlerin yeniden dağıtılması ve ulusal kamu mallarının temininde öncü olmasının en iyi olacağı sonucuna varmıştır. İkinci nesilden Weingast (1995) ve McKinnon (1997) ise yerel yönetimin yerel yönetim bütçelerinin finansmanı için kendi gelir kaynaklarına güvenmesine vurgu yapmaktadır (aktaran: Dziobek vd.,2011: 4). Nitekim ikinci nesil bilim adamlarının görüşlerini dikkate alan ülke sayısı son dönemlerde artmaktadır, diğer bir ifade ile vergilerin adem-i merkezileştirmesi bazı ülkelerde önemli boyutlara yükselmiştir.

Grafik 2.4. Yerel Otoritelerce Toplanan Vergilerin Toplam Vergilerdeki Payı (2016)

Kaynak: IMF, 2018

Büyüme Yaratan Mali Sıkılaştırma: Jorda ve Taylor (2015:2), çalışmalarında 1970-2007 dönemini incelemiş ve mali sıkılaştırmanın özellikle kriz dönemlerindeki ekonomiler için mali sürüklenme yarattığını belirterek, %1'lik bir mali konsolidasyonun ekonomik canlılık döneminde GSYİH'de %1'lik bir kayıba neden olurken depresyon dönemlerinde bu oranın % 4'e ulaştığını hesaplamışlardır. Bununla birlikte her ekonomik daralmanın kurtuluş reçetesi genişlemeci mali politikalar değildir. Örneğin bütçe açıkları sürdürülemez düzeye geldi ise (2001 krizi) maliye politikasında uygulayacağınız ek genişleme politikaları durumu daha kronik hale getirerek işin işinden çıkılmaz bir hale getirebilir. Dolayısı ile bazen maliye politikasını sıkılaştırıcı önlemler alırken de büyümek söz konusu olabilir. Giavazzi ve Pagano (1990:105-106), bu konuda öncü çalışmaları yapan iktisatçıların başında gelmektedir; yazarlara göre 1983-1986 dönemlerinde Danimarka'da 7,2 puan, İrlanda'da ise 5,7 puan gerilemesine rağmen özel sektör talebi hızla artmıştır. Mali disiplin iki kanaldan ekonomik canlanma yaratabilmektedir.

- i. Saygınlık Kanalı: Borcun sürdürülebilirliğine ilişkin şüphelerin yüksek olduğu ekonomilerde mali disiplin, borcun ileride ödenmeye olasılığını azaltmaktadır. Böylece ekonomiye olan güven artmakta ve reel faiz oranları gerilemektedir.
- ii. Bekleyiş Kanalı: Borcun artarak sürmesi halinde er ya da geç vergilerin yükseltilmesi ihtiyacını ortadan kaldırıyor Bunun yerine mevcut dönemde vergi oranları daha ılımlı oranda arttırılıyor. Böylece ekonomik birimlerin sürekli gelir hipotezinden hareketle gelecekte elde etmeyi planladıkları gelirin bugünkü değeri yükseliyor. Kalıcı gelirdeki bu artış beklentisi talebi canlandırıyor. Özellikle bu aktarım kanalının çalışabilmesi için kredi kısıtlarının ekonomide olmaması gereklidir (Özatay,2013: 517-518).

1930'lardaki Büyük Buhran' da uygulanmış olan yanlış para ve maliye politikaları krizin şiddetli ve yaklaşık 10 yıla yayılarak uzun sürmesine neden olmuştur. Para ve maliye politikaların tarihsel gelişimine bakıldığında 20.yy'ın ilk yarısında maliye politikalarının egemenliği söz konusu iken 20.yy'ın 3.çeyreğinde para politikasının da işin içine girmesi ile birlikte her ikisinin uygun bir bileşiminin kullanımı ağırlık kazandı. 21.yy'ın ilk döneminde ise maliye politikası, para politikasının iyi işlemesine yönelik gerekli altyapıyı hazırlayan bir politika konumuna indirildiği görülmektedir. Bu noktada günümüz koşullarında küresel krize ilişkin uygulanan salt para politikasına ve kısmen makro ihtiyati uygulamalara dayalı çözüm stratejisi, ilgili uygulamaların sermaye piyasalarındaki liberalleşmeden önceki dönemde geçerliliği koruyan politikalar olmasından dolayı ideal bir çözüm olmayabilir şeklinde konuya önemli bir eleştiri getirilmekte ve alınan parasal önlemlerin diğer

ekonomilere sızıntı yaparak krizin asıl yerinde etkisini zayıflattığını buna karşın maliye politikası önlemlerinin ise önemli ölçüde olayın gerçekleştiği bölge/ülke ile sınırlı kaldığını vurgulanmaktadır (Eğilmez, 2017: 156-157). Nitekim son ekonomik krizde uygulanan ekonomi politikalarına incelendiğinde ABD, İngiltere ve Euro Bölgesi ekonomilerinin piyasaya likidite vererek faiz düşürme şeklinde parasal gevşeme politikaları uyguladığı gözlenmiştir. Büyük ekonomilerden ise sadece Çin'in bütçe harcamalarını genişleterek bir mali gevşeme uyguladığı, Japonya'nın ise krizin ilk aşamasında mali gevşeme uygulamasına rağmen sonrasında piyasaya likidite vererek parasal gevşeme politikasına döndüğü görülmektedir.

2.2.2. Para ve Maliye Politikalarında Tarihsel Süreç - Türkiye

1970'lerden günümüze kadarki süreç incelendiğinde bütçe açıkları, gerek gelişmiş gerekse GOÜ'lerin ortak bir problemi olduğu görülmektedir. Bütçe politikası uygulamaların ülkemizdeki tarihsel gelişime bakıldığında, 'denk bütçe ilkesi' 1923 yılında Türkiye Cumhuriyeti'nin maliye politikasının temel ilkesi kabul edilmiştir. Bununla beraber 1923-1926 döneminde aşarın⁷⁶ kaldırılmasını etkisi ile % 5,1'lere kadar yükselen bütçe açığı oluşmuştur. Çünkü o dönemlerde aşar vergisi, devlet gelirinin 1/3'nü oluşturmaktaydı.⁷⁷ 1930 yılına kadar Merkez Bankası işlevini gören bir kurumun da olmaması nedeniyle emisyon ya da dış borçlanma yerine iç kredi kaynakları kullanılmıştır. 1926-1938 arasında sadece 2 yıl bütçe açık vermiş, sonrasında 1950 yılına kadar 1944 senesi haricinde bütçe fazlası elde edilmiştir.⁷⁸ 1950-1960 yılları arasında ise iktidarın el değiştirmesi ile birlikte bütçe politikalarına bakış açısı değişmiş ve kamu harcamaları arttırılmıştır. 1950 ve 1960'lı yıllar esasen "Karma Ekonomi" anlayışını temel alan fakat özel sektöre öncelik verilen bir dönemdir. Bu dönemde özel sektöre öncelik verilmesine rağmen sektörün sermaye yapısının yetersiz olmasından dolayı KİT'lerin sermaye yapıları iyileştirilmiş ve ekonomik

⁷⁶ Osmanlı'da çiftçilerden, elde ettikleri tarım ürünleri için %10 oranında alınan vergi. Bu karar 1923 İzmir İktisat kongresinde alınmış ve 2 yıl sonra uygulamaya geçmiştir.

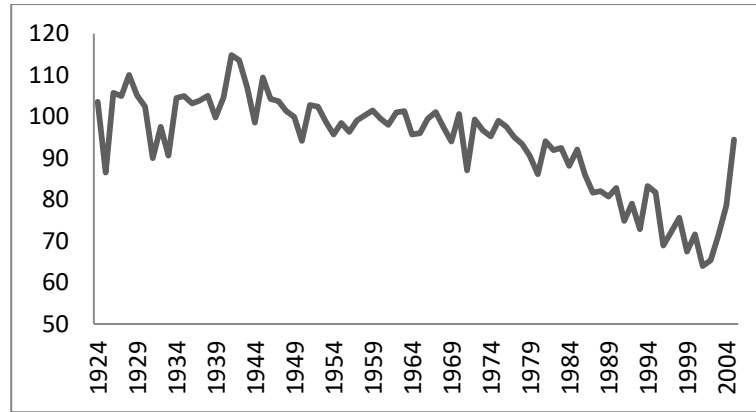
⁷⁷ "Aşarın kaldırılması tarım kesimi üzerindeki yükü önemli bir miktar azaltmış olmasına karşılık uzun dönemde yarattığı sorunlarla tüm ekonomiyi hatta tarım sektörünü büyük oranda negatif olarak etkilemiştir" (Okçuoğlu ve Önder, 2011: 266). Bu negatif etki, Aşar'ın kaldırılması ile kamusal hizmetlerin yükünün kentlere ve emek gücü ile çalışan gruplara kaydırılması şeklinde kendini göstermiştir. Böylece iç tasarruflar potansiyel seviyesine çıkarılmayıp dış tasarruflara yönelinmiştir. Okçuoğlu ve Önder (2011), çalışmalarında bu verginin kaldırılmaması halinde 1936-1982 döneminde kümülatif olarak 15,2 milyar USD'lik bir kamu geliri elde edilebileceğini ve bu değerın 1980'lerdeki dış borç yükünün %88'ini karşılayabileceğini hesaplamışlardır.

⁷⁸ 1933 yılından itibaren devletçi bir politika anlayışına geçilmesinin de burada rolü bulunmaktadır. Üretilen malların kamu tarafından satın alınabilmesi için sıkı bir bütçe politikası izlenmiştir.

büyümenin KİT'ler aracılığı ile gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Bu 10 yıllık dönemde 1951 yılı dışında bütçe açıkları verilmiş ve bu açıklar emisyon ve iç, dış borçlanma ile finanse edilmiştir. Nitekim 1958 yılına gelindiğinde dış borç ödemesi yapılamaması neticesinde moratoryum ilan edilmiştir. 1960'lı yıllarda, ekonomi politikalarının daha rasyonel ve bilimsel bir temel oturtulması yaklaşımından yola çıkılarak Devlet Planlama Teşkilatı (D.P.T) kurulmuştur. Planlı kalkınma döneminin başladığı 1960-1980 evresinin önemli bir kısmında ağırlıklı olarak bütçe açıkları devam etmiştir.

Yaşadığı krizlerin etkisi ile Türkiye'de 1980'de ekonomide istikrarın tesis edilebilmesi için tarihi 24 Ocak kararları alınmıştır. Bu kararlar sadece ülkede yaşanan ekonomik çalkantılarının önüne geçebilmek için değil aynı zamanda ülkenin yeni bir iktisadi gelişim vizyonunu da ortaya koyduğu uygulamalar olarak değerlendirilebilir. 1980 sonrası dönemde bütçe politikalarında liberal bir anlayış hâkim olmasıyla devletin rolü azaltılmış ve bunun sonrasında 1984 yılına kadar bütçe fazlası elde edilmiş fakat sonrasındaki yıllarda bu bütçe açıkları devam etmiştir. 1990-2000 arası kamu harcamaları ile kamu gelirleri arasındaki makasın daha çok açıldığı yıllardır. Her ne kadar 1980 sonrasında vergi oranlarında indirimlere gidilse de, kamu harcamalarında bu düzeyde bir kısıtlamaya gidilmemiştir. Harcamaların uzunca bir süre vergiler yerine borçlanma ile karşılanması iç borç stokunun önemli boyutlara yükselmesine neden olmuştur. 2001'de ise gelir-gider arasındaki fark en yüksek düzeye ulaşmış, 2001 krizinin ardından yürürlüğe konan 'Güçlü Ekonomiye Geçiş' programının etkisi ile kamu gelir ve harcamaları arasındaki uyumda iyileşme görülerek kamu harcamaları azaltılmıştır.

Grafik 2.5. Kamu Gelirlerinin Kamu Harcamalarına Oranı – Tarihsel Gelişim



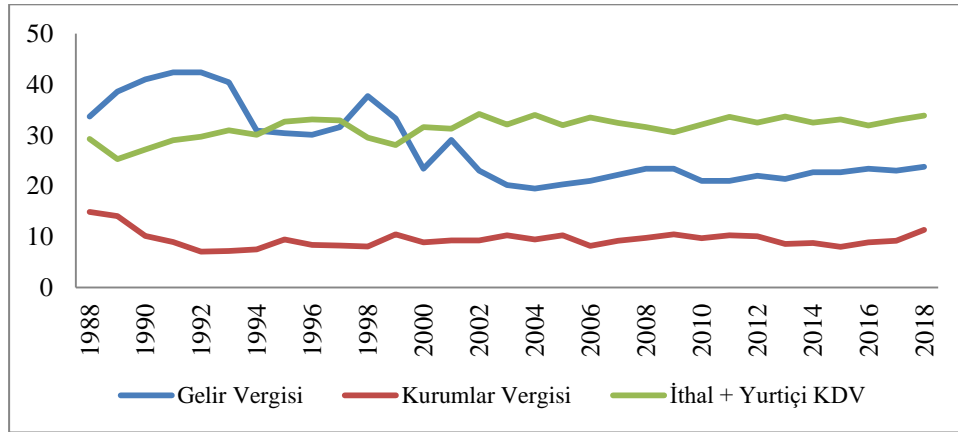
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

2018 yılı sonu itibariyle bütçe rakamları, kamu harcamalarının ekonomik sınıflandırılması baz alınarak incelendiğinde, kamu giderlerinde ‘cari transferlerin’ oranı %38,9 seviyesinde olup en yüksek paya sahiptir. Bu kalemi % 24,2 ile ‘personel giderleri’ izlemektedir. Bunları sırasıyla ‘sermaye harcamaları’ (%10,6), ‘faiz giderleri’ (%8,9) ve ‘mal-hizmet alımı harcamaları’ (%8,6) takip etmektedir. Gelir tarafında ise en büyük pay ‘kişisel gelir vergisi’ (%22,4) ve ÖTV’ ye (%21,6) aittir. Bunları sırasıyla ‘ithalden alınan KDV’ (%19,7), ‘kurumlar vergisi’ (%12,7), ‘dâhilde alınan KDV’ (%9,1) takip etmektedir.

79

Burada dikkat çeken önemli noktalardan biri gelir vergisi tahsilâtı ile ilgilidir. 2018’de 175 milyar TL gelir vergisi tahsilâtı yapılırken bu gelir vergisini % 94’ü gelir vergisi tevkifatı şeklinde diğer bir ifade ile kaynağından direkt kesilerek yapılmıştır (GİB, 2019). Beyana dayalı gelir vergisi oranının % 5-6 ‘lar gibi düşük seviyelerde olması, kayıt dışı ekonomi ile mücadelede ve vergi adaletini sağlamak noktasında daha fazla adımlar atılması gerektiğini göstermektedir. Gelir Vergisi beyannamesi veren mükelleflerin kişi başına düşen aylık gelir vergisi tutarı asgari ücretlinin ödediği verginin bile altında gerçekleşerek 119 TL olmuştur.

Grafik 2.6. Türkiye’ de Vergi Kalemlerinin Toplam Gelir İçindeki Payları



Kaynak: Gelirler İdaresi Başkanlığı (GİB)

Para politikası tarafında ise bu politikaları uygulaması için cumhuriyetin daha ilk yıllarında TCMB kurulmuştur. 1931 yılında kurulan TCMB’ nin temel amacı “ülkenin iktisadi kalkınmasına yardım etmek” olarak belirlenmiştir. Kuruluşunun ilk döneminde TCMB'deki devlet payı % 25' di. 1970'e kadar TCMB bağımsız bir para politikası

⁷⁹ Vergi dışı gelirler 2017 yılında genel bütçe gelirlerinin genel tarihsel ortalamalarına yakın (%10) seviyelerde seyredirken 2018 yılında vergi dışı gelirlerin payı % 28,2'ye yükselmiştir.

izleyememiş, bankayı bir nevi maliye politikasının destekleyicisi rolünü üstlenmiştir. Merkez Bankası kanununda 1970 yılında ilk değişiklik gerçekleşmiş olup zorunlu karşılık oranlarını belirleme yetkisi TCMB'ye geçmiştir. Ayrıca bu yılda banka üzerindeki Hazine'nin hisse oranı % 25 'den, % 51 'e yükseltilmiştir (Ekodialog,T.Y). Hazine'nin payının artması ile birlikte 1980'e kadar kamu finansörü pozisyonunu devam ettirmiştir. 1980'li yılların ikinci yarısı banka yeniden yapılandırma ve serbestleşme dönemine girmiş olup, Hazine ihale sistemi ile borçlanmaya başlamıştır. Faizlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve konvertibiliteye geçiş bu revizyonun önemli aşamalarını oluşturmuştur. Ayrıca bu dönem sermaye hareketlerinde serbestleşmeye doğru ilk adımların atılmaya başlandığı dönem olmuştur (Erçel, 1996: 4).

1980 yılından itibaren TCMB'nin elinde tuttuğu mevduat faiz oranları belirleme yetkisi serbest piyasaya bırakılmış ama piyasaların yeterli derinliğe sahip olmaması ve faizlerin çok yükselmesi neticesinde 1983 senesinde bu yetki tekrar MB'ye geçmiştir. 1986-2001 döneminde uygulanan para politikaları enflasyonu düşürmeyi amaçlamıştır. Enflasyonla mücadele kapsamında 2001 krizinden önce parasal büyüklükler hedeflenmiş iken bu tarihten sonra ise bu mücadelede faiz oranları tercih edilmiştir. Merkez Bankası bünyesinde; 1987 yılında Açık Piyasa İşlemleri, 1988 yılında Döviz Piyasası, hemen bir sonraki yıl ise Altın Piyasası kurulmuştur.

2000'lerin başında TCMB kanununda bazı kritik revizyonlar gerçekleştirilmiştir. Bu kanun değişikliği ile TCMB'ye para politikasında kendi araçlarını doğrudan seçme hakkı tanınmış ve böylece banka, araç bağımsızlığına kavuşmuştur. Yine bu kanun çerçevesinde, fiyat istikrarını sağlama görevi TCMB'nin temel amacı olarak net bir şekilde tanımlanmıştır, finansal istikrarı sağlamak ise fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydı ile destekleyici bir amaç olarak kendine yer bulmuştur. 2001 yılına gelindiğinde “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisi uygulanmaya başlamış, 2006' da ise bu uygulama yerini “açık enflasyon hedeflemesi” stratejisine bırakmıştır.

2.3. Farklı İktisat Ekollerinin Para ve Maliye Politikalarına Yaklaşımı

Ünlü Alman maliyeci Wagner'e göre ekonomik ve sosyal gelişmeye bağlı olarak bir ekonomide devletin faaliyet alanı zaman içerisinde giderek genişlemektedir. Bu durum kamu harcamalarında artışı beraberinde getirmektedir. Bu noktada iktisadi ekoller, bu olguya farklı bakış açılarıyla yaklaşmaktadır. Ataç (2007), maliye politikasını “bir

ekonomide temel amaçlara ulaşmak için kamu harcamaları ve gelirlerinin büyüklük ve bileşiminde yapılması gereken düzenlemeler olarak” tanımlanmaktadır. Bu amaçların başlıcaları; istihdam piyasasındaki ve fiyat hareketlerinde istikrarın temini, sürdürülebilir kalkınma ve iktisadi büyüme hızına sahip olma, ödemeler bilançosunu belirli bir dengede tutma⁸⁰ ve gelir grupları arasındaki dengesizliklerin⁸¹ giderilmesidir.

Aslında bu hedeflerin birbirinden tamamen bağımsız olduğunu söylemek de doğru değildir. Diğer bir ifadeyle arzu edilen hedeflere ulaşmak amacıyla bütçe politikaları belirlenirken diğer taraftan bu politikalar, bir başka amaçtan sapılmasına neden olabilmektedir. Dolayısı ile uygulanan bütçe stratejisi para, kredi, faiz hatta ücret gibi diğer ekonomi politikaları ile uyumlu olmalı ve birbirleri ile çatışan hedeflerin beraberce takip edilerek doğabilecek dengesizliklerin önüne geçilmelidir. Klasik iktisat ekolüne göre, uygulanan bütçe programları ile denk bütçe hedeflenmeli, bütçe açığı kadar bütçe fazlasının da sağlıklı olmadığı bilinmelidir. Her ne kadar bütçe fazlası ilk bakışta olumlu gibi görünse de orta vadede kamunun bu bütçe fazlasını gerekli olmayan alanlara harcaması (ihtiyaç olmamasına rağmen ek personel alımları v.b) pratikte sık sık görülmektedir. Bunun yanı sıra, yaratılan bütçe fazlası atıl olarak tutulması halinde ortaya çıkan etki tamamen daraltıcı olacaktır. Bu fazlanın borç ödemelerinde kullanılması halinde ise bireylerin veya şirketlerin likidite durumlarında bir artışa yol açması her ne kadar olumlu olsa da bütçe fazlasının ekonomi üzerinde direkt azaltıcı etkisinden dolayı tamamen daraltıcı olmasa da kısmen daralmaya neden olacaktır. Denk bütçe, aynı zamanda para politikalarının da daha sağlıklı ve başarılı bir şekilde uygulanmasına yardımcı olmaktadır. Buna karşılık Keynesyen iktisada göre önemli olan denk bütçe değil, ekonomideki makro dengedir. Bu yaklaşımda makroekonomik dengenin sağlanması sürecinde bütçe bir araç rolünü üstlenmektedir.

Klasik iktisatçılara göre ekonomide görülen bir istikrarsızlıkta kamu harcamaları ve vergi düzenlemeleri gibi mali politika uygulamaları yerine para politikası araçları tercih edilmelidir. Fakat Keynes’e göre bir ekonomide toplam talebi belirleyen faktörlerdeki dalgalanmalar, istikrarsızlığa neden olmaktadır. Bu doğrultuda Keynesyen ekonomistler

⁸⁰ Ekonomide dengenin sağlanabilmesi için hem iç hem dış(ödemeler dengesi) istikrar oldukça önemlidir. Mundell (1980)’e göre, yalnızca maliye politikası ile tam istihdam, istikrarlı bir fiyat seviyesi ve ödemeler bilançosunda denklik hedeflerine aynı anda ulaşılacaktır. Dış ticaretin büyümesi ve öneminin giderek artması nedeniyle, içeride gelirleri yükseltmek amacıyla uygulanan maliye politikası çözümlerinin etkinliğini, iç talepteki yetersizlik problemini gidermek amacıyla yaratılan satın alma gücünün ülke dışına sızmasından dolayı azaltmaktadır.

⁸¹ Transfer harcamaları, bütçede devletin manevra alanını daraltan, bütçenin yatırım bütçesi olmasını güçleştiren yine bir başka harcama türüdür. Transfer harcamaları içinde, iç ve dış borç faiz ödemeleri, iktisadi transferler ve yardımlar, mali ve sosyal transferler ve kamulaştırma bedelleri yer almaktadır (Tügen,1991: 10).

toplam talebin sadece para politikası araçları ile artırılmasının mümkün olamayacağını ve maliye politikasının toplam talebi doğrudan ve dolaylı olarak belirlediğini söylemektedirler. Çünkü faiz, belirli bir taban seviyeye indiği zaman para arzındaki artış faiz oranını düşürmeyecektir yani spekülâtif para talebinin faiz esnekliği belirli bir faiz oranı düzeyinde sonsuzdur. Çağdaş Keynesyen yaklaşım ise para politikasının maliye politikasına göre etkinsizliği konusunda öncüllerinden farklı düşünmektedir. Buna göre ekonomik durgunluk ve gerileme dönemlerinde para politikasının etkinliği söz konusudur fakat bu etkinlik maliye politikası kadar değildir. Monetaristlere göre ise para politikalarından bağımsız bir şekilde uygulanan maliye politikalarının ekonomi üzerindeki düzeltici etkisi ya oldukça minimum düzeyde ya da hiç olmamaktadır.⁸² Monetaristler, ekonomi politikalarının kısa dönemde etkili olsa bile uzun dönemde etkisiz olduğunu kabul ederler. Yeni klasikler ise, ekonomide yaşanan dalgalanmaların, bireylerin fiyat seviyelerini öngörmedeki hataları nedeniyle oluştuğunu ama bu hataların da rasyonel beklentiler kuramı⁸³ çerçevesinde tesadüfi olduğunu ileri sürmektedir. Bu nedendir ki tesadüfi hataların önceden öngörebilmek mümkün olmadığından dolayı ekonomik dengeyi tekrar oluşturmak için aktif makroekonomik politikalar uygulanmasına gerek yoktur. Bu görüşe göre devlet aktif politikalar oluşturmak yerine istikrarlı politikalar tesis etmelidir. Bu noktada Monetaristler için kısa ve uzun dönem ayrımı söz konusu iken Yeni Klasikler için beklenen bir para ve maliye politikası uygulamasının ne kısa dönem ne de uzun dönemde ekonomik durgunluğu giderici bir etkisi olmayacaktır.

Arz yönlü iktisat geleneği ise Keynesyen modeli kısa dönemli ilişkiye odaklanması ve nispi fiyat değişikliklerini ikinci plana atması nedeniyle eleştirmektedir. Bu görüşe göre devletin iktisadi faaliyetler üzerindeki ilk etkisi nispi fiyat değişiklikleri kanalıyla gerçekleşmektedir. Böylelikle ekonomide öncelikle kaynak dağılımının yapısı değişmekte, gelir değişiklikleri ise sonrasında meydana gelmektedir. Bir diğer ifade ile örneğin bir ekonomide vergilerde gerçekleştirilen indirim toplam talep artışına yol açtığı için değil, toplam arz miktarındaki artışa ve dolayısı ile reel gelir artışına yol açtığı için etkilidir. Yüksek vergi oranları ve transfer harcamaları ise verimli faaliyetlerin ortaya çıkmasını

⁸² Kamu harcamalarındaki artışın borçlanma yöntemiyle finanse edildiği takdirde faiz oranlarında fonlara olan talebin artışı neticesinde yükseliş olacaktır, bu artış ise özel sektör yatırım harcamalarının azalmasına yani dışlanma etkisine (crowding out) neden olacaktır. Harcamaların vergilerle finanse edilmesi halinde ise ek vergiler sebebiyle harcamaların ekonomi üzerinde yarattığı canlılık kısmen azalacaktır.

⁸³ Rasyonel bekleşler teorisi, bütçe politikaları üzerindeki etkinliği ile ilgili olarak farklı görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Nitekim Barro, kamu açıklarının ne şekilde finanse edildiğinin önemi olmadığını, devlet eğer bugün vergi artışı yerine borçlanma yoluna gider ise bu şekilde sadece mali yüklerin zamanının öteleneceğini en nihayetinde belirli bir zaman sonra bu borçları ödeyebilmek için devletin vergileri arttırması gerektiğini ifade etmektedir.

engellemekte; verimli çalışma ile bu çalışma sonucu elde edilen gelir arasındaki ilişkiyi zayıflatarak ekonomik büyüme ötelenmiş olmaktadır. Reel Ekonomik Dalgalanmalar yaklaşımına göre ise ekonomik dengesizliklerin nedeni parasal faktörler yerine reel faktörlerdir. Bu nedenle para otoritesi bu dalgalanmaları yönetmek adına müdahalede bulunmamalıdır. Maliye politikası ise üretim ve istihdam üzerinde, kamu harcamalarındaki bir artışın faiz oranı yükseltmesine neden olması ve buna bağlı olarak yüksek faiz oranına işçilerin daha fazla çalışma şeklinde karşılık vermesi ile üretim miktarını arttırmasından dolayı etkilidir.

2.3.1. Döviz Kuru Sistemlerinde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği

İktisadi politik uygulamalarda, amaç ve hedeflerin bazıları birbiri ile paralellik gösterirken bazıları birbiriyle çatışabilmektedir. Benzer şekilde para ve maliye politikalarının da birbirine yönelik ters etkide buluma olasılığı ve finansal istikrarsızlığa yol açabilmesi nedeniyle koordineli yürütülmesi arzu edilen hedefler ulaşılmada oldukça önemlidir. Para ve maliye politikası tamamen birbirinden bağımsız iki politika türü değildir. Örneğin, toplam talebi belirleyen unsurlar ağırlıklı olarak faiz oranı tarafından etkilenebilmekte buna karşın faiz oranı ise sadece MB tarafından gerçekleştirilen para arzındaki değişiklikler yoluyla değil, bunun yanı sıra bütçe dengesinin finansman şekli olan vergi ve borçlanma oranlarındaki değişiklikler aracılığıyla da etkilenebilmektedir. Bu iki politikanın nasıl sonuç vereceği uygulanan döviz kuru rejimine ve sermaye hareketliliğinin serbest olup olmamasına göre değişmektedir.

2.3.1.1. Sabit Döviz Kuru

Sabit döviz kuru sistemlerinin uygulandığı ekonomilerde parasal ve mali politikalarının etkinliği o ülkede yabancı sermaye hareketlerine izin verilip verilmediği ile yakından ilişkilidir. Sermaye hareketlerine izin verilmeyen bir ekonomide maliye politikasının etkinliği, ortaya çıkan ek talebin bir kısmının yurtdışına kayması nedeniyle değil merkez bankasının genişlemeci maliye politikaları neticesinde ortaya çıkan dış ticaret açığı karşısında bu açığı kapatmak amacıyla piyasadan para çekmesi ve bu durumun dışlanma etkisi yaratması nedeniyle etkisizdir. Fakat sermaye hareketlerinin olması halinde ise maliye politikasının etkinliği artmaktadır. Bunun sebebi, artan kamu harcamaları neticesinde yükselen faiz oranlarının yurtdışı sermaye akımlarını çekmesi ve merkez bankasının bu dövizleri satın alarak piyasadaki para arzı arttırmasıdır. Böylelikle, maliye

politikasının milli gelir üzerindeki genişletici etki artan para arzının katkısı ile daha da büyümektedir. Diğer bir ifade ile sabit döviz kuru sistemi altında alınan mali politika kararları piyasa faiz oranlarında yükselmeye yol açarak ülke ekonomisine döviz girdisi sağlanmakta ve böylece para arzında bir artış söz konusu olmaktadır. Söz konusu artış, faiz oranlarının gevşemesine neden olarak sıcak paranın ülke dışına çıkmasına sebep olarak uygulanan mali politikanın gücünü zayıflatsa da toplamda net etki pozitif olarak gerçekleşmektedir.

Denge milli gelir düzeyini arttırmak için sermaye hareketlerinin olmadığı bir durumda para politikasına başvurulduğunda ise gelir düzeyindeki artış neticesinde yükselen talep dış ticaret açığına neden olacak, merkez bankası bu açığı kapatmak için döviz satacak ve böylelikle para arzı azalacaktır. Bu noktada denge milli gelir düzeyi ilk başta artmış olmasına rağmen tekrar gerileyecektir. Sermaye hareketliliğinin olması durumunda ise sonuç yine değişmemektedir. Benzer şekilde para politikası ekonomideki gelir seviyesini arttırmada dış ticaret açığını karşılamak için döviz rezervlerini kullanmak durumunda kalarak parasal tabanı azaltacağından dolayı etkisiz kalacaktır. Özetle, sabit döviz kuru sisteminde maliye politikaları tam sermaye serbestliği var ise para politikalarına nazaran daha etkilidir.⁸⁴ Sabit döviz kuru koşulları altında parasal politikalarının, yaşanan sermaye hareketliliği nedeniyle ödemeler dengesinin zayıflamasından dolayı etkinliği bulunmamaktadır.

2.3.1.2. Esnek Döviz Kuru

Sermaye hareketliliğinin olmadığı bir durumda, paranın değeri arz ve talep şartlarına göre belirlenmesinden dolayı kamu harcamalarındaki artışla paralel artan gelir, ithalatı arttırırken aynı zamanda döviz kurunun yükselmesine ve bir süre sonra ithalatın pahalılaşmasına neden olacaktır. Ulusal para biriminin değer kaybı ihracatı özendirceğinden milli gelir artacaktır. Merkez Bankası esnek döviz kurunda kendiliğinden işleyen mekanizma nedeniyle rezervlerini kullanmamakta ve para arzı azalmamakta olduğundan, maliye politikasının etkinliği tam sermaye hareketsizliğinde, sabit döviz kuru sistemine göre daha etkindir. Sermaye hareketinin olması halinde ise kamu harcamalarındaki artışın neticesinde yükselen faiz oranı, yabancı sermayeyi ülkeye çeker, yerel para birimi değer

⁸⁴ Tam etkili yerine kısmen etkili olmasının nedeni, aslında para arzında yaşanan artış faizleri düşürücü bir etki yaratmakta ve dolayısıyla yabancı sermayenin ülke dışına çıkmasına neden olarak maliye politikasının etkinliğini düşürüyor olsa da net pozitif etki hala söz konusu olduğu içindir.

kazanır. Ülke para biriminin değer artışı, ülke içindeki malların fiyatlarının yükselmesine yol açar ve böylece uluslararası mallar yurtiçindekilere göre daha ucuz konuma gelir ve net ihracatta düşüş görülür. TL'nin değerli hale gelmesi yurt içi malların pahalılaşmasına sebep olur. TL değer kazandığından dolayı yurtiçi malların göreceli olarak yurt dışı mallardan daha pahalı hale gelmesi ihracatı düşürücü etki yapar dolayısıyla net ihracat azalır. Dolayısı ile hasıla artmadığından dolayı maliye politikası etkili değildir.

Para politikası uygulanarak para arzı arttırıldığı takdirde ise oluşan talep artışının bir kısmı başlangıçta yurtdışına kayarken yabancı paranın değeri artacak ve kayan talep geri çekilecektir. Sermaye hareketliliği halinde ise, para arzındaki artış ile düşen faiz oranları yabancı sermayenin ülke dışına kaçmasına neden olacak, paranın düzeyi serbest bırakıldığı için yerel paranın değeri düşecek ve sermayenin yurtdışına çıkması önlenerek para politikasının etkinliği sürdürülecektir.

Özetle, esnek döviz kuru altında, ticari açıklığa sahip bir ülkede, para ve maliye politikalarındaki genişlemenin yarattığı etkinin, sabit döviz kuru sisteminin yurtdışı sınıtlara imkân vermesinden dolayı daha fazla olduğunu söylemek mümkündür. Sabit döviz kuru sistemlerinde ise sermaye hareketlerinin serbestisi koşulu altında maliye politikası, para politikasına nazaran daha etkili olabilmektedir.⁸⁵

2.3.2. Politika Uygulamalarında Gelişmekte Olan Ülke ve Gelişmiş Ülke Ayrımı

Bütçe açığının makroekonomik etkileri, finansmanı ve bunun sonucunda ortaya çıkan borç dinamikleri, özellikle gelişmekte olan ülkelerin gösterdiği farklı büyüme performanslarının ışığında, son zamanlarda makro teoride büyük dikkat çekmektedir. Bir ülkenin kaydettiği bütçe açığının büyüklüğü ve bunun finansman aracı borç dinamiklerini ve ülkenin orta ila uzun vadede maruz kalacağı mali kısıtlamaları belirler.

Acosta-Ormaechea ve Yoo (2012: 17-18) 1970-2009 dönemini inceledikleri çalışmalarında dinamik panel veri analizi yöntemi ile yüksek, orta ve düşük vergi gelirine sahip 69 ülkeyi analiz etmişlerdir. Buna göre, tüketim ve emlak vergilerinin azaltılması, buna karşılık olarak gelir vergilerinin yükseltilmesi, uzun vadede büyümeyi yavaşlatmaktadır. Gelir vergisi ve sosyal güvenlik primleri, kurumlar vergisine oranla

⁸⁵ Eğer ekonomi yeteri döviz rezervine sahip ise.

iktisadi büyüme ile daha güçlü bir negatif korelasyona sahiptir. Yine gelir vergilerinden emlak vergilerine kayma, büyümeyle olumlu etkilemektedir. Dolaylı vergilerdeki artışa eşlik eden gelir vergisi azalışı büyümeyle desteklemektedir.

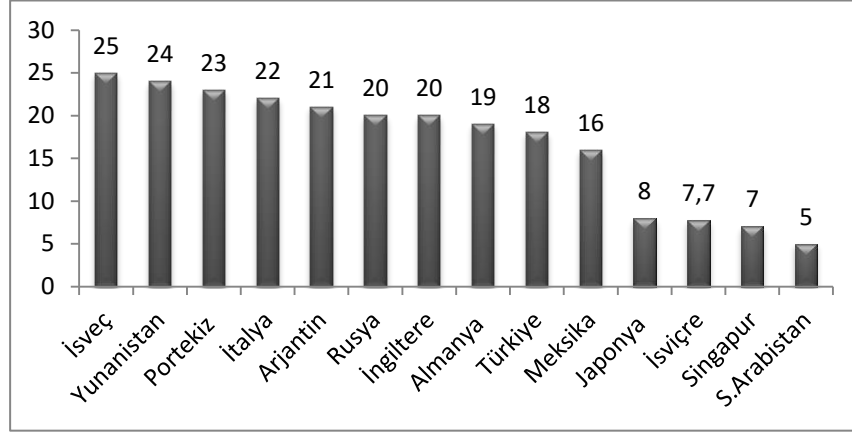
Dolaylı vergilerde, vergileme yapılırken kişilerin gelirlerinin önemi yoktur. Bu nedenle kişilerin gelirleri yani vergiye tabi olacak matrahları ne olursa olsun aynı tutarda vergi ödemektedir. Doğrudan vergilerin oranının yüksek olması, gelir dağılımı eşitsizliğini azaltma noktasında, vergi adaleti ve dolayısıyla ödeme gücü ilkesi açısından önem arz etmektedir. Dolaylı vergiler, harcamalar üzerinden alındığı için ve düşük gelir grubundakilerin tüketim harcamaları, bütçelerinin içinde ağırlıklı bir paya sahip olduğundan dolayı, bu vergi türünün toplam vergi gelirleri içindeki payının düşürülmesi (hali hazırda yaklaşık %70), vergi yükünün bu kesimlerdeki görece ağırlığının azaltılmasına imkân sunacaktır.

Doğrudan vergiler, ekonomik büyümenin ilk dönemlerinde sermaye birikimi sağlması nedeni ile düşük tutulabilmektedir, nitekim Türkiye’de 1923-1980 döneminde kadar II. Dünya Savaşı dönemi haricinde doğrudan vergilerin toplam vergi içindeki oranı % 50’nin altında kalmıştır. 1980’li yılların ortalarında bu oran % 60’lara kadar çıkmış olsa da sonrasında kademeli 1985’de KDV, 2002’de ÖTV’nin yürürlüğe girmesi ile birlikte tekrar azalma sürecine girmiş ve % 30’lara kadar gerilemiştir.

Ülkelerin bütçe verileri incelendiğinde ilginç sonuçlar ile karşılaşılmaktadır. Dünya genelinde kurumlar vergisi oranları 1980’den bugüne düşüş trendi izlemiştir. 1980’de nüfusla ağırlıklandırılmış olan bu veri % 46,6 iken Kasım-18 itibariyle % 26,5 ‘e gerilemiştir. ABD, 2017’de en yüksek kurumlar vergisi oranına sahip 4. ülke iken şu an % 208 ülke arasında kendine orta sıralarda yer bulmaktadır. En yüksek kurumlar vergisi Birleşik Arap Emirlikleri’nde (% 55) bulunur iken en düşük oran, Barbados (%5,5), Özbekistan (% 7,5), Türkmenistan (% 8) ve Macaristan (% 9)’da bulunmaktadır (Tax Foundation, 2019). Yine bir başka gelir kalemi olan Katma Değer Vergisi’nde de ülkeler arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin ABD, Hong Kong ve Katar’da KDV alınmamaktadır. Diğer bazı ülkelerdeki standart⁸⁶ KDV oranları ise şu şekildedir:

⁸⁶ Standart kavramı ile ürünlerin çoğunluğuna uygulanan KDV oranı kastedilmektedir, yoksa içinde Türkiye’nin de bulunduğu bazı ülkelerde günlük tüketilen bazı temel mal gruplarında daha düşük KDV oranı söz konusudur (PWC, 2019).

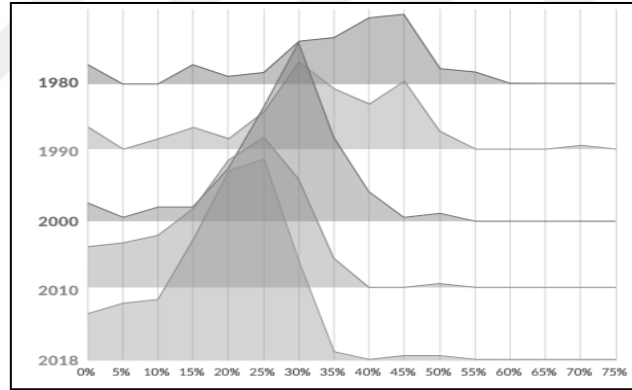
Grafik 2.7. Bazı Ülkelerdeki Standart KDV Oranları (%)



Kaynak: PWC

ABD’de gelir vergisi (% 50) en büyük gelir kalemi iken onu % 36’lık pay ile sosyal güvenlik primi gelirleri izlemektedir. Kurumlar vergisi %7’lik bir katkı sunarken, tarife gelirleri ise % 4 paya sahiptir (Amadeo, 2019). Türkiye’de ise gelir vergisi %22, kurumlar vergisi ise toplam gelirler içerisinde % 13’lük bir paya sahiptir.

Grafik 2.8. Kurumlar Vergisinin Dünya Geneline Dağılımı



Kaynak: Tax Foundation (<https://taxfoundation.org/corporate-tax-rates-around-world-2018/>)

Keynesyen iktisat ve bu ekolün ekonomik durgunlukla mücadelede çözüm olarak sunduğu maliye politikası önerilerinin, gelişmekte olan ülkeler için uygulanabilirliği konusunda bazı soru işaretleri bulunmaktadır. Her ülkenin ekonomisinin yapısal koşulları, kaynak yapıları birbirine bazı noktalarda benzese bile kendi içinde birtakım farklılıkları da beraberinde taşımaktadır. Örneğin, gelişmiş ülkelerde herhangi bir sektörde yaşanan üretim kaybı, üretim piyasasının daha esnek olması nedeniyle bir başka ürüne kaydırılarak alternatif yaratılabilmektedir. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde özellikle dış ticarete kısıtlı ürünler üzerinden ihracatın gerçekleştirilmesinden dolayı bu ürünlerde yaşanabilecek bir talep kesintisi, bu ekonomilerin ödemeler dengesini bozabilmekte ve bütçe içindeki

ihracat gelirlerini azaltabilmektedir. Yine, yüksek istihdam yoluyla büyümenin maksimum düzeye çıkarılması gelişmiş ülkeler için geçerli iken gelişmekte olan ülkelerin yapısal işsizlik problemi nedeniyle öncelikle kalkınmaya odaklanması ve gelir düzeyi dengesizliklerini giderecek sosyal adalet temelli mali politikalara başvurması yerinde olacaktır. Ekonomik büyüme, daha çok maksimum verimi elde etmek amacıyla üretim faktörlerinin bir araya getirilmesini içeren bir denge sorunuyla ilgilidir. Buna karşılık, Yavilioğlu (2002) ekonomik kalkınmayı ise iki aşamalı bir süreç olarak ifade etmektedir. Yazara göre, birinci aşama, üretim faktörlerinin oluşturulması olup üretim faktörlerinin yaratılabilmesi için ekonomiyi de içine alan kurumsal/yapısal bir değişimin gerçekleştirilmesidir. İkinci aşama ise üretim faktörlerinin optimal dengesini oluşturmaktadır. Elbette kalkınmak için büyüme gereklidir ama ekonomik büyümenin kalkınmanın sadece bir parçası olduğu ve kalkınmanın adalet, eşitlik, sağlık, toplumsal kültür gibi birçok boyutu olduğu unutulmamalıdır.

Devletler, bir ekonomide uyguladıkları politikalar ile toplam yatırım düzeyinin etkilemenin yanı sıra yatırımların bileşimini de etkileyebilirler. Gelişmekte olan ülkelere özel yatırım harcamaları verimliliği sorgulanmaksızın genellikle kısa sürede kar elde edilebilecek projelere aktarılmakta ve özel sektör bu alanlarda faaliyetlerini verimsiz bir şekilde yıllar boyu sürdürebilmektedir. Bu noktada eğer kamu harcamaları doğru kullanılabilir ve yönetilebilirse kaynaklar ekonomik kalkınmaya en fazla yararı olacak sektörlerle daha doğru ve sağlıklı bir biçimde aktarılabilir.

Yine, ekonomiler, kendi mali ve ekonomik yapılarına göre farklı mali kural türlerini değişik amaçlarla uygulamaktadır. Gelişmiş ülkelerde ulusal düzeydeki mali kural türleri arasında 'bütçe dengesi kuralı' öne çıkmış iken düşük gelir grubundaki ülkelere ise 'borç kuralı' daha yaygın olarak ülkeler tarafından kabul edilmiştir. Genel olarak ise 'gelir kuralı' ülkeler tarafından en az yaygın olan kural olarak dikkati çekmektedir.⁸⁷ Bunun yanı sıra, genel olarak bakıldığında, ülkelere harcama, bütçe dengesi ve borç kuralları yasal normlara sahipken⁸⁸ diğer bir ifade ile hukuki bir altyapı barındırmakta iken, gelirler kuralı daha ziyade politik bir taahhüt olarak uygulanmaktadır.

⁸⁷ Beş mali kural türünden (borç, bütçe dengesi, yapısal bütçe dengesi, harcama, gelir kuralı) ülkelere genelinde kabul edilen kural ortalaması hali hazırda %1,7 düzeyindedir (Schaechter vd., 2012; 14).

⁸⁸ Bu üç kurala ilişkin ülkeler arasında da kısmi farklılıklar gözlenmektedir. Örneğin, gelişmekte olan ülkelere ve düşük gelir grubuna giren ülkelere 'harcama kuralı' daha çok yasal bir zemine sahip iken gelişmiş ülkelere bu kural daha çok orta vadeli program şeklindeki bir çerçevede değerlendirilmektedir.

Gelişmiş ülkelerde kamu harcamaları, gelişmekte olan ülkelerin üzerindedir. Bu ülkeler, transfer harcamalarına gelişmekte olan ülkelere daha fazla pay ayrılmaktadır. Gelişmiş ülkelerin emeğin niteliğini arttırmaya yönelik yaptıkları harcamalar gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksektir. Maddi (fiziksel) sermaye ile beşeri sermaye birbirleriyle sıkı sıkıya bağlı iki kavramdır, beşeri sermaye yoluyla maddi sermaye kullanılmaktadır. Beşeri sermaye, “bireyin zaman içerisinde yetenek, deneyim ve kültürel eylemlere katılımı sonucunda elde ettiği ve biriktirebildiği sermaye” olarak tanımlanmaktadır (Özcan, 2011: 107) Eğer beşeri sermaye etkin bir şekilde kullanılmaz ise yapılan fiziksel, maddi sermaye yatırımlarının verimliliği azalacaktır yani bu sermayenin kullanımı, üretime artı değer katmaktadır. “Beşeri sermayeye dolaylı olarak yapılan pozitif etkinin uzantısı ile ulusal yatırım ve tasarruf oranları, sosyo-politik ve finansal istikrarın oluşmasına yardımcı olan sosyal sermaye, fiziki sermayenin birikimini de hızlandırmaktadır” (a.g.m: 111). Bu noktada yakın zamanda Dünya Bankası tarafından son yıllarda yayımlanmaya başlayan ‘Beşeri Sermaye Endeksi’⁸⁹ ülkeler arasında karşılaştırmaları göstermesi açısından önemli bir gösterge ve veri seti olacaktır. Raporda beşeri sermaye, “bir ülkedeki kişilerin sahip oldukları ve sonrasında üretim sürecinde kullanabilecekleri bilgi, beceri ve yeteneklerin genel toplamı” olarak tanımlanmaktadır. Bu endeks 130 ülkeyi kapsayacak şekilde oluşturulmuştur ve ülkeler 0-100 puan arasında bir puan almaktadır. Bir ülkenin başarılı sayılabilmesi için 70 puan alması gerekmektedir. 2017 yılında ülkelere % 62’si 70 puan eşliğini aşabilmiştir. 2017 yılında Türkiye’nin aldığı puan 60,3 iken, 2018’de puanını 63’e yükseltmiştir.

⁸⁹ Beşeri Sermaye Endeksi, istihdam piyasasına katılım durumu; işsizlik ve eksik işgücü oranı, eğitimde kalite gibi göstergeleri içermektedir. Endeks kapsamında farklı yaş grupları ayrı ayrı incelenmektedir. Bölgesel farklılık düzeyleri incelendiğinde en düşük farklılık Kuzey Amerika’da gerçekleşirken AB içinde dahi - son dönemde birliğe giren AB ülkeleri kapsam dışında tutulduğunda-farklı görünüm söz konusudur. Örneğin endeksin ilk 3 sırasında Norveç, Finlandiya, İsviçre yer alırken, Akdeniz’e kıyısı olan ülkeler (Yunanistan, Portekiz ve İspanya) 40-50. sıralarda kendilerine yer bulabilmektedir.

Tablo 2.4. Beşeri Sermaye Endeksi

Sıra	Ülkeler	Genel Sıralama		Kapasite Endeksi		Etkinlik Endeksi		Gelişim Endeksi		Know-How Endeksi	
		Sıra	Skor	Sıra	Skor	Sıra	Skor	Sıra	Skor	Sıra	Skor
1	Norveç	1	77,12	13	80,46	24	73,18	6	82,63	6	72,22
2	Finlandiya	2	77,07	8	81,05	68	65,09	1	88,51	2	73,62
3	İsviçre	3	76,48	28	76,36	42	69,12	2	84,87	1	75,57
4	Amerika	4	74,84	22	78,18	43	68,72	4	83,45	13	68,18
5	Danimarka	5	74,40	16	79,37	34	71,41	14	78,65	17	68,18
6	Almanya	6	74,30	29	76,33	40	69,60	12	79,38	7	71,96
7	Yeni Zelanda	7	74,14	18	78,92	27	72,76	8	80,38	22	64,50
8	İsveç	8	73,95	31	76,21	39	69,60	16	77,10	3	72,89
9	Slovenya	9	73,33	7	81,10	64	65,90	13	79,21	18	67,10
10	Avusturya	10	73,29	45	73,71	44	68,00	7	81,53	11	69,92
11	Singapur	11	73,28	27	76,45	36	70,52	25	73,62	4	72,52
12	Estonya	12	73,13	10	80,94	28	72,70	18	76,20	26	62,68
13	Hollanda	13	73,07	43	74,09	67	65,37	3	83,60	12	69,22
14	Kanada	14	73,06	15	80,38	32	71,96	22	74,06	20	65,85
15	Belçika	15	72,46	35	75,14	75	63,39	5	82,84	16	68,47
16	Rusya	16	72,16	4	83,19	18	74,33	33	72,97	42	58,14
17	Japonya	17	72,05	9	80,96	62	66,32	23	73,92	19	67,00
18	İsrail	18	71,75	58	70,70	35	70,56	21	74,69	8	71,03
19	İrlanda	19	71,67	34	75,47	78	62,33	10	80,04	15	68,84
20	Avusturalya	20	71,56	20	78,44	63	66,20	9	80,24	29	61,36
21	Türkiye	75	60,33	83	63,70	108	56,63	46	68,59	59	52,39

Kaynak: Dünya Bankası (2017), Human Capital Index.

Gelişmekte olan ülkelerin istihdam piyasasında yaşanan durgunluğun sebebi Keynesyen ekolün iktisadi görüşlerinde vurguladığı toplam talep yetersizliği değil, piyasalarda karşılaşılan birtakım yapısal darboğazlar da olabilmektedir. Bu nedenle, işsizlikle mücadele için uygulanacak olan genişlemeci bir maliye politikası gelişmiş ülkelere kıyasla daha az etki gösterebilecektir. Bu noktada hem istenilen etki alınamamış iken uygulanan bu politika nedeniyle birtakım istikrarsızlıkların da görülmesi muhtemeldir. Örneğin, mali gevşeme neticesinde fiyatlarda enflasyonist bir yükseliş görülebilecektir.

Hükümetler, genellikle ekonomiyi denge pozisyonuna geri döndürmek için maliye politikası, para politikası veya ikisinin bir kombinasyonunu kullanır. Gelişmiş ülkelerde Merkez Bankası, tam bağımsız olduğundan dolayı durgunluk dönemlerinde ellerindeki para politikası araçlarını etkin olarak kullanabilmektedir buna karşın gelişmekte olan ülkelere merkez bankalarının bağımsızlığı ile ilgili birtakım şüpheler hala bulunmaktadır. Bu nedenle etkin bir para politikası eğer ekonomide yürürlükte değil ise bu tür gelişmekte olan ülkelere maliye politikasının ekonomiyi dengeleyici rolü ve sorumluluğu daha fazla ön plana çıkmaktadır. Bu noktada mali baskınlık (fiscal dominance) ve parasal baskınlık (monetary dominance) kavramları önem kazanmaktadır. Mali baskınlıkta para politikası pasif bir görünüme sahiptir, edilgen bir rolü bulunmaktadır; parasal baskınlıkta ise para

politikası ve dolayısı ile Merkez Bankaları daha proaktif bir konumdadır. Parasal politikanın baskın olabilmesi için burada kamunun para basmaya gitmeden kamu dengesini koruması önemlidir. Eğer yüksek kamu borcu altında sıkılaştırmaya gitmeyen bir mali politika uygulanıyor ise borcun sürdürülebilirliği piyasa yatırımcıları tarafından daha yüksek ses ile dile getirilmeye başlanır ve dolayısıyla daha yüksek bir reel faiz getirisi beklentisi oluşur. Dolayısıyla, mali baskınlık, para politikasının maliye politikası tarafından yönlendirildiği bir senaryodur.

Para politikası, en genel haliyle merkez bankasının para arzını etkileyerek ekonomiyi dengeye çekmeye çalıştığı bir araçtır. Bu görev temelde dört yaklaşım ile gerçekleştirilir (Essays UK, 2018).

- i. Para basmak
- ii. Para üzerindeki doğrudan kontroller
- iii. Açık piyasa işlemleri
- iv. Faiz oranını etkilemek

Mali baskınlık, hükümet borç stokunu ile toplam harcama ve vergilendirmenin yolunu belirleyebildiği zaman ortaya çıkar. Bu koşullar altında, hükümet, aynı zamanda vergi toplamaksızın kalıcı harcama düzeyini yükselterek, para tabanının ve para stokunun mevcut ve gelecekteki akışları ve dolayısıyla enflasyon oranını etkileyebilir. Kamu maliyesinin para politikası üzerindeki etkisi, ilk önce 1930'larda ve daha sonra 1970'lerde daha da güçlenmiştir. Bağımsız bir Merkez Bankası ve düşük bütçe açıkları, 1980 ve 1990'larda mali baskınlığı azaltarak parasal baskınlığı ön plana çıkarmıştır (Frantiani ve Spinelli, 2001: 255).

Mali baskınlık, merkez bankasının işlerini oldukça zorlaştıran bir durumdur. Mali baskınlığı olduğu durumlarda, maliye politikası 'başına buyruk' hareket eder ve bütçe açıkları sürer. Bu durumda para politikasına düşen maliye politikasına uymaktır, şimdi uymasa bile bir süre sonra uymak zorunda kalacaktır (Özatay,2013: 355).

Hükümet bütçe açığını para basmak suretiyle finanse ettiğinde, ekonomideki para arzı artar. Para arzındaki artışın enflasyon üzerindeki etkisine ilişkin iki görüş bulunmaktadır. Keynesyen akıma göre, toplam üretim talebinin yetersizliği nedeniyle hem üretken kapasite hem de iş gücü atıl olduğu depresyon zamanlarında para arzı arttığında, fiyat seviyesinin fazla yükselmesi muhtemel değildir ve dolayısıyla para arzındaki büyüme, çıktı ve geliri arttırmaktır. Gelir artışı ile vergilendirmeden kaynaklı kamu geliri de büyüyecek ve bu

durum bütçe açığını azaltacaktır. Ancak ekonomi tam istihdamda ise açığı finanse etmek için para basılması fiyatlar genel seviyesinin yükselmesine neden olacaktır. Enflasyona neden olan bütçe açığını finanse etmek amacıyla geliri artırmak için para basmak, enflasyon vergisine benzer. Çünkü hükümet para basma yoluyla enflasyona neden olarak ve para sahiplerinin varlıklarının gerçek değerini düşürerek gerekli kaynakları elde edebilir.

King ve Plosser (1985) ise ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, İsviçre, Japonya, İspanya, Meksika, Şili ve Güney Kore'ye yönelik para arzı (senyoraj geliri) ve bütçe açıkları arasında bir korelasyon bulamamış fakat Arjantin, Brezilya, Meksika ve İtalya için böyle bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. 1961-1983 döneminde Kanada, Fransa, İngiltere ve Batı Almanya'yı analiz edildiği bir başka çalışmada ise bu dört ülkedeki para politikasının bütçe açığı arttıkça daha da uyumlu hale geldiğini ortaya koymaktadır.

Fischer ve Easterly (1990: 131) enflasyonist olmayan paranın basılmasının durumunu ise şu şekilde açıklamaktadır. Çalışmalarındaki bulgulara göre, her % 1'lik milli gelir artışında hükümet, reel dengelerdeki artan talebi karşılayan paraların basımı yoluyla milli gelirin % 0.13'ü kadar gelir elde etmektedir. Örneğin, yıllık büyüme oranı % 6,5'lik olması durumunda, hükümetin enflasyonu olmayan para basımı yoluyla bütçe açığını finanse etmek için yıllık para miktarı maksimum % 6,5 artırması gerekir; bu durumda GSMH' nin yaklaşık % 0,9'u kadar senyoraj geliri elde edilir. Para tabanının büyüme oranı bu eşiği aşarsa enflasyon ortaya çıkacaktır.

Enflasyon vergisi, verginin ödenme şeklinin iyi anlaşılmasında ve hükümetin elde ettiği gerçek gelirin (veya satın alma gücünün) hesaplanmasında zor olması nedeniyle tüm vergilerden en az şeffaf olanıdır. Ayrıca bu gelir, genellikle, hükümetin yeni yaratılan parayı, mal yerine tahvil satın alarak ekonomiye enjekte etmesi ile oluşmaktadır. Ülkeler arasında bu senyoraj gelirleri arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. ABD'de, enflasyon vergisinin GSYİH' ya oranı sadece % 0,3'tür. Benzer şekilde gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon vergisi (senyoraj geliri) düşük seviyelerdedir, buna karşılık Latin Amerika ülkelerinde bu verginin milli gelir içindeki payı % 3,5 – 5,2 arasında değişmektedir (Mukherjee, T.Y).

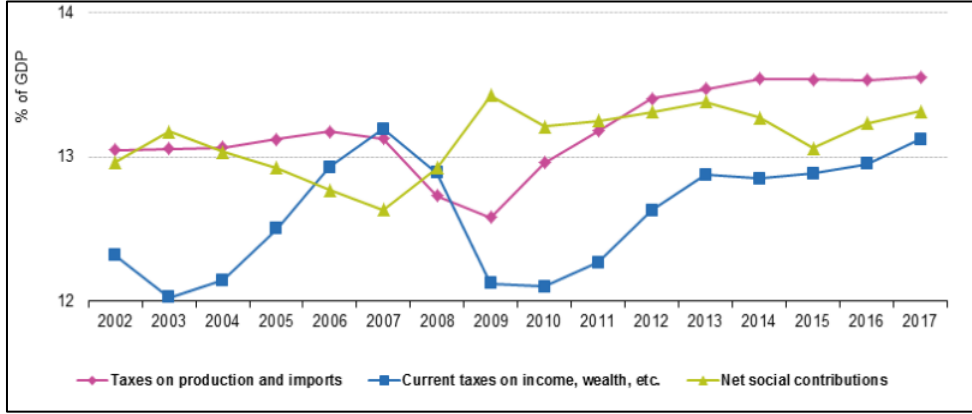
Kamu harcamalarının finansmanı konusunda ise yine gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasında farklılıklar bulunabilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde sermaye piyasalarının derinliği az olduğu için banka kanalıyla finansman yöntemi daha fazla kullanılmaktadır. Bankalardan yeterli finansman bulunamadığında ise uluslararası

kaynaklardan finansman gerçekleştirilmektedir. Süregelen bütçe açıkları ile dış borç stoku yükselen ülkelerin risk priminin artması neticesinde yüksek faizler ile borçlanmaya başlayan bir gelişmekte olan ülke faizleri, her ne kadar sıkı bir maliye politikasını artık gerekli olduğunu gösterse de yurtiçinde yaşanan bir durgunluk nedeniyle hükümet yetkilileri mali genişleme politikası tercih edebilmektedir. Bu durum ise ekonomik kırılganlığı daha fazla arttırarak dengesizliğin boyutunu arttırabilmektedir. Bu amaçla bütçenin iç ve dış öğeleri arasında bir ayırım yapılması sağlıklı olabilecektir. Gelişmekte olan ülkelerde ücret ile fiyatların daha yapışkan olması ve yüksek enflasyon oranlarının görülmesinden dolayı enflasyon gecikmeleri gelişmiş ülkelere nazaran daha kısa süreli olabilmektedir. Böylelikle, mali genişleme politikaları üretim ve istihdam piyasası üzerinde sınırlı bir etki yaratırken, fiyatlar genel seviyesi ve ödemeler dengesi üzerinde daha fazla etki oluşturabilmektedir (Ataç, 2009: 254).

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomideki beklentilerin karşılanabilmesi için kamu harcamaları arttırarak ekonomik büyümeye katkı sunmak, zamanla devletin kendi içinde rasyonelleştirdiği bir uygulamaya dönüşmektedir. Bu doğrultuda gelişmiş ülkelere kıyasla bakıldığında, gerek yeterli düzeyde vergi toplayamaması gerekse kamu cari ve yatırım harcamalarının yüksekliği nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmında bütçe açıkları daha yüksek seyretmektedir. Ataç (2009), harcamalar üzerinde devletin denetiminin, gelişmekte olan ülkelerdeki bütçe dengesizliklerini etkileyen bir diğer faktör olduğunu belirtmektedir. Fakat bazı ekonomilerin bilinçli bir şekilde bütçe açığı vererek fiyat istikrarsızlığı kabullenmek pahasına büyümeyi tercih etmekte olduğunu dolayısıyla kamu harcamalarındaki denetim olgusu, kısa zaman içinde değiştirilmesi güç olan bir takım faktörler ile ilişkili olabildiği gibi aynı zamanda bilinçli olarak yapılan bir tercih de olabilmektedir.

Konvansiyonel vergi sisteminin yıkıldığı yüksek enflasyon koşullarında, enflasyon vergi geliri, devletin borçlarını ödemesi için son çare olabilir. Ancak enflasyon vergisi yoğun bir oranda kullanılır ise enflasyon kaçınılmaz biçimde yükselir. Bu nedenle, özellikle gelişmekte olan bir ekonomideki vergilendirme, borçlanma ve yeni yaratılan para (senyoraj) yoluyla kaynaklar arasında iyi bir denge kurulması en sağlıklı olacaktır.

Grafik 2.9. AB Ülkelerinde Vergi Gelirlerinin Dağılımı



Kaynak: ECB

2.3.3. Kriz Öncesi Uygulan Politikaların Makroekonomik Performansa Etkisi

Cecchetti vd. (2011) çalışmalarında bir ülkenin kriz dönemindeki (2007-2009) makroekonomik performansının, kriz öncesi politika kararlarının sonucu olup olmadığını incelemişlerdir. Buna göre daha iyi performans gösteren ekonomiler;

- i. Daha güçlü bir sermayeye sahip bir bankacılık sektörüne,
- ii. Düşük kredi/mevduat oranına
- iii. Düşük cari işlemler açığına
- iv. Yüksek döviz rezervlerine
- v. Düşük özel sektör kredi / GSYH seviyesine ve büyüme oranlarına sahipti.

Diğer bir ifade ile sağlam politika kararlarının ve kurumların varlığı, finansal krize karşı olan ülke kırılganlıklarını azaltmıştır. Bunun yanı sıra ticaret açıklığı derecesi (trade openness), ülkeler arası ekonomilerdeki performansı ayırt etmese de, finansal açıklık seviyesi (financial openness) çok önemli görünmektedir. Yine krizden önceki düşük düzeyli hükümet gelirleri ve harcamaların olduğu ülkelerin ekonomik görünümdeki bozulma karşısında daha dirençli ve görece güçlü durdukları sonucuna ulaşmışlardır.

Yazarların hesaplamalarına göre 1998-2010 dönemindeki 12 yıllık süreçte, Hindistan, Endonezya ve Letonya, küresel ticaret döngüsüyle en az ilişkilidir diğer bir ifade ile küresel faktör, bu ülkelerdeki GSYİH büyümesindeki değişimin sadece % 7' sinden daha azını açıklamaktadır. Bu oranın en yüksek olduğu ülkeler ise incelenen dönem itibariyle İtalya (% 81), Finlandiya (% 80) ve Birleşik Krallık (% 73) olmuştur (Cecchetti vd., 2011: 11-12).

Çalışmada 46 ülkeden 25'inde Merkez Bankası aynı zamanda bankacılık sisteminin denetiminde de tam yetkili iken ve bu sorumluluğun paylaşıldığı ya da tamamen başka bir denetleme otoritesine verildiği ülke sayısı ise 21'dir. Örneğin bankacılık denetimi, İsrail ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde merkez bankasının sorumluluğunda iken Avustralya, Çin, İrlanda ve İngiltere'de Merkez Bankası'nın yetki alanının dışındadır. Türkiye'de ise bu denetim görevi Ağustos-2000'de kurulan BDDK tarafından yerine getirilmektedir. Çalışmaya göre, bankacılık denetiminin yapısı, hem banka konsantrasyonunun derecesiyle (Herfindahl banka varlıkları endeksi kullanılarak ölçülmüş) hem de bankacılık kriziyle ilgili geçmiş deneyimlerle istatistiksel olarak ilişkili değildir.

46 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin analiz edildiği çalışmada bu ülkeler 2007'de milli gelirlerinin ortalama % 16,3'üne eşdeğer bir döviz rezervine sahiptir. Sabit döviz kuru uygulayan ekonomiler GSYİH' nin % 34,7'si oranında döviz rezervlerine sahip iken, dalgalı kur oranına sahip ekonomiler içinse bu oranın % 10,5 düzeyinde olduğu görülmüştür. Değişken kur politikası izleyen 35 ekonomiden 30'unda açık bir enflasyon hedeflemesi bulunmaktadır. Ortalama para politikası oranı, 2007 sonunda % 5,40'lık bir başlangıç seviyesinden 2009 sonunda % 2,65'e azalarak nette 2,75 puan düşmüştür. Bazı ülkelerde bu dönemde döviz kurunda yaşanan değer kaybı yoluyla bir miktar parasal gevşeme sağlanmıştır. 2007 yılının sonundan 2009 yılının sonuna kadar, ortalama döviz kuru ABD dolarına karşı % 2,4 oranında değer kaybetmiştir. Para biriminde dolara karşı en yüksek değer kayıplarını Kore (-% 27), Türkiye (-% 25) ve İngiltere (-% 25) yaşamıştır. Bu 46 ekonomiden 27'sinde ise başta Japonya (% + 21), İsviçre (+% 11) ve Çin (% + 8) olmak üzere ülkelerin yerel para birimleri USD karşısında değer kazanmıştır (Cecchetti vd., 2011: 13).

Dollar (1992), gelişmekte olan ekonomiler için ticari açıklığın milli gelir üzerindeki etkisini regresyon analizi ile inceleyerek ticari açıklığın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Frankel ve Romer (1996), yatay kesit regresyonu ve en küçük kareler (EKK) methodunu kullandıkları çalışmalarında, hem ihracat hem de ithalatın GSYH paylarındaki %1'lik bir artışın kişi başına düşen milli geliri %2'den daha fazla arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Finansal serbestleşmenin teorik temelleri ise McKinnon-Shaw hipotezine ⁹⁰ dayanır. Bu hipoteze göre, sermayenin üzerindeki kısıtlamalar kaldırıldığı zaman, sermayenin nispeten bol ama getirisinin düşük olduğu ülkeden, sermaye

⁹⁰ Her iki bilim adamı birbirinden bağımsız olarak 1973 yılında çalışmalarında bu konu üzerinde durmuşlardır.

kıt ama getirisinin yüksek olduğu ülkeye gider ve gittiği ülkede finansal derinliği artırır.⁹¹ Böylelikle hem ülkeler arasında faiz oranları eşitlenmiş, hem de yatırım yapmak için iç tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere kaynak transfer edilmiş olur (Aktaran: Atamtürk, 2007: 76-77). Fakat Doğu Asya, Güney Amerika ve Afrika ekonomilerini analiz ettiği makalesinde, Rodrik (1999), finansal dışa açıklığın, ülkenin ekonomik performansı negatif etkilediğine ilişkin bulgulara ulaşmıştır. Benzer şekilde Stiglitz (2000) de yaptığı çalışmada GOÜ' llerde finansal açıklığın, finansal krizlere neden olduğunu belirtmişlerdir. Dolayısı ile bu konu üzerinde net bir konsensus bulunmamaktadır.

Gourinchas ve Jeanne (2002) konuya biraz daha farklı bir açıdan yaklaşmışlardır. Yazarlara göre liberalleşmeden elde edilen ana faydalar, dış sermayeye erişimden ziyade uluslararası liberalleşme sürecinin ülkedeki ekonomik ve hukuki reformları hızlandırılmasına yol açmasıdır. McKinnon ve Pill (1999)'e göre ise finansal piyasalarını açan ülkeler kısa vadede bir canlanma ve daha yüksek bir büyüme yaşayabilir fakat bu ülkeler, orta vadede bir durgunluk ve geçici bir ekonomik daralma yaşayabilir; dolayısıyla liberalleşmeden elde edilen net kazancı ülkeler ancak çok uzun vadede alabilirler.

Dolarizasyon: Literatürde dolarizasyon varlık ve yükümlülük dolarizasyonu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Finansal Dolarizasyon kavramı, ekonomik birimlerin bilançolarının gerek aktif gerekse pasif tarafını içermekte, bu anlamda daha geniş bir anlamı ifade etmektedir. Akıncı vd. (2005) dolarizasyon ile ilgili olarak “bir ülkenin konsolide bilançosu yerine, sektör bilançolarının ayrı ayrı incelenmesinin oldukça önemli olduğunu” vurgulamakta; bu yaklaşımın, “bilançoların toplulaştırılması nedeniyle gözden kaçabilen, sektörlere ilişkin zayıflıkların ortaya çıkmasına imkân vereceğini” belirtmektedir.

Reinhart vd. (2003), uzun dönem kronik enflasyon ile mücadele eden ekonomilerde, fiyatlar genel seviyesinde yeniden yükselme olasılığının, dolarizasyon olgusunun ülke içinde zayıflatılmasını engellediğini belirtmektedir. Yazarlara göre, ters dolarizasyon süreci, uzun vadeli bir parasal ve mali istikrarın temini ile mümkündür ve bu konuda Polonya başarılı bir örnektir. Son olarak, ters dolarizasyonda başarı için toplam varlıklar içinde yabancı varlık oranının % 5 -10 aralığına çekilmiş olması gerektiğini belirtmektedir.

⁹¹ McKinnon finansal baskı politikalarını, hükümetin faiz oranlarını düşük tutarak, banka kredilerinin belli sektörlerle tahsis edilmesi, kamu açıklarının mevduat bankalarının kıt kaynaklarından temin edilerek kaynakların yeteri kadar etkin kullanılmaması ve ekonomideki diğer aktörlerin finansman ihtiyacını tefeci ve kooperatif gibi zayıf kanallardan sağlaması şeklinde tanımlamaktadır (McKinnon, 1973).

2.4. Para - Maliye Politikaları ve Yapısal Düzenlemeler

Küresel finansal kriz hâkim para politikası paradigmasında değişikliğe yol açmıştır. Yaşanan kriz göstermiştir ki, fiyat istikrarının sağlanmış olması aynı zamanda finansal istikrarının temini için daima yeterli değildir. Nitekim kriz öncesinde 2000-2007 yılları arasında %2 civarında seyreden bir enflasyon söz konusu idi. Buna karşılık, diğer makroekonomik büyüklükler ve finansal değişkenler büyük dalgalanmalar geçirmiştir. Örneğin, dünyada varlık fiyatları ile yatırım ve genel ekonomik büyüme krizin başlangıcına kadar sürekli artmıştır. Bu büyüme, borçlanmadaki keskin bir artışla finanse edilmiştir.

2.4.1. Para Politikaları Amaçları, Araçları ve Sınırlılıkları

Ekonomik krizden kazanılan deneyimler sonucu kriz öncesi yaygın bir genel kabul gören para politikalarının geçerliliği de sorgulanır olmuştur. Örneğin, enflasyonu orta vadede % 2 civarında sabitleyen fiyat istikrarı, birliğin birincil para politikası hedefi olarak tasarlanmıştı. Kısa vadeli faiz oranlarını yönetmek ise bu hedefe ulaşmak için yeterli bir araç olarak kabul edilmişti. Merkez bankalarının öngördüğü tahminler de para politikası kararlarında önemli rol oynamaktaydı. Etkin piyasa hipotezinde, finansal piyasalardaki kusurlar ve bunların olası makroekonomik etkileri büyük ölçüde göz ardı edilmiştir. Buna göre para politikası, faiz oranı aracılığıyla, piyasalarda yaşanan varlık balonu gibi ciddi dengesizlikleri önlemek için etkin bir şekilde kullanabileceği çok az imkâna sahiptir. Kriz öncesinde, para politikası yapımcılarından genellikle beklenen, bir finansal kriz yaşandıktan sonra makroekonomik zararı keskin faiz indirimleriyle en aza indirmektir. Yine, bireysel finansal kuruluşlara odaklanan mikro ihtiyati denetim de finansal krizleri önlemenin yeterli bir aracı olarak kabul edilmekteydi. Makro ihtiyati araçlar ise finansal sistemin gücünü artırır, esneklik sağlar, böylece şoklara karşı kırılgenliğini azaltır ve bir finansal krizin toplam makroekonomik maliyetlerini en aza indirir. Genel bir kural olarak, AB'deki makro ihtiyati politikanın sorumluluğu bireysel üye devletlere aittir. Kasım-2014'den itibaren ise artık ECB sadece mikro ihtiyati denetim yetkileri ile görevlendirilmemiş aynı zamanda üye devletleriyle ilgili bazı makro ihtiyati bilgiler⁹² ve müdahale haklarına da sahip olmuştur (Bundesbank,2015: 44). Yine de kriz öncesi para politikaları uygulamalarına ilişkin görüş birliğinin bazı unsurları hala geçerliliğini korumaktadır. Bunlar, fiyat istikrarının devam eden önemini, merkez bankalarının bağımsızlığının oynadığı kilit rolü ve bununla ilgili

⁹² Olası sınır ötesi etkiler nedeniyle ulusal düzeyde planlanan herhangi bir makro ihtiyati müdahale öncesinde Avrupa Merkez Bankası (ECB) bilgilendirilmelidir.

olarak para politikasının yüksek düzeyde şeffaflığına verilen önemi ve nihai kredi merci görevini içerir.

2.4.1.1. Para Politikaları Amaçları ve Sınırlılıkları

Küresel büyümenin zayıflaması ve genellikle daha düşük bir doğal faiz oranı, düşük ve hatta negatif piyasa oranlarına yol açmaktadır. 2008 krizinde alınan para politikası önlemleri olmasaydı, gelişmiş ekonomilerin daha yüksek oranda bir deflasyon riski ile karşılaşması muhtemeldi. Parasal politika uygulamaları, ekonomik iyileşmenin sürekli olabilmesi için önemli bir yardımcı olsa da, bu durum sadece para politikaları ile yönetebilecek bir süreç değildir. Para politikalarının temel amacı ekonominin tekrar istikara kavuşması noktasında geçici bir takım önlemler almak ve uygulamaları yürürlüğü koymaktır. Gerçekleştirilen uygulamaların kalıcı hale dönüşmesi ise birtakım riskleri beraberinde getirmektedir. Örneğin son 2008 krizinde olduğu gibi uzun vadeli varlık satın alımları, kalıcı hale dönüştürüldüğü takdirde devlet finansmanında yanlış bir takım teşvikler yaratabilecektir. Kısaca, kalıcı ekonomik bir toparlanma sadece para politikası ile sürdürülemez olup bu politikalara maliye, makro ihtiyati politikaların da eşlik etmesi bunun yanısıra üretkenliği ve verimliliği arttırıcı yapısal dönüşümlerinde hayata geçirilmesi gerekmektedir.

Para politikalarının bir diğer sınırlılığı ise ülke para biriminin ithalatında yabancı para birimlerinin ağırlığından kaynaklı olarak para politikalarında görülen asimetric yayılımdır. Örneğin ABD’de uygulanan sıkılaştırıcı bir para politikası Türkiye gibi ülkelerde \$’ye dayalı bir ithalatın varlığı nedeniyle enflasyonist bir etki yaratabilmektedir. Bir ülkenin ithalatının yabancı para cinsinden faturalandırılmasının (ödenmesinin) oranı arttıkça gerek kısa gerekse uzun vadede döviz kuru dalgalanmalarına karşı enflasyon hassasiyeti artmaktadır. Benzer şekilde ithalatının çok büyük miktarının kendi para birimi cinsinden yapan bir ülkenin dış şoklardan kaynaklı olarak döviz kurundaki bir değer kazancı, o ülke için deflasyonist bir endişe yaratmayabilmektedir. Gopinath (2015), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ithalatında yerli para birimlerinin ağırlığını incelediği çalışmasında TL’nin Türkiye’nin toplam ithalatındaki payının % 3 olduğunu, benzer şekilde Hindistan’da da bu oranın %3 olduğunu; gelişmiş ülkelerden Japonya’da % 23, İngiltere’de %32, Almanya’da

% 55, ABD’de ise % 93 olduğunu belirtmiştir.⁹³ Dolayısıyla, para politikası ABD’de gibi ülkelerde bu oranın bu kadar yüksek olmasından dolayı zayıf bir para birimi ile enflasyonu yükseltme noktasında daha az etkili olabilmekte ve deflasyonist risk karşısında yetersiz kalabilmektedir.⁹⁴

2.4.1.2. Para Politikaları Araçları

Merkez Bankaları’nın nihai kredi merci rolü finansal piyasaların sağlıklı işleyebilmesi için oldukça önem arz etmektedir. 1990’dan itibaren yaşanan krizlerde, IMF, hükümet ve Merkez Bankaları nihai kredi merci görevini üstlenmektedir. IMF temelde iki şekilde ekonomilere destek sağlamaktadır.

- i. **Stand-by Antlaşması (SBA)** – Şartlı bir kredidir, ekonomik reformları benimsedikleri ölçüde verilir.
- ii. **Esnek Kredi Limitleri (FCL- Flexible Credit Lines)** – Önlem niteliğinde herhangi bir şarta bağlı olmayan likidite limitleridir. Hemen anında para vermek yerine etkin bir şekilde destek olacağını taahhüt etmektedir.

2009 yazına gelindiğinde IMF, ülkelere 50 Milyar USD’lik SBA ve 78 Milyar USD’ lik FCL kredisi kullanıyordu. Bu rakamlar önceki dönemdeki kurtarma paketlerine göre oldukça yüksekti. Örneğin G. Kore’ye 1997’de Asya Krizi’nde 10 milyar USD’ nin biraz altında kredi verilmiş, buna karşın ekonomisi G. Kore’den oldukça küçük olan Ukrayna, IMF’den 2008 krizinde 16,4 milyar USD kredi almıştır. Krizde tek uluslararası nihai kredi merci IMF değildi, ABD’de FED birçok üye için “swap limitleri” tahsis ederek bu rolü IMF ile birlikte paylaşmıştı. Bu swap sözleşmeleri ile USD’ yi ihtiyaç duyan bir başka MB ile takas yapmaktaydı böyle ihtiyaç duyanlara kendi ülkelerinde \$ kredisi kullanmasına imkân

⁹³ Dünya ticaretinde USD’nin payının EUR’dan oldukça yüksek olmasına karşın, Evlinoğlu ve Bozdağlıoğlu (2014: 279-280), BIS verilerinden hareketle sabit ve değişen oranlı tahvillerde Euro’nun liderliğini koruduğunu belirterek USD karşısında hala en ciddi alternatif para birimi olduğunu belirtmişlerdir.

⁹⁴ Yapılan çalışmada TL’deki %10’luk bir değer kaybı, ithalat fiyatlarına bir çeyrek sonra %90 oranında yansımakta, sekiz çeyrek sonra ise değer kaybının tamamı fiyatların içerisine girmektedir. Benzer şekilde Japonya’da bu oran bir çeyrek sonra %8,3, sekiz çeyrek sonra ise %9 oranında yansır iken ABD için ise bu oranlar sırasıyla % 3,4 ve % 4,4 şeklinde gerçekleşmektedir. Japonya ve Türkiye’nin ortak özelliği; Türkiye toplam ithalatı içerisinde ABD mallarının oranı sadece %6 olmasına karşın, toplam ithalatının %60’ını ABD doları ile gerçekleştirirken, benzer şekilde Japonya’da ABD mallarının ithalattaki payı %13 iken toplam ithalatın %71’i USD cinsinden gerçekleştirilmektedir (Gopinath, 2015:2-4).

sağlıyordu. Diğer bir ifade ile direkt olarak yabancı ülkedeki finans kuruluşlarına borç vermiyordu ama bu borcu onlara verebilecek olan Merkez Bankaları'na veriyordu.⁹⁵

Finansal sistemde ortaya çıkan dalgalanmalar, merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanarak finansal piyasalara istikrarı yeniden temin etmek amacıyla müdahalelerini gerekli hale getirmektedir. Hem geleneksel hem de geleneksel olmayan para politikaları uygulamaları, istikrarlı bir finansal sistemi, sürdürülebilir büyümeyi ve fiyat istikrarını geliştirmeyi amaçlamaktadır. Ülkelerin son krizde aldıkları para politikası önlemlerinde ise ülkeler arasında bazı farklılaşmalar söz konusudur. TCMB ekonomisti Vural (2013: 53-54) çalışmasında ülkeleri, uyguladıkları para politikası türüne göre incelemiştir. Buna göre, geleneksel olmayan para politikalarını uygulayan ülkeler (İsveç, G.Kore, ABD, Macaristan ve İngiltere, Japonya vb.) geleneksel olmayan para politikalarının yanında diğer politikaları da uygulamışlardır. Bu durum, uygulanan bu diğer politikaların ikame olmaktan ziyade destekleyici nitelikte olduğunu göstermektedir. Meksika, Tayland, G.Afrika ve Çek Cumhuriyeti ise geleneksel olmayan para politikalarını hiç kullanmazken, diğer geleneksel politikaları yeterli görüp bunları önemli ölçüde kullanmıştır.

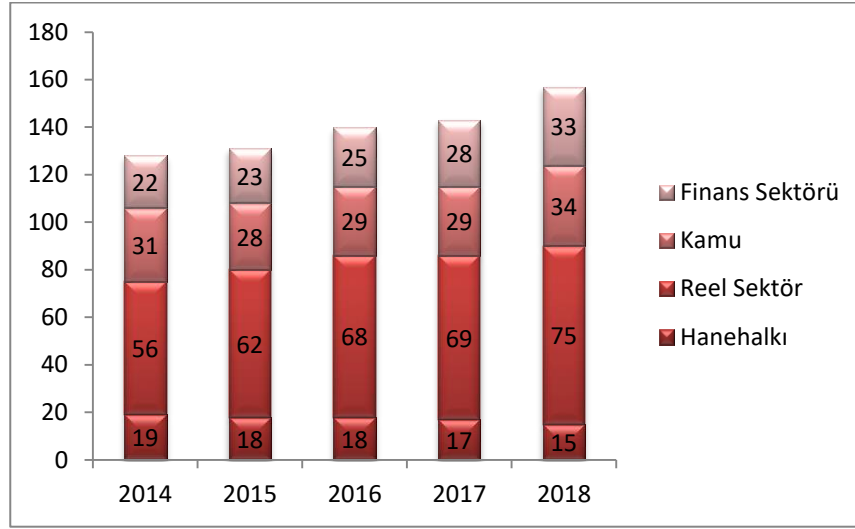
Tablo 2.5. Finansal Aktifler- Türkiye (GSYH' ye oranı, %)

Finansal Aktifler	2016	2017	2018
Para ve Para Benzeri Araçlar	61	60	59
Nakit	5	4	4
Mevduat	56	55	55
TL	32	31	28
YP	23	24	27
Repo	0	0	0
Sermaye Piyasaları	46	50	41
Hisse Senedi (piyasa değeri)	24	28	21
Tahvil-Bono	19	18	16
Kamu	18	17	16
Özel	1	1	0
Toplam	107	110	100

Kaynak: TCMB, TBB (2020)

⁹⁵ 2008 sonu itibarıyla bu swap limitleri toplamda 500 milyar USD'yi aşmıştır.

Grafik 2.10. Borçluluk Oranı -Türkiye (GSYH'ya oranı, %)



Kaynak: IIF (Uluslararası Finans Enstitüsü)

Son krizde, TCMB para politikası aktarımında kilit kanallar olan kredi büyümesini ve döviz kurunu daha fazla önemseyerek, bu iki değişken üzerinde ayrı bir kontrol sahibi olma gereğini vurgulamıştır. Bu durum, birden fazla enstrüman kullanımını gerektirmektedir, çünkü konvansiyonel bir enflasyon hedeflemesi doğrultusunda tek araç kullanımı, büyük dışsal şokların hüküm sürdüğü durumlarda yetersiz kalabilmektedir. Örneğin aşırı kredi büyümesinin önüne geçebilmek için yapılacak olan bir politika faizi artışı aynı zamanda yerel para biriminin değerlenmesine yol açarak dış dengesizlikleri büyütebilmektedir. Dünyada ve Türkiye’de ekonomik ve finansal istikrarsızlığı oluşumunu önlemek, ortadan kaldırmak ve/veya etkilerini azaltmak için gerek geleneksel gerekse modern bazı politika uygulamaları gerçekleştirilmektedir. Bu politika araçları şunlardır:

2.4.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)

Merkez Bankaları, açık piyasa işlemlerine başvurarak piyasadaki para miktarını diğer bir ifade ile likidite durumunu ayarlayabilmektedir. Tahvil alımı ya repo yoluyla piyasaya likidite verilmekte, tahvil satımı ve ters repo işlemleri ile piyasadaki likidite fazlası çekilmektedir.⁹⁶ Bu yöntem ile piyasadaki para miktarı üzerinde etkide bulunarak, talepteki olası baskıları kontrol edebilmekte ve fiyatlar genel seviyesi üzerindeki gidişatı yönlendirebilmektedir. Nitekim Merkez bankaları, 2008 öncesinde fiyat istikrarı ve düşük enflasyon hedeflerini ağırlıklı olarak APİ aracılığı ile kısa dönemli faizleri belirleyerek

⁹⁶ Ülkemizde repoda vade 91 gün ile sınırlı iken, tahvil alımında 10 yıllık uzun vadeli tahvil alımı da mümkündür.

gerçekleştirmektedir. APİ, merkez bankalarının bilançosunda geçici bir değişikliğe yol açar. Açık piyasa işlemleri, MB tarafından piyasalardaki kısa vadeli faiz oranlarının politika faizi yakın düzeyde oluşmasını temin etmek ve likiditeyi düzenlemek amacıyla kullanılır. TCMB, yalnızca para politikası amaçları için bu işlemleri gerçekleştirir. Hazine ve diğer kamu kurumlarına yönelik kredi sağlamak için yapılamaz. Ayrıca, TCMB'nin kanun gereği devlet tahvillerini doğrudan birincil piyasadan satın alımı yasaklanmıştır. Repo, ters repo, doğrudan alım-satım başlıca açık piyasa işlemleri olup bu işlemler BIST Repo-Ters Repo Pazarı'nda ya da doğrudan TCMB'nin bünyesinde gerçekleştirilmektedir.

2.4.1.2.2. Miktersal (Parasal) Genişleme

Merkez bankalarının yürürlüğe koyduğu niceliksel genişleme politikasındaki temel amaç deflasyon ile mücadele etmektir. Para politikası araçlarından biri olan faiz oranı düşürülerek, ekonomi dolaylı olarak canlandırılmaya çalışılır fakat riskin oldukça yükseldiği dönemlerde bu indirim, iktisadi büyümenin gerçekleşmesini yeterince sağlayamaz. Miktersal genişleme, merkez bankalarının ekonomilerin resesyondan çıkabilmesi amacıyla çıktı düzeylerini yükseltmek amacıyla uyguladıkları bir politikadır.

Bu politika enflasyon hedefinin tutturulmasına yardımcı olmanın yanı sıra para piyasasının sağlıklı gelişiminde de destekleyici bir unsurdur. Direkt parasal genişlemede, banka için önemli olan faizlerin seviyesinden daha çok piyasada oluşan likiditedir. Merkez bankaları para yaratabilme yetkisine sahip oldukları için banka elektronik olarak yarattığı para ile varlık alımı yapabilmektedir. Merkez Bankaları'nın bu alımları sonucunda tahvil fiyatları yükselerek, tahvil getirilerinin azalması sağlamaktadır. Uzun vadeli tahvil faiz oranlarında yaşanan bu düşüş, yatırım harcamalarına ivme kazandırmakta ve toplam talep artarak düşen fiyatlar istenilen düzeye yükseltilebilmektedir. LIBOR, uluslararası bankaların kısa vadeli fonları birbirine borç verirken talep ettikleri ortalama bir oran olup Merkez Bankaları tahvil alımları ile bu oranı da etkileyebilmekte ve kredi maliyetlerini aşağı gelmesine yardımcı olabilmektedir. İşte gelişmiş Merkez Bankaları'nın kriz döneminde yaptıkları tam olarak bu olup, bu bankalar varlık alımı yaparak banka rezervleri (para) oluşturmuşlardır.⁹⁷Merkez bankalarının bilançosunda geçici etkisi olan repo işlemi gibi açık piyasa işlemlerinden farklı olarak miktersal genişleme, merkez bankalarının bilanço

⁹⁷ Örneğin, Aralık 2007-2015 döneminde FED' in yaptığı alımlar sonrası varlıkları 890 Milyar USD' den 4.5 trilyon doların üzerine çıkmıştır.

büyükliğini etkileyen bir durumdur ve bu nedenle diğer tüm parasal genişleme araçları kullanıldıktan sonra bu araçlar yeterli olamamışsa ve hala gerekiyor ise son çare olarak kullanılmaktadır. Eğilmez (2012)'e göre “bunun para basmaktan tek farkı limitinin ve tahvil, bono gibi bir menkul kıymet karşılığının olmasıdır. Para basmada bir sınır olmadığı gibi karşılığında verilen bir menkul kıymet de yoktur. Bu nedenle niceliksel (miktar) genişlemenin para basmaya kıyasla daha az enflasyonist etki oluşturması beklenir.”

2.4.1.2.3. Kredi Genişlemesi

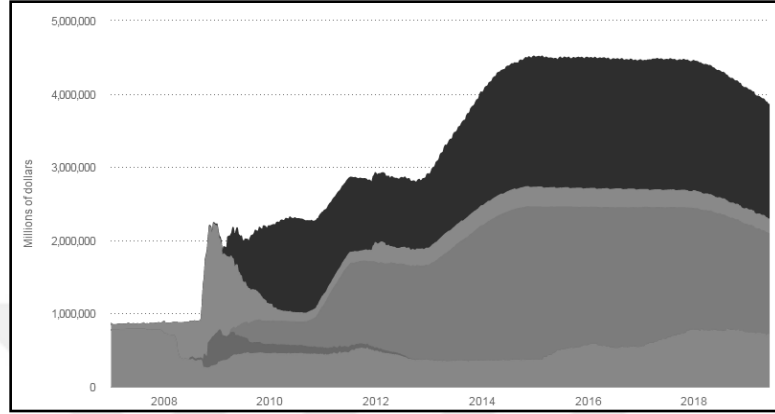
Kredi genişlemesi bir merkez bankasının belirli varlıkları (kamu ve özel sektör tahvil, hisse senedi, VDMK,) doğrudan satın alarak para arzını artırdığı, bankacılık sistemine likidite ekleme ve ekonomiyi teşvik etme amacıyla niceliksel bir rahatlama yaratma yöntemidir. 2008 krizi birçok varlığı kredi kalitesi üzerine ciddi şüphe bulunduğunu yatırımcılara göstermiştir. Kredi notlarına ilişkin yaşanan güven kaybı, yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmalarını durdurmalarını ya da bunun için çok yüksek risk primi talep etmelerine neden olmuştur. Bu durum Hazine ve diğer borçlar arasındaki marjın (spread) tarihi yüksek seviyelere çıkmasına neden olmuştur.

Merkez bankalarının risksiz kısa vadeli borçlanma araçlarını satarak karşılığında riskli ticari menkul kıymet satın alması kredi genişlemesinde kullanılan yöntemlerden biridir. Her ne kadar bu işlem ile banka bilançosunun büyüklüğü değişirse de bilançodaki görünüm ve risk değişmektedir. Böylece borçlanma maliyetleri üzerinde etki söz konusu olmaktadır. Özellikle likiditesi düşük yatırım araçlarının tercih edilmesi bu enstürümanlarda oluşabilecek dengesizliğin önüne geçilmesine imkân tanımaktadır. Merkez bankalarının kamu tahvilleri yerine özel sektör tahvillerini de satın alabilmesi, özel sektörle direkt ilişkisini ifade etmesi açısından önem arz etmektedir (Perrera, 2010: 19; aktaran: Vural,U.,2013: 25).

2008 krizi öncesi FED' in bilançosunda güvenli bir yatırım aracı olan kısa vadeli Hazine menkul kıymetleri bulunur iken zaman içerisinde buna farklı varlıklar (uzun vadeli tahviller, konut kredisi bazlı menkul kıymetler, federal acente borçları ve finansal kurumlara açılan krediler) eklenmiş ve kısa vadeli menkul kıymetlerin payı (yeşil bölge) azalmıştır. Örneğin, FED ipoteğe dayalı menkul kıymetlere (MBS) trilyonlarca doların üzerinde yatırım yapmıştır. Aralık 2008'de FED elinde hiç ipoteğe dayalı menkul kıymet bulundurmaz iken ipotek faiz oranlarını düşürmek ve piyasaya likidite temin etmek üzere bu

varlıklardan ciddi bir varlık satın almıştı, nitekim Haziran 2016'a gelindiğinde bu kıymetlerden 1,7 trilyon doların üzerinde bir paya sahipti (Higher Rock Ed., T.Y). Yine Avrupa Merkez Bankası kurumsal özel sektör tahvil olarak bu stratejiyi aktif bir biçimde kullanmıştır.

Grafik 2.11. FED Bilançosu Kompozisyonunun Değişimi



Kaynak: <https://www.clevelandfed.org/our-research/indicators-and-data/credit-easing.aspx>

2.4.1.2.4. Zorunlu Karşılık Sistemi

Zorunlu karşılık sistemi, merkez bankaları tarafından ekonomideki para arzını arttırıp azaltmak ve faiz oranlarını etkilemek için kullanılan bir para politikası aracıdır. Bankalar kendilerine yatırılan mevduatın belirli bir kısmını, ihtiyaç halinde kullanabilmek amacıyla Merkez Bankası'na göndermek durumundadır. Merkez Bankası bu şekilde karşılık oranını artırıp azaltarak bankaların açabileceği kredi miktarını ve maliyetini etkileyebilmektedir.

Günümüzde 30 OECD ülkesinde 24'ünde zorunlu rezerv uygulaması bulunmaktadır.⁹⁸ Zorunlu karşılık sistemini uygulayan ülkeler arasında da bazı farklı düzenlemeler de bulunmaktadır. Örneğin ABD'de 16,3 Milyon USD mevduata sahip bankalar zorunlu rezerv uygulamasından muaf tutulmakta olup, 16-124 milyon USD mevduata sahip olanlar %3, 125 milyon USD ve üzeri mevduatı olanlar ise FED nezdinde % 10 rezerv bulundurmak zorundadır (FED,2019). ABD'de kişisel olmayan ticari mevduatlar zorunlu rezerv sistemi uygulamasından muaf iken Türkiye'de sadece kamu kurum kuruluşlarına ait mevduatlar kapsam dışıdır (Resmi Gazete, 2019). Merkez Bankaları, kendilerine yatırılan bu

⁹⁸ Zorunlu karşılık uygulamasının olduğu ülkelerden bazıları Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İzlanda, Japonya, Kore, Meksika, Polonya, Slovakya, İsviçre, **Türkiye**, İngiltere ve ABD' dir. Zorunlu karşılık uygulamasının olmadığı altı ülke ise Avustralya, Kanada, Danimarka, Yeni Zelanda, Norveç ve İsveç'ten oluşmaktadır.

karşılıklara faiz ödemesi yapabilirler fakat bu uygulama bir şart değildir. Ülkemizde ise bu karşılıklar için faiz ödemesi yapılmaktadır.⁹⁹

Tablo 2.6. TCMB Güncel Zorunlu Karşılık Oranları

Vade	TL	Döviz
Vadesiz	7%	15%
1 ay	7%	15%
3 ay	7%	15%
6 ay	4%	15%
1 yıl ve üzeri	1%	11%

Kaynak: TCMB (01.08.2019 itibarıyla)

Zorunlu karşılık uygulamasının uygulanma şekli ile ilgili olarak bazı itirazlar da söz konusudur. Zorunlu karşılık oranları genel olarak bankacılık literatüründe Merkez Bankaları tarafından uygulanan bir araç olarak ifade edilir. Ancak, kaydi para üretimine yönelik sınırlama noktasında neredeyse hiç etkisi olmayan bir araçtır. Bu aracın etkisizliğinin temel gerekçesi, ticari bankaların bu zorunlu karşılık oranı için gerekli olan nakdi tutarı Merkez Bankası'ndan borç alabilmesidir. Diğer bir ifade ile, ticari bankalar kredi verirken talep edilen zorunlu karşılık oranını ürettikleri kaydi parayla satın aldıkları devlet tahvillerini kullanarak teminat olarak verebilirler. Bu zorunlu karşılık uygulamasının pratikte etkisi neredeyse hiç yok iken hala literatürde geçmesinin temel sebebi, altına dayalı para sistemlerinden günümüze kadar gelen ve altının teminat olarak verilmesinden kaynaklanan psikolojik bir uygulamadır (Mayer ve Huber, 2014: 67).

2.4.1.2.5. Rezervlere Faiz Ödemesi

2007-2009 krizinden sonra Kongre tarafından ABD Merkez Bankası'na verilen en yeni para politikası araçlarından biridir (St.Lois FED, T.Y). ABD'de 2006 yılında yürürlüğe giren bir düzenleme ile FED' in ticari bankaların FED nezdinde tuttıkları zorunlu ve zorunlu olmayan rezervlerine faiz ödenmesine izin vermiştir. Hali hazırda her iki rezerv için de uygulanan faiz oranı aynı olup % 2,35'tir (FED, T.Y). Rezervlere faiz ödemesi, Banka'ya faiz oranını banka kredilerini etkilemek için para politikası aracı olarak kullanmasına izin vermektedir. FED, bankalardaki kredi piyasasını daha fazla teşvik etmek istediğinde fazla rezervlere ödediği faiz oranını düşürebilir. Ülkemizde de Kasım-2014'den itibaren başlayan zorunlu karşılıklara faiz ödemesi, sadece TL rezervler için

⁹⁹ TL cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ilişkin 20.03.2020 itibarıyla % 6 oranında faiz ödenmektedir. YP cinsinden zorunlu karşılıklara faiz/nema ödemesi TCMB tarafından belirlenen günlük faiz oranı ile ilgili tarihteki gösterge döviz alış kuru dikkate alınarak TL cinsinden ve günlük bazda hesaplanmaktaydı fakat 19.09.2019 tarihinden itibaren faiz oranı 0 olarak ilan edilmiştir.

uygulanmaktadır. Dengeli büyümeyi ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek için bu kalemde TCMB, bankalar arasında bir ayrıma gitmektedir. Bu kapsamda, “çekirdek yükümlülük rasyoları (mevduat ve özkaynak toplamının kredilere oranı) sektör ortalamasından daha iyi durumda olan finansal kuruluşlara, kendi konumlarını korudukları sürece” daha yüksek oranda faiz ödenmektedir. TCMB’nin konuya ilişkin yayınlamış olduğu teknik açıklamaya göre, “ bu faiz oranı ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin 500 veya 700 baz puan eksiği dikkate alınarak belirlenecektir” (TCMB, T.Y). Fakat ağırlıklı fonlama maliyeti 2019’da % 24 seviyelerinde olmasına karşın aynı dönemde bu faiz oranı 1100 baz puan altında % 13 olarak uygulanmaktaydı. 20 Mart-2020’den itibaren ise bu oran % 6 olarak uygulanmaktadır.

2.4.1.2.6. Reeskont Kredisi ve Reeskont Faiz Oranı

Reeskont kredisi, herhangi bir banka aracılığı ile iskonto edilen bir borç senedinin bir merkez bankası vasıtasıyla yeniden iskonto edilerek, karşılığında kredi verilmesidir. Kısa vadeli şirket ticari senetlerinin ya da akreditif gibi ticari belgeleri teminat olarak alıp iskonto etmeye dayalı bir politika aracı olup piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlamaktadır. 1990-2008 yılları arasında TCMB nezdinde diğer piyasaların da kurulması ve gelişmesinin etkisi ile ülkemizde reeskont kredisi verilmemiştir bu nedenle son yıllarda para politikası aracı olma özelliğini kaybetmiştir (Özatay,2013: 458). Benzer şekilde TCMB’nin resmi internet sitesinde de aynen şu ifade bulunmaktadır. “Ekonomideki para arzı ve kredi genişlemesi dikkate alınarak belirlenen reeskont faiz oranı, mevcut durumda uygulanan para politikası kapsamında bir para politikası aracı olarak önemini kaybetmiştir” (TCMB, T.Y)

1980’li yıllarında sonları dek, orta vadeli destekleme kredilerinin TCMB reeskont kredileri içindeki payı % 15’e kadar ulaşmıştır. 1989 ‘da reeskont kredilerinin orta vadeli kredi olarak verilmesi uygulamasına son verilmiş ve kısa vadeli olması sağlanmıştır. Fakat 1990’lardan itibaren bu aracın kullanımı giderek azalmıştır (Erçel, 1994: 4).

Bununla birlikte TCMB, ayrıca Eximbank aracılığı ile ihracat reeskont kredisi vermekte olup bu araç hem döviz rezervlerinin biriktirilmesi ve ihracatçı firmalara destek vererek ihracat miktarının artırılmasını amaçlamaktadır. İşlem alt limiti KOBİ’ler için 50.000 USD, diğer tüm firmalar için 100.000 USD’dir.¹⁰⁰ Aşağıdaki rakamlar ihracat

¹⁰⁰ 2013 yılı Ağustos ayında yapılan değişiklikle, TCMB tarafından reeskonta kabul edilecek senetlerin vadesi 120 günden 240 güne uzatılmış olup yeni pazarlara ihracat yapan ya da ileri teknoloji ürünleri ihraç eden firmalar için bu süre 360 güne kadar çıkmaktadır.

reeskont kredisinin TCMB'nin döviz rezervlerine artan bir şekilde yaptığı katkıyı göstermektedir.

Tablo 2.7. İhracat Reeskont Kredilerin Döviz Rezervlerine Katkısı (TR)

REESKONT KREDİLERİNİN DÖVİZ REZERVLERİNE KATKISI (Milyon ABD Doları) / REDISCOUNT CREDITS' CONTRIBUTION TO FX RESERVES (Million USD)													
	Ocak / January	Şubat / February	Mart / March	Nisan / April	Mayıs / May	Haziran / June	Temmuz / July	Ağustos / August	Eylül / September	Ekim / October	Kasım / November	Aralık / December	TOPLAM/ TOTAL
2009	0,08	0,07	0,28	0,07	51,28	231,78	144,83	122,83	88,36	128,86	130,95	140,73	1.040,13
2010	44,03	114,39	120,21	49,32	78,96	81,02	133,53	53,44	75,39	103,80	143,10	106,64	1.103,83
2011	67,98	100,31	163,84	116,92	64,68	193,59	163,32	180,12	136,04	149,02	305,32	278,50	1.919,64
2012	204,21	336,39	553,10	518,60	467,80	706,18	907,64	855,82	941,79	1.151,70	940,37	711,54	8.295,14
2013	1.054,01	911,21	1.012,95	854,61	896,01	826,47	974,69	1.191,44	1.152,20	1.067,46	1.697,74	1.025,18	12.663,95
2014	568,21	299,44	475,45	361,72	2.055,85	1.536,66	1.460,16	1.375,52	1.421,76	1.314,92	790,24	1.339,76	12.999,68
2015	2.042,42	1.346,20	1.267,95	1.397,87	1.037,18	853,70	878,82	936,05	1.539,06	1.436,37	1.389,46	1.057,24	15.182,31
2016	1.084,21	1.106,11	1.139,38	1.032,59	1.371,83	1.402,07	1.349,50	1.026,42	1.439,65	1.245,93	1.543,22	1.281,35	15.022,26
2017	1.890,45	932,39	31,34	77,44	917,13	1.192,44	1.292,18	2.030,20	1.703,25	1.792,68	348,18	282,30	12.489,98
2018	324,52	1.361,82	1.633,92	1.303,87	1.535,05	248,78	115,44	1.406,61	1.325,14	1.912,07	2.034,66	1.699,65	14.901,55
2019*	1.761,52	1.443,54	1.837,64	1.654,37	2.219,58	1.743,67	2.177,34	2.052,68	1.510,93				16.401,26

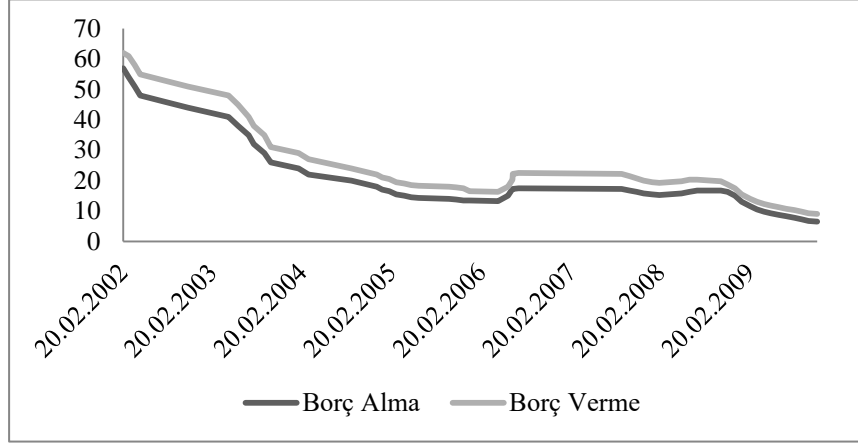
Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect>

2.4.1.2.7. Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Faiz Koridor Sistemi

Bir bankanın belirlediği kısa vadeli faiz oranı, bankanın ekonomik gelişmelere ilişkin takındığı tavrı, duruşu göstermesi açısından önem taşımaktadır. Örneğin deflasyonist bir ortamda bir Merkez Bankası faizleri indirerek gevşek bir para politikası uygular ise bu durum, düşen fiyatlar karşısında endişe taşıdığını ve bunun için de önlem almaya başladığını ekonomik birimlere göstermektedir. Ülkemizde 2002-2010 sonuna kadar olan dönemde politika faizi, enflasyon hedefleme stratejisi çerçevesinde kullanılmıştır. Bu tarihten sonra ise gerek fiyat istikrarını gerekse finansal istikrarı da dikkate alan para politikası anlayışına geçildi.

TCMB, 2010 sonundan itibaren büyük merkez bankalarının aşırı genişlemeci para politikaları sonucu ortaya çıkan sermaye akımlarının iç ekonomideki etkilerini sterilize etmek ve kredi büyümesi ile döviz kurlarına görülen yüksek volatilitelere karşı bir koruma oluşturmak amacıyla yeni bir para politikası aracı olan faiz koridor sistemini devreye soktu. Koridor sisteminde makroekonomik verilerde ve finansal değişkenlerde ortaya çıkan belirsizliklerin giderilmesi, buna ek olarak sermaye hareketlerinin bu makro ve finansal değişkenler üzerindeki etkisinin minimum seviyeye indirilmesi hedeflenmektedir. Faiz koridoru, Merkez Bankaları'nın gecelik borç alma ve borç verme faizinin arasındaki aralık şeklinde ifade edilebilir. Geçmiş dönemlerde pasif olarak duran ve aktif olarak kullanılmayan bu sistemde faiz koridoru simetrik bir düşüş ya da artış yaşamaktaydı.

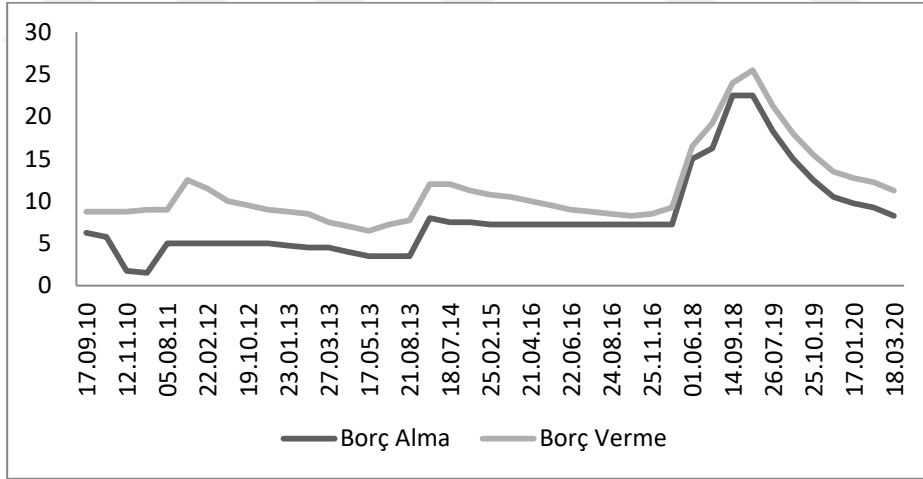
Grafik 2.12. TCMB Faiz Koridoru (2002-2009)



Kaynak: TCMB

Günümüzde, gerekli durumlarda yürürlüğe konulan faiz koridoru, dinamik bir araç halini almıştır. Aktif olarak kullanımı ile beraber, koridorun alt üst-bant hareketleri asimetrik olmaya başlamıştır.

Grafik 2.13. TCMB Faiz Koridorunun Asimetrik Görünümü (2010-2020)



Kaynak: TCMB

Sistem ise şu şekilde çalışmaktadır. Merkez Bankaları kısa vadeli faiz kararının yanı sıra aynı zamanda bir borç alma ve borç verme faizi açıklar. Eğer bir ticari banka likidite sıkışıklığı yaşıyor ise Merkez Bankası'ndan borçlanabilir, bu durumda MB borç verme faiz oranını ilgili banka kabul etmektedir. İlgili ticari bankanın likidite fazlası var ise faiz elde etmek amacıyla borç alma faiz oranından MB'ye yatırması mümkündür. Ülkemizde bankalar birbirleri ile ve Merkez Bankası ile yaptıkları işlemler, TCMB bünyesinde oluşturulan bankalararası (interbank) para piyasasında ve/veya BIST Repo-Ters Repo

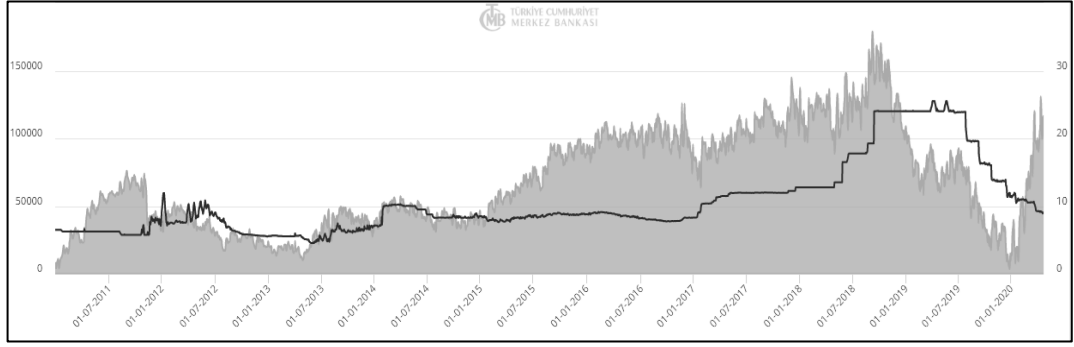
Pazarı'nda gerçekleşmektedir. Bu piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranı da bu bant aralığı içerisinde gerçekleşmektedir. Bunun nedeni, eğer bir A bankası TCMB'nin borç alma faizinden daha düşük bir faiz ile B bankasının likidite fazlasını talep eder ise B bankası, bu durumda TCMB'nin borç alma faizi A bankasından daha yüksek olacağı için parayı TCMB'ye yatırmayı tercih edecektir. Likidite fazlası olduğunda ise B bankasının borç verme faizi, TCMB'nin borç verme faizinden yüksek olduğu takdirde yine TCMB'den borç almak daha rasyonel olacaktır. Böylece denge faizi koridorun içerisinde gerçekleşecek, eğer likidite açığı var ise bu faiz, borç verme faizine yakın seviyede olacaktır. TCMB kurun seviyesini düşürmek için politika faizini yükseltmeden piyasaya likidite teminini sağlayan haftalık repo ihalelerdeki miktarı azaltarak piyasa faizini borç verme faizine yani koridorun üst bandına yaklaştırabilmektedir. Böylelikle kısa vadeli piyasa faizi, politika faizine göre daha yukarıda oluşmaktadır.

Koridor sistemi piyasaların açık olduğu belirli saatlerde uygulanabilir iken sonraki saatlerde likidite açığı veya fazlası olduğunu gören ticari bankalar için ise 'geç likidite penceresi' vasıtasıyla TCMB' den cezai faiz karşılığı borç verip alabilmeleri mümkündür. 2019 sonu itibariyle TCMB, geç likidite penceresi borç alma faizini % 0 olarak uygularken, borç verme faizini ise % 15 olarak uygulamaktadır.

TCMB'nin yeni politika karması, politika faizine ek olarak faiz koridoru, likidite politikası ve zorunlu karşılıklar arasında bir uyumu ve birlikte kullanımı gerekli kılmıştır. Bu yeni para politikası doğrultusunda çoklu likidite araçlarının kullanılmasından dolayı politika oranı (bir haftalık repo oranı) yerine TCMB' nin ortalama fonlama maliyeti ¹⁰¹ para politika duruşu daha fazla yansıtır bir hale gelmiştir. Bu uygulamada genellikle gecelik piyasa oranı genellikle politika faiz oranına yakın tutulur fakat küresel krizden sonra bunun değiştiği görülmektedir.

¹⁰¹ TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi, "piyasadaki likidite ihtiyacının karşılanması için Merkez Bankası tarafından, çeşitli enstrümanlarla (repo, depo vb.) farklı vadelerde (gecelik, haftalık vb.) yapılan fonlamanın faizlerinin ağırlıklı ortalamasıdır." TCMB

Grafik 2.14. Ağırlıklı Ort. Fonlama Maliyeti ve Toplam Fonlama Miktarı (2011-2020)

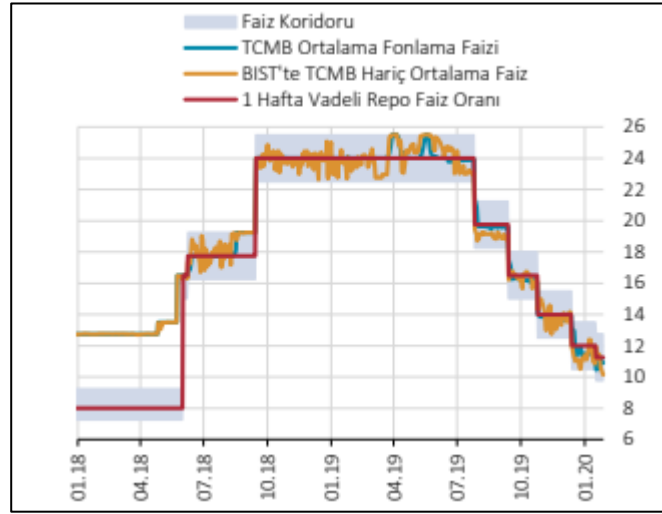


Kaynak: TCMB (<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/dashboard/1441>)

Faiz koridoru sistemi Avrupa Merkez Bankası ECB tarafından da yıllardır uygulanmaktadır. Temmuz-2018 itibariyle bu koridorun genişliği 65 baz puan (bps) olup kriz öncesi 200 baz puan seviyesindeydi (ECB,2018). Daha dar bir koridor, Merkez Bankası'nın daha fazla aracı rolü üstlendiğini yansıtırken, daha geniş bir koridor ise para piyasası faaliyetlerini teşvik etmektedir. Bu noktada diğer bir para politikası aracı olan likidite yönetimi de kısa vadeli sermaye girişlerinde aşırı oynaklığı yumuşatmak için geniş bir faiz koridoru ile birlikte aktif olarak kullanılmaktadır. Standart para politikası operasyonlarında, koridor çoğu zaman simetrik fakat ülkemizdekine benzer şekilde son yıllarda asimetrik hareketler de ECB faiz koridorunda görülmektedir.

2018'in ikinci yarısından itibaren, TCMB tarafından para politikası operasyonlarına ilişkin sadeleşme sürecinin tamamlanacağı ifade edilmiş, Merkez Bankası'nın resmi politika faizi 1 haftalık repo faiz oranı olarak belirlenmiştir. TCMB gecelik borçlanma ve borç verme oranlarının ise 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranına göre ± 150 baz puanlık bir marj ile belirlenmesine karar verilmiştir. 2019 sonu itibariyle 1 haftalık repo faizi % 12 olarak belirlenmiştir. 2019 yılının ilk yarısında % 20'lerin üzerinde seyreden ağırlıklı ortalama faiz oranı, yılın ikinci yarısında enflasyona bağlı olarak piyasalarda yaşanan düzelmelerin etkisi ve ülke risk primindeki düşüş ile birlikte Mart-2020 sonu itibariyle % 9,2'ye kadar gerilemiştir.

Grafik 2.15. TCMB Faiz Koridoru- 1 Haftalık ve Gecelik Repo Faizi (2018-2020)



Kaynak: TCMB (Enflasyon Raporu 2020-I)

2.4.1.2.8. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Sermaye hareketlerinde yaşanan aşırı volatilitenin ekonomi üzerindeki negatif etkilerini azaltmak amacıyla TCMB, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını (ROM) geliştirmiştir. 2008 Küresel Krizi'nin hemen sonrasında geçmişte kriz tecrübesi bulunan aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bazı gelişmekte olan ülkelerde, zorunlu karşılık oranlarında kademeli olarak artışlara gidilmiş, söz konusu karşılıklar için verilen faiz ödemesi durdurulmuş ve karşılık oranları aktif-pasif yönetimi de gözetilerek vadelere göre farklılaştırılmıştır. 2011 yaz aylarından itibaren ise küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin yaygınlaşması ile bankacılık sektörünün likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla bu oranlarda indirime gidilmiştir.

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) TCMB brüt döviz rezervlerini arttırmak ve bankalara likidite yönetimleri daha esnek bir şekilde gerçekleştirmeyi yurtdışından gelen sermaye akımı döviz piyasasına girmeden TCMB'ye yönlendirilerek aktif, yeni bir politika aracı olarak Eylül-2011'den itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Bu mekanizma, bankaların TCMB'de nezdinde tutmakla yükümlü oldukları TL cinsinde zorunlu karşılıkların belirli bir oranını döviz cinsinden ve/veya altın olarak tutabilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu sistem aynı zamanda TCMB'nin döviz rezervlerini de arttıran ve döviz kuru dalgalanmalarını azaltarak faiz koridoruna olan ihtiyacı da bir ölçüde azaltan bir uygulamadır.

Bu olanağın kullanım üst sınırı Rezerv Opsiyonu Oranı (ROO) kullanılarak belirlenmektedir. Bunun yanı sıra Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) ile de TCMB kendisinde tutulacak döviz miktarını değiştirebilmektedir. ROM bir nevi otomatik dengeleyici rolünü üstlenmektedir. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde, YP kaynakların maliyeti TL'ye göre artmakta ve böylece uluslararası fonlara ulaşım imkânı güçleşmektedir. Böyle bir ortamda bankalar için gereksinim duyulan döviz likiditesinin bir bölümünü ROM kullanımlarını düşürerek elde etmeyi tercih etmektedir. Bu durum bankaların döviz ihtiyacını azaltır iken TL likidite ihtiyacını ise arttırmaktadır. Bu sistem aynı zamanda kredilerin sermaye akımlarına ilişkin duyarlılığının azaltılmasına da katkıda bulunmaktadır.

2.4.1.2.9. Döviz Kuru Politikası (Alım-Satım Müdahaleleri ve Sterilizasyon)

Özdemir ve Dalkılıç (2016) çalışmalarında 1Ç:1992- 4Ç:2014 dönemleri arasındaki çeyrek dönem verileri kullanılarak finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz etmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre sermaye girişleri, Türkiye'de iktisadi büyümeyi % 0.95 artırmaktadır. Bunun yanı sıra yaptıkları Engle-Granger nedensellik testi bulgularına göre, finansal serbestleşmenin yaşandığı dönemde Türkiye'de sermaye akımlarından iktisadi büyümeye doğru bir nedensellik söz konusudur. Buna karşılık ekonomik büyümeden sermaye girişine doğru ise bir nedensellik tespit edilmemiştir. Yazarların yaptıkları uzun dönemli eşbütünleşme testi sonucuna göre ise sermaye girişlerindeki oynaklığın büyümeyi etkilediği görülmektedir. Buna göre bizim gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımlarının ortaya çıkardığı dalgalanmalardan etkilenmesi için döviz kuru politikası araçlarına ihtiyaç bulunmaktadır. Hangi politikanın uygulanacağı ise ülkede uygulanmakta olan döviz kuru rejimine bağlı olacaktır.

Bir ülkede 'tam esnek bir dalgalı kur rejimi' var ise herhangi bir müdahale yapılmaz iken 'müdahaleli dalgalı kur rejiminde' (dirty float) ise Merkez Bankaları döviz alım-satımı aracılığı ile kurdaki değişimlere müdahale etmektedir. Bunun dışında 'bant aralığında dalgalanma rejimi' olarak adlandırılabilen kur rejiminde ise döviz fiyat hareketlerinin belirli sınırlar dâhilinde dalgalanma göstermesine izin verilmekte bu bandın dışına çıkılması durumunda Merkez Bankası müdahale etmektedir. Merkez Bankası'nın ulusal para biriminin değerini, belirli bir kur üzerinde YP birimine ya da ilgili bir para sepetine endekslediği kur rejimine ise 'sabit kur rejimi' adı verilmektedir. Ülkemizde 1970'lerin

sonuna dek sabit döviz kuru rejimi uygulamış, 1980-2000 döneminde ise müdahaleli dalgalı döviz kuruna geçilmiştir. 2000-2001 döneminde bant içinde dalgalanma rejimi uygulanmış 2001 krizi ile birlikte yeniden müdahaleli dalgalı kur sistemine geri dönmüştür (Eğilmez,2012). Hali hazırda bu sistem uygulanmaya devam etmektedir.

Kısa vadeli politika faizini enflasyon hedeflemesi amacıyla kullanan bir Merkez Bankası' nın sabit döviz kuru sistemi uygulaması mümkün değildir. Bu iki hedefin çelişmesi nedeniyle banka yerel para biriminin değerini düşürmek için döviz piyasasına girerek döviz alımı gerçekleştirir. Yalnız bunu yaparken piyasada TL likiditesi artmaktadır. Ters repo uygulamaları, ağırlıklı olarak piyasadaki geçici likidite fazlasının azaltılması amacıyla gerçekleştirilir. Piyasada açığa çıkan likiditeyi fazla bulan Merkez Bankası parayı piyasadan çekebilmek için ters repo ve doğrudan tahvil satım işlemi yapar. Yapılan bu işlemin adı sterilizasyondur. Fakat yapılan bu işlemlerin örneğin ters repo işleminde olduğu gibi bankalara faiz ödenmesi gibi maliyetleri bulunmakta ve doğrudan tahvil satım işlemleri sonucunda piyasadaki faizlerin gerilemesi üzerinde negatif etki yaratmaktadır.

Merkez Bankaları'nın satabileceği döviz miktarı döviz rezervleri ile sınırlı iken alabileceği döviz rezervleri için para basması yeterli. Bu durum, döviz alımında herhangi bir limit olmadığını gösterse de para basımının enflasyonist etkisinden kaygı duyan bir merkez bankası için aynı zamanda bir sınırlılık faktörü olmaktadır.

2.4.1.2.10. İletişim Politikası

Son 20 yılda merkez bankaları açık iletişim stratejilerine de önem vermeye başlamışlardır. ABD Merkez Bankası FED, 1994 yılından itibaren para politikası kurulu toplantılarının hemen ardından aldıkları kararlara ilişkin olarak kamuoyuna bilgi vermektedir (ECB, 2006). Nitekim bu tür politika kararlarının fazla bekletilmeden açıklanması şeffaflığın artırılmasına yardımcı olmakta ve böylelikle politika uygulamalarını daha verimli hale getirebilmektedir. Ülkemizde TCMB' nin en önemli iki temel iletişim aracı ise Para Politikası Kurulu (PPK) ¹⁰² kararlarının bekletilmeden kamuoyu ile açıklanması ve yılda dört kez açıklanan Enflasyon Raporu'dur. Bunun yanı sıra heryıl başında yeni yılda uygulanacak olan para ve döviz kuru politikası ve her 6 ayda bir açıklanan Finansal İstikrar Raporu, başkan ve PPK üyelerinin konuşmaları diğer önemli

¹⁰² "Para Politikası Kurulu, Başkan'ın başkanlığı altında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir" (TCMB, T.Y).

iletişim kanallarıdır. Özetle, iletişim politikası/stratejisi, özellikle faiz politikasının geleceğe dair projeksiyonunu görme noktasında belirsizliği ortadan kaldırmada oldukça yararlıdır.

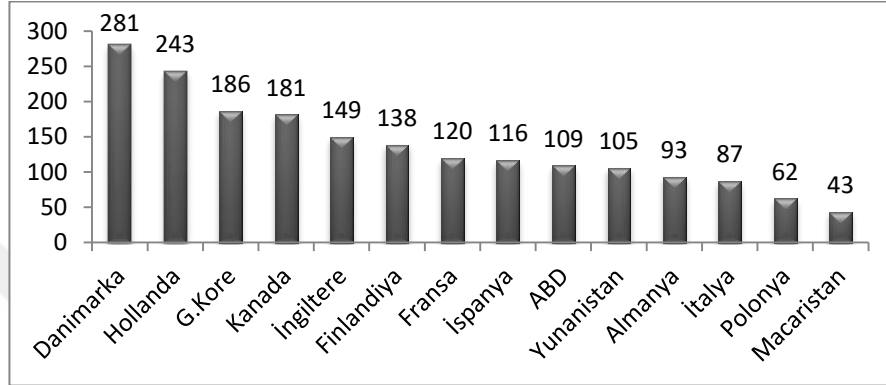
2.4.1.2.11. Selektif Kredi Politikası (Firma ve Hanehalkı Kredileri Ayrımı)

Mali düzenleyiciler ve Merkez Bankaları, sadece kredilerin seviyesine değil aynı zamanda kompozisyonuna da dikkat etmelidir. Angeles (2014), özel sektör kredilerini, firma kredileri ve hane halkına verilen kredi olarak ayırmak gerektiğini vurgulamaktadır. Yaptığı ampirik analize göre, firmalara verilen kredinin büyümeye olumlu etkisi var iken, krizlerin yaşanmasındaki temel faktör ise hanehalkı kredileridir. Nitekim hızlı kredi genişlemesinin krizlere ve çok az büyümeye yol açtığı son on yılın olayları, kredi kompozisyonundaki hanehalkı bileşenine doğru bir kaymanın neticesidir. Fisher'in borç deflasyonu sürecini başlatan temel faktörün hanehalkı borçluluk düzeyinin artması olduğunu vurgulaması da bu ayrımın önemli olduğunu ima etmektedir. Firmalar, girdilerin elde edilmesi ve sermaye stoklarının genişletilmesi gibi büyüme süreciyle yakından bağlantılı faaliyetleri finanse etmek için kredi kullanmaktadır. Öte yandan hanehalkı üretimden ziyade krediyi ağırlıklı olarak tüketimleri için bir araç olarak kullanmaktadır. Hanehalkına borç verme, çeşitli nedenlerden dolayı sosyal olarak arzu edilebilir, ancak ekonomik büyüme üzerinde bir etkiye sahip olmak bunlardan biri değildir.¹⁰³ Benzer şekilde, 1994-2005 yıllarını baz alarak 45 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi analiz ettikleri çalışmalarında Beck vd. (2012) de işletme kredisi, ekonomik büyüme ile pozitif ilişkiliyken, hanehalkı kredisi değildir sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmalarının bir diğer bulgusuna göre, işletme kredilerinin gelir dağılımını düzeltici etkisi var iken hanehalkı kredilerinin böyle bir etkisi bulunmamaktadır. Analizde ülkeler arası önemli farklılıklar da dikkati çekmektedir. İlgili dönemde banka kredilerinin GSYH'ye oranı Rusya'da % 15 iken, Hollanda'da % 164'dür. İşletme kredisinin milli gelire oranı Arjantin'de ve Meksika'da % 9'dan Malezya'da % 114'e, hanehalkı kredilerinin GSYH'ye oranı ise Rusya'da % 3'ten Hollanda'da % 101'e kadar değişmektedir. Kanada, Danimarka ve ABD, 1994-2005 döneminde toplam banka kredisinin % 70'inden daha fazla bir hanehalkı kredisine sahipken, aynı dönemde Malezya'da hanehalkı kredisinin payı sadece % 10'dur.

¹⁰³ Yazar burada öğrenci kredilerini ise istisna olarak görmektedir çünkü öğrenci kredileri beşeri sermaye birikimi için gereklidir ve bu sermaye türünün büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır. Buna karşın bu öğrenci kredi stoku toplam hanehalkı kredileri içerisinde %8'lik paya sahipken diğer gelişmiş ülkelerde bu oran daha düşük seviyelerdedir.

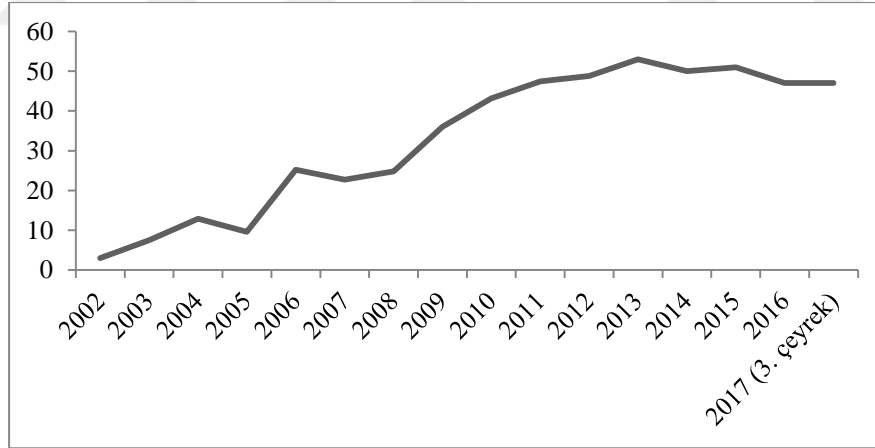
Hanehalkı borcunun gelişimi incelendiğinde ABD'deki büyüme dikkat çekicidir. 1980'lerde % 50 civarında seyreden hanehalkı kredi borcu/ milli gelir oranı 2008'de % 99,2 ile zirve yapmış, 2017'nin 3. çeyreğinde ise % 80'e gerilemiştir. Benzer trendler istisnalar olmakla beraber diğer birçok ülkede de görülmektedir.¹⁰⁴ Ülkemizde de 2002-2013 yılları arasında hanehalkı kredilerinde önemli yükselişler yaşanmıştır. Alınan önlemler neticesinde bu dramatik yükselişin hızı azaltılmıştır.

Grafik 2.16. Hanehalkı Borcunun Harcanabilir Gelir İçerisindeki Oranı (2018, %)



Kaynak: OECD, Household Debt Indicator

Grafik 2.17. Hanehalkı Borcunun Harcanabilir Gelir İçerisindeki Oranı - Türkiye



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu-2017

Son finansal kriz gösterdi ki, para politikası duruşu risk iştah kanalı üzerinden finansal piyasalara etkide bulunabilmektedir. Bu noktada sistem geneline yayılan aşırı risk iştahını azaltmak için bazı tedbirlere ihtiyaç duyulabilmektedir. Sistemik riskin sınırlanması

¹⁰⁴ 2008 yılında Çinli hanehalkları, % 18 ile oldukça mütevazı bir hanehalkı borç / GSYH oranına sahip iken 2017 yılında bu oran % 46,8'e yükselmiştir. Yine G. Kore'de bu oran 2008'de % 74 iken 2016'da % 93'e yükselmiştir. Japonya'da ise trend tam tersi şekilde gerçekleşmiştir. 1999 senesinde %72 ile en yüksek değeri alan bu oran 2008'de % 59,5'e, 2016'da ise %57,2'ye gerilemiştir. İngiltere'de ise bu oran yüzyılın başında %63 iken 2008'de %94 ile zirveye ulaştı sonrasında ise %85,5'e düşmüştür (Hays, 2018).

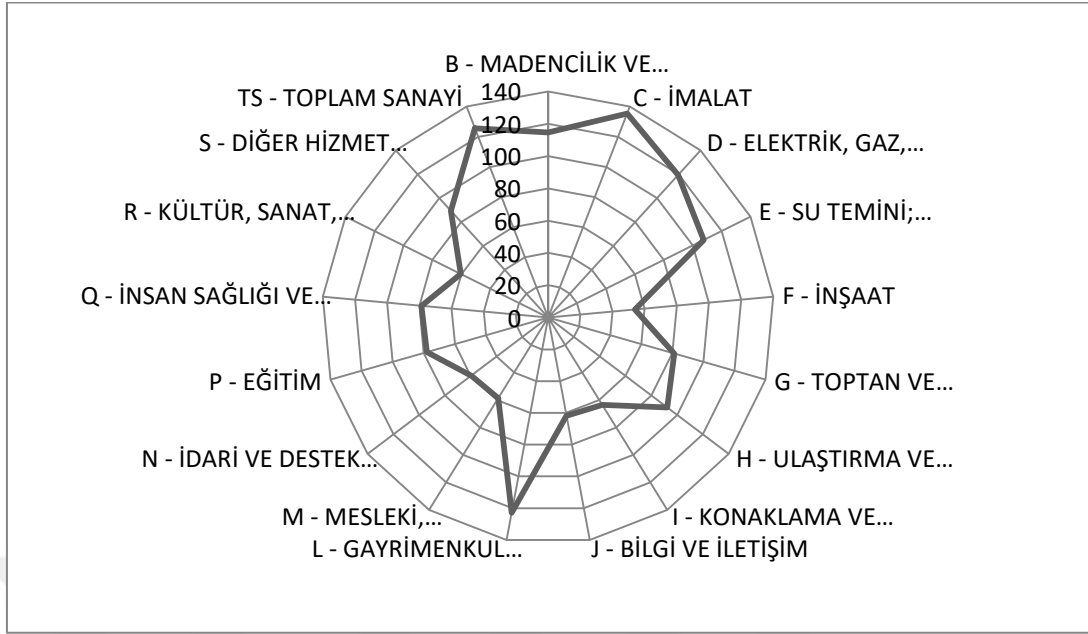
amacına dönük olarak uygulanan politikalar, makro ihtiyati politikalar olarak tanımlanmaktadır. Bu politikalar özellikle 2008 krizi sonrasında, finans sektöründe yaşanan deregülasyon sürecini kontrol altına alarak ekonomik istikrarın tesisi için önemli bir destekleyici rol oynamıştır. Fakat para politikası ve makro ihtiyati politika uzun vadede tamamlayıcı olsa da, kısa ve orta vadede birbirleri için bozucu etki yaratabilirler. Bu bağlamda, Cerutti vd. (2015), “makro ihtiyati politikaların etkilerinin asimetrik olduğu, sıkılaştırıcı politikaların genişletici politikalardan daha etkili olduğu, bunun yanı sıra bu politikaların etkinliğinin gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş sanayi ülkelerine göre daha etken olduğunu” belirtmişlerdir.

Alman Merkez Bankası, Mart-2015’de yayınladığı aylık raporunda benzer şekilde Euro bölgesinde yaşanan kredi döngülerindeki önemli boyutlara varan farklılaşma nedeniyle, makro-ihtiyati politikanın ulusal düzeyde düzenlenmesi gerekliliğini ortaya koymasının önemini vurgulamıştır. Raporunda, kredi döngülerinin senkronizasyonun, Euro bölgesinin gelecekteki makro ihtiyati politika tasarımında ve para politikasının finansal istikrarın korunmasındaki potansiyel rolünde önemli bir faktör olacağı belirtilmiştir. Buna göre yalnızca merkezi, konjonktürel politika önlemlerinin her ne kadar makro-ihtiyati politikanın veya para politikasının bir parçası olsalar da verimli olmaları pek olası değildir (Deutsche Bundesbank, 2015).

Selektif kredi politikaları, makro ihtiyati politikaların uygulama alanlarından biridir. Özker (2008), “selektif (tercihli) kredi politikalarını, ekonomik gelişme hedefleriyle doğrudan örtüşen, kredi kullanım ve kontrol mekanizması açısından sektörler bazında öncelikli tercihlerinin yer aldığı ve konjonktürün genel yapısıyla da uyumlu finansal kaynak akışını ifade eden politika seti” olarak tanımlamaktadır.

Sanayi Bakanlığı verilerine göre Türkiye’de çalışan başına elde edilen katma değerler arasında farklılıklar söz konusu olup kümülatif bazda (2010’dan itibaren) en yüksek katma değer görülen sektörlerden biri imalat sektörü olarak dikkat çekmektedir. En düşük katma değer görülen sektörlerin başında ise inşaat sektörü gelmektedir.

Grafik 2.18. Çalışan Kişi Başına Katma Değer Endeksi (2010=100)



Kaynak: Sanayi Bakanlığı (2018), Ulusal İşgücü Verimlilik İstatistikleri

Yaratılan katma değer rakamsal olarak TL karşılıkları ise aşağıda verilmiştir. Buna göre imalat sanayinin yaklaşık 46.000 TL; inşaat sektörünün ise 11.000 TL'lik bir katma değer yarattığı görülmektedir.

Tablo 2.8. Çalışan Kişi Başına Katma Değer (TL)

İktisadi Faaliyet Kolu	2017	İktisadi Faaliyet Kolu	2017
D - ELEKTRİK, GAZ, BUHAR VE İKLİMLENDİRME ÜRETİMİ VE DAĞITIMI	313,055	H - ULAŞTIRMA VE DEPOLAMA	19,376
R - KÜLTÜR, SANAT, EĞLENCE, DİNLENCE VE SPOR	69,237	G - TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET; MOTORLU KARA TAŞITLARININ VE MOTOSİKLETLERİN ONARIMI	18,221
B - MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	67,407	P - EĞİTİM	17,455
E - SU TEMİNİ; KANALİZASYON, ATIK YÖNETİMİ VE İYİLEŞTİRME FAALİYETLERİ	59,333	M - MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER	17,304
J - BİLGİ VE İLETİŞİM	57,002	F - İNŞAAT	11,060
C - İMALAT	46,754	N - İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	9,581
L - GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ	45,073	I - KONAKLAMA VE YİYECEK HİZMETİ FAALİYETLERİ	9,027
TS - TOPLAM SANAYİ	35,127	S - DİĞER HİZMET FAALİYETLERİ	4,699
Q - İNSAN SAĞLIĞI VE SOSYAL HİZMET FAALİYETLERİ	22,286		

Kaynak: Sanayi Bakanlığı (2018), Ulusal İşgücü Verimlilik İstatistikleri

Dış ticarete ihracata yönelik üretim firmaları yerine verimliliği diğer birçok sektöre kıyasla düşük inşaat sektörünün finansal kaynakları daha fazla kullanması diğer reel sektör şirketlerinin kredi imkânlarını kısıtlayabilmektedir. İnşaat sektörünün kredilerden aldığı pay % 9'dur. Bu paya karşılık sorunlu kredilerdeki payı toplam sorunlu kredilerin % 13'ü seviyesindedir. 2018 yılı milli gelir içindeki payı ise % 7,2 düzeyindedir. Bu selektif kredi politikalarının özellikle verimliliği ve ülke ekonomisi için katma değeri yüksek olan sektöre doğru yönelmesi ülke genelinde ekonomik çıktının da artmasını sağlayacaktır.

Tablo 2.9. Türkiye'de Sektörel Kredi Dağılımı (31.12.2018)

Sektör	Nakdi Krediler (TL)	Toplam Kredi İçindeki Payı	Takipteki Krediler (TL)	Toplam Kredi İçindeki Payı
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	98,310,503	4%	3,823,038	4%
Balıkçılık	2,384,536	0%	58,292	0%
Madencilik ve Taşocakçılığı	28,646,327	1%	1,262,874	1%
İmalat Sanayi	462,029,532	19%	19,334,098	20%
Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları Ürt. Dağıt. San.	183,491,983	8%	6,326,501	7%
İnşaat	220,189,853	9%	12,437,680	13%
Toptan ve Perakende Ticaret, Motorlu Araçlar Ser	289,011,013	12%	17,497,028	18%
Otel ve Restoranlar (Turizm)	79,086,176	3%	3,801,405	4%
Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme	136,439,540	6%	3,046,233	3%
Finansal Aracılık	57,967,906	2%	273,783	0%
Emlak Kom., Kiralama ve İşletmecilik Faal.	145,139,157	6%	4,853,689	5%
Savunma ve Kamu Yönetimi ve Zorunlu Sosyal Gü	53,857,839	2%	55,503	0%
Eğitim	9,988,638	0%	385,635	0%
Sağlık ve Sosyal Hizmetler	18,976,071	1%	516,937	1%
Diğer Hizmetler	34,745,739	1%	1,131,385	1%
İşçi Çalıştıran Özel Kişiler	1,710,522	0%	51,053	0%
Uluslararası Örgüt ve Kuruluşlar	1,478	0%	2,358	0%
Bireysel Krediler (Kredi Kartı Dahil)	536,627,582	22%	19,251,987	20%
Diğer	34,468,904	1%	2,445,828	3%
Toplam	2,393,073,299	100%	96,555,307	100%

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği

2.4.1.2.12. Diğer Politika Araçları

Yukarıda sözü edilen dolaylı para politikası araçlarına ek olarak, kredi tavanı, faiz denetimi, farklılaştırılmış reeskont uygulaması, tüketici kredilerine ilişkin denetim gibi dolaylı olmayan finansal piyasalara direkt etkisi olan para politikası araçları da bulunmaktadır. Fakat bunların kullanımları son yıllarda giderek azalmıştır, nitekim son kriz döneminde dahi bu uygulamalara neredeyse hiç başvurulmamıştır (Eğilmez, 2012).

2.4.1.3. Merkez Bankası, Kaydi Para Üretimi ve Senyoraj

Fisher, depresyonun doğrudan nedeni olarak, 1929-1933 döneminde para stokunun üçte bir oranında azalmasını görüyordu, kesin ve hızlı toparlanmanın ise parasal yollardan geçtiğine inanıyordu. Fisher, % 100 rezerv sistemi olmadan, hükümetin aslında çaresiz olduğunu şu sözlerle vurgulamaktadır. *“Hükümet, çek defteri parasının % 100'ünden daha az bir rezerve izin verdiği müddetçe, devlet cep harçlığı parası bile verme hakkını tam olarak kullanmamaktadır.”* Bu ünlü ekonomiste göre bankalara borç vererek değil, yeni rezerv para karşılığında ellerinde tuttıkları devlet tahvillerini geri alarak onlara % 100 zorunlu karşılık ayırmak mümkündür. Bu şekilde hükümet borçlarının çoğu çok kısa bir sürede ödenebilir. Bu, % 100 sistemini uygulamaya koymanın en önemli avantajlarından biri olacaktır. Ünlü iktisatçıya göre % 100 planının, depresyonların en aza indirilmesi, devlet borcunun ödenmesi, aşırı rezervlerden kaynaklı olası enflasyonun önüne geçilmesi ve iki çeşit paranın (kaydi para ve Merkez Bankası parası) birleştirilerek parayı gerçek paraya dönüştürülmesinin çeşitli avantajları bulunmaktadır. Bunların yanı sıra daha normal bir faiz oranı oluşma imkânı, sanayinin yönetiminin, bankaların elinden alınmasıdır çünkü depresyon sırasında bankalar kredilerini dondurmuştur. Yine bu sistemin bir diğer getirisi, tam iyileşme, uzun vadeli kredilerin kullanımı, sermaye malları endüstrilerinin canlanması ve işsizliğin daha hızlı ortadan kaldırılması için gerekli olan güven tadilatıdır.

Ticari bankalar iki yolla kredi vermektedir:

- i. Sahip oldukları parayı kredi olarak kullanırlar. Yani banka sahiplerinin sermayeleri ve toplanan mevduat kullanılarak kredi verilir.
- ii. Sahip olmadıkları parayı kredi olarak kullanırlar. Yani piyasada olmayan, bugüne kadar basılmamış, ticari bankaların kendi karar ve yetkileri ile “yoktan var edilerek” basılan kaydi paralarla verilen krediler.

Kaydi para, bankaların kendilerine yatırılan vadesiz mevduatlar aracılığı ile yarattıkları paradır. Merkez Bankaları zorunlu karşılık oranları aracılığı ile bankaların müşterilerden topladıkları mevduatlarının maksimum ne kadarını kredi olarak verebileceğini belirler. Herhangi bir zorunlu karşılık uygulaması olmadığı durumda, bankalar topladıkları tüm tasarrufların tamamını krediye dönüştürebilir. Örneğin bu oran % 10 olarak belirlendi ise 500.000 TL'lik bir mevduat karşılığında maksimum verilebilecek kredi miktarı 450.000

TL'yi geçemez. Günümüzde 30 OECD ülkesinde 24'ünde zorunlu rezerv uygulaması bulunmaktadır.¹⁰⁵

Kaydi (reel olmayan) para, bankacılık sisteminde şu şekilde yaratılmaktadır: Ahmet 500.000 TL bankaya mevduat olarak para yatırsın, Ayşe ise bankadan ev almak üzere 400.000 TL kredi çeksın ve bu parayı ev sahibi Ali'ye versin. Ali de 400.000 TL'yi bankaya mevduat olarak yatırsın. Farklı aktörlerce birçok kez tekrar bu süreç sonucunda ticari banka kendine yatırılan sadece 500.000 TL ile toplamda 2.500.000 TL, reel (gerçek) olmayan kaydi para yaratmış olmaktadır. Nitekim parasını mevduat yapan kişiler paralarını aynı anda çekmek isterlerse aslında bankada sadece 500.000 TL bulunduğu için toplamdaki 2.500.000 TL'lik para talebini karşılaması bankanın mümkün değildir. Banka ancak başkasından borç alarak bu ödemeleri yapabilecektir. Özetle, ticari bankaların kredi olarak müşterilerine verdiği paraların sadece oldukça düşük bir bölümün somut karşılığı bulunmaktadır.

Tablo 2.10. Mevduat Karşılığı Verilen Kredi Miktarı

	Tic. Bankaya Yat. Mev.	Zorunlu Karşılık Oranı (%20)	Verilen Kredi Miktarı
İlk işlem	500 (Ahmet)	100	400 (Ayşe)
İkinci işlem	400 (Ali)	80	320
Üçüncü işlem	320	64	256
Dördüncü işlem	256	51,2	204,8
Diğer evreler toplamı	1.024	204,8	819,2
Genel Toplam	2.500	500	2.000

Kaynak: Yazar hesaplamaları

Fisher (1936: 15), %100 Money isimli makalesinde hükümetin bankaların ve paranın sorumluluğunu almasına izin vermek güvenli ve uygun mudur diye sormuş cevabı ise hükümet, bankaların para üzerindeki tüm kontrolünü elinden almalı, ancak borç para vermeyi bankacılara bırakmalıdır şeklinde olmuştur. Böylece kapitalist sistem korunabilecek ve bankacılığın kamusallaştırılmasının önüne geçilecektir. Fisher'a göre, artık borç verdikleri parayı üretmelerine izin vermememiz koşuluyla, bankaları şu anda olduğundan çok daha özgür bırakabiliriz. Yazara göre amaç parayı kamulaştırmaktır, bankacılığı kamulaştırmak değil. Para yaratma ve para ödünç verme arasında bu ayrım

¹⁰⁵ Zorunlu karşılık sisteminin uygulandığı ülkelere örnek Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İzlanda, Japonya, Kore, Meksika, Polonya, Slovakya, İsviçre, **Türkiye**, İngiltere ve ABD' dir. Zorunlu karşılık uygulamasının olmadığı altı ülke ise Avustralya, Kanada, Danimarka, Yeni Zelanda, Norveç ve İsveç'ten oluşmaktadır.

yapıldığı takdirde birçok karmaşık bankacılık yasalarına da gerek kalmayacaktır. Bu durumda banka mevduat güvencesi de gereksiz hale gelecektir. %100 rezerv bankacılık sistemi ile tam rezervlere tabi olan vadesiz mevduatlar, sınırsız olarak garanti edilir veya sigortalanır. Böylece krizlerin en büyük nedenlerinden biri olan banka panikleri yaşanmaz. Para stoğu ticari banka faaliyeti ile değil, parasal otorite tarafından açık piyasa işlemleri (APİ) ile tarafından zamanla değişebilir.

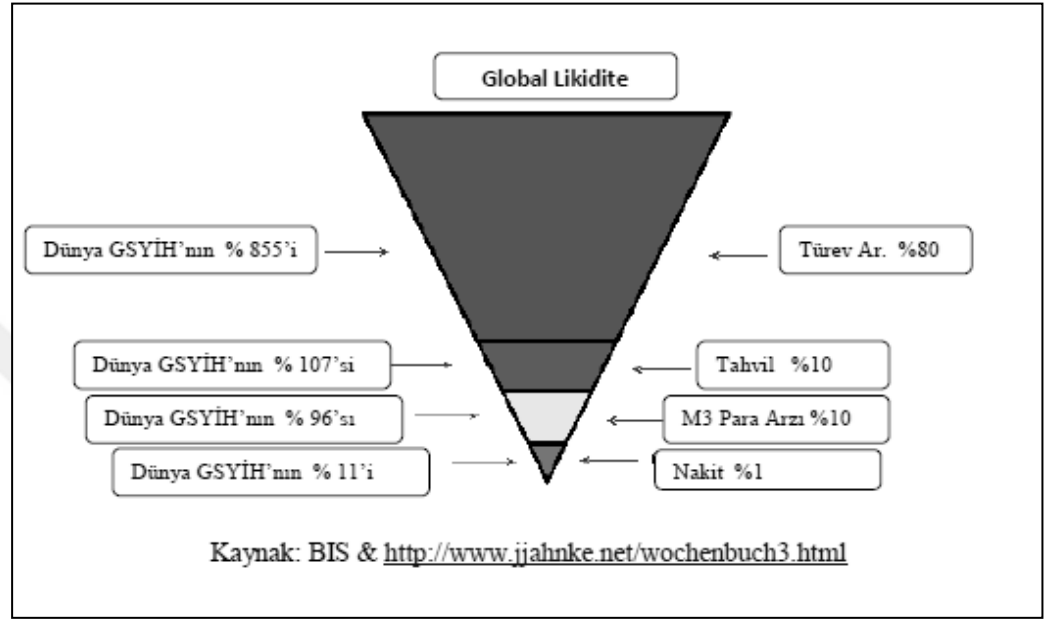
Fisher (1936)'a göre para ve kredi fonksiyonları birbirinden ayrılmalıdır, diğer bir ifade ile bankaların kaydi para yaratma ile ilgili tüm kontrolü elinden alınmalı, ancak borç para vermek bankacılara bırakılmalıdır. Böylelikle kredi daralmaların, para arzının kontrolü daha iyi yapılabilecek, kamu borcunda dramatik bir azalma yaşanacak, olası bir panik anında %100 devlet güvencesi olduğunda bankalardan mevduatların çekilmesini önüne geçilecek ve artık para yaratma eş zamanlı borç yaratmayı gerektirmediği için özel borcun önemli ölçüde azalmasına yol açacaktır. IMF ekonomisti Benes ve Kumhof (2012: 7-8) yaptıkları modellemede bu dört etkiyi ABD için DESG yöntemi ile test etmiş ve bu dört etkinin de gözlemlendiğini ve ek olarak enflasyon yaratmadan uzun vadeli çıktı kazancının %10'a ulaştığını tespit etmişlerdir. Bu üç şekilde gerçekleşmektedir:

- i. Daha düşük net borç seviyeleri, risk marjlarında azalmaya neden olmakta, böylelikle reel faiz oranlarında büyük düşümlere yol açmaktadır.
- ii. Devlet, düşük enflasyona rağmen çok daha yüksek senyoraaj geliri elde ettiği için, devlet bütçesi üzerindeki olumlu etkiler görülecek ve bu durum vergi oranlarında gerileme sağlamaktadır.
- iii. Kredi izleme maliyetlerinin düşmesine neden olur, çünkü artık tek amacı borçsuz olarak kolayca üretilebilecek yeterli bir para arzı yaratmak olan kredileri izlemek için kıt kaynakların harcanmasına gerek kalmaz.

Yeni gelişen ödeme sistemleri teknolojileri ile artık nakit (banknot) kullanımı giderek azalmaktadır. Günümüzde merkez bankaları para arzı politikalarından ziyade, daha çok faiz politikaları aracılığı ile piyasalara müdahale etmektedir. Fakat son AB krizinde de görüldüğü üzere deflasyonist veya depresyonist dönemlerde reel faizlerin eksi olmasına rağmen bu politika, para arzı politikaları kadar arzu edilen sonucu vermemiştir. Ticari bankaların elinde bulunan para yaratma gücü, hem 1930'lardaki Büyük Buhran'ın hem de 2008 Küresel Kriz'in temel nedenlerinden biri olarak görülmektedir. Nitekim İngiltere'nin Finansal Hizmetler Kurumu'nun eski başkanı Turner (2012) "2007/08 mali krizi, özel

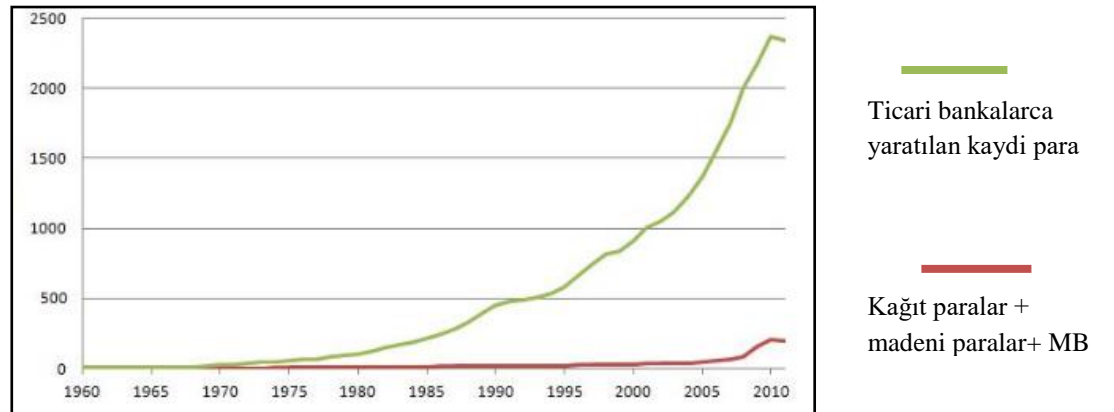
finansal sistemin özel kredi ve para yaratmasını kısıtlamadığımız için gerçekleşti” şeklinde açıklama yaparak kaydi para üretiminin¹⁰⁶, aşırı büyümesinin yarattığı risk ve tehlikelere dikkat çekmiştir.

Günümüzde türev araçlar, küresel likiditenin % 80’ini oluşturmaktadır. Bu rakam dünya milli gelirinin % 855’ine tekabül etmektedir.



Şekil 2.1. Küresel Likiditenin Kompozisyonu

Grafik 2.19. 1960-2010 Dünyada Para Arzı Büyümesi

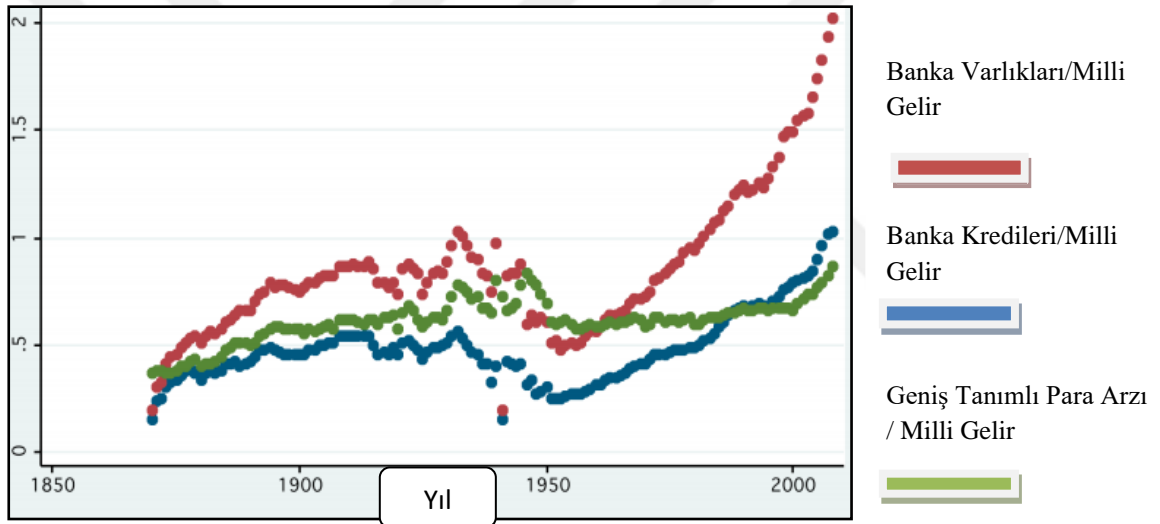


Kaynak: positive.economics

¹⁰⁶ Bankaların kaydi para üretmesi aslında bu yüzyılda ortaya yeni bir icat değildir. 1830’larda yine krediye dayalı olmak üzere kaydi para üretimi söz konusuydu ve bu dönemde bu kaydi para miktarı aşırı ölçüde artmış ve İngiltere Merkez Bankası, finansal sektörü kurtarabilmek adına Fransa’ya o dönem için oldukça büyük sayılabilecek miktar (2 milyon pound) borçlanmıştı. Bunun sonucunda Bank Charter Act adında bir kanun yürürlüğe konarak ticari bankaların para üretmesi yasaklanmış ve bu yetki sadece İngiltere Merkez Bankası’na verilmiştir (Kaynak: <https://positivemoney.org/>).

1870'den 1939'a kadarki dönemde para ve kredi dalgalanmaları görüldüğü “para çağı” sistemiydi ancak uzun vadede birbirleriyle ve milli gelir büyüklüğü ile kabaca istikrarlı bir ilişkileri bulunmaktaydı. Günümüzde ise kredi sistemi parasal büyüklüklerden giderek ayrılmış durumdadır bu nedenle yaşadığımız dönemi “kredi çağı” olarak adlandırmak mümkündür. Özellikle Büyük Buhran ve II. Dünya Savaşı sonrasında bu ilişki giderek birbirinden kopmuştur. Günümüzde ticari bankalar kaydi para üretirken buldukları ülkelerin ekonomilerinin büyüme oranını veya GSMH'lerini dikkate almamaktadır. Schularick ve Taylor (2009) 14 gelişmiş ülkenin 140 yıllık verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada banka varlıkları ve kredilerin para arzının çok üzerinde arttığını göstermektedir.

Grafik 2.20. Banka Varlıkları ve Kredi-Para Arzı Artış Hızları



Kaynak: https://www.frbsf.org/economic-research/files/schularick_taylor.pdf

Piyasadaki para hacmi, ilgili piyasadaki ticari işlemlerden kaynaklı takas hacmini aşmamalıdır. Yani, emisyon hacmi piyasadaki, ekonomideki reel mal ve hizmetlerin gerçekleşmesi ile ortaya çıkmalıdır. Nitekim Huber (2016), tam tersinin kısmen ve ilkel formda bile olsa mümkün olabildiğini vurgularken, reel ekonomiye bağlı olmayan bir finansal ekonomi olamaz diyerek bu konunun hassasiyetine dikkat çekmektedir. Bu yapılmadığı takdirde karşılığı olmayan bir satın alma gücü piyasaya sunulmuş olacak bu durum eski satın alma gücünü elinde bulunduranların yeni satın alma gücü sahiplerine transfer edilmesi anlamına gelecektir. Bir başka ifade ile gelir dağılımının haksız bir transferine neden olacaktır. Bu durum bedelsiz hisse senedi artırımına benzetilebilir. Kendisinin hissedar olmasından sonra sermaye artırımına giden bir şirkette yatırımcı,

sermaye payını arttırılan oran kadar yükseltmez ise, yeni durumda hisse senedi sahiplik oranı düşecektir (Çetin, 2019: 74-76).

Merkez Bankaları'nın direkt olarak kontrol edebildikleri paraya 'para tabanı' adı verilmektedir ve temel üç bileşeni bulunmaktadır:

- i. Dolaşımdaki para (Bankacılık kesimi dışında yer alan banknot ve madeni paralar)
- ii. Zorunlu karşılık (Bankaların elde ettikleri mevduatın karşılığı olarak MB nezdinde bulundurmaları zorunda oldukları miktar)
- iii. Gönüllü rezerv (Bankaların MB ve kendi aralarında işlem tesisinde kullanmak için gereken miktar)

Ülkemizde, 1984 yılına kadar bankalarda yabancı para birimi cinsinden mevduat açılması mümkün değildi. Yabancı para birimlerinin de mevduat olarak kabul edilmesi sonrasında parasal büyüklüklerin tanımlarında da bir takım revizyonlara gidildi.

M1: Dolaşımdaki para + vadesiz TL ve YP mevduat

M2: M1 + vadeli TL ve YP mevduat

M3: M2 + repo + B tipi fonlar + ihraç edilen menkul değerler

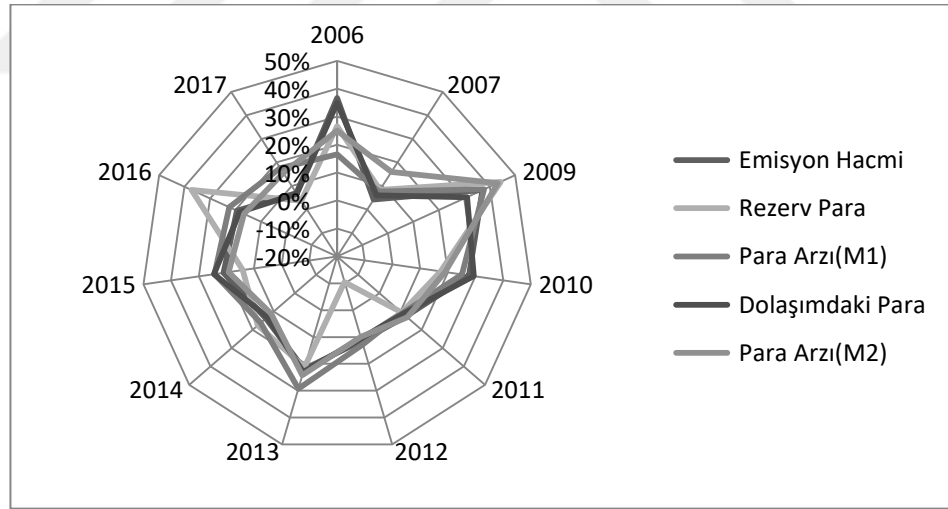
Ticari bankaların kaydi para üretimindeki bir dominant rolü nedeniyle Merkez Bankaları, ticari bankaları reaktif olarak refinance etmektedir. Şubat-2017 itibariyle AB'de nakit para oranı % 9,5 iken kaydi para oranı % 90,5'dir (Eurostat, T.Y)

Almanya Merkez Bankası'nın internet sitesinde sıkça sorulan sorulardan birine verdiği cevap, ticari bankaların kaydi para üretimlerinin fiyat istikrarını direkt etkilediğini açıkça kabul etmiş ve bu durumun kontrol altına alınması gerektiği uyarısında bulunmuştur: *“Ticari bankaların kaydi para üretiminin Euro-sistemi tarafından takip edilen fiyat istikrarı hedefine zarar verebileceğinden dolayı”*. Yine bankanın resmi internet sitesinde *“ticari bankaların kaydi para üretmesine temel oluşturan yasal zemin nedir ?”* sorusunun cevabı da bir o kadar ilginçtir. *“Direkt bir hukuksal düzenleme bulunmamaktadır”* (Çetin,2019: 112).

Senyoraj geliri, paranın üzerinde basılı olan nominal değeri (alım gücü) ile paranın üretim maliyeti arasındaki farktır. TCMB ise senyoraj gelirini şu şekilde ifade etmektedir. *“Senyoraj, paranın üretim maliyetiyle üzerinde yazılı değer arasındaki farktır. Devletler bu farkı kasalarına gelir olarak yazarak, herhangi bir borçlanmaya veya vergi toplamaya ihtiyaç duymadan harcamalarının bir kısmını finanse edebilirler.”* (TCMB, 2011)

Senyoraj ile para basmak suretiyle, satın alım gücü yaratılmaktadır. Örneğin 200 TL'lik bir banknot için mürekkep, kâğıt vb. maliyetlerin 1 TL olduğu düşünülüğünde parayı yaratan kuruma 199 TL net kazanç kalmaktadır. Yaratılan satın alma gücü, parayı basma hakkını (senyoraj hakkı) elinde bulunduran kurumun kasasına giren özel bir gelirdir. Kaydi para oranında ticari bankaların hâkim pozisyonu (% 85-% 90) nedeniyle bu ticari bankalar, ciddi miktarda senyoraj geliri elde etmektedirler. Huber'e göre Alman ticari bankacılık sektörü, sadece kaydi para üretiminden 2007'de 23 Milyar TL, 2011'de ise 17 milyar EUR kazanç elde etmiştir. Ticari bankacılık sektörünün cebine giren ve devlet hazinesinin mahrum kaldığı senyoraj geliri en basit mantıkla yaklaşık olarak M1 para hacmindeki artış olarak yorumlanabilir. Benzer şekilde 2008-2011 döneminde EUR bölgesinde 2008-2011 yılları arasında M1 artışı minimum ve maksimum 180-250 Milyar EUR seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık birliğin en büyük bankası olan Alman Merkez Bankasının karı ise bu 3 yıllık dönemde maksimum 2,5 milyar EUR olmuştur. Ülkemizde 2006-2017 yılları arasındaki parasal büyüklükleri değişimi ise aşağıda verilmiştir.

Grafik 2.21. Parasal Büyüklüklerin Yıllık Değişimi- TR(2006-2017)



Kaynak: TCMB

Senyoraj gelirlerindeki azalmaya ilişkin olarak Groeneveld ve Visser (2007) 1980-1994 dönemini kapsayan, gelişmiş on ülkeyi inceledikleri çalışmalarında ülke merkez bankası senyoraj gelirlerinin milli gelire oranının % 64'den % 41'e gerilediğini belirlemişlerdir. 2017 itibariyle ise AB üye ülkeleri merkez bankalarının elde ettiği ortalama senyoraj geliri

% 8'e kadar gerilemiştir (ECB, 2017). Bu gelirlerin önemli bir kısmı günümüzde ticari bankalara gitmektedir.¹⁰⁷

Zorunlu karşılık oranlarındaki artışlar kaydi para büyüklüğünün kontrol altına alınmasında büyük öneme sahiptir fakat dünyada 1980'lerin ortasından itibaren giderek bu oranların gerilediği gözlenmektedir, günümüzde birçok OECD ülkesinde bu oran %5'in altındadır. Türkiye ve ABD' de ise bu oran hala çift haneli seviyelerde bulunmaktadır. Kısmi bankacılık sistemindeki ilginç görünüme örnek olması açısından Huber (2017), çalışmasında 2011 sonu itibariyle Almanya'da ticari bankaların kasalarında tuttuğu nakit (16 milyar EUR), yönettikleri kaydi paranın (1.170 milyar EUR) sadece % 1,4'ü seviyesindeyken, bu bankaların Merkez Bankası nezdinde tuttukları kullanılabilir rezervleri % 0,1'ler düzeyinde olduğunu belirtmiştir (aktaran: Çetin, 2019: 82-83). Dünya'nın en büyük ekonomisi ABD'de ise M1 ve M2 para stoklarının kompozisyonu aşağıdaki gibidir.

Grafik 2.22. ABD M1- M2 Para Stoku Kırılımı (Mart-2019)



Kaynak: <https://www.federalreserve.gov/releases/h6>

Günümüzde devletler, yeterli miktarda paranın dolaşımını temin edebilmek için bu parayı ticari bankalardan ödünç almak ve bunun için faiz ödemek durumundadır. AB içindeki devletler yılda yaklaşık 170 Milyar EUR' yu bu nedenle faiz ödemelerine harcamaktadır (Mayer ve Huber, 2014; aktaran: Çetin, 2019). Merkez Bankalarının, kamu ve kamuya ilişkin firmaların borç senetlerinin direkt alıcı olması birçok ülkede yasaklanmıştır diğer bir ifade ile Merkez Bankalarının devleti borçlarından dolayı direkt

¹⁰⁷ Ticari bankaların ve alternatif ödeme sistemlerinin yanısıra, kripto paralarının kullanımının yaygınlık kazanması da senyoraj gelirlerini önümüzdeki dönemlerde azaltabilecek bir finansal gelişmedir. Benzer düşüncüyü Evlimoğlu ve Gümüş (2018: 179) makalelerinde vurgulayarak itibari paranın ortadan kalmasının dezavantajlarından birisinin de ülkelerin senyoraj gelirlerinin önemli oranda azalması olduğunu belirtmişlerdir. Bununla birlikte dijital paraların merkez bankalarının kontrolüne geçmesi halinde süreci tersine çevirerek bu bankaların senyoraj gelirlerini arttırabilir. Kripto paralar içerisinde en yaygın kullanım ağına sahip olan Bitcoin'in piyasa değeri hâlihazırda 132 milyar \$ seviyesindedir. Bu paraların dünya ekonomisindeki toplam payı ise Haziran-19 itibariyle % 1-2 civarındadır (<https://coinmarketcap.com/>)

olarak finanse etmesi kanunlarca yasaklanmıştır. Fakat MB, bu tür işlemlerde ilk alıcı olamaz ise de ikinci piyasada herhangi bir kısıtlamaya tabii olmadan Merkez Bankalarının tahvil (kamu borç senedi) alım satımı yapmaları mümkündür. Dolayısıyla, kamu gerek duyduğu borçlanmayı ilk piyasada ticari bankalara tahvil satarak gerçekleştirmiş olduktan sonra MB'lerin bu tahvilleri ikincil piyasadan almasında herhangi bir engel bulunmamaktadır. Ticari bankaların aşırı kaydi para üretimi, Merkez Bankalarının parasal tabanı genişletme yeteneğini yani para basabilme hacmini de kısıtlamaktadır. Ticari bankalar kaydi para basarak devlet tahvili olarak devleti borçlandırmakta ve faiz aracılığı ile senyoraj gelirinin aslan payını almaktadırlar.

MB'lerin senyoraj gelirini azaltan bir diğer faktör ise gelişmiş ülke para birimleridir. T.C eski Merkez Bankası başkanlarından Törüner (2005), senyoraj gelirinin asıl payını gelişmiş ülke Merkez Bankalarının elde ettiğini vurgulamaktadır. Mekanizma şöyle işlemektedir. Gelişmekte olan ülkeler, USD, EUR gibi para birimlerini ödeme, tasarruf ve borç alma aracı olarak kullanırlar, yine bu ülkelerin Merkez Bankaları da bu para birimleri üzerinden döviz rezervi bulundurlar. FED ve ECB gibi kurumlar kendi ülkelerindeki talebin çok daha fazlasının yurtdışından talep edilmesi nedeniyle karşılıksız para basarlar ve bu ülke halklarından senyoraj geliri elde ederler. Diğer bir ifade ile bir bakıma gelişmiş ülkeler, MB'ler aracılığı ile geliştirmekte olan ülkelere senyoraj geliri elde ederler.

Bankaların kaydi para üretiminden ne kadar kazanç sağladığını kesin ve net olarak söyleyebilmek pek mümkün değildir. Çünkü söz konusu kazanç, muhasebe kayıtlarında direkt olarak görülebilen bir faaliyet karı statüsünde değildir. Diğer bir ifade ile aslında maliyet aşamasında oluşan, dolayısıyla maliyet kalemi içerisinde gizlenmiş bir kazançtır. Bu sayede toplam faaliyet kazancının içerisinde adeta saklanmakta ve açık olarak kaydi para üretim karı şeklinde adlandırılmamaktadır (Çetin, 2019: 120)

Merkez bankaları, işlem ve değer saklamak amacıyla kullanılan dolaşımdaki para biriminin payını bilmekle ilgilenmektedir. Bu, hem bu banknotların arzını yönetmek hem de para politikası için geçerlidir. Bir değer deposu olarak kullanılan nakit için talep esnekliği, para politikasının düşük faizli bir ortamda uygulanmasını etkileyebilir. Ayrıca, ekonominin günlük dolaşımdaki nakit parasını sağlama ve kullanma görevini yerine getirmek için, merkez bankasının talep tarafının özellikleri hakkında bir fikre sahip olması gerekir (Seitz,2018: 151).

Kaydi para, ticari bankaların üretilmemiş ve dolayısı ile önceden kullanımda olmayan bir parayı faaliyet gösterdiği ülkedeki Merkez Bankası nezdinde zorunlu karşılık ayrılarak kredi vermek suretiyle bir nevi yoktan var edip ilgili tutarı krediyi çeken müşterinin hesabına göndererek kullanıma sunması ile oluşmaktadır. Böylece kaydi para üretimi, dolaşımdaki para miktarını diğer bir ifade ile parasal tabanı doğrudan arttırmaktadır. Görüldüğü üzere zorunlu karşılık oranı kaydi para üretiminin temel ön koşuludur. Fakat 1980 sonrası dünya genelinde esen neo-liberal rüzgâr neticesinde zorunlu karşılık oranları giderek aşağıya çekilmiş hatta bazı ülkelerde sıfırlanmıştır. Bu oranın düşmesi kaydi para üretimini direkt olarak arttırmaktadır.

Tablo 2.11. Ülkelerde Yürürlükteki Zorunlu Karşılık Oranları

Ülke	Güncel Zorunlu Karşılık Oranları (%)	Min	Max	Frekans	Dönem Aralığı
Brezilya	21	21	100	1 Aylık	Jul 1994 - Apr 2019
Çin	11	6	21	1 Aylık	Jan 1985 - Apr 2019
Fransa	1	1	2	1 Aylık	Jan 1999 - Apr 2019
Almanya	1	1	2	1 Aylık	Jan 1999 - Apr 2019
Yunanistan	1	1	2	1 Aylık	Jan 1999 - Apr 2019
Hindistan	4	3	15	1 Aylık	Sep 1962 - Apr 2019
Endonezya	7	5	8	1 Aylık	Jan 1997 - Apr 2019
İtalya	1	1	2	1 Aylık	Jan 1999 - Apr 2019
Japonya	1	0.4	1.3	1 Aylık	Oct 1980 - Feb 2019
Malezya	4	1	13.5	1 Aylık	Jun 1959 - Mar 2019
Rusya	4.8	0.5	5	1 Aylık	Jul 2004 - Apr 2019
Türkiye ¹⁰⁸	7	7	16	1 Aylık	Jan 2011 - Apr 2019

Kaynak: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/reserve-requirement-ratio>

Huber (2014: 26) %100 rezerv para sisteminde, mevcut sisteme göre daha dar bir para arzı olacağı için faiz oranlarının yükseleceği endişelerine, sıkı ya da gevşek para politikası uygulamaları yerine milli gelir büyümesi ile orantılı bir para arzının söz konusu olacağından dolayı faizlerin optimal düzeyde olacağını, diğer bir ifade ile ne varlık balonu ve enflasyon yaratacak kadar düşük ne de ekonomiyi boğacak kadar yüksek bir oran olmayacağını belirterek mevcut sistemin yarattığı kırılmalıkların asgariye ineceğini savunmuştur.

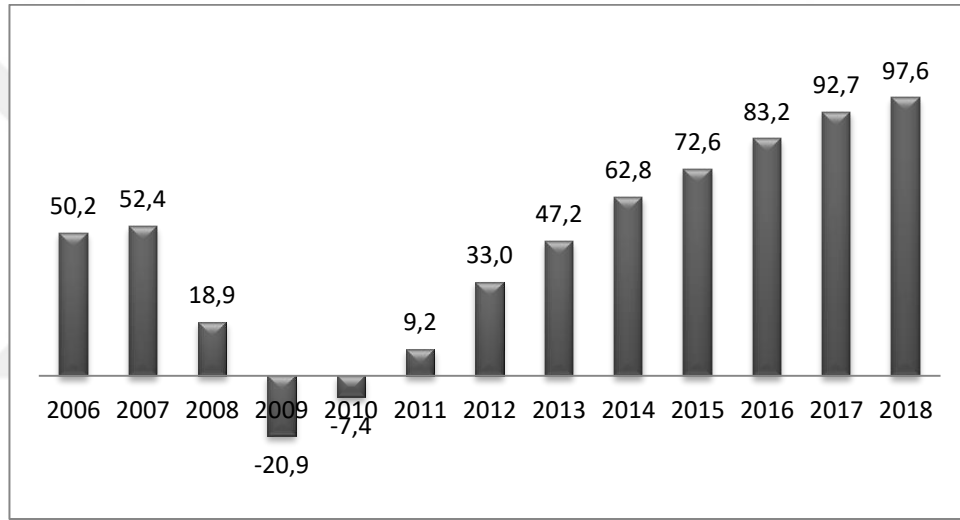
Her ülkede ticari bankalarda yatan mevduatlar belli bir orana kadar devlet garantisinde olsa da o tutarın üzerindeki mevduatlar ticari bankaların iflası durumunda yok

¹⁰⁸ “İlgili oran TCMB’ nin TL cinsi karşılıklar için 1 ay vadede uygulamış olduğu oran olup döviz için 1 aylık zorunlu karşılık oranı hâlihazırda %15’dir. Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ilişkin faiz/nema tutarı, mayıs-2019 itibarıyla % 13 oranında ödenmektedir. USD cinsinden zorunlu karşılıklara faiz/nema ödemesi ise TCMB tarafından günlük olarak belirlenen faiz oranı ve ilgili tarihte ilan edilen gösterge niteliğindeki döviz alış kuru kullanılarak TL cinsinden ve günlük bazda hesaplanır.” (TCMB, T.Y).

olmaktadır. Bunun da temel sebebi kaydi para sistemi olduğunu söylemek mümkündür. 2013 sonu itibariyle mevduat güvencesinin olmadığı tek Avrupa ülkesi İsrail'dir. EUR Bölgesi'nde mevduat sigorta limiti 100.000 EUR' dur. Ülkemizde 100.000 TL'dir. İngiltere'de 85.000 pound, ABD'de 250.000 USD. Japonya'da 10.000.000 JPY (yaklaşık 91.000 USD) (Demirgüç-Kunt vd, 2014) Türkiye'de ise 100 bin TL'ye kadar sigorta kapsamındadır. Ülkemizde ticari mevduatlar ise sigorta kapsamına dâhil değildir.

ABD'de kriz öncesinde ise bu tutar 100.000 USD seviyesindeydi. Yaşanan banka iflasları sonucu verdiği mevduat güvenceleri sonucu ABD Mevduat Sigorta Kurumu FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) bütçesi 2009 yılında eksi verdi.

Grafik 2.23. ABD Mevduat Sigorta Fonu Bütçesi (milyar \$)



Kaynak: FDIC (<https://fas.org/sgp/crs/misc/IN10398.pdf>)

Avrupa'da mevduat sigorta güvencesi ülkelerin % 96'sında var iken bu oran Afrika'da % 24'tür. Kapsama alanı incelendiğinde ise, 2013 sonu itibarıyla, yüksek gelirli ülkelerde kapsama alanı kişi başına düşen gelirin ortalama 5,3 katı; üst-orta gelirli ülkelerde kişi başına gelirin 6,3 katı; düşük-orta gelirli ülkelerde kişi başına gelirin 11,3 katı; ve düşük gelirli ülkelerde kişi başına düşen gelirin 5,0 katı'dır.

Tablo 2.12. Mevduat Güvencesinin Toplam Mevduat İçindeki Payı-TR

Banka	Tasarruf Mev.	Toplam Mev.	Tas. M. / Toplam M.
Kamu Sermayeli Bankalar	230.670	759.330	30%
Özel Sermayeli Bankalar	227.606	746.991	30%
Tas.Mevd.Sig. Fon.Devr. Bankalar	33	93	35%
Yabancı Sermayeli Bankalar	178.231	530.251	34%
Sektör Toplamı	636.540	2.036.665	31%

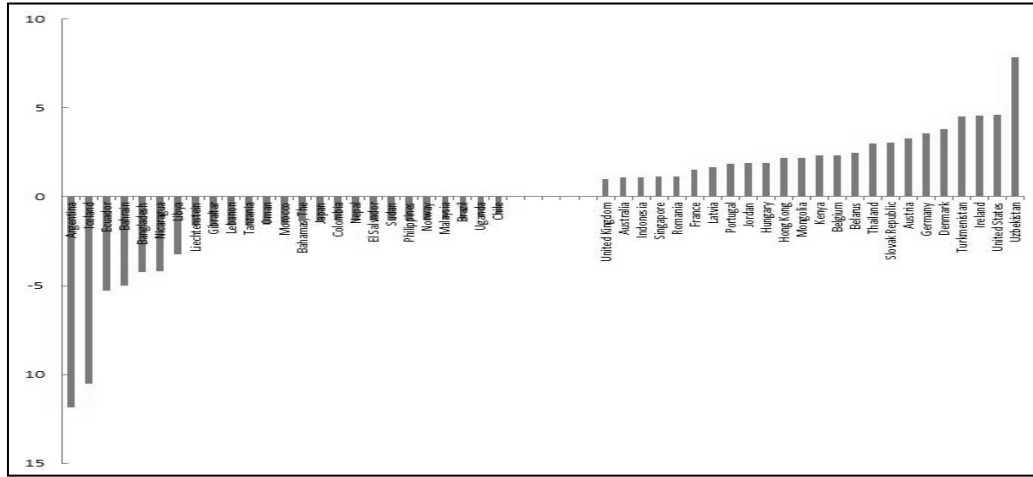
Kaynak: TBB (31.12.2018 itibariyle)

Demirgünç-Kunt vd. (2014: 19), bir ülkenin mevduat sigortası planının cömertliğini ve banka varlık ve yükümlülükleri üzerindeki ek devlet garantilerini ölçmek için bir güvenlik ağı endeksi geliştirdiler. Grafik, seçilen ülkeler için güvenlik ağı endeksi değerlerini göstermektedir. Endekste varyasyon dikkat çekicidir. Arjantin ve İzlanda en yüksek eksi değeri alırken, İrlanda ve ABD’de ise (ikisi de kriz sırasında mevduat ve mevduat dışı yükümlülükler için geçici teminatlar vermiştir) devlet garantisi altına alındıktan finansal yükümlülük kapsamı arttıran iki ülke olarak dikkat çekmektedir. Türkmenistan’da ve Özbekistan ise bu süreçte mevduatların tamamını güvence altına aldığı için en yüksek güvenlik ağı büyümesini gerçekleştirdi.

Yazarlara göre finansal güvenlik ağlarını genişletme eğilimi (genişletilmiş kapsama, devlet güvencelerine artan güven ve devlet kurtarma imkânlarıyla) ileriye yönelik olarak değerlendirildiğinde endişelenmeyi gerektirecek bir trende sahiptir. Ulusal güvenlik ağlarının genişlemesi aşağıdakilerle ilgili sorular ortaya çıkarmaktadır:

- i. Bazı ülkelerde devlet güvencesinin, gelecekteki olası kriz dönemlerinde bu güvence vaatlerini desteklemek için yeterli olup olmadığı
- ii. Mevduat sigortası ile korunan firmalarda, bu güvencenin risk alma iştahı üzerindeki bozucu etkilerinin kontrol altına alınıp alınmayacağı

Grafik 2.24. Mevduat Güvenlik Ağı Endeksi (Safety Net)



Kaynak: <https://voxeu.org/article/updated-deposit-insurance-database>

2016 itibariyle finansal sistemdeki mevduatının GSYİH' nin yüzdesi incelendiğinde, ortalama % 61,4 olarak gerçekleşmiştir. En yüksek değeri % 400 ile Lüksemburg almıştır. Türkiye’de ise bu oran % 46,3 seviyesindedir. Mevduat güvencesinin varlığı, geçmişte olduğu gibi gelecekte bankalar tarafından alınabilecek potansiyel yıkıcı riskleri teşvik etme olasılığını arttırmaktadır. Kriz sırasındaki güvenlik ağının (safety net) genişlemesi, ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetleri ve ilerleyen ahlaki tehlikelerle ilgili soruları da beraberinde getirmektedir (Demirgünç-Kunt vd., 2014; 19).¹⁰⁹

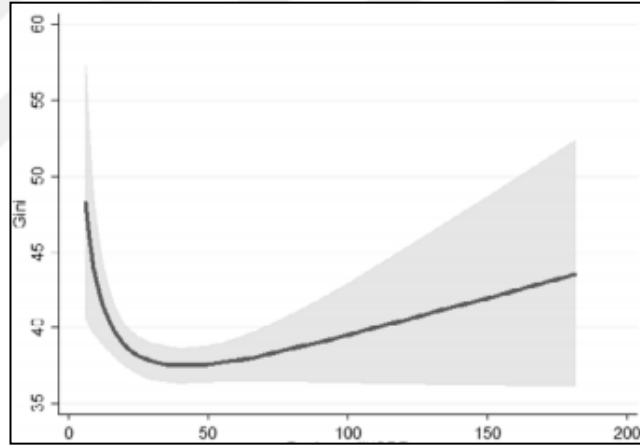
Kaydi para miktarındaki artışın, finansal balonların oluşumu ve devlet borçlanması ile ilişkisine bakılacak olur ise, günümüzde üretilen kaydi para, ağırlıklı olarak reel sektöre kıyasla kolay yoldan daha fazla gelir elde edebilen finansal sektöre geçiş yapmıştır. Ticari banka parası hisse senetlerine, finansal türevlere, döviz kuru ve gayrimenkule yatırılmakta, reel ekonomi içerisinde kullanılamamaktadır. Hanehalkı ve firmalar yüksek düzeyde borçlanmış olduklarından dolayı yeniden borçlanmak suretiyle eksik olan parasal açığı kapatamamaktadır. Böylelikle, devlet reel ekonominin parasal ihtiyacını karşılayabilmek için daha fazla borçlanma durumunda kalmaktadır. Çünkü reel ekonominin kullanımı için yeterli para miktarı günümüz para sisteminde sadece borçlanarak sağlanabilmektedir. Mayer bu durumu devletler için hazırlanmış bir “borç tuzağı” olarak nitelendirmektedir (Mayer ve Huber, 2014: 97). Görüldüğü üzere kaydi para miktarındaki artışın, finansal balonların oluşumu ve devlet borçlanması¹¹⁰ ile doğrudan bir ilişkisi bulunmaktadır. Her pazar gibi

¹⁰⁹ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14118.pdf>

kredi pazarı da limitli bir pazardır. Belirli bir kredi verildikten sonra bu piyasa da doygunluğa ulaşacaktır. İşte gelinen bu doyum noktası sonrasında bankacılık sektörü kredi verebilmek ve para kazanabilmek adına müşterilerinin kredibilitelerinin analiz edildiği kredi onay mekanizmalarda yumuşamalar yapmaya başlar. Bu yönelime kredi derecelendirme kuruluşları da eşlik ettiği takdirde piyasa kontrol edilemez bir borç krizine doğru ilerler. 2007-2008 Küresel Kriz’ de bu sebep sonuç ilişkisi neticesinde gerçekleşmiş ve hisse senetlerinin dünya çapında 30 trilyon USD, gayrimenkul piyasasının 11 trilyon USD değer kaybetmesine neden olmuştur. ABD hanehalkı varlıkları ise bu süreçte ortalama % 23 erimiştir.

Brei vd. (2018), yaptıkları çalışmanın bulgularına göre finansal sistemlerin derinleşmesinde bir eşik söz konusudur, bu bağlamda finansal derinlik gelişmekte olan ülkelerdeki yoksulluk ve eşitsizliği azaltmaya yardımcı olmakla birlikte, finansal açıdan gelişmiş ekonomilerde ise eşitsizliği arttırmaktadır.

Grafik 2.25. Gelir Dağılımı Eşitsizliği vs. Banka Kredileri /Milli Gelir

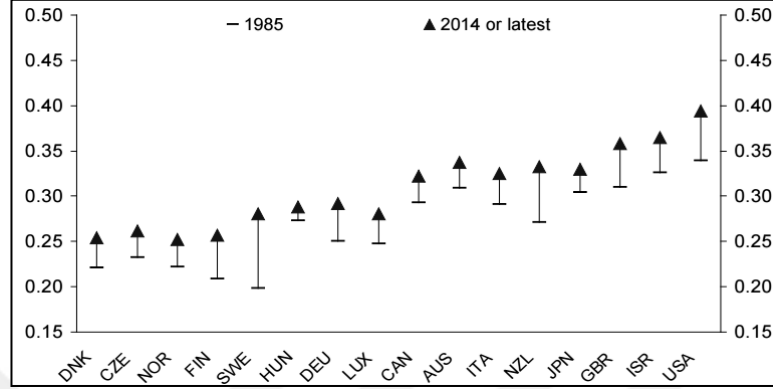


Kaynak: Brei (2018); <https://www.bis.org/publ/work756.pdf>

Günümüz para sisteminde parasal hacmin kredi vermek suretiyle genişletilmesinden en çok fayda sağlayan kesimin emek karşılığı gelir elde eden kesim değil, tam aksine finansal gelir elde eden zengin kesimdir. Nitekim artan borçluluk oranları ve buna bağlı faiz gelirlerinden dolayı parasal varlık sahiplerinin kazançlarındaki artış 1992-2007 döneminde ortalama yıllık % 6-10 arasında olur iken, aynı dönemde emek karşılığı elde edilen kazanç ise yıllık olarak % 0,7 ile % 3,3 arasında azalmıştır. Almanya’da finansal gelirlerin payı 1950’de toplam gelirlerin sadece % 17’si, emek bazlı gelirlerin payı % 83 iken 2010 yılında paradan para kazanmaya dayalı finansal gelirlerin toplam içindeki oranı % 37’ye

yükselmiştir (Huber, 2016: 84). OECD'nin 1985-2014 arasını karşılaştırdığı veriler de Gini katsayısındaki bozulmayı diğer bir ifade gelir dağılımı adaletsizliğinin arttığını göstermektedir

Grafik 2.26. Gelir Dağılımı (1985-2014)



Kaynak: OECD

2018 Dünya Nakit Raporu'na (World Cash Report 2018) göre dünya genelinde dolaşımdaki paranın GSYİH' ye oranı % 9,6'dır. Afrika, Asya ve Avrupa kıtaları küresel ortalamayla aynı seviyede iken, bu oran Kuzey Amerika ve özellikle Okyanusya'da dünya ortalamasının altındadır. Bu gösterge bağlamında, Güney Amerika GSYİH' ya göre en yüksek nakit bağımlılığına sahip kıtadır. Türkiye özelinde ise, dolaşımdaki nakit miktarı son yıllarda artmakta olup bu oran 2016 itibariyle dünya ortalamasının altında % 4,5 seviyesindedir. Avrupa'da dolaşımdaki nakit para oranının en yüksek olduğu ülkeler Yunanistan (% 16) ve Macaristan'dır (% 12). Asya'daki örnekler incelendiğinde ise Japonya'da ise nakit kullanımının milli gelire oranı % 21, Hindistan'da ise % 11 seviyesindedir.

Tablo 2.13. Ülkelerin Nakit Bağımlılık Sıralaması

Sıralama	Ülke	Dolaşımdaki Para/Milli Gelir	ATM'den Para Çekimi/Milli Gelir	Kişibaşı Kart Ödemesi (\$)	Kişibaşına Düşen Kart Adedi	Her 100.000 Kişiyeye Düşen POS Adedi
1	İsveç	1.4%	5.5%	299	2.1	2,599
2	Yeni Zelanda	2.0%	6.4%	323	-	-
3	G.Kore	5.9%	4.0%	334	5.0	-
4	Avusturalya	4.8%	8.6%	274	2.8	3,955
5	Kanada	4.1%	5.9%	274	2.9	3,860
6	ABD	8.1%	3.9%	304	4.1	4,325
7	İngiltere	4.3%	10.4%	244	2.4	3,290
8	Hollanda	8.4%	6.5%	229	1.7	3,062
9	Belçika	8.7%	11.3%	151	1.7	1,683
10	Fransa	9.4%	6.9%	118	1.5	2,225

Kaynak:2018 World Cash Report- G4S

Günümüzde gelişmiş ekonomiler, birçok kurum arasında rekabet ve işbirliğinin bir arada olduğu karmaşık ve birbirine bağlı ödeme düzenlemelerine sahiptir. Bununla birlikte, merkez bankası parasının ödeme sistemindeki rolü birçok soruyu gündeme getirmektedir. Günümüzde Merkez Bankaları nakdi para ve metal paraları üretip piyasaya sürmektedir. Bunun yanı sıra sadece bankalar arası işlemlerde kullanılan kaydi para da üretmektedir. Diğer bir ifade ile bu kaydi parayı bireylerin direkt kullanabilmesi söz konusu değildir.

Merkez Bankaları, bir ekonomide tek para veren kurum değildir, ticari bankalar da bir diğer önemli para ihraççılarıdır. Nitekim bu bankaların borçları diğer bir ifade ile ticari banka parası ekonomilerdeki para stokunun önemli bir oranını kapsar. Kimi ülkelerde kaydi paranın (ticari banka parası) ağırlığı % 97'lere kadar ulaşmış olup bu durum, piyasalarda fiyat dengelenme mekanizmasına baz teşkil eden para hacmi konusunda söz sahibi ve belirleyici olan tarafın aslında ticari bankalar olduğu tartışmalarını da beraberinde getirmektedir (BIS, T.Y). Dünya'daki genel ortalama ise aşağıdaki şekildedir:

Tablo 2.14. Toplam Para Stokunda Kaydi Para Ağırlığı

Nakit Para (Banknot) ve Metal Para	15%
Kaydi Para (Ticari Banka)	85%

Her ne kadar USD dünyada en önemli rezerv biriktirme aracı olmuş olsa da dünyadaki toplam dolaşımdaki para içerisinde EUR, Japon Yeni, USD ve Çin Yuan'ı birbirine yakın konumdadır.¹¹¹

¹¹¹ Para birimleri arasında bir başka ilginç durum ise şudur: ABD'nin dünyanın en büyük ekonomisi olduğu 1870'lerde İngiltere'yi geçmiş olmasına rağmen sterlin sonraki iki nesil boyunca (1931'de İngiltere altın standardını terk edene kadar) dünyanın asıl/rezerv para birimi olmayı sürdürmüştür.

Tablo 2.15. Dünyada Toplam Dolaşımdaki Paradan Ülkelerin Aldığı Paylar

Ülke	Pay
Avrupa Birliği	19.9%
Japonya	18.9%
ABD	18.6%
Çin	14.3%
Rusya	3.5%
Hindistan	3.4%
Brezilya	1.6%
İngiltere	1.3%
İsviçre	1.1%
Meksika	1.1%
Kanada	1.1%

Kaynak: Bundesbank (2017). * 2013 verileri ile

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) bu konu ile ilgili bazı hususları gündeme getirmektedir. Buna göre, birkaç büyük banka aracılığıyla ödemelerin yoğunlaşmasının olası faydaları ve riskleri nelerdir ve merkez bankaları bu konuya nasıl yaklaşabilir? Normalde merkez bankasının hâkimiyet alanı ile sınırlı olan merkez bankası para arzı, birçok para biriminde aktif olan küresel oyuncuların taleplerini ne ölçüde karşılayabilir? Merkez bankası hesapları ağırlıklı olarak bankalar olmak üzere sınırlı sayıda işletme için kullanılabilir durumdadır. Bu durum, merkez bankası parasının ödeme sistemlerinde bir çözüm varlığı olarak kilit bir rol oynamasına rağmen, merkez bankalarının genel olarak kamuya bankacılık hizmetleri sağlamada ticari bankalarla rekabet etmek istemedikleri gerçeğini yansıtmaktadır.

Ekonomistler, politikacılar ve Merkez bankaları arasında MB'lerin temel sorumluluk alanları olarak fiyat istikrarı ve piyasalara parasal tedarik üzerinde genel bir konsensus bulunmaktadır. Buna karşın ekonomik büyüme, istihdam, finansal dengelenme ve sürdürülebilirlik gibi hedeflerin para politikaları ile gerçekleştirilebilir olup olmadığı konusunda önemli görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Gudehus (2016), günümüzde merkez bankalarının aldığı önlemlerin reel ekonomi üzerinde direkt etki göstermemesinin temel nedeni olarak Merkez Bankaları'nın sadece MB Para Piyasası üzerinde faizleri belirleyici bir rolü olduğunu savunmaktadır. Diğer bir ifade ile MB'nin belirlediği faiz oranı sadece MB ve ticari bankalar arasında bulunan kademedeki etkili olmaktadır buna karşın reel ekonominin olduğu kademe (firma, hanehalkı ve ticari bankalardan oluşan) MB'nin belirlediği bu faiz oranında endirekt olarak etkilenmektedir.

Son olarak, Roosevelt kaydi para sistemine ilişkin çalışma yapması için Fisher ile görüşmeler yapmıştır. Fisher de bu konu ile ilgili analizlerini Başkan'a sunmuştur. Fakat, 1937 baharında Başkan Roosevelt, Fisher'a pek cesaret verici olmayan bir mektup yazmıştır. “Böyle bir öneri, cazip birçok unsura sahiptir. Ancak kuşkusuz gördüğünüz gibi, pratik uygulamalarında ve daha geniş boyutlarında bir dizi karmaşık düşünceyi içeriyor.” (Allen, 1993: 714) Fisher, bunun üzerine büyük ölçüde bireysel çaba yerine grup ve kolektif eyleme yöneldi. 1938 sonbaharında, beş sayfalık “Parasal Reform Programı” başlıklı bir bildiri hazırladı. Bildiri geniş çapta yayıldı ve Mart 1939'da yaklaşık 200 ekonomistin desteğiyle başkana gönderildi. Fisher'ın bu konudaki muazzam çabaları neredeyse ölümüne kadar (29 Nisan 1947) devam etti. Hatta ölümünden bir ay önce hastanedeki yatağından ABD başkanı Harry S Truman'a uzun bir mektup yazar ve bu mektupta % 100 para rezervini savunmaya devam ederek, paranın yalnızca *deflasyon* belirtilerinde enjekte edilmesi gerektiğini ve yalnızca enflasyon tehdidi karşısında paranın geri çekilmesi gerektiğine ilişkin bir yasal zorunluluk getirmesini talep eder. %100 rezerv fikri hemen Fisher ile birlikte ölmemiştir, özellikle Milton Friedman'dan ciddi bir destek almıştır. Ancak Fisher'in argümanları pratik teklifler bağlamında ticari bankaların tepkisinden çekinen siyasetçiler için yeterince ikna edici değildi. Nitekim hayal gücü ve gayret bile tartışma ve politika belirleme alanını hızla ve kolayca kazanamaz (Allen, 1993: 716).

2.4.1.4.Küresel Piyasa Risk Göstergeleri

Günümüzde kamu otoriteleri ve yatırımcılar ekonomik ve finansal riskleri izlemek ve bunlara ilişkin gerekli önlemleri almak için birçok göstergeden yararlanmaktadır. Bu göstergelerin başlıcaları şunlardır:

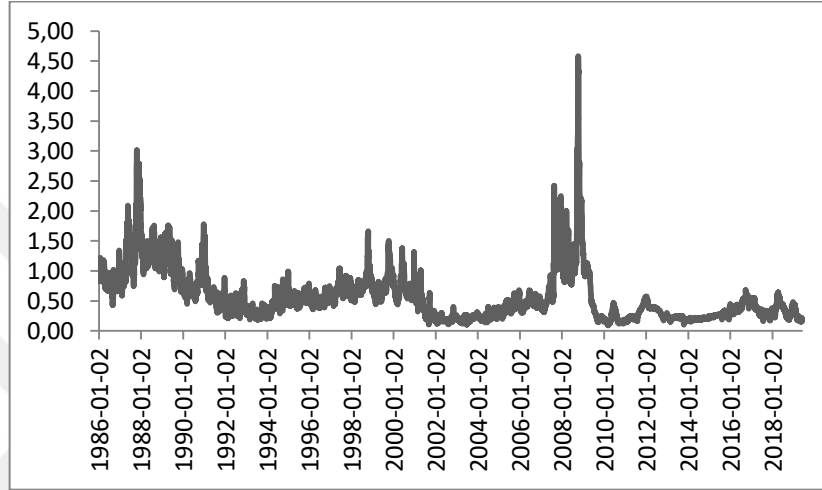
2.4.1.4.1. TED Marjı (TED Spread)

2008'de kriz sonrası aşırı genişlemeci para politikaları sonucunda faizler neredeyse sıfıra kadar indirilmesine rağmen bu önlemler ekonomilerin deflasyona kaymalarının önüne geçemedi. İnsanlar ellerine geçen parayı tüketmek ya da borç vermek yerine istiflemeyi tercih etti. Geleneksel para politikalarının bu açmazı eski bir atasözünü hatırlamaktadır. “Atı su içmeye götürebilirsin ama içmeye zorlayamazsın” (Roubini ve Mihm, 2017: 154)

Piyasada paranın ne ölçüde rahat dolaştığının diğer bir ifade ile piyasa likiditesinin ne boyutta olduğunu göstermesi bakımından ‘TED Spread’ önemli bir göstergedir. Bu gösterge

temelde güvenli yatırım araçlarına ödenen faiz (3 aylık ABD devlet tahvili) ile riskli yatırım araçları için ödenen faiz (3 aylık LIBOR- London Interbank Offered Rate) arasındaki farktır. ABD kısa vadeli devlet tahvili güvenli bir yatırım aracıdır, LIBOR ise bankaların birbirine borç vermede kullandıkları asıl piyasa faiz oranıdır. Normal zamanlarda bu marj (TED Spread) 30-40 baz puan seviyesinde iken krizin zirve yaptığı 2008 güz döneminde 458 (% 4.58) baz puana kadar çıkmıştır.

Grafik 2.27. TED Marjı (TED Spread)



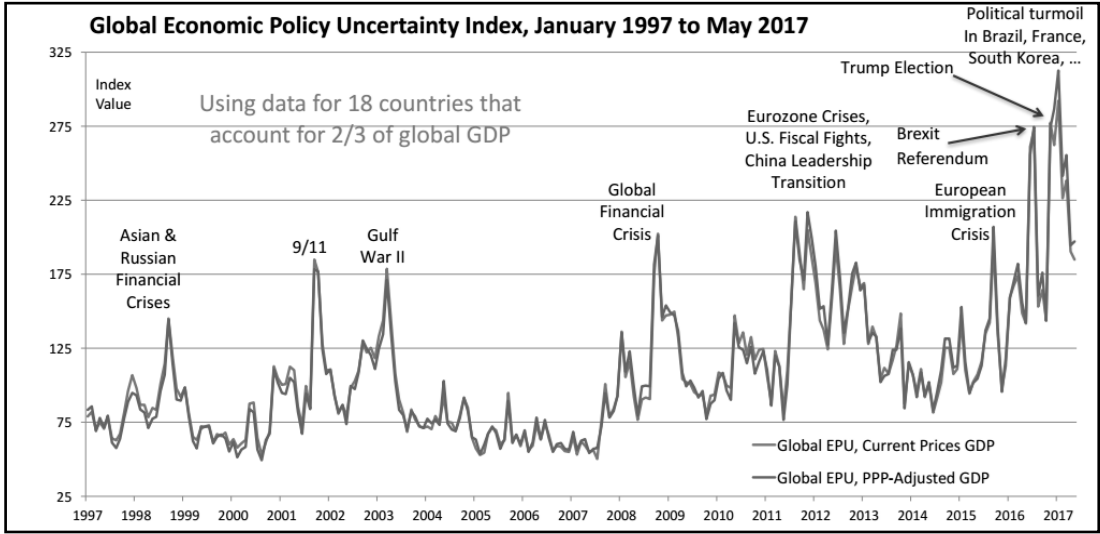
Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org/series/TEDRATE>, June 13, 2019.

2.4.1.4.2. Küresel Ekonomik Belirsizlik Endeksi

Küresel Ekonomik Politika Belirsizlik Endeksi (GEPU) Ocak 1997'den bu yana verilere sahiptir.¹¹² Grafikten görüldüğü üzere, 2008'den sonra birçok ekonomide politika belirsizliğinde önemli bir artış yaşanmıştır.

¹¹² "GEPU Endeksi, 20 ülke için GSYİH ağırlıklı ortalama baz alınarak oluşturulmuştur. Bu ülkeler; Avustralya, Brezilya, Kanada, Şili, Çin, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hindistan, İrlanda, İtalya, Japonya, Meksika, Hollanda, Rusya, Güney Kore, İspanya, İsveç, Birleşik Krallık ve ABD'dir.

Grafik 2.28. Küresel Ekonomik Belirsizlik Endeksi

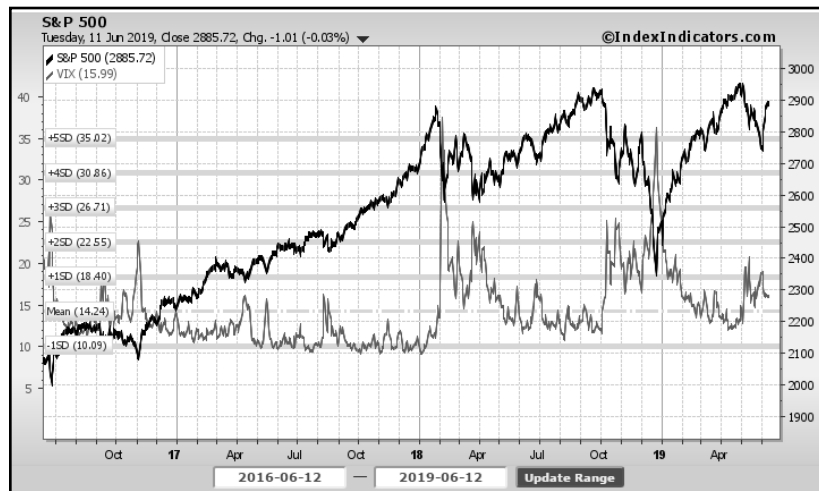


Kaynak: http://www.policyuncertainty.com/media/Global_Annotated_Series.pdf

2.4.1.4.3. VIX (Volatilite) Endeksi

Bu endeks, S&P 500 Endeksi opsiyonlarında sonraki 30 gün boyunca beklenen fiyat dalgalanmalarının bir ölçüsüdür. Genellikle "koru endeksi" olarak adlandırılan VIX, gerçek zamanlı olarak Chicago Opsiyon Borsası (CBOE) tarafından hesaplanmaktadır. VIX'in öngörüselle niteliği, tarihsel verilere veya istatistiksel analizlere dayanmamaktadır, bunun yerine zımni bir volatilitte ölçüsüdür. Endeks seviyeleri yatırımcı duyarlılığının bir yansıması olarak kabul edilir.

Grafik 2.29. VIX Volatilite Endeksi

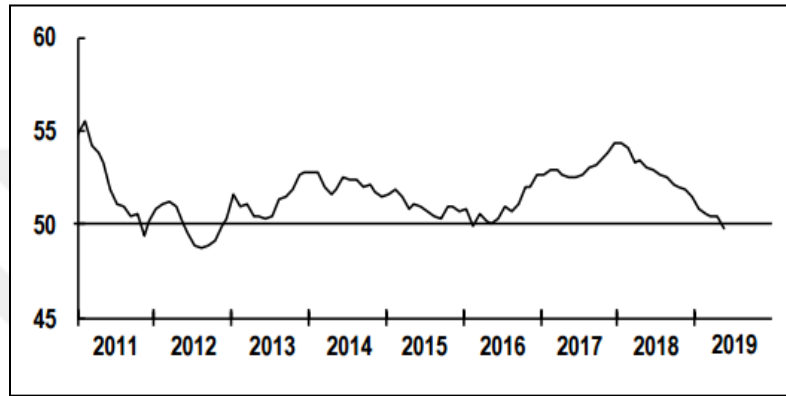


Kaynak: indexindicators.com

2.4.1.4.4. Markit Endeksi (Küresel Satın Alma Yön. Anketi)

Kırktan fazla ülkede 13.500' ün üzerinde satın alma yöneticisini kapsayan anket sonuçlarına dayanarak IHS Markit tarafından derlenmektedir. Bu ülkeler toplam küresel üretim çıktısının% 98'ini oluşturmaktadır. Gerçek olaylar hakkında sorular sorulur ve görüşe dayalı değildir. 50 eşik değerdir, veri 50'nin altında ise ekonomik faaliyette bir yavaşlamanın olduğunu işaret eder (J.P. Morgan, 2019).

Grafik 2.30. Markit Endeksi (Satın Alma Yön. Anketi)

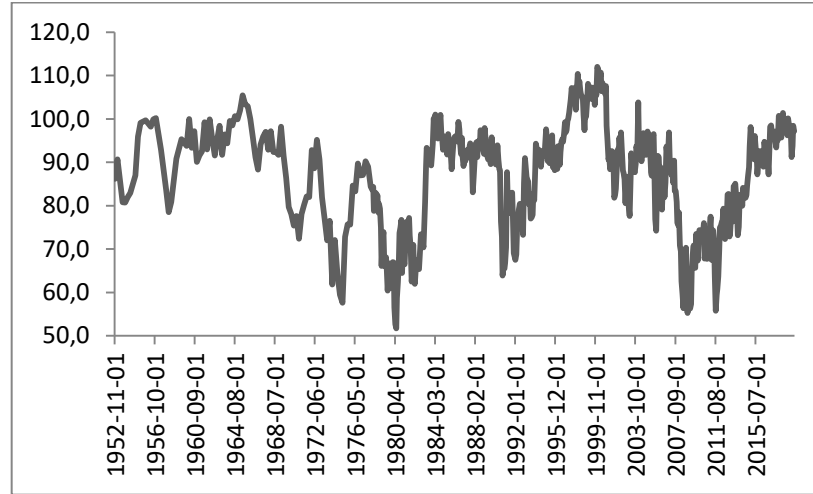


Kaynak: Markit, JP Morgan

2.4.1.4.5. Michigan Tüketici Güven Endeksi

Bu endeks (MCSI), Michigan Üniversitesi tarafından yürütülen ABD tüketici güven düzeylerinin aylık bir anketidir. Bu endeks, tüketici güveninin, iyimser, karamsar olup olmadığına ilişkin veri seti oluşturarak, kısa vadeli tüketici harcama planları hakkında genel bilgi verir. Endeksin gerilemesi, tüketicide geleceğe ilişkin bir kaygı, negatif bir beklenti oluştuğunu ifade eder. Tüketici harcaması ABD'nin milli gelirini yaklaşık % 70'ini oluşturduğu için, MCSI işletmelerin, politika yapımcıların ve yatırım topluluğunun katılımcılarının izlediği birçok önemli ekonomik göstergelerden biri olarak kabul edilir. 1946 yılından beri yayınlanmaktadır.

Grafik 2.31. Michigan Güven Endeksi



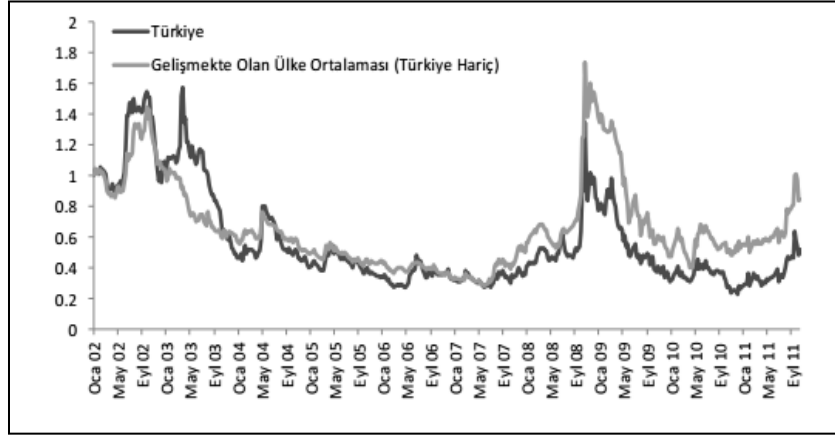
Kaynak: University of Michigan: Consumer Sentiment

2.4.1.4.6. JP Morgan EMBI+ Endeksi

Gelişmekte olan piyasalar tahvil endeksi (EMBI), yabancı para birimi cinsinden ihraç edilen devlet tahvillerinin toplam getiri performansını ölçmeye yönelik bir gösterge endeksidir. Bu ülkelerdeki ekonomik ve politik risklerden dolayı tahvillerin kredi notu görece daha düşüktür. Bu nedenle yatırımcılar bu gelişmiş ülke tahvillerini almak yerine bu ülkelerin tahvili almak için daha yüksek bir getiri bekler. Bu endeksteeki yükseliş, finansal sistem üzerinde ilgili ülkenin kredi riskinden kaynaklanan stresin yükseldiğini ifade etmektedir. 2007:Q1-2015:Q4 dönemine ilişkin çeyrek veriler kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Yapılan panel veri analizinde, portföy yatırımları ile gelişmekte olan ülke tahvil endeksi (EMBI+) arasında ters yönlü bir ilişki elde etmiştir. 10 yıllık ABD gösterge tahvil faizleri ile gelişmekte olan ülkelerin 10 yıllık ortalama tahvil faizi farkından oluşan EMBI+ marjları arttıkça portföy yatırımlarının azaldığı; diğer bir ifade ile portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerinden çıkış yaptığı sonucuna ulaşılmıştır (Bulut, Demirel ve Akar, 2017: 53-54).

Endekste Nisan-2019 sonu itibariyle en yüksek ağırlık Meksika tahvillerinde (% 4,6) olup, Türkiye tahvillerinin ağırlığı ise % 3,1'dir. Endekste ülke yoğunlaşması oldukça az olup ilgili dönemde ilk 10 ülkenin ağırlığı toplam portföyün sadece % 34'üdür (J.P. Morgan, T.Y).

Grafik 2.32. EMBI G.O.Ü Tahvil Endeksi & EMBI Türkiye Endeksi



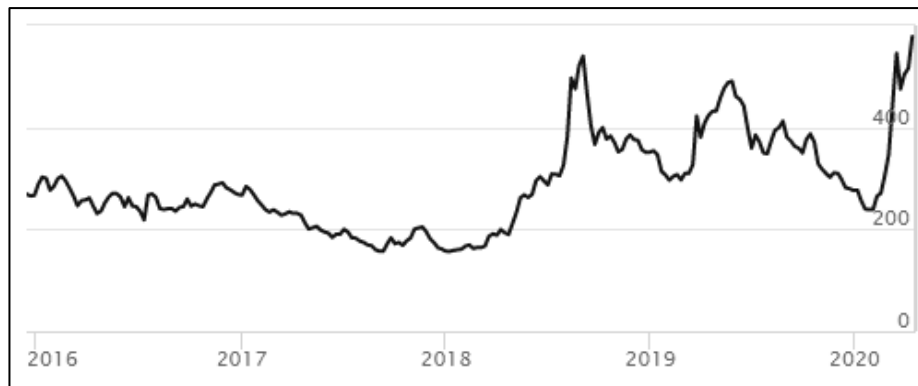
Kaynak: TCMB (Küçüksaraç vd. ,2012)

2.4.1.4.7. Kredi Temerrüt Takas Primi (CDS)

En genel tanımıyla borçların ödenmeme riskine karşı sigorta maliyeti anlamına gelen CDS, elinde tahvil vb. yatıran araçları bulunduran bir kurum ya da kişinin, belirli bir prim karşılığında alacağının ödenmeme riskini sigortalayan bir finansal enstrümandır. 100 baz puanlık bir CDS, yatırımcıya elindeki varlığı %1'i kadar bir sigorta primi ödemesi anlamına gelir. Eğer bir ülkenin CDS verileri uluslararası finansal piyasalarda yükseliyor ise o ülkenin risk primi artıyor demektir.

CDS'in yükselmesi aynı zamanda devletlerin borçlanma maliyetlerini de arttırmaktadır. Türkiye'nin 2016-2020 döneminde 5 yıllık CDS seviyeleri incelendiğinde, Eylül-2018'de 540 düzeyine çıktığı Şubat-2020'de 240 bandına indiği Nisan-2020 itibariyle 580 düzeyine sert bir şekilde yükseldiği görülmektedir.

Grafik 2.33. Türkiye- 5 Yıllık CDS Primi (2016-2020)

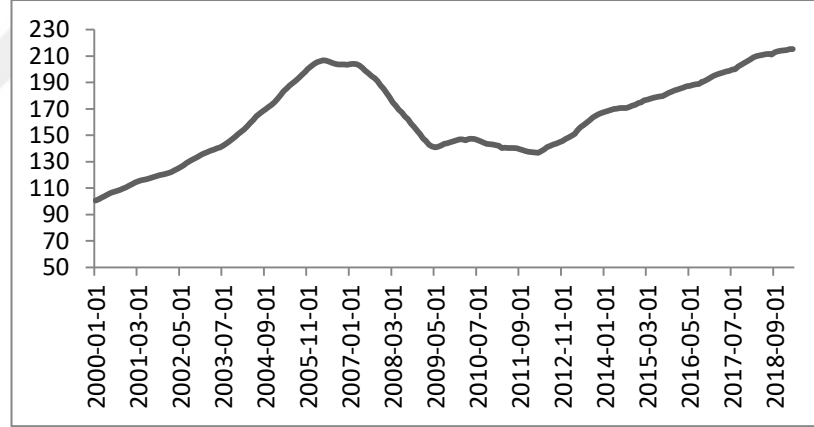


Kaynak : <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/>

2.4.1.4.8. Reel Konut Fiyat Endeksi

S&P / Case-Shiller konut fiyat endeksleri, ABD konut piyasası için önde gelen veri olup 20 büyük eyaletteki konutların değerindeki değişiklikleri izler. 2008 krizine neden olan mortgage kredileri nedeniyle konut fiyatları yatırımcılar, politika yapıcılar ve ekonomistler tarafından herhangi bir varlık balonu olup olmadığına ilişkin gösterge olması bakımından dikkatle takip edilmektedir. Parasal genişleme programlarının etkisi ile konut fiyatları ABD’de kriz öncesi seviyeye yeniden geri gelmiştir. Ama PMI verisi göstermektedir ki, reel ekonomide yeterince canlanma bulunmamaktadır. Tekrar hatırlatmak gerekir ise küresel PMI verisi son 6,5 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Bu noktada kriz sonrasında benimsenen gevşek para politikaları tekrardan iflasla ve temerrüt ile sonuçlanacak yeni varlık balonları riskini ortaya çıkarır mı sorusu önem kazanmaktadır.

Grafik 2.34. Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi - ABD



Kaynak: S&P Dow Jones Indices LLC, S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index

2.4.2. Maliye Politikaları Amaçları, Araçları ve Sınırlılıkları

Modern maliye anlayışında ekonomik istikrara ulaşmak maliye politikasının kısa dönemli hedefi iken ekonomik büyüme uzun dönemli hedefi olmaktadır. Bu hedefleri gerçekleştirmek için maliye politikası farklı araçlara sahiptir. Kamu harcamaları, vergiler ve borçlanma maliye politikasının en önemli araçlarıdır.

2.4.2.1.Maliye Politikaları Amaçları ve Sınırlılıkları

Maliye politikalarının temel amaçlarını gerek genel fiyat düzeyi gerekse işgücü piyasalarında ekonomik istikrarı tesis etmek, iktisadi büyüme ve kalkınmayı sağlamak ve gelir dağılımı eşitsizliğini azaltmak şeklinde saymak mümkündür. Bu noktada bu politikaların etkinliği (istikrarı sağlayıcı mı bozucu mu etki yaptığı) üzerine çıkarımlarda bulunabilmek için bütçe açığı/fazlası ve tam istihdam bütçe fazlası gibi birtakım ölçütlere ihtiyaç duyulmaktadır.

Bir ekonomide maliye politikalarının belirlenen hedeflere ulaşılmasında uygulanan programların başarısı üzerinde negatif etki doğurabilen bazı sınırlılıklar (işlemsel, yapısal, politik) vardır (Ataç, 2007: 51-54). İşlemsel sınırlamalar, temel olarak gecikmeler sorunu olarak ifade edilebilir diğer bir ifade ile maliye politikasının bir gecikme sorunu bulunmaktadır. Bir değişikliğe gereksinim söz konusu olduğunda, ihtiyaç zamanı ile bu çözümün ortaya konduğu zaman¹¹³ ve bu stratejik politika uygulamasının iktisadi hayat üzerinde etkilerinin hissesilmeye başladığı dönem¹¹⁴ arasında bir takım gecikmeler söz konusudur. Yapısal sınırlandırma ile ifade edilmek istenen ise, ekonominin geneline yayılmayan bir ekonomik durgunluk döneminde genel bir mali politika yerine mikro bazlı bir mali politika yaklaşımının daha sağlıklı ve etkin olduğudur. Son olarak, politik kaygılar sebebiyle ekonomik temellere dayanmayan mali politika uygulamaları, ekonomide istikrar unsuru rolünü yerine getiremeyecektir.¹¹⁵

2.4.2.2.Maliye Politikaları Araçları

Maliye politikasının ana kapsamı gelirler ve harcamalar odaklı olup mali politika hedeflerine ulaşılabilmesi, bu değişkenlerde ortaya konacak olan uygulamalar ile gerçekleşebilmektedir. Ekonomik durgunluğu toplam arz ile toplam talep arasındaki dengenin arz lehine bozulması olarak adlandırmak mümkündür. Bu dengesizliği ortadan kaldırmak için toplam arz miktarında azalmaya gidilmesinin yanı sıra toplam talebin artırılması da bir diğer alternatif çözüm yoludur. Toplam arzın daraltılmasının ekonominin

¹¹³ Önemli bütçe kararları ve değişiklikleri meclis onayından geçmektedir.

¹¹⁴ Bütçe politikasına ilişkin bir kararın etkisinin ekonomi üzerinde 6-18 ay sonra etki yarattığı birçok ekonomistler tarafından kabul edilmektedir.

¹¹⁵ “Gerçek hayatta maliye politikasının simetrik olacağını beklemek yanlıştır. Çünkü politikacılar durgunluk koşullarında ekonomiyi teşvik etmek için açık bütçe uygulamasına başvurmaktan memnun olmakta, fakat enflasyon ile mücadele amacıyla bütçe fazlası uygulama noktasında isteksiz davranmaktadır. Bu durumda maliye politikasının kendi içinde enflasyonist bir eğilime sahip olduğu söylenebilir” (Ataç,2007: 55).

potansiyel üretim kapasitesinden etkin olarak yararlanılmaması sonucunu doğurabileceğinden dolayı bu seçenek daha geri planda kalmaktadır. Bu noktada toplam talebi canlandıracak bir stratejinin uygulanmasının önemi ortaya çıkmaktadır. Resesyondan çıkış, borçlanma ve bütçe açığı yoluyla kamu harcamalarının arttırılması ya da vergilerin azaltılması yoluyla mümkündür. Eğilmez (2017: 143), bu mali politika araçlarının yanı sıra teşvik politikasından uluslararası ticaret politikasına uzanan yelpazedeki çeşitli uygulamaların da maliye politikasının araçları ya da alt politikaları olarak değerlendirmektedir.

$$\Delta \bar{Y} = \frac{1}{1-c} (\Delta G_0) \quad (1)$$

$$\Delta \bar{Y} = \frac{1}{1-c} (c\Delta T_0) \quad (2)$$

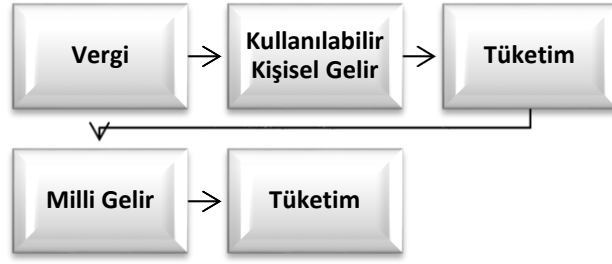
ΔG_0 = Kamu harcamalarındaki bir değişiklik

ΔT_0 = Kamu gelirlerindeki bir değişiklik

\bar{Y} = Parasal gayrisafi milli hasılanın denge değeri

$\frac{1}{1-c}$ = Çarpan

Yukarıdaki 1 ve 2 nolu eşitlikler incelendiğinde vergi çarpanının negatif ve kamu harcamaları çarpanına göre daha az olduğu görülmektedir. Vergiler kullanılabilir kişisel gelirin azalmasına neden olduğu için milli gelir üzerinde azaltıcı bir etkiye sahiptir, bu nedenle vergi çarpanı negatif değer alır. Vergi çarpanının kamu harcamalarından daha az olmasını Ataç (2007) şu şekilde açıklamaktadır. “ Vergilerin ilk etkisi kullanılabilir kişisel gelir üzerindedir buna karşılık kamu harcamaların ilk etkisi milli gelir üzerindedir. Vergi durumunda nedensellik bağı şu şekildedir.”



Şekil 2.2. Vergi Durumunda Nedensellik Bağı

Kamu harcamalarındaki nedensellik bağı ise aşağıdaki şekilde gerçekleşir.



Şekil 2.3. Kamu Harcamalarındaki Nedensellik Bağı

Görüldüğü üzere ekonomide üretilen nihai mal ve hizmetlere yapılan harcamalar vergilerde yapılan bir artış/azalış, milli gelir akışını doğrudan etkilemez. Sadece tüketim azaldığı takdirde gelir akışı zayıflar. Transfer harcamaları modelinde ise transfer harcamalarından yararlanan bireylerin, kişisel gelirlerinin (1-c) kadarını tasarruf etmelerinden dolayı transfer harcamaları üzerindeki değişikliklerin parasal gayrisafi milli hasılanın denge değeri üzerinde (\bar{Y}) mal ve hizmet alımına dönük kamu harcamalarına göre daha az bir etkisi bulunmaktadır. Yukarıda sözü edilen kapalı maliye politikası modellerinin yanı sıra ekonominin dışa açık olması halinde çarpan değeri, ülke içinde yaratılan talebin bir bölümü uluslararası ticaret vasıtasıyla yabancı ülke mallarına kaydığından dolayı azaltmaktadır. Bu durum dışa daha fazla açık olan ekonomilerde milli gelir seviyesini yukarıya çıkarmak amacıyla ortaya konan mali politikaların etkisini zayıflatmaktadır.

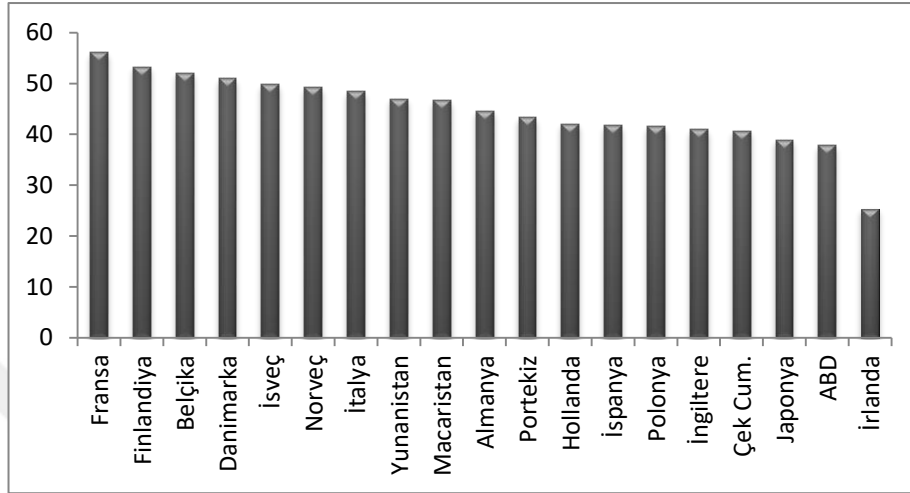
2.4.2.2.1. Kamu Harcamaları

Kamu harcamaları, özel harcamalardaki yetersizlikleri telafi ederek ekonomideki dengesizliklerin giderilmesine olanak sağlamak ve denge milli gelirin azalmasının önüne geçmektedir.¹¹⁶ Türkiye’de kamu harcamalarının milli gelire oranı 2018 sonu itibariyle % 35

¹¹⁶ Bu harcamalar gerçek giderler ve transfer giderleri olarak iki başlık altında incelenebilmektedir. Gerçek giderler, üretim faktörleri ve üretimde kullanılan girdilerin kullanılması ile gerçekleştirilen harcamalardır. Cari ve yatırım giderleri

olarak gerçekleşmiştir. Tablodan görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerde kamu harcamaları genel itibariyle gelişmiş ülkelere göre daha düşük düzeydedir. Burada gelişmiş ülkelerde kamu harcamalarının yüksek olmasında bu ülkelerin eğitim yoluyla beşeri sermaye, sağlık, güvenlik gibi alanlara yapmış olduğu harcamalar önemli bir paya sahiptir.

Grafik 2.35. Kamu Harcamalarının Milli Gelire Oranı (2018)



Kaynak: OECD, National Accounts Statistics

Merkezi bütçeden harcama türlerine ayrılan pay incelendiğinde ise genel kamu hizmetleri, sosyal koruma, ekonomik ilişkiler ve eğitim en yüksek payı almaktadır. Sosyal koruma harcamalarının payının 2008-2017 döneminde arttığı görülmektedir.

Tablo 2.16. Merkezi Bütçeden Harcama Türlerine Ayrılan Pay - Türkiye

Fonksiyonel Harcama Türü	2008	2012	2017
Genel Kamu Hizmetleri	35.9	28.7	29.4
Savunma	5.6	5.1	4.4
Kamu Düzeni ve Güvenliği	6.1	7.2	8.0
Ekonomik İlişkiler	12.7	13.7	12.3
Çevre Koruma	0.1	0.1	0.1
Konut ve İskân	1.7	1.5	1.2
Sağlık	5.7	4.3	5.1
Rekreasyon, Kültür ve Din	1.7	2.0	2.0
Eğitim	13.3	15.6	15.5
Sosyal Koruma	17.2	21.9	22.0

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı (* Toplam Kamu Harcamalarına Oranı)

olarak ikiye ayrılmaktadır. Transfer giderleri ise karşılığında herhangi bir mal ve hizmetin söz konusu olmadığı kamu borçlanması karşılığında yapılan karşılıksız kamu giderleridir (faiz ödemeleri, sosyal güvenlik amaçlı ödemeler, merkezi yönetim bütçesinden yapılan yardım ödemeleri vb.) (Eğilmez, 2016: 34-35).

Tarihsel bir perspektifte konuya yaklaşıldığında, klasik iktisat ekolüne göre bir ekonomide yatırımı belirleyen temel öge “faiz”dir. Düşen faizler, sermaye maliyetini ucuzlatarak yatırımların itici gücü olmaktadır. Buna karşılık Keynesyen iktisatçılar, tüketici gelirlerindeki düşüşün yatırımları azaltarak ekonomik bir durgunluğa neden olabileceğini bu nedenle çok düşük bir faiz ortamının bile yatırımcının yeterli ilgisini uyandırmayarak durgunluğun sürebileceğini ileri sürmüşlerdir. Neo-klasik iktisatçılar mali politikaların etkinliğinin oldukça sınırlı olduğunu ve dışlanma etkisi (crowding-out) nedeniyle özel tüketim harcamalarını azaltacağını öne sürerken, Keynesyen görüş toplam talebi artırma da ve ekonominin yeniden kaybettiği ivmesini yakalamasında bu politikaların önemli olduğunu belirtmektedirler.

Bu noktada söz konusu iki teorik yaklaşım arasındaki fark, özellikle özel tüketimin maliye politikası şokuna verdiği cevap ile ilişkilidir. Chirinko (1993: 1881) faiz oranlarının yatırım üzerindeki etkisinin ılımlı olduğunu, yatırımların belirlenmesinde baskın faktörlerin, satışlardaki büyüme ve nakit akışı etkileri olduğunu tespit etmiştir. Yazara göre bu nedenle mali genişleme, faiz oranlarında artışa yol açsa bile dışlanma etkisi gerçekleşmeyecektir. Afonso ve Sousa (2012: 4440), çalışmalarında 1964-2007 dönemi için ABD, Almanya, İngiltere ve İtalya’yı incelemiş; kamu harcamalarındaki şokların iktisadi büyüme üzerinde küçük bir etkisi olduğunu ve dışlama etkisine yol açtığı belirtmişlerdir. Yazarlar aynı zamanda kamu harcamalarının hisse senedi piyasalarını hızlı bir şekilde negatif etkilediğini, konut piyasasındaki etkinin ise karışık fakat genel olarak pozitif, yavaş ama kalıcı olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre, sübvansiyonlar konut talebini ve konut fiyatlarını arttırırken aşırı yüksek kamu borçluluğu ev sahibi olmak isteyenlerin krediye erişimi kısıtlayabilmektedir.

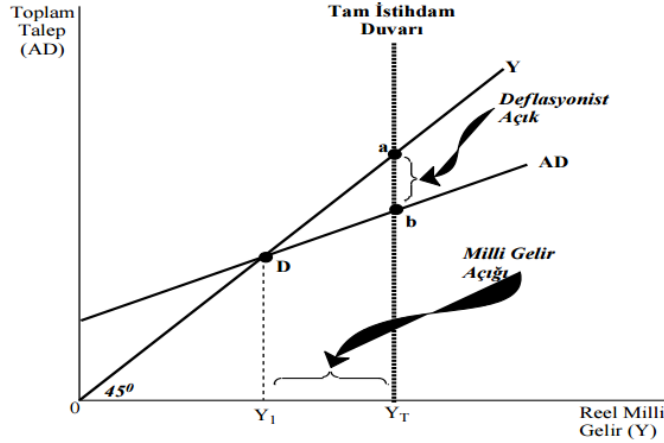
TCMB ekonomisti Çebi (2017), 2002- 2014 dönemini kapsayan çalışmada kamu harcamaları çarpanını 0,9 olarak hesaplamış olup buna göre, kısa vadede ülkemizde dışlama etkisi söz konusu değildir ve kamu harcamalarında yapılan artış, özel kesim tüketimini de büyütmektedir. Burada vurgulanması gereken bir diğer husus ise para ve maliye politikalarının eşgüdümünün, mali çarpan katsayısının değerini belirlemede önemli bir role sahip olduğudur. Kamu harcamasına eşlik eden bir faiz artışı, bu durumda harcama çarpanının değerini düşürmekte diğer bir ifade ile bu harcama artışlarının büyüme üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

Kraay (2014: 172), 1970-2010 dönemini baz aldığı ve 102 gelişmekte olan ülkeyi incelediği çalışmasında harcama çarpanı katsayısını ortalama 0,4 olarak hesaplamıştır. Çalışmada ayrıca resesyon dönemlerinde, uluslararası ticarete daha az katılan ülkelerde ve esnek döviz kurunu benimseyen ekonomilerde bu katsayının daha büyük olduğu görülmüştür. Battini vd. (2014: 6-7) çalışmalarında bu faktörlerin yanısıra istihdam piyasasındaki katılık (yüksek katılık çarpanının yükselmesine neden olmakta), otomatik stabilizörlerin varlığı (fazla otomatik stabilizör, harcama çarpanını azaltmakta), borç düzeyi (yüksek borçlu ülkelerde daha düşük çarpan), etkin harcama yönetimi ile gelir idaresi (vergi toplamada zorluk yaşayan ülkelerde çarpan etkisi azalmakta) gibi faktörlerin de belirleyici olabildiğini tespit etmiştir.

Auerbach ve Gorodnichenko (2012), çalışmalarında 1960-2012 dönemini incelemiş, eABD için mali çarpan katsayısını normal dönemler için 0,4, OECD için 0,2 ve Japonya için ise 1,4 olarak hesaplamışlardır. Hernandez de Cos ve Moral, B. (2013: 9) ise İspanya'yı analiz ettiği çalışmasında mali çarpan katsayısını 0,65 olarak bulmuştur. Bu çalışmaların ilginç bir diğer sonucu ise ekonomilerdeki canlılık, normal ve özellikle daralma dönemlerine göre mali çarpan katsayısındaki önemli değişikliklerdir. Örneğin Japonya'da canlılık (expansion) döneminde bu katsayı 1,0 iken daralma ya da durgunluk (resesyon) dönemlerinde 2,4'e yükselmektedir. Benzer şekilde İspanya'da canlılık döneminde bu katsayı 0,6 ölçülmüşken, daralma döneminde 1,3 değerini almıştır.

Ilzetki vd. (2010: 2-4) 44 ülkeyi inceledikleri çalışmalarında konuya bir başka boyut getirerek, kamu harcama çarpanlarının kapalı ekonomilerde açık ekonomilere¹¹⁷ göre daha yüksek olduğunu belirlemişlerdir. Yazarların diğer bulguları ise, kamu harcamalarındaki bir artışın ekonomik çıktı üzerindeki etkisi sanayileşmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelere göre daha fazladır. Mali çarpan, sabit döviz kuru uygulayan ülkelerde daha büyüktür. Yüksek borçlu ekonomilerde mali çarpanlar negatiftir.

¹¹⁷ Yazarlar, ilgili ülkenin ihracat ve ithalatın toplamının milli gelire oranı % 60 ise o ülkenin açık ekonomi olarak tanımlandığını belirtmektedirler. Türkiye'de 1998-2018 döneminde ortalamada ihracatın payı %21,3 iken; ithalatın milli gelire oranı %23,4 seviyesinde gerçekleşmiş olup açıklık oranı %44,7'dir. (TCMB, Ekonomi Notları, Sayı 2019-5)



Şekil 2.4. Deflasyonist Açık

Deflasyonist açığta, denge milli gelir seviyesi, tam istihdam doğrusunun solunda, D'de gerçekleşir. AD toplam talep doğrusu olup, Y ise toplam arz doğrusunu göstermektedir. Milli gelir seviyesi Y_1 'de ve tam istihdam üretim düzeyinin altında bulunmaktadır. Toplam talep ile toplam arz arasındaki fark ise ab kadar olup, bu aralık kadar toplam talep açığı söz konusudur. Diğer bir ifade ile ekonomide deflasyon, durgunluk vardır. Bu deflasyonist açığı önlemek için ise genişlemeci para ve maliye politikaları ile toplam talep eğrisi (AD) sola kayar ve yeni denge, a noktasında oluşur.

Keynesyen ekol, maliye politikalarının etkinliğini ölçerken çarpan kavramını kullanmaktadır. İlgili çarpan katsayısının hesaplanmasında marjinal tüketim eğilimi etkindir. Kamu harcamalarının milli gelir üzerinde ne oranda artışa yol açacağı, ilgili ekonomideki geçerli marjinal tüketim eğilimi¹¹⁸ ve marjinal tasarruf eğilimine göre belirlenmektedir (Eğilmez, 2016; 38). Söz konusu formüller aşağıda verilmiştir. Buna göre, marjinal tüketim eğilimi katsayısı (c) ne kadar yüksek olur ise milli gelir artışı da o kadar yüksek olmaktadır.

$$\text{Marjinal Tüketim Eğilimi: } MPC = \text{Tüketimdeki Değişme} / \text{Gelirdeki Değişme} = \Delta C / \Delta Y$$

$$\text{Marjinal Tasarruf Eğilimi: } MPS = \text{Tasarruflardaki Değişme} / \text{Gelirdeki Değişme} = \Delta S / \Delta Y$$

$$\text{Kamu Harcamaları Çarpan Katsayısı: } \Delta Y = [1 / (1 - c)] \cdot \Delta G \quad (MPC=c)$$

Ergen (2016), 1965-2015 yıllarının verilerini kullanarak yaptığı çalışmada Türkiye'de kamu harcaması çarpanının 0.70 seviyesinde olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Buna göre kamu

¹¹⁸ Gelirde gerçekleşen bir yükselişin, tüketim harcamalarını ne kadar arttıracığını ifade eden orandır.

harcamalarının bir birim artması milli gelir üzerinde 0.70 birim pozitif etki yapmaktadır. Yukarıdaki bulgular ışında artan kamu harcamalarının milli gelir üzerinde olumlu etkisi söz konudur.¹¹⁹

Özlale ve Yüksel (2016), Türkiye’deki 1991-2015 dönemi verilerini dikkate alarak yapmış oldukları analizlerinde, kamu harcama çarpanlarının iş döngüleri (business cycle) bazında farklı değerler aldığını göstermiştir. Toplam kamu harcamaları bazında bakıldığında yüksek büyüme dönemlerinde genişletici kamu harcamalarının milli gelir üzerindeki etkisi oldukça az iken (0,09), düşük büyüme dönemlerinde söz konusu etki oldukça belirgin düzeydedir. Aynı çalışmada kamu harcamaları, tüketim ve yatırım harcamaları olarak iki kategoriye ayrıldığında, düşük büyüme dönemlerinde kamu tüketim harcaması çarpan değeri 4,81 iken, kamu yatırım harcaması çarpan değeri 2,68 değerini almıştır. Diğer bir ifade ile resesyon dönemlerinde kamu tüketim harcamalarının ekonomi üzerindeki ivme katsayısı kamu yatırım harcamalarına göre daha yüksektir, bu nedenle durgunluktan çıkılmasında kısa vadede kamu tüketim harcamaları daha etkili sonuç vermektedir.

Tablo 2.17. Harcama Çarpanları (TR)

<u>Toplam Kamu Harcamaları</u>	
	Kamu Harcama Çarpan Değeri
Doğrusal Model	2.17
Yüksek Büyüme	0.09
Düşük Büyüme	2.60
<u>Kamu Tüketim Harcamaları</u>	
	Kamu Harcama Çarpan Değeri
Doğrusal Model	4.26
Yüksek Büyüme	0.72
Düşük Büyüme	4.81
<u>Kamu Yatırım Harcamaları</u>	
	Kamu Harcama Çarpan Değeri
Doğrusal Model	2.04
Yüksek Büyüme	0.07
Düşük Büyüme	2.68

Kaynak: Özlale ve Yüksel (2016)

¹¹⁹ Konu ile ilgili farklı sonuçların elde edildiği çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, “ 98 ülkenin 1960-1985 yılları arasındaki verilerini baz alan Barro (1991), reel kişi başı milli gelir artışı, beşeri sermaye değişkenleri, reel milli gelir, fiziksel sermaye yatırımları, politik istikrar değişkenleri, piyasa bozulmalarına ilişkin değişkenler, kamu harcamaları ve kamu yatırımlarının milli gelire oranı arasında bir ilişki bulmaya çalışmıştır. Çalışmada kamu harcamaları ve kamu yatırımları arasında bir ayırım yapılmıştır. Barro çalışmasında, kamu harcamaları ve büyüme arasında negatif ilişki bulunmuştur.” (Aktaran: Yanpar,A.,2007: 22)

Kamunun kaynaklarının altyapı yatırımları ve hanehalkı transferlerine yönlendirilmesinin yanı sıra kamusal etkinliğin sağlanması amacıyla idari harcamalara da kaynak aktarılmaktadır. Türkiye’de yaklaşık %16 paya sahip olan bu harcama kaleminde sağlanabilecek bir verimlilik artışı toplumsal faydayı önemli ölçüde arttıracaktır. Nitekim Özlale ve Yüksel (2016) aynı çalışmalarında bu hususu incelemiş ve idari harcamalarda yapılacak olan %1’lik bir azalışın toplumsal faydayı % 0,97 oranında arttıracığı sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye’de 2001-2014 yılları arasında bütçe harcama kompozisyonunun içeriğinde bazı değişimler söz konusudur. 2001 yılında faiz giderleri bütçe giderlerinin % 47’sini oluştururken, 2014 yılında bu harcama kaleminin ağırlığı % 12’ye gerilemiştir. Türkiye, gerek bütçe dengesi gerekse kamu borç stoku açısından son 15 yılda AB ve birçok gelişmekte olan ülkeye göre oldukça iyi bir performans göstermiştir. Bununla beraber düşen faiz harcamalarına karşın bütçe harcama katılığında arzu edilen azalma/esneklik gerçekleşmemiştir.¹²⁰ Özlale ve Yüksel (2016) buna neden olarak 2001’de %19 oranında bulunan personel harcamalarının toplam harcamalar içindeki payının 2014 yılında %30’a yaklaşmasının önemli bir rolü olduğunu ifade etmektedirler. Benzer durum mal ve hizmet alımlarındaki azalmanın, transfer harcamaları tarafından kompanse edildiğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile mal ve hizmet alımlarının faiz hariç bütçe harcamaları içindeki payı 2001’ den 2014’e %15’den %10’a geriler iken, aynı dönemde cari transferlerin payı % 39’dan % 43’e yükselmiştir.

Görüldüğü üzere, kamu harcamalarının niteliği, toplam talebi etkileme derecelerindeki farklılıklar sebebiyle üzerinde durulması gereken önemli bir husustur. Bu noktada ülke ekonomilerinin evrimsel gelişimi ile bu harcamaların seçimi ve bileşimi arasında bir ilişki kurabilmek mümkündür. İktisadi büyümenin erken dönemlerinde cari harcamalar ve altyapı temelli yatırım harcamaları daha dominant bir role sahiptir. Buna karşın zaman içerisinde ülkelerin ülkenin kalkınma derecesine bağlı olarak kamu harcamalarında ağırlık merkezinin transfer harcamalarına doğru kayma yönünde bir patika izlediği görülmektedir.

2.4.2.2.1.1. Mal ve Hizmet Alımına Yönelik Kamu Harcamaları

Kamusal harcamaların (yatırım ve cari harcamalar) ekonomi üzerinde direkt ve güçlü bir etkisi bulunmakta iken transfer harcamalarının etkisi ise dolaylı ve kuvveti daha azdır.

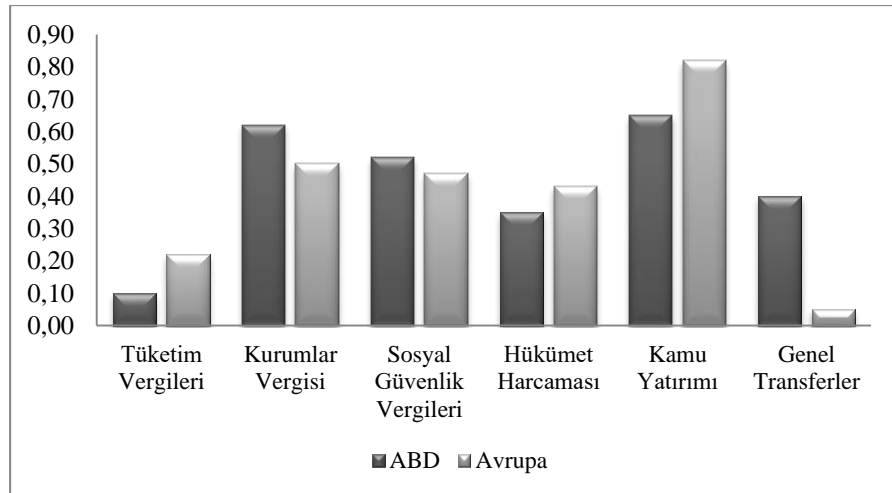
¹²⁰ IMF tarafından 2013 yılında yayımlanan raporda 2005-2007 döneminde % 73 seviyesinde olan bütçe katılığı, faiz giderleri çıkartıldığında 2013’de yaklaşık 10 puanlık bir artış göstermiştir (Özlale ve Yüksel, 2016: 3)

Her ne kadar hükümetler yatırım ve cari harcamalar arasında bir seçim yaparken tercihlerini ağırlıklı olarak yatırım harcamaları lehine kullansa da bu iki kalemtedeki harcamalarının ekonomi üzerindeki genişletici etkileri Türkiye açısından bakıldığında birbirine oldukça yakındır. Nitekim TCMB, 2015 yılı 3. Dönem Enflasyon Raporu'nda 2002-2014 dönemini baz alarak yapmış olduğu çalışmanın bulgularına şu şekilde yer vermiştir:

“Kamu harcama bileşenlerinin mali çarpan etkisi farklılık göstermekte ve ilk dönemlerde etki çarpanı (ilk çeyrek) ve maksimum çarpan (ikinci çeyrek) itibarıyla kamu yatırım çarpanının kamu tüketim çarpanına göre daha etkin olduğu gözlenmektedir. Bununla birlikte, bir yıllık birikimli mali çarpanın her iki alt kalem için de benzer değerler taşıdığı görülmektedir.”

Fakat ABD ve Avrupa Birliği ile ilgili olarak yapılan çalışmalarda durum bir parça farklılaşmakta, kamu tüketim (maaş ödemeleri, satın alımlar), yatırım ve transfer harcamaları arasında net bir hiyerarşi görünmektedir. Buna göre göre kamu yatırım harcamaları en yüksek harcama çarpanına sahip iken bunu kamu tüketim ve transfer harcamaları izlemektedir (Coenen vd., 2012: 5). Gelir tarafında ise milli gelir üzerindeki en yüksek negatif etki kişisel gelir vergisi ve kurumlar vergisinde gerçekleşmekte, tüketim (dolaylı) vergilerinin etkisi ise daha düşük olmaktadır.

Grafik 2.36. Harcama Çarpanları (ABD ve AB)

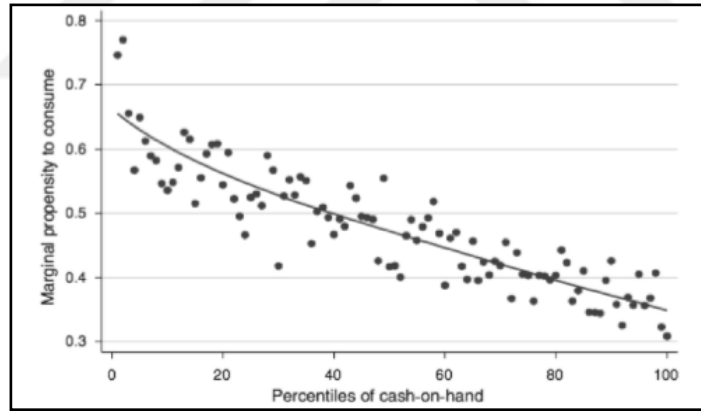


Kaynak: European Commission, 2010

2.4.2.2.1.2. Kamu Transfer Harcamaları

Yukarıda sözü edilen çalışmalarda transfer harcamalarının¹²¹ kamu tüketim ve yatırım harcamalarına kıyasla daha düşük bir çarpan etkisine sahip olduğu dolayısıyla kamu harcamalarında transfer harcamalarına diğer iki harcama türünden daha fazla pay ayrılması halinde milli gelir üzerinde, arzu edilen büyümenin daha düşük olacağı ifade edilmektedir. Kamu transfer harcamalarının etkinliğinde, bireylerin marjinal tüketim eğilimleri¹²² önemlidir. Düşük gelir gruplarının marjinal tüketim eğilimleri 1'e yakın olduğu için, diğer bir ifade ile elde ettikleri gelirin tamamını harcayacaklarından dolayı transfer harcamalarındaki artışın, kamu tüketim (cari) ve yatırım harcamalarındaki artışın yarattığı etki derecesinde bir büyüme söz konusu olacaktır. Nitekim Keynes, "Genel İstihdam, Faiz ve Para Teorisi" kitabında " Maliye politikaları, gelirlerin daha adil dağıtılması için bilinçli bir araç olarak kullanılır ise, tüketme eğilimini artırmadaki etki elbette ki daha büyüktür" diyerek transfer harcamalarının düşük gelirli gruplara ağırlık verecek şekilde yapılması halinde resesyondan daha kolay çıkılabileceğini vurgulamıştır.¹²³

Grafik 2.37. Gelir Gruplarına Göre Marjinal Tüketim Eğilimi



Kaynak: Jappelli ve Pistaferri (2014)

¹²¹ Transfer harcamalarının gelir dağılımını üzerinde hem arttırıcı hem de azaltıcı rolü bulunabilmektedir. Hangi rolün baskın olacağına cevabı, söz konusu harcamalardan yararlanan kişilerin düşük ya da yüksek gelir gruplarında bulunmalarına bağlıdır.

¹²² Marjinal tüketim eğilimini gelir düzeyi, gelir tipi (sabit maaş ya da sabit maaş+bonus), faiz oranları ve tüketici güven düzeyi belirlemektedir.

¹²³ Düşük gelir gruplarına doğru gidildikçe marjinal tüketim eğiliminin artmasının bazı nedenleri bulunmaktadır. İlk olarak birçok kişi borçlanma kısıtlamalarına tabidir, yani krediye sınırlı erişime sahiptir. Kolayca ödünç alamadıkları ya da çok yüksek bir faiz oranına katlanarak kredi alabilecekleri için tüketimlerini harcanabilir gelirlerine eşit ayarlamak zorunda kalıyorlar. Gelecekteki gelirlerine ilişkin olarak belirsizlikle karşı karşıya kaldıkları zaman ve tüm olası risklere karşı sigorta yaptırmanın mümkün olmamasından dolayı gelir düzeyi düşük olan kişiler, birikimlerini gelecekteki olası kötü günlere karşı bir nevi " kendi kendine sigortalama " aracı olarak kullanacaklardır, hâlbuki zengin bireylerin gelecek ile ilgili kötü bir senaryoya karşı olumsuz bir gelir şoku yaşamaması için yeterli kaynağa erişimi ve sahipliği söz konusudur.

Ataç (2009)’a göre firmalara yapılan transfer harcamaları ise, resesyon dönemlerinde firmaları yatırımdan alıkoyan faktörün fonlardan ziyade talep yetersizliği olmasından dolayı etkinliği zayıf formda olacaktır. Fakat bu transfer harcaması ekonomide resesyonu da tetikleyen temel bir malın üretimindeki darboğazı gidermek amacıyla yapılıyor ise bu durumda milli gelir büyümesi üzerinde olumlu bir katkıda bulunacaktır.

Tablo 2.18. Ülkeler Bazında Kamu Transfer Harcamalarının Tarihsel Gelişimi

Ülke	1880	1910	1960	1990	2018
Avustralya	0.0	1.1	7.4	15.4	17.8
Belçika	0.2	0.4	13.1	29.7	28.9
Fransa	0.5	0.8	13.4	27.8	31.2
Almanya	0.5		18.1	21.2	25.1
İtalya	0.0	0.0	13.1	24.5	27.9
Japonya	0.1	0.2	4.0	16.1	21.9
Hollanda	0.3	0.4	11.7	31.7	16.7
Norveç	1.2	1.2	7.9	23.0	25.0
İngiltere	0.9	1.4	10.2	16.8	20.6
Türkiye				3.8	12.5
ABD	0.3	0.6	7.3	16.3	18.7

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu * Milli Gelire Oranı¹²⁴

2.4.2.2.2. Kamu Gelirleri Politikası

Kamu harcaması politikası, bir ekonomide ortaya çıkan özel harcamalardaki yetersizliği telafi etmek amacıyla uygulanır iken gelir politikasının temel hedefi vergilerde indirim vasıtasıyla özel tüketim ve yatırım harcama miktarını genişletmektedir. Mendoza vd. (1997), OECD ülkelerini kapsayan panel veri yöntemini kullandıkları analizlerinde vergi ve yatırım oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Buna göre, vergi oranlarında % 10’luk bir artış olması durumunda, yatırımlar %2 azalmaktadır.

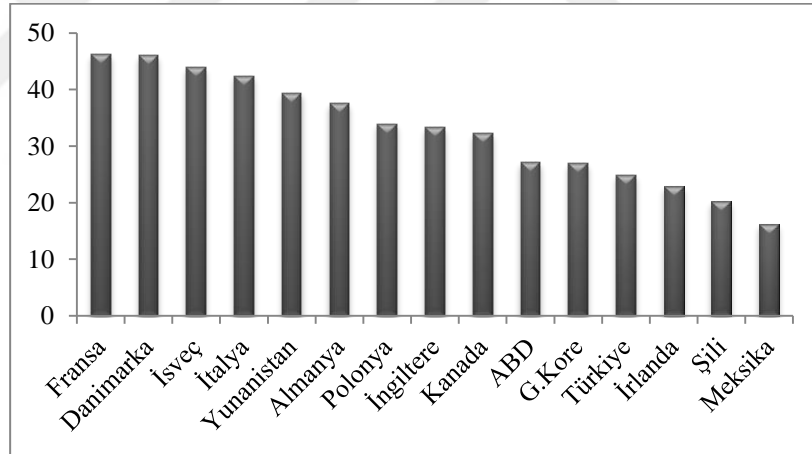
“Vergi yoluyla gerçekleştirilebilecek temel ekonomik amaçlar; yatırımları teşvik etmek, üretim ile tüketimi teşvik etmek ya da kısıtlamaktır. Korunmak ve geliştirilmek istenen alanlar için vergi teşviki getirilirken, önlenmek istenen alanlar için ise vergileri ağırlaştırarak bu yöntemin, iktisat politikasının bir aracı olarak kullanılması yoluna gidilmektedir.” (Yıldız, 2009: 16). Devlet aynı zamanda yoksul gelir gruplarına veya hiç geliri olmayanlara gelir dağılımında adaleti sağlamak amacıyla elde ettiği vergi gelirlerini transfer harcamaları şeklinde aktarabilir Resesyon ya da küçülme dönemlerinde ise

¹²⁴ Türkiye ile ilgili son veri 2016 yılına aittir.

ekonomik istikrara geri dönüşü sağlayabilmek için hangi vergilerde indirimin yapılacağı konusu bu vergilerin toplam talep üzerinde farklı etkileri olması nedeniyle oldukça önemlidir. Bu noktada geniş bir tabana yayılan bir vergide yapılacak olan indirim birçok kitleyi etkilemesi bakımından toparlanmaya olumlu bir katkıda bulunacaktır.

Vergi gelirleri, devletin en büyük bütçe gelirleridir. Eurostat, 2017 yılında toplanan vergi gelirlerinin toplam kamu gelirinin % 90'ı olduğunu raporlamıştır. Aynı raporda AB'de vergi gelirlerinin toplam milli gelirin %40,2'si bulgusuna da yer verilmiştir. Ülkeler bazında vergi gelirlerinin milli gelire oranı incelendiğinde OECD verilerine göre Türkiye'de 2017 yılı itibariyle bu oranın % 25 olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde gerek vergi toplama konusunda gerekli yeterli kurumsal ve denetim yapılarında görülen eksiklik ve bunun yanı sıra yabancı sermaye çekebilmek için firmalara verilen vergi teşvikleri, muafiyetler gibi nedenlerle gelişmekte olan ülkelerde vergi gelirlerinin milli gelire oranı genel itibariyle düşük seviyede bulunmaktadır.

Grafik 2.38. Vergi Gelirlerinin Milli Gelire Oranı (2017)



Kaynak: World Bank, Government Finance Statistics

Bireysel gelir vergileri ve kurumlar vergileri elde edilen gelir ile direkt bağlantılı oldukları için gerek aşırı ekonomik büyümelerdeki balonları azaltmak gerekse durgunlukları hafifletmek noktasında daha fazla çözüm sunan bir eğilime sahiptir. Emlak, MTV gibi servet (varlık) vergileri ise bu bağlamda uygun vergiler arasında değildir. Gelir ve kurumlar vergisinde bulunan bu ayarlama mekanizması, herhangi bir yasa değişikliğine gerek duyulmaksızın otomatik olarak kendiliğinden gerçekleşir. Örneğin, Gale (2019) ABD'de 2005 yılında, milli gelir % 3,4 oranında yükselirken, buna paralel olarak gelir vergisinde % 11 ve kurumlar vergisinde % 42 oranında yükseliş yaşandığı belirtmiştir. Yine, 2009'daki 'Büyük Durgunluk' döneminde, üretim % 3,4 oranında azalırken benzer şekilde bireysel

vergi ve kurumlar vergisi gelirlerinin sırasıyla % 21 ve % 55 oranında gerilediği ifade etmiştir. Bu durum ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde doğrudan alınan bu vergilerin çok daha esnek bir özelliği barındırdığını ve otomatik bir dengeleyici mekanizmaya sahip olduğunu göstermektedir. Unutmayalım ki, vergi yasasındaki önemli değişiklikler meclis onayı gerektirir ve kriz öncesinde alınan ve onaylanan vergi kararlarında ise ekonomideki bu mali dalgalanmaların büyük çoğunluğunu hesaba katılmamaktadır.

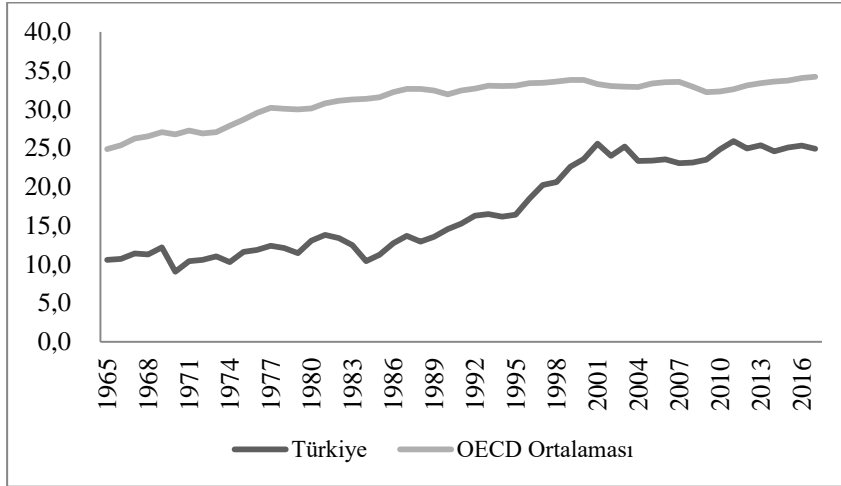
Yüksek gelir vergisinin işgücü arzını negatif etkilediği, üretken yatırımları ile üretken olmayan yatırımlar arasında ayırım yapılmadan her ikisinin aynı şekilde vergilendirilmesinin üretken yatırımları azaltmakta olduğuna dair artmakta olan bakış açısı nedeniyle vergi yükünün azaltılması gerektiği yaklaşımı sanayileşmiş ülke ekonomilerinde ön plana çıkmıştır.¹²⁵ Her ne kadar gelir ve kurumlar vergisinin ekonomik istikrarı dengeleyici bir rolü olsa bile krizden sonraki yıllarda örneğin ABD’de başkan Trump ile birlikte çıkarılan yeni yasa ile 2017’de kurumlar vergisinin % 35’ten % 21’e indirilmesi ve benzer şekilde gelir vergisi oranlarında da indirim gidilmesi neticesinde bu kendi kendini besleyen dengeleyici döngüde bir parça kırılma yaşanma riski doğmuştur. Durgunluk dönemlerinde azalan kurumsal gelirler, canlanma dönemlerinde en yüksek seviyelere ulaşmaktadır. Benzer durum gelir vergisi mükellefleri için de geçerlidir. Bundan sonra yaşanacak olası resesyon ve ekonomik küçülmelerde ciddi seviyelerde aşağılara inen bu vergi oranlarının normalde düşürülmesi gereken oran kadar düşürülebilmesi için gerekli alanı bırakmamıştır.¹²⁶

Türkiye’de ise vergi gelirlerinin milli gelire oranı incelendiğinde OECD ülkelerine kıyasla 1980’lerde yaklaşık 20 puana ulaşan fark giderek kapanmaya başlamıştır. Gerek vergi toplamaya ilişkin idari, kurumsal altyapı düzenlemeleri ve ilgili kurumların koordinasyonunda etkinlik gerekse ülkede görülen ekonomik iyileşmelerin neticesinde bu farkın azaldığını söylemek mümkündür.

¹²⁵ Reynolds (1985) “yüksek vergi yüküne sahip gelişmiş ekonomilerin 1976-1983 arasında yaklaşık %1,7 büyürken, daha düşük ortalama vergi yükünün bulunduğu gelişmiş ülkelerin aynı zaman diliminde % 4,1 seviyesinde daha yüksek bir büyüme hızı elde ettiği ” bulgusuna ulaşmışlardır. GOÜ’lerde ise en yüksek marjinal vergi oranına sahip ülkelerin 1979-1983 döneminde yıllık ortalama %1.4 oranında büyürken, daha düşük marjinal vergi oranlarının görüldüğü GOÜ’lerin ise aynı periyoza % 4,9 büyüme oranına ulaştığını belirlemişlerdir.

¹²⁶ Vergi indirimi net işletme zararlarının kullanımını sınırlamaktadır. Önceki yasaya göre, para kaybeden şirketler, cari yıl için kurumlar vergisi ödemediği gibi, önceki 2 yılda ödenen vergiler için de nakit geri ödeme alabiliyorlardı. Firmalar bu tedariki durgunlukta patlamalardan daha fazla kullandılar ve bu mekanizma otomatik dengeleyici olarak işlev gördü. Finansal krizden sonra ekonomiyi canlandırmak için Kongre geçici olarak net faaliyet zararları için geri alım süresini 5 yıla çıkardı. Ancak 2017 vergi indirimleri, çoğu işletme için kayıpların yeterli bir miktarda geri alınmasını imkânı ortadan kaldırdı. Sonuç olarak, gelecekteki durgunlukta gelir azaldıkça, zararı olan şirketler artık önceki vergi ödemeleri için geri ödeme talep edemeyecek ve bu nedenle daha sıkı nakit kısıtlamaları ile karşı karşıya kalacaktır (Gale, 2019).

Grafik 2.39. Toplam Vergi Gelirinin Milli Gelire Oranı (Tarihsel Gelişim)



Kaynak: OECD, Government Finance Statistics

Kriz dönemlerinde dolaylı vergiler üzerinde uygulanacak olan bir indirimin toplam talep üzerindeki pozitif uyarıcı etkisi, gelir ve kurumlar vergisi üzerinde yapılan aynı orandaki bir indirime kıyasla daha fazla olabilmektedir. Bunun nedeni, gelir vergisi indirimi, tüketim harcamaları üzerinde gelirden tüketime ayrılan pay üzerinden bir etkide bulunacak iken dolaylı vergilerin (KDV, ÖTV, Gümrük vergisi, BSMV) tüketim malları üzerinde bir düşüşe yol açarak kişilerin tüketimlerini arttırmalarına olanak sağlamaktadır. Yalnız bu noktada verginin ileriye doğru mu yoksa geriye doğru mu yansıdığı bir diğer üzerinde durulması gereken husustur. Bir hizmetin veya bir ürünün satıcıdan alıcısının üzerine yani arzdan talep üzerine yansıtılması durumu olan verginin ileriye doğru yansımaları olgusu, vergi artış/azalışının tüketiciye nihai olarak yansımaları anlamına gelmektedir. Eğer vergi indirimi malın fiyatına direkt yansımayıp üreticiye kar olarak transfer oluyor ise bu durumda arzu edilen fiyatlardaki düşüş ve tüketimdeki artış, milli gelirde büyüme etkisi yeterince gerçekleşemeyecektir.¹²⁷

¹²⁷ Talep esnekliği < arz esnekliği ise verginin önemli bir kısmı, firmalarca tüketicilere yansıtılmaktadır.

Tablo 2.19. Gelir ve Kar Üzerinden Alınan Vergilerin Toplam Vergi Gelirlerindeki Payı

Ülke	1990	2000	2010	2015	2016
Avustralya	57.1	57.9	56.5	56.6	57.2
ABD	45.2	50.1	42.4	48.6	48
Kanada	48.6	50.1	46.6	48.3	47.8
İsviçre	47	44.1	45.5	46.4	46.5
Meksika	34	36	39.8	41.7	42.7
İsveç	41.6	40.8	35.5	35.9	36
İngiltere	39.3	39.6	37.5	35.2	35.7
OECD-Ortalama	37.5	34.8	32.8	33.6	33.6
İtalya	36.5	33.2	32.6	31.8	32
Almanya	32.4	30.1	28.5	31.2	31.9
Kore	32.8	28.8	28	30.3	31.2
Japonya	50.2	34.8	30.2	31.2	30.6
Portekiz	25.7	29.3	26.8	30.3	28.7
İspanya	30.6	28.3	27.8	28.4	28.2
Hollanda	32.3	25.9	27.9	27.7	27.2
Yunanistan	19.9	26.9	22	23.1	23.5
Fransa	16.1	24.8	22.6	23.4	23.3
Türkiye	33.5	29.5	21.3	20.3	21.1
Slovenya	..	18.5	20.1	18	18.8

Kaynak: OECD 2018- Revenue Statistics: 1965-2017

Deflasyonist bir ekonomik ortamda yaşanan resesyon döneminde düşük gelir gruplarını hedefleyerek yapılan gelir vergisi indirimi de bu grubun marjinal tüketim eğimlerinin yüksek olması nedeniyle durgunlukla mücadelede etkin bir politika uygulaması olarak değerlendirilmelidir. Bunun yanı sıra tasarruf yapma eğilimi yüksek gelir gruplarının gelir vergisi oranlarında bir azaltıma gidilmesi seçeneği, bu tasarrufların yatırım harcamalarına dönüşeceğini düşünenler için bir diğer alternatif olabilmektedir. Tasarruflar ve bu tasarruflar ile finanse edilen yatırımlar, uzun dönemli ekonomik büyümenin temel motorudur. Üretimi arttırmada yatırımlar büyük rol düşmektedir.

Ülkemizde vergi tahsilat/tahakkuk oranlarında son yıllarda giderek bir bozulma yaşandığı görülmektedir. 2012’de genel bütçe gelirlerinde tahakkuk miktarının % 70’i tahsil edilirken 2017’de bu oran % 65’e gerilmiş, 2008 yılının ilk 9 ayında ise % 59’a inmiştir. Vergi türleri bazında incelendiğinde ise doğası gereği ÖTV’de en yüksek tahsilat/tahakkuk oranına ulaşılır iken en düşük tahsilat/tahakkuk oranı, mülkiyet üzerinden alınan servet vergilerinde görülmektedir. Burada dikkat çeken bir diğer husus ise beyana dayalı gelir ve kurumlar vergisinde tahsilât oranlarının sırasıyla % 36 ve % 14 ile oldukça düşük düzeylerde gerçekleşmesidir.

Tablo 2.20. Belli Başlı Vergilerde Tahsilat/Tahakkuk Oranları (TR, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ocak- Mart 2018 (I)	Ocak- Haziran 2018 (II)	Ocak- Ekim 2018 (III)	Değişim I-II	Değişim II-III
Genel Bütçe Gelirleri	70,1	70,5	69,2	67,9	64,6	65,4	31,3	48,5	59,2	17,2	10,7
I-Vergi Gelirleri	84,9	85,4	83,5	82,9	78,9	79,9	48,4	64,7	74,9	16,3	10,2
1. Gelir ve Kazanç Üzerinden Alınan Vergiler	82,0	81,6	80,0	78,9	74,4	76,5	45,0	62,4	72,5	17,4	10,1
a) Gelir Vergisi	81,7	81,5	80,1	79,4	76,7	77,6	44,1	62,0	73,8	17,9	11,8
Beyana Dayanan Gelir Vergisi	48,2	45,8	39,9	40,0	35,1	35,9	15,5	21,9	37,9	6,4	16,0
Basit Usulde Gelir Vergisi	53,3	51,4	47,3	49,3	48,3	39,1	18,9	25,6	36,5	6,7	10,9
Gelir Vergisi Tevkifatı	85,9	85,8	84,6	83,9	82,1	82,7	54,4	70,5	79,0	16,1	8,5
Gelir Geçici Vergisi	69,0	68,0	66,7	63,6	62,9	65,7	31,9	61,4	63,0	29,5	1,6
b) Kurumlar Vergisi	82,4	81,7	79,6	77,6	69,8	74,5	46,7	63,0	70,0	16,3	7,0
Beyana Dayanan Kurumlar Vergisi	25,8	31,3	9,6	6,1	15,8	13,8	4,3	9,7	17,0	5,4	7,3
Kurumlar Vergisi Tevkifatı	72,7	61,4	67,9	75,7	70,4	71,7	31,2	53,5	66,6	22,3	13,1
Kurumlar Geçici Vergisi	94,0	93,6	92,6	91,8	91,9	92,9	75,4	89,0	91,6	13,6	2,7
2. Mülkiyet Üzerinden Alınan Vergiler	70,8	70,7	69,1	67,9	66,5	66,7	29,2	35,4	63,9	6,2	28,5
a) Veraset ve İntikal Vergisi	54,6	63,3	62,2	51,7	47,4	53,7	13,7	38,7	42,2	25,0	3,5
b) Motorlu Taşıtlar Vergisi	71,7	71,1	62,2	68,9	68,2	67,7	29,8	35,2	65,6	5,4	30,4
3. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergileri	83,0	84,3	81,7	81,2	76,4	75,9	42,3	58,2	67,6	15,9	9,4
a) Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	64,6	64,7	59,0	59,0	52,0	49,5	21,1	31,3	40,8	10,2	9,5
Beyana Dayanan KDV	63,6	63,6	57,5	57,5	50,4	47,4	19,8	29,4	38,9	9,6	9,5
Tevkif Suretiyle Kesilen KDV	88,9	92,5	92,7	94,8	95,1	95,8	86,9	92,6	94,7	5,7	2,1
b) Özel Tüketim Vergisi	95,1	95,3	94,7	94,4	93,1	93,2	74,1	85,3	90,1	11,2	4,8
Petrol ve Doğalgaz Ürünleri (I)	92,5	93,3	92,6	91,6	89,6	89,8	64,0	78,4	84,4	14,4	6,0
Motorlu Taşıtlar (II)	99,2	99,0	98,4	98,2	97,0	96,3	82,6	90,2	91,9	7,6	1,7
Alkollü İçkiler (III-a)	93,3	92,5	91,8	92,0	91,0	92,1	70,7	83,4	91,2	12,7	7,9
Tütün Mamulleri (III-b)	99,4	99,5	98,9	99,0	98,8	98,5	94,0	96,9	98,2	2,9	1,3
Kolalı Gazozlar (III-c)	97,0	95,6	88,5	90,1	92,2	89,0	49,0	84,8	92,6	35,8	7,8
Dayanıklı Tüketim ve Diğer Mallar (IV)	90,1	89,7	89,1	89,4	88,8	91,0	71,3	80,5	85,5	9,2	5,0

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, https://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/erf_rr_1901.pdf

2.4.2.2.3. Borçlanma Politikası

Kamu borçlanma gereği, kamu gelirlerinin kamu giderlerini yeterli ölçüde karşılayamaması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Bu nokta kamu kesimi finansman açığını dengelemek için merkez bankası, özel kesim ve hanehalkından borçlanma (iç borçlanma) ile yurtdışından borçlanma yapılabilmektedir. İç borçlanma, ihale yöntemi, ihalesiz borçlanma ya da merkez bankasından borçlanma şeklinde gerçekleşmektedir. Merkez Bankası'ndan borçlanma toplam talep üzerinde herhangi bir azaltıcı etki yaratmadan, kamu harcamalarının para arzı artırılarak finanse edilmesinden dolayı bütçe açığını durgunluk dönemlerinde finanse etmenin en etkin çözüm yollarından biridir. Buna karşılık, normal ekonomik

konjonktürde de bunun bir alışkanlığa dönüşeceği endişesi ile bir takım sakıncalar barındırmakta ve bu nedenle bazı ülkelerde bu uygulamaya izin verilmemektedir.¹²⁸

Resesyon dönemlerinde borç yönetimi ile ilgili problemlerin çözümü, enflasyonun yüksek olduğu dönemlere kıyasla daha kolay olmaktadır. Çünkü durgunluk zamanlarında, ekonomik yapı içinde önemli miktarda atıl durumda bulunan fonlar bulunabilmektedir. Bu durum ise hükümetlere önemli bir müdahale ve manevra alanı sağlamaktadır.

Genel itibariyle mali politikaların gelir üzerindeki etkisi, gerçekleştirilen kamu harcamalarının ne şekilde finanse edildiği ile yakından ilişkilidir. Bilindiği üzere devlet bu finansmanı iki yoldan birini seçerek yürütmektedir. Bunlardan biri vergi gelirleri diğeri ise borçlanmadır. Borçlanma, merkez bankası ya da ticari bankalardan yapılabileceği gibi aynı zamanda kişi ve firmalardan da gerçekleştirilebilir. Bu seçeneklerin arasındaki kamu tercihi, milli gelir üzerindeki genişletici etkiyi farklılaştırabilmektedir. Borçlanmadaki bu artışın eşit derecede bir ek vergi ile finanse edilmesi halinde ekonomi üzerindeki etkisi genişletici olacaktır. Denk bütçe çarpanı 1'e eşit olduğundan kamu harcamalarındaki bir artış, vergilerdeki aynı miktar bir değişiklik ile finanse edildiği takdirde denge milli gelir sadece artan kamu harcamaları kadar yükselir.¹²⁹

Kamu harcamalarında yapılan artışın vergiler ile finanse edilemeyip borçlanma yoluna gidilmesi halinde ise buraya ortaya çıkan etki bu borçlanmanın kimlere yapıldığına bağlı olarak değişmektedir. Eğer kişi ve firmalardan borçlanma söz konusu ise bu kez bu parayı devlete borç vermek için tahvile yatırmakla hangi alternatif fırsatları kaçırdıklarının ya da neleri yapmaktan vazgeçtiklerinin analizi önem kazanmaktadır. Eğer devlet tahvil alımı için tüketimlerinden ya da özel sektör tahvili alımından vazgeçtiler ise her iki durum nedeniyle de özel yatırım miktarında azalma görülecektir. Ama kişiler devlete ödünç verdikleri bu paraya hali hazırda zaten atıl bir şekilde tutuyordu ise bu genişletici etki öncekilere göre daha fazla olacaktır.

Ataç'a (2007) göre “ kişi ve firmalardaki daraltıcı etkiler, hiçbir zaman kişi ve firmalar aracılığı ile finanse edilen kamu harcamalarının ekonomi üzerindeki genişletici

¹²⁸ Günümüzde Merkez Bankası'ndan borçlanma şeklinde bir finansman yöntemi pek uygulanmamakta, Hazine'nin borçlanmak amacıyla çıkarttığı tahvillerin Merkez Bankası tarafından APİ ile satın alımı yapılmaktadır. Bu yöntem bir nevi dolaylı borçlanma şeklinde ifade edilebilir.

¹²⁹ Bu durumun gerçekleşebilmesi için kamu harcamalarının tamamının transfer harcamalarına pay ayrılmaksızın mal ve hizmet alımına yönelik olması gerekmektedir.

etkisini dengelemez. Bu nedenledir ki, kişi ve firmalardan borçlanma yoluyla kamu harcamaları artışı politikasının, vergiler ile finanse edilmesi seçeneğine göre milli gelir üzerindeki net etkisi daha genişleticidir.”¹³⁰ Yine de kamu harcamalarını finanse etme opsiyonları arasında merkez bankaları ve ticari bankaların kullanımının genellikle para yaratılması nedeniyle en yüksek net pozitif etkiyi verdiğini belirtmek mümkündür¹³¹, nitekim bu görüş genel ağırlıklı bir bakış açısı olarak literatürde kabul görmektedir. Burada bir noktayı da vurgulamak gereklidir. Basit Keynesyen çarpan analizde eğer artan kamu harcamaları kişi ve şirketlerin tüketim harcamalarının ikamesi olduğu takdirde milli gelirdeki beklenen pozitif etkinin bir miktarı özel cari tüketim harcamalarındaki azalma nedeniyle sterilize olabilmekte ve dolayısı ile net genişletici etki bir miktar törpülenebilmektedir.

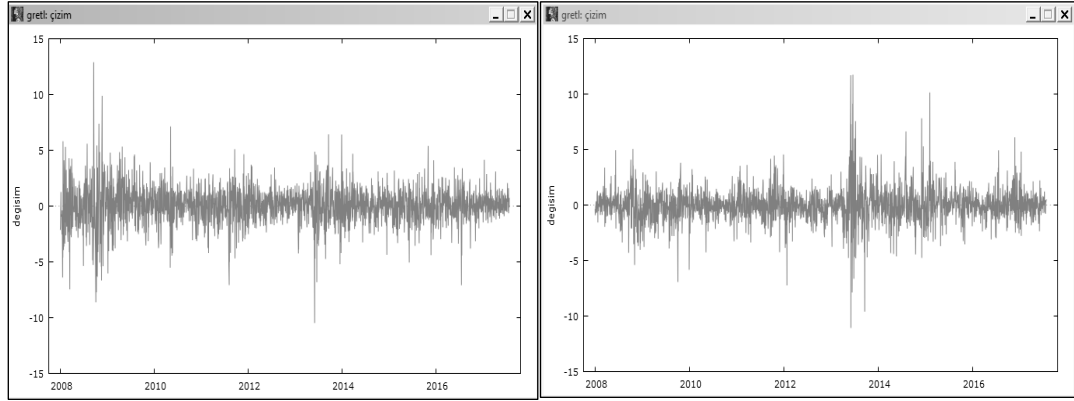
Durgunluğun olmadığı istikrarlı bir ekonomide tahvillerin verim eğrisi yıllar itibariyle artan bir getiri oranına sahiptir. Ekonomik yavaşlama genellikle daha düşük enflasyona neden olur. Bu yavaşlama neticesinde kurumsal firmaların ve dolayısı ile borsaların karlılıkları azaltılmaktadır, merkez bankalarının talebi canlandırmak için alacağı faiz indirimi gibi önlemler ise tahvil yatırımının cazibesini arttırmakta ve getiri potansiyelini yükseltmektedir. Mart 2009 - Haziran 2017 arası dönemin yatırım araçları getirilerine bakıldığında gelişmekte olan ülkelerdeki tahvil getirilerinin hisse senetleri kadar yıllık ortalama gelir getirdiği görülmektedir.¹³² Tahvildeki volatilitenin (dalgalanma) hisse senetlerine oranla daha düşük olduğu göz önüne alındığında risk-getiri bağlamında incelendiğinde tahvil yatırımı hisse senedine oranla daha iyi bir performans sergilemiştir.

¹³⁰ Monetaristler ise bu Keynesyen düşünceden farklı olarak kamu harcamalarının borçlanma aracılığıyla finansmanında çarpan katsayısının sıfır düzeylerinde olduğunu savunmaktadır.

¹³¹ Bu koşulun gerçekleşebilmesi için bankaların nakit rezervlerinin bulunması gerekmektedir diğer bir ifade ile devlet tahvili alabilmek için özel borçlanmalarında bir azaltıma gitmemelidirler.

¹³² İlgili dönemde ABD hisse senetleri yıllık ortalama %16,9, diğer gelişmiş ülke borsaları %10,8, gelişmekte olan ülke borsaları %10,1 getiri eder iken ABD tahvilleri % 4,1, gelişmekte olan ülke tahvilleri ise % 9,6 getiri elde etmişlerdir.

Grafik 2.40. Hisse Senedi & Tahvildeki Volatilite



Kaynak: İMKB, Gretl * Soldaki hisse, sağdaki tahvil piyasalarına ait görünümüdür.

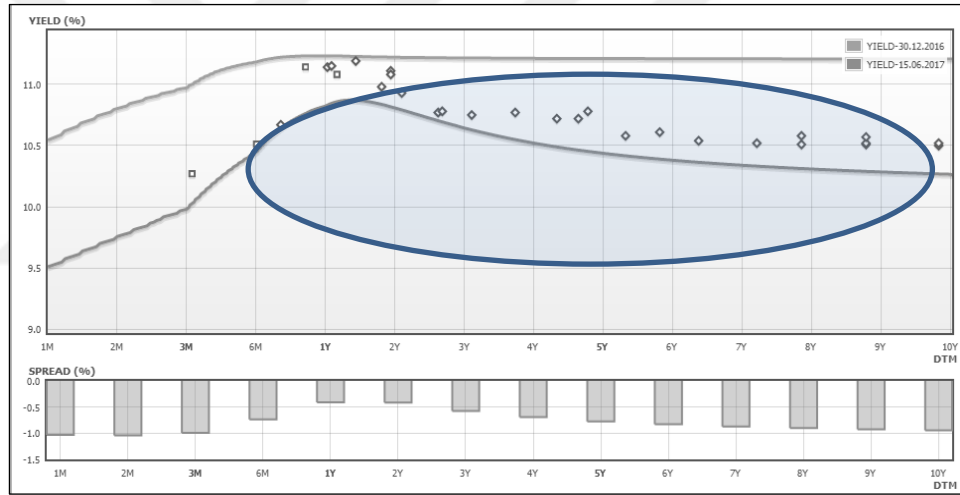
Verim eğrisi, “farklı uzunluktaki devlet tahvili ve hazine bonolarının faiz yapısını ifade eden bir fonksiyondur”. Normal bir verim eğrisinde kısa ve orta vadeli tahviller arasındaki getirilerde dik bir artış söz konusu iken orta ve uzun vadeli tahviller arasında daha az belirgin bir yükseliş söz konusudur. Bu türden bir verim eğrisi (yield curve) piyasa gelişmelerinin ve risk algısının normal düzeyde seyrettiğini ifade eder.¹³³ Sıkı para politikasının olduğu dönemlerde ise verim eğrisi normal görünümünden uzaklaşmakta ve uzun vade yatırımcılar açısından cazip olma fonksiyonunu yitirmektedir. Normal şartlar altında resesyona döneminde kısa ve uzun süreli borçlanma arasında yapılacak olan bir seçimde, kısa vadeli borçlanma faiz oranları daha düşük olduğu için maliyet açısından daha elverişli görülebilmektedir. Fakat parasal genişlemenin olmadığı bir ekonomik krizde verim eğrisi ters bir görünüme bürünerek likitte kalmanın önemine istinaden 1-2 yıllık kısa vadeli tahvil faizleri, uzun vadeli (7-10 yıllık) tahvil faiz oranlarının üzerinde olabilmektedir. Bu durumda, hem kısa vadeli borçlanmanın maliyeti artacağı hem de daha sık sürelerde borç ödemeleri yapılacağı için tamamıyla kısa vadeli borçlanmak sağlıklı olmayacaktır. Bu noktada şu hususu da vurgulamak yerinde olacaktır. Genel olarak tahvil piyasası, ekonominin istikrarlı, sürdürülebilir büyüme oranlarından daha olumlu etkilenmektedir. Artan faiz oranları, tahvil fiyatlarını aşağıya çektiğinden, tahvil piyasası genelde beklenenden yüksek büyüme rakamları veya istihdam artışına olumsuz tepkiler verebilir.

¹³³ Kısa vadeli tahvil getirileri uzun vadeliye kıyasla nispeten düşük ise, getiri eğrisinin **dik (steep)** olduğu söylenebilir. Anlamı: Bu, daha kısa vadeli bir tahvilin vade sonu sağlayacağı nakdi, daha uzun vadeli bir tahvil satın alımda kullanıp önemli ölçüde artan getiriyi, yani faiz gelirini elde edebilme imkanı sunar. Kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki fark nispeten düşük olduğunda ise getiri eğrisi **düz (flat)** olur. Anlamı: Bu, daha uzun vadeli tahvillere sahip olmak için çok az ödül olduğu anlamına gelir. Geleceğe dair enflasyon beklentilerinin azaldığını gösterir. Merkez Bankaları'nın ihtiyatlı/temkinli para politikası uyguladıkları dönemlerde görülebilmektedir. Kısa vadeli tahvil getirileri daha uzun vadeli tahvil getirilerinden yüksek ise **ters getiri eğrisi (inverted yield curve)** söz konusudur. Anlamı: Sık görülmez, genellikle yatırımcıların, gelecekte faiz oranlarının düşmesini beklediği dönemlerde veya kredi sıkışıklığının olduğu zamanlarda oluşur. Merkez Bankaları'nın enflasyonu önlemek için sıkı para politikası uyguladığı, faizleri yükselttiği zamanlarda görülebilmektedir.

Olması gerekenden düşük enflasyon rakamları ise merkez bankalarının tüketimi canlandırmak için faiz düşüreceği beklentisini arttırarak tahvil fiyatlarının yükselmesine olumlu katkıda bulunabilmektedir.

Merkez bankaları, kısa vadeli ve gecelik faiz oranları üzerinde direkt etkiye sahip iken orta ve uzun vadedeki faizler üzerinde ise dolaylı olarak etkide bulunabilmektedir. Orta ve uzun vadeli piyasada faiz oranları, yatırımcıların faizlerin gelecek dönemlerde izleyeceği yol ile ilgili risk beklentileri aracılığı ile oluşmaktadır. Aşağıda Türkiye’de iki farklı tarihteki verim eğrilerinin gerçek görünümüleri verilmiştir. Sıkı para politikasının olduğu dönemlerde verim eğrisi normal görünümünden uzaklaşmaktadır. 2017 ortalarında görülen sıkı para politikası, uzun vadeli tahvil faizlerinin getirilerini orta vadede enflasyonun düşüş göstermeye başlayacağı beklentisinin satın alınmasıyla beraber gerilemiştir.

Grafik 2.41. Verim Eğrisi



Kaynak: İMKB, Portfolio Risk Performance (PRP)

Resesyon ile mücadelede, kamu harcamalarında görülen artış önemli oranda borçlanma ile karşılanmaktadır. Genişletici maliye politikaları, politikacılar için uygulanması kolay olması nedeniyle cazip görülmekte ve dünyada zaman zaman uygulanmaktadır fakat bu tür politikaların gereğinden fazla ve uzun süreli uygulanması durumunda o ülkede yüksek enflasyon görülme ihtimali de belirlemektedir. Bu nedenle deflasyonist bir durgunlukta eğer bir genişlemeci bir mali politika uygulanacak ise kullanılacak araçların seçimi ve ne kadar süre ile bu politikalara başvurulacağı üzerinde iyi bir ön hazırlık ve planlama gerekmektedir. Nitekim neo-klasik ekolün önde gelen temsilcilerinden Sargent ve Wallace (1981:7) 'a göre reel faizin ekonominin büyümesinden fazla olduğu ülkelerde, eğer bütçe açıkları uzun süre iç borçlanma ile finanse edilir ise, bu

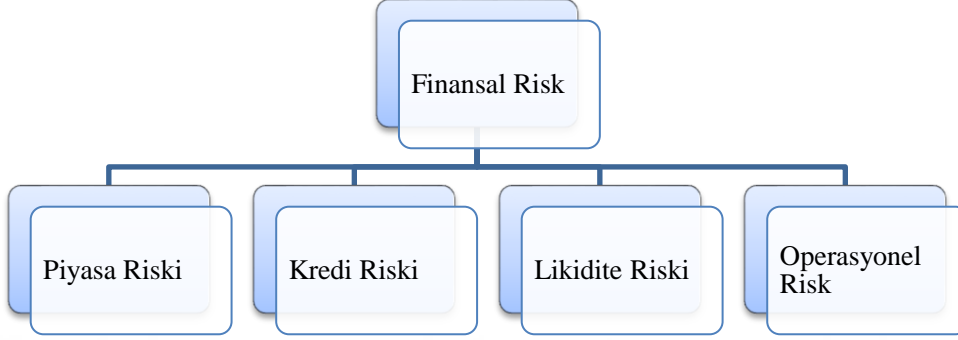
durum uzun vadede enflasyon oranının daha da yükselmesine yol açar. Bu iktisatçılara göre “ iç borçlanma ile yapılan finansman, faiz ödenmesine neden olur, yeni bir vergi kaynağı ile bu borç kapatılmaz ise bu kez faiz giderlerini de kapsayacak şekilde borç alınmasına neden olur. Her defasında daha çok borçlanma, faizlerin de yükselmesine yol açar. Bu kısır döngü bir nevi kartopu etkisi ile borçlanmanın ve faizlerin artmasına neden olarak bunların ödenebilmesi için para arzı artışını beraberinde getirir ve yüksek enflasyon riskini doğurur.” Literatüre Sargent ve Wallace (1981:7) tarafından kazandırılan, ‘hoş olmayan monetarist aritmetik’ olarak bilinen teoriye göre, kamu kesimi açıklarını finanse edebilmek için en başta parasal tabanı arttırma yoluna gidilirse, ortaya çıkacak olan enflasyon artışı, borçlanmayı tercih ederek yapacağı finansman sonrası zorunlu olarak basmak zorunda kalacağı para nedeniyle yaratacağı enflasyondan daha düşük olacaktır. (Eğilmez, 2017;109) Diğer bir ifade ile reel sektör, devletin tahvil ihracı yoluyla borçlanmaya gitmesi durumunda, dışlanma etkisinden (crowding-out) dolayı üretim ve ekipman yatırımları için gereken parasal kaynaklara ulaşmakta zorlanacak ya da daha yüksek maliyet ile ulaşacak bu durum üretim artışının azalmasıyla sonuçlanacaktır. Böylelikle ortaya çıkan üretim azalışı sonrası para arzı değişmese bile fiyatlar artmaya başlayacaktır ve merkez bankası fiyat istikrarını tesis edebilmek için para basarak para arzını arttırmak zorunda kalacaktır. Bu tezin temel mesajı, mali baskınlık, hükümet bütçe açıkları ile para büyümesi arasında zamanlar arası bir pozitif korelasyon olduğudur. Elbette bu iki değişken arasında mali baskınlığın olmadığı durumlarda da pozitif bir korelasyon olabilmesi mümkündür. Yani diğer bir ifade ile pozitif korelasyon için mali baskınlık tek gerekli şart değildir.

2.4.2.3. Etkin Risk ve Borç Yönetimi

Son yıllarda bankalar giderek karmaşıklaşan kurumlar haline gelmiş ve birbiriyle iç içe geçmiş grift risklere maruz kalmışlardır. 2008 mali krizi, bu risklerin ne kadar şiddetli olabileceği ve reel ekonomiyi nasıl ciddi şekilde etkileyebileceği konusunda acı bir deneyim oluşturmuştur. Verimli ve sağlıklı işleyen bir piyasa için hem finansal sektörün hem de reel sektörün risk ve borç yönetimini en doğru biçimde yapabilmesi genel ekonominin sağlığı açısından da oldukça önemlidir.

2.4.2.3.1. Risk Yönetimi

Bir finansal risk temel olarak dört alt risk grubuna ayrılmaktadır.



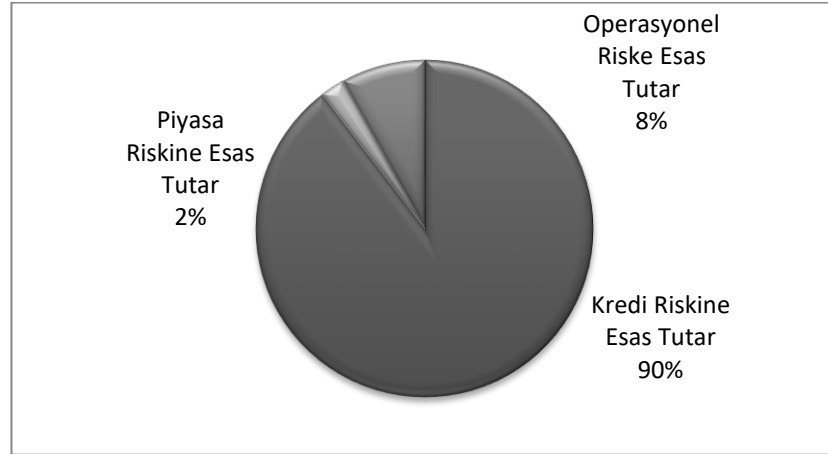
Şekil 2.5. Risk Türleri

2.4.2.3.1.1. Kredi Riski

Kredi riski, bankaların verdiği kredilerin geri ödemelerini vadesinde ve/veya tam olarak tahsil edememe riskidir. Bu risk, karşı taraflara karşı yükümlülüklerini yerine getirmediğinde ortaya çıkar. Bankaların maruz kaldıkları en temel risk türüdür. Risk modeli, kredi riskinin ölçülmesinde kullanılmaktadır, bu kapsamda bankanın verdiği krediler bir portföy olarak değerlendirilerek risk altındaki sermaye miktarı ile riskin doğru fiyatı belirlenmektedir. Bankalar sadece kredi işlemlerinden değil aynı zamanda garanti ve teminatlar, menkul kıymet alımları gibi bilanço dışı işlemlerden dolayı da kredi riski taşıyabilirler. Bunun yanı sıra kredilerin önemli bir oranının bazı firma gruplarına ya da belirli sektörler verilmesi de kredi riskine maruz kalmada önemli faktörlerdir. Kredi riskindeki artış borcun ve özkaynağın marjinal maliyetini de yükseltmektedir.

Kredi riskinde iki yön bulunmaktadır. Bunlar risk miktarı ile riskin kalitesidir. Riskin kalitesini tespit etmek kolay değildir, olası zararların geri dönüşünü de tahmin etmek bir o kadar zordur. Bankaların hala birçoğu içsel değerlendirme faktörlerine bağlı olarak geçmişte verdikleri kredilere ilişkin verileri baz alarak sektörel çeşitlendirme ile kredi riskini yönetmektedir (Bolgün ve Akçay, 2009; 211-212).

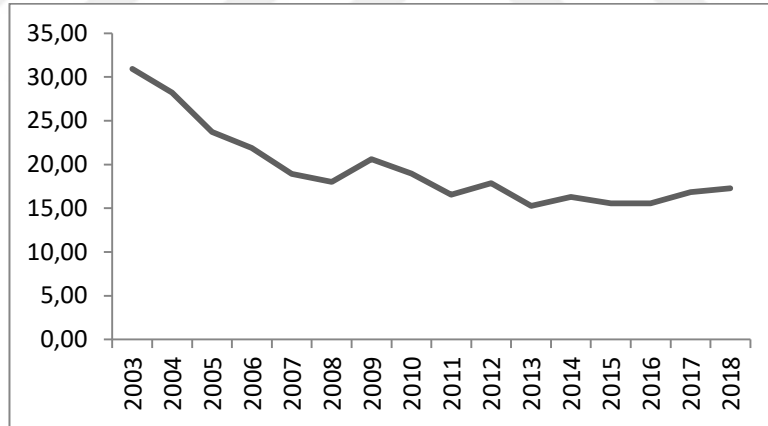
Grafik 2.42. Bankacılık Sektörü Risklerine Esas Tutarlar



Kaynak: BDDK (Nisan-2019 itibariyle)

Ticari bankacılık ağırlıklı olan ülkemiz bankacılık sektöründe kredi riskinin ağırlığı oldukça yüksektir. Yatırım bankacılığında piyasa riskini ağırlığı ticari bankacılık sektörüne göre neredeyse iki kat daha fazladır, bankaların Hazine bölümlerinde ise piyasa riski toplam riskin %80-%85'i kadardır (Phillippe, J. 2000: 450; aktaran: Bolgün ve Akçay, 2009: 215).

Grafik 2.43. Bankacılık Sektörü- Sermaye Yeterlilik Rasyosu- Türkiye



Kaynak: BDDK

2.4.2.3.1.2. Likidite Riski

Bir şirketin veya bankanın kısa vadeli finansal talepleri karşılayamama riskidir. Bir yatırım aracı için en yaygın likidite ölçütü ise bu varlığın alım satım fiyatı arasındaki farktır. İkincil piyasalarda yeterli bir derinliğin olmaması halinde diğer bir ifade ile çok sığ bir piyasanın varlığı söz konusu olduğunda ortaya çıkmaktadır. Ülkemizdeki tahvil piyasasındaki geçmiş deneyimler göstermektedir ki bu piyasa döviz piyasası ya da hisse senedi piyasasına göre zaman zaman daha sığ bir piyasa şeklini alabilmektedir. Bankaların

pasiflerindeki yükümlülüklerini karşılayamaması riski olan bu risk, genel olarak müşterilerin yatırımlarını likidite etme istekleri sonucu oluşur. Ekonomik kriz, depresyon dönemlerinde bu risk çok ciddi boyutlara varmaktadır. Durasyon, riske maruz değer (RMD-VAR), boşluk (GAP) analizleri kullanılarak likidite riski yönetilebilmektedir. GAP analizde defter değeri ön planda iken durasyon analizinde piyasa değeri ön plana çıkmaktadır. Ayrıca GAP analizde sadece bilanço içi faiz riskini dikkate almaktadır. Durasyon analizi ise GAP analizine göre daha kullanışlı olmakla beraber, verim eğrisinde görülen değişimleri yalnızca birbirine paralel şekilde gerçekleşen kaymalar şeklinde kabul etmelerinde dolayı VAR analizine göre daha kabaca tahminler yapmaktadır. Burada sözü edilen RMD (VAR) analizi aynı zamanda piyasa riskini ölçmekte de kullanılmaktadır.

BDDK'nın internet sitesinde riske maruz değer (RMD), “elde tutulan bir portföy ya da varlık değerinin, faiz oranlarında, döviz kurlarında ve hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar nedeniyle meydana gelebilecek değişiklikler sonucunda maruz kalabileceği en yüksek zararı, belli bir zaman diliminde ve belli bir olasılık seviyesinde ifade eden ve muhtelif sayısal yöntemlerle tahmin edilen değeri ifade etmektedir” (BDDK, 2010). 1994'den beri giderek yaygınlaşan bu modelde belli bir istatistiki belirli bir güven aralığında (% 95 ve % 99) bir varlık portföyünün o gün içerisinde uğrayabileceği olası maksimum zarar hesaplanabilmektedir. JP Morgan VAR hesaplamaları için RiskMetrics'i Kasım 1994'te ücretsiz olarak yaygın kullanıma sunmuştur. VAR farklı pozisyonlar ve risk faktörlerinden kaynaklanan riski bir araya getirmekte, böylece tek bir rakam ile portföyün riskini ifade edebilme imkânı vermektedir. Ayrıca, VAR risk faktörleri arasındaki korelasyonu da dikkate alarak eğer birbirini azaltan riskler varsa toplam riski daha düşük olarak bulmaktadır. VAR analizleri genel olarak üç farklı yöntem ile gerçekleştirilmektedir:

i. Parametrik (Varyans-Kovaryans)VAR

Geçmiş verilerden hareketle değişkenler (finansal araçlar) arasındaki korelasyonları dikkate alarak portföyün gelecekteki olası zararları hakkında bir tahminde bulunur.

ii. Monte-Carlo VAR

Bu yöntem, çok sayıda simülasyonun (senaryoların) oluşturulması üzerine kuruludur. Her senaryo olasılık dağılımından elde edilen rastsal oluşturulmuş risk faktörü değerlerinin bir kombinasyonu ile yaratılmaktadır. Portföyün verim eğrisindeki kaymalara 2.dereceden hassasiyeti anlamına gelen konveksitenin bulunduğu tahvil portföylerinde diğerlerine kıyasla daha doğru tahminler üretebilen

bir yöntemdir. Varlık getirilerinin normal dağıldığını varsayar. Geçmiş zamanı da kapsayan portföydeki değişiklikleri modelde göz önünde bulundurur.

iii. Tarihi Simülasyon (Benzetim) VAR

Tarihsel benzetim yöntemi, bir bankanın geçmiş bir dönemde belirli bir portföyde yaşayacağı zararlara dayanmaktadır. Opsiyon içeren yani lineer olmayan pozisyonlara kolaylıkla uygulanır. Monte-Carlo yönteminde olduğu gibi tesadüfi olarak senaryolar yaratılmayıp, geçmiş piyasa ışığında senaryolar oluşturulmaktadır. Analizi yapabilmek için verim eğrisine ihtiyaç duyar. Parametrik VAR'da olduğu gibi getirilerin normal dağıldığı şeklinde bir ön kabul içermemekte, volatilité, korelasyon vb. hesaplamalara gerek kalmadığı için model riski azalmaktadır.

VAR (RMD) analizlerinde öne çıkan bazı kavramlar ise şunlardır:

Senaryo Analizi: VAR modelleri aynı zamanda senaryo analizi yapmaya da izin vermektedir. Bunun için geçmişte yaşanmış olan kriz dönemindeki varlık fiyatlarını hafızasında tutarak bugünkü portföyün o günkü fiyatlamalarda ne kadar bir zarar getirebileceğini belirli bir güven aralığında ölçebilmektedir. Bunun yanı sıra portföye % X faiz artışı / azalışı şoku vermek mümkün olup aynı zamanda bu şoku tüm vade dilimlerine aynı miktarda vermek yerine farklı tahvil vadeleri için farklı şok oranları da kullanabilmek mümkündür.

Stres Testi: Senaryo analizi ile iç içe geçmiş bir yöntemdir. Stres testi, aşırı ancak olması mümkün olayları simüle etmek ve olayların firmanın gelirini nasıl etkileyeceğini ölçmek için kullanılan bir risk yönetimi aracıdır. Stres testleri, daha ılımlı koşullar altında gizlenebilecek riskleri tanımlamaya ve analiz etmeye yardımcı olur. Bunun yanı sıra sermaye dağıtımı ve acil durum planlaması konusundaki kararlar için üst yönetime gerekli bilgileri temin eder.

Geriye Dönük Test (Backtest) : Geriye dönük test, finansal kurumlarca risk ölçümünde kullanılan modelin güvenilirliğini geçmişe yönelik olarak test edilmesidir. Bir sonraki gün için hesaplanan VAR değeri, gerçekleşen değer ile karşılaştırılmaktadır. %95 güven aralığında 1 yıl içerisinde 0-13 arası sapma normal olarak kabul edilmektedir. BDDK, %99 güven aralığı ile raporlamaların yapılmasını istemektedir ve 4 sapmaya kadar

normal kabul etmektedir. 23 Ekim 2015 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 29511 sayılı yönetmelik gereğince, model piyasa riskini yanı sıra ‘stres riske maruz değeri’ de ölçer. Bu rakamın hesaplanmasında kullanılacak olan tarihsel verinin seçimi BDDK’nın onayı ile geçerlilik kazanmaktadır. Bu değer en az haftada bir defa hesaplanır.

Bu limiti geçmesi halinde yetkili kurumlar firmalardan modelin yeniden gözden geçirilmesini isteyebilmekte ve daha fazla sermaye taşımaları yükümlülüğü getirebilmektedir. 1992’de yürürlüğe giren Basel I’de tanımlı sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oran % 8 olarak belirlenmiştir. Basel I, sadece kredi riskine odaklanan ve bu riske limit koymaktaydı, piyasa riski, sermaye yeterlilik hesaplamalarında dikkate alınmamaktaydı. 1996’dan itibaren ise yapılan değişiklikler ile bankaların üstlendikleri piyasa riskleri için yeterli sermaye tutmaları gerektiği belirtilmiş ve yeni düzenleme ile piyasa riski de sermaye yeterlilik hesaplamalarına dâhil edilmiştir. BDDK’ ya göre “2010 tarihinde yasal sermaye gereksinimi hesabında içsel model kullanan banka bulunmaması düşündürücüdür”. Raporda “içsel modelin daha yüksek sermaye gereksinimi rakamları ortaya çıkarmasından dolayı hiçbir bankanın model onayı için başvurmadığı, tüm bankaların sermaye gereksinimi hesaplamak üzere standart yöntemi tercih ettiği” belirtilmiştir (BDDK, 2010).

2007-2009 yılları arasında Türkiye’nin en büyük bankalarından 9 tanesinin BDDK’ ya bildirdiği geriye dönük stres testi sonuçlarına göre sadece iki bankada değerler, kritik seviyenin üzerine çıkmıştır. 2007-2009 döneminde yaşanan toplam 86 sapmanın risk türleri bazında nedenleri analiz edildiğinde genel faiz oranı riskinin % 72’lik bir payla en üst sırada yer aldığı görülmektedir.

Tablo 2.21. 2007-2009 Yılları Arasındaki Geriye Dönük Test Sonuçları

Banka Kodu	Gerçek /Hipotetik Kar Zarar	RMD Hesaplama Yöntemi (Tarihsel Benzetim, Varyans Kovaryans, Monte Carlo)	Tarihsel Gözlem Aralığı (İş Günü)	Tarihsel Gözlemlerin Ağırlıklandırma Metodu (Ör: Eşit Ağırlıklı, EWMA, GARCH, vb.)	3 Yıllık Ortalama Sapma Sayısı / Son 3 yıldaki Sapma Menzili (2007-2009)	Min/Max Sapma Sayıları (2007 - 2009)		Sapma Sayılarının 2008 Yılıyla Göreceği Olarak Kıyaslanması			
						Min	Max	2009	2008	2007	2006
1	Hipotetik	Varyans Kovaryans	250	EWMA	1,00	2	6	33%	100%	67%	N/A
2	Hipotetik	Varyans Kovaryans	250	EWMA	0,50	0	1	0%	100%	N/A	N/A
3	Hipotetik	Tarihsel Benzetim	252	EWMA	0,50	0	12	0%	100%	N/A	N/A
4	Hipotetik	Tarihsel Benzetim	250	EWMA	0,73	2	7	29%	100%	29%	N/A
5	Hipotetik	Varyans Kovaryans	750	GARCH	0,58	1	9	44%	100%	11%	N/A
6	Hipotetik	Tarihsel Benzetim - Tarihsel Benzetim - Monte Carlo	252	EWMA	0,56	1	10	NA	100%	40%	10%
7	Hipotetik	Tarihsel Benzetim - Monte Carlo	500	GARCH	-	3	3	-	N/A	N/A	N/A
8	Hipotetik	Tarihsel Benzetim	252	EWMA	0,39	0	6	0%	100%	17%	N/A
9	Hipotetik	Tarihsel Benzetim	252	EWMA	0,73	2	7	29%	100%	29%	N/A

Kaynak: BDDK (https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_basel_0001_40.pdf)

Farklı Senaryolar Altında Örnek RMD (VaR) Hesaplaması:

Geçtiğimiz 40 yılda finansal piyasaların kaçınılmaz bir fonksiyonu olan risk kavramı, son 2008 krizi ile birlikte daha da önemli bir olgu haline gelmiştir. Bu doğrultuda Riske Maruz Değer¹³⁴ (RMD) piyasa riskinin (market risk) tespiti amacıyla giderek daha yaygın bir kullanım alanına sahip olmuştur. Nitekim yurtdışında Basel komiteleri ve AB düzenlemeleri ve ülkemizde ise BDDK, SPK düzenlemeleri RMD modellerinin kullanımına imkân tanımıştır. Hull (1998), RMD' yi belirli bir güven aralığında gelecek X gün içinde hesaplanan parasal değerden daha fazla kaybetmeme olasılığı olarak tanımlamaktadır. BIS (Uluslararası Ödemeler/Takas Bankası), SPK, BDDK gibi düzenleyici kurumlar RMD hesaplamasında % 99 güven aralığını önerir iken JP Morgan gibi piyasa riski konusunda öncü çalışmaları bulunan finansal kurumlar bu güven düzeyini çok yüksek buldukları için % 95 güven aralığını kendi içsel modellerinde tercih etmektedirler.

Hanehalkı portföyünde hisse senedi yatırımlarının yüksek paya sahip olduğu İspanya, ABD, İsveç ve Finlandiya gibi ekonomilerde, olası ekonomik ve finansal şokların borsaya sıçraması halinde hanehalkı varlıkları üzerinde önemli bozucu etki yaratması muhtemeldir. Bu doğrultuda, RMD modeli oluşturulmuş olup farklı senaryolar altında ilgili güven aralığında olası kayıplar hesaplanmıştır.¹³⁵ Senaryo analizi kapsamında farklı volatilitelere sahip (% 40, % 25, % 60) 3 varlık için 10.000.000 TL'lik 1 yıl elde tutulan bir varlık portföyünün % 95 güven aralığında maksimum olası değer kaybı 4.267.119 TL olarak hesaplanmıştır (Bkz. Ek. 3.1: Tablo. 3.29 & 3.30). Model sonuçlarına göre güven aralığı düzeyi yükseldikçe portföyün RMD (VaR) değeri artmaktadır. Yine portföyü elde tutma süresi arttıkça RMD (VaR) yükselmektedir (Bkz. Ek. 3.2: Grafik. 3.46).

Varlık I ve Varlık 3 arasındaki korelasyonun -0,50 yerine 0,50 olması senaryosu altında portföyün % 95 güven aralığında kaybedeceği maksimum değer 5.978.313 TL' ye yükselmektedir (Bkz. Ek. 3.2: Grafik. 3.47). Dolayısı ile yüksek hisse yatırımı yapan hanehalklarından riski çeşitlendiren bir portföye sahip olanlar yaşanan krizden daha az etkilenmektedir.

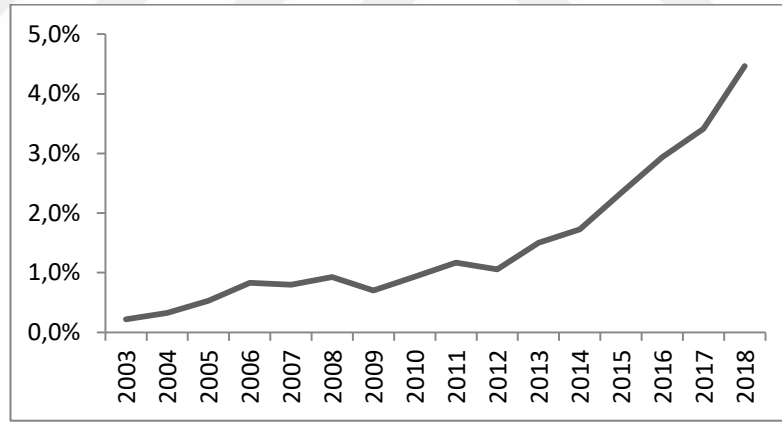
¹³⁴ RMD analizinin temeli, 1952'de H.Markowitz tarafından geliştirilen "portföy analizi" teorisine dayanmaktadır. Portföyü oluşturan risk faktörlerinin son 1 yıllık geçmişe dönük verileri alınır, getiri değişimleri hesaplanır. Portföyün risk ağırlıklarının riske maruz büyüklüğe oranlanması ile risk ağırlık matrisi oluşturulur. Ağırlık matrisinin transpozu alınır, kovaryans matrisi, ağırlık matrisi ve ağırlık matrisinin transpozu çarpılarak portföyün varyansı hesaplanır. Bu değer in karekökü portföyün oynaklığını oluşturur. Belirlenen güven aralığına göre elde tutma süresi ve portföyün bugünkü değeri kullanılarak varlık portföyünün RMD'si hesaplanmaktadır (Bolgün ve Akçay, 2009:308).

¹³⁵ Buradaki volatiliteler (oynaklık) düzeyleri, varlıklar arasındaki korelasyon katsayıları senaryo analizi kapsamında yazar tarafından teorik olarak oluşturulmuştur.

% 60 volatiliteye sahip varlık yerine % 10 volatiliteye sahip bir varlık portföye koyulduğu takdirde ise 10.000.000 TL'lik bir portföyünün % 95 güven aralığında maksimum olası değer kaybı 2.393.531 TL' ye inmektedir (Bkz. Ek. 3.2: Grafik. 3.48). Dolayısıyla, düşük oynaklığa sahip bir varlığı portföyde yer alması risk durumunda değer kaybı olasılığını ve miktarını azaltmaktadır.

Bankalar, girişimcilere ve hanehalkına yatırım ve tüketim ihtiyaçlarını finanse etmek için gerekli likiditeyi sağlayarak kredi verirler. Ancak, bankalar bu finansmanı sağlamak için yalnızca sınırlı miktarda kendi kaynaklarını kullanırlar. Riskli varlıklar üzerindeki sermaye gereksinimleri, ihtiyaç duyulan asgari miktardaki fon için bağlayıcı bir kısıtlama teşkil etmektedir. Bankalar tarafından kullanılan fonların çoğu üçüncü şahıslara borçlar ile ilişkilidir. Geleneksel olarak, bu borçlar mevduat şeklinde olsa da son dönemlerde borç verme faaliyetlerini finanse etmede Türk bankacılık sektöründe sendikasyon, seküritizasyon kredilerinin de payı giderek artmaktadır.

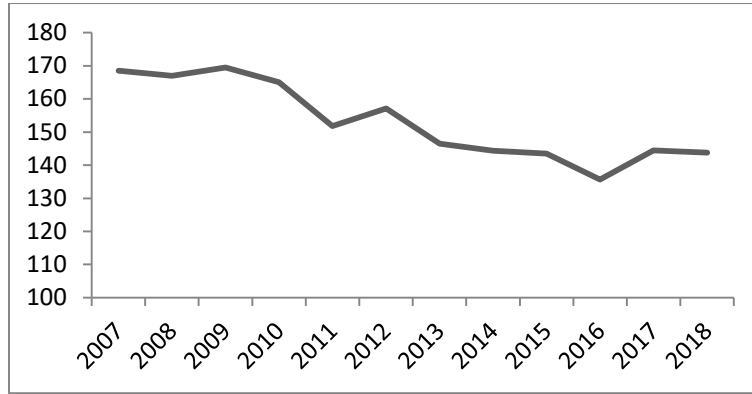
Grafik 2.44. Sendikasyon & Seküritizasyon Kredilerinin Pasif İçindeki Payı



Kaynak: BDDK

Türk bankacılık sektöründeki likidite oranları incelendiğinde ise güçlü bir görünüme sahip olmakla birlikte düşüş trendi görülmektedir.

Grafik 2.45. Bankacılık Sektörü- Likidite Yeterlik Oranı- Türkiye



Kaynak: BDDK

2.4.2.3.1.3.Piyasa Riski

Finansal araçlar, ilgili risk faktörlerinin hareketlerine bağlı olarak piyasa (faiz) riski taşımaktadır. Faizler gerileme yaşandığında, tahvillerin fiyatlarında artış görülür; faiz oranlarının arttığı durumda ise tahvilin fiyatında azalma görülür. Faiz oranı riski, faiz oranlarındaki değişikliklerin sahip olunan bir tahvilin piyasa değerini düşürmesi riskidir. Ülkemizde finansal sistemin en büyük parçasını oluşturan bankacılık sektöründe menkul kıymetlerin toplam aktifler içindeki payı 2018 sonu itibariyle % 12'dir. Devlet tahvilleri toplam menkul değerlerin % 67'sini oluşturmaktadır. Toplam menkul değerlerin % 69'u TL cinsinden iken % 31'i yabancı para birimi cinsindedir.

Tablo 2.22. Banka Bilançolarındaki Tahvil Kompozisyonu (TR)

Menkul Kıymetler (milyon TL), Dönem:2018/12	TL	YP	Toplam
Menkul Değerler	331,447	145,636	477,083
Toplam İçindeki Payı	0.69	0.31	
Devlet Tahvilleri	318,463	5	318,469
Hazinece Yurt İçinde İhraç Edilen Kira Sertifikaları (Sukuk)	7,177	3,337	10,514
Yatırım Fonu Katılma Belgeleri	1,547	312	1,859
Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Kira Sertifikaları (Sukuk)	1,265	893	2,157
Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	999	0	999
Hisse Senetleri	798	1,563	2,361
Yurt Dışı Bankalar Tar. İhraç Edilen Tahvil ve Bonolar	318	296	614
Diğer Menkul Kıymetler	295	145	371
Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	284	0	284
Özel Sektör Tahvilleri	205	1,959	2,164
Finansman Bonoları	89	0	89
Diğer	8	137,127	137,134

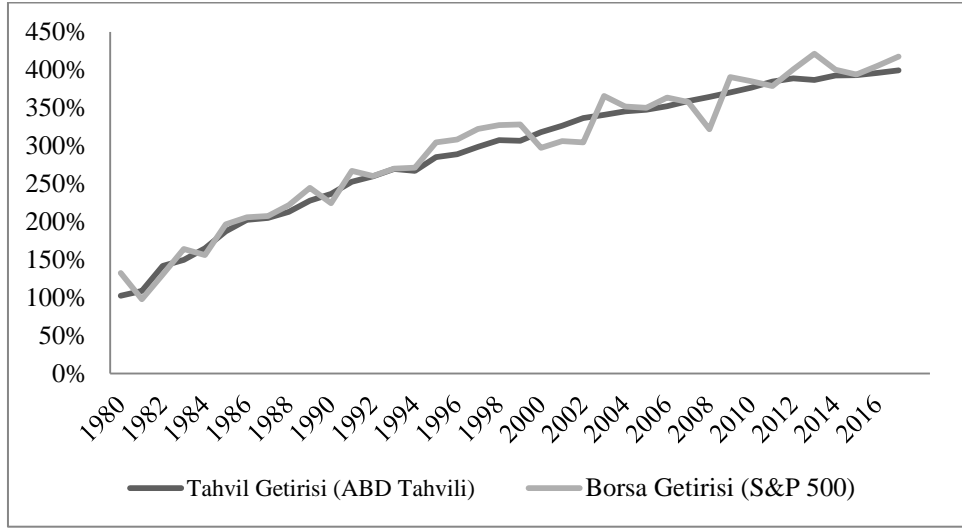
Kaynak: BDDK

Tahviller, faiz oranlarını belirleyerek ülke ekonomilerini etkilemektedirler. Böylece likidite miktarını etkilenir ve krediyle bir şeyler almanın, araba, ev veya eğitim için borç almanın ya da işletmeleri büyütmenin ne kadar kolay veya zor olduğunu belirler. Başka bir deyişle, tahvil ve bonolar ekonomideki her şeyi etkiler. Bu finansal araç yoluyla hükümetler harcamaları için gerekli olan parayı tahvil çıkarıp varlık sahiplerine satarak elde ederler. Bunun yanı sıra, yabancı hükümetler rezervlerini güçlendirmek için büyük miktarda ABD devlet tahvili satın almaktadır. Aslında, ABD hükümetine borç veriyorlar. ABD borcunun en büyük sahipleri başta Çin ve Japonya ile diğer petrol ihraç eden ülkelerdir.

Tahvillerin ekonomi ile güçlü ilişkisi bulunmaktadır ve bu nedenle bu tahvilleri ekonomini geleceğini tahmin için de kullanabilmek mümkündür. Çünkü tahvil getirileri size yatırımcıların ekonominin ne yöne doğru gideceğine yönelik algılamalara ilişkin ipuçları verir. Normalde bir ekonomide, uzun vadeli tahvillerde getiri oranı (verim) daha yüksektir, çünkü yatırımcıların paralarını daha uzun süre bağlamak için daha fazla getiri sağlamaları gerekir. Bu durumda, verim eğrisi kısa vadeden uzun vadeye bakıldığında yükselir. Tersine çevrilmiş verim eğrisi (inverted yield curve) size ekonominin resesyona girmek üzere olduğunu söylemektedir. Bu durumda kısa vadeli tahvillerin getirisi uzun vadeli olanlara göre daha yüksek olacaktır.

'Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond' endeksi, yatırım yapılabilir notu almış USD cinsinden sabit faizli devlet ve özel sektör tahvillerin performansını takip eden bir endekstir. Aşağıda yıllık getiriler yıllıklandırılmış getirilerden oluşan bir endeks haline dönüştürülmüştür. Volatilitesi diğer bir ifade ile oynaklığı hisse senedi piyasasına göre çok daha düşük olan tahvil piyasasında 1980-2017 yılını kapsayan 37 yıllık toplam süreçte getiri oranları hisse senedi getirilerine yakın gerçekleşmiştir. Portföy teorisi kapsamında risk-getiri ilişkisi bakımından değerlendirildiğinde hisse senedine görece performansı daha iyi düzeyde gerçekleşmiştir.

Grafik 2.46. USD Tahvil ve Hisse Senedi Getirileri (1980-2017)



Kaynak: Morningstar

Faiz riski, tahvilin vadesi uzadıkça artar. Hisse senetleri portföylerinde risk ölçümü alfa, beta, Sharpe rasyo, standart sapma gibi yöntemler kullanılır iken sabit getirili finansal araçlarda durasyon ve konveksite analizleri kullanılmaktadır. Durasyon, bir tahvilin faiz oranı duyarlılığını, faiz oranındaki % 1'lik bir değişime göre ölçer. Uzun durasyon, daha yüksek faiz hassasiyeti anlamına gelir.

Örneğin, her yıl % 5 kupon ödeyen 100.000 TL 10 yıllık bir tahvilin durasyonu 8,11 yıldır. Faiz oranları %5 'den %6' ya yükselirse o tahvilin bugünkü değeri 91.892 TL'ye düşecektir.

Tablo 2.23. Tahvil Durasyonu Hesaplaması

Tahvilin Değeri	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
100,000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	105000	
	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	
Kupon Ödemesi	1.05	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34	1.41	1.48	1.55	1.63		
5,000	4761.904762	4535.147392	4319.187993	4113.51237	3917.63083	3731.077	3553.40665	3384.1968	3223.045	64460.89162	Toplam	
	4761.904762	9070.294785	12957.56398	16454.0495	19588.1542	22386.462	24873.8466	27073.574	29007.4	644608.9162	810782.2	
Orijinal Vade												
10 Yıl											Duration (Year)	8.11
Tahvil İlk Fiyatı	Senebaşı Faiz	Senesonu Faiz	Tahvilin Son Fiyatı									
100	5%	6%	91.8922									

Kaynak: Yazar hesaplamaları

Durasyon, faiz oranlarındaki küçük ve ani değişimlerin potansiyel fiyat etkisinin iyi bir tahmini sağlayabilirken, oranlardaki büyük değişimlerin etkisini değerlendirmek için daha az etkilidir. Bunun nedeni, bono fiyatları ile tahvil getirileri arasındaki ilişkinin

doğrusal değil dışbükey (konveks) olmasıdır. Konveksite, fiyattaki değişimler karşısında getirideki değişimlerin ikinci türevidir. Kupon oranı yüksek tahvillerin konveksiteleri düşüktür.

Merkez bankaları kısa vadeli ve gecelik faiz oranları üzerinde direkt etkiye sahip iken orta ve uzun vadedeki faizler üzerinde ise dolaylı etkisi bulunmaktadır. Orta ve uzun vadeli faiz oranları, yatırımcıların geleceğe yönelik risk algılarına göre oluşmaktadır. Getiri eğrisi yatay (flat) şekil aldığı anda enflasyonla ilgili artış beklentilerinin kırılacağını bekleyen Merkez Bankaları bu eğriyi bir işaret olarak kullanır. Yatay getiri eğrisi resesyon tehlikesine de işaret eder. Merkez Bankaları, genellikle yatay verim eğrisi dönemlerinde kısa vadeli faizleri düşürmek için harekete geçmeyi planlarlar. Ama bu dönemlerde yabancı yatırımcıda resesyon tedirginliği yaşandığı için örneğin Türkiye’de ağırlıklı ortalama fonlama faizi de yükselmiştir. Tahviller faizleri, tüm vadelerde aynı oranda değişim göstermez. Dolayısı ile verim eğrisinin değişimi genellikle paralel bir şekilde aşağı yukarı kaymamaktadır. Temelde 3 tür tahvil yatırım stratejisi bulunmaktadır.

Ladder stratejisinde yatırımcı farklı vadelerde tahvil satın alarak portföyünde çeşitlilik yaratır çünkü tahvilleri çeşitli vadelerde tutmak, portföyün faiz oranındaki değişimlere olan duyarlılığını azaltabilir. Normal bir getiri eğrisinde bu strateji, sadece kısa vadeli tahviller satın almaya göre daha yüksek getiri sağlar bununla birlikte yalnızca uzun vadeli tahviller satın almaya göre ise daha az riskle karşı karşıya kalınır. Bu strateji aynı zamanda tahvil piyasasında likiditenin de oluşumuna katkıda bulunur çünkü tahviller farklı vadelerden satın alındığı için en azından bir tahvilin vadesi görece diğerlerinden daha yakındır ve daha kolay likite çevrilebilir. Barbell stratejisinde ise yalnızca kısa ve uzun vadeli tahviller alınır, orta vadeli tahvillere portföyde yer verilmez. Uzun vadeli tahviller alındığı için görece daha yüksek faiz oranlarından portföyün yararlanması garanti altına alınır, kısa vadeli tahviller ile de yeterli likidite sağlanmış olur.

Bullet stratejisinde, ağırlıklı olarak orta vadeye odaklanılır ya da ardışık birkaç yıllık bant aralığındaki tahviller portföye alınır (örneğin 3-4 yıl vadelerdeki gibi). İleriki tarihteki bir ödeme için para biriktiren ve bu sırada bunu tahvil yatırımında değerlendirmek isteyen bir yatırımcı, örneğin 10 yıl vadeli tahvilleri tek seferde almayarak faizlerdeki yükseliş riskinden korunmak istiyorsa aynı vadeli tahvil alımlarını 3-4 yıla yayarak birkaç seferde yapabilir. Eğer faizler artar ise kısa vadeli tahviller elde çıkarılmaz, vade sonuna kadar tutulur böylece yeni piyasa şartlarında oluşan yüksek faizli tahvillere yatırım yapılır.

2.4.2.3.1.4. Operasyonel Risk

Bu risk türü, yanlış yönetim veya teknik arızalar gibi operasyonel arızalardan doğar. Uluslararası Ödemeler Bankası BIS'e göre operasyonel risk, etkin olmayan içsel süreçlerden, insanlardan ve sistemlerden veya dışsal faktörlerden kaynaklanan kayıp riski olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlama yasal riski içerir, ancak stratejik ve itibar riskini kapsamaz (BIS, 2011). Dolandırıcılık Riski ve Model Riski olarak sınıflandırılabilir. BIS'in de vurguladığı üzere yasal risk, bu sınıfa dâhil edilebilmektedir. Davalar gibi yasal kısıtlamalardan kaynaklanmaktadır. Bir şirketin yasal işlemlerden kaynaklanan mali kayıplarla yüzleşmesi gerektiğinde ortaya çıkmaktadır.

2.4.2.3.2. Borç Yönetimi

Reel faiz haddi, ekonominin büyüme oranından ne kadar fazla ise, t dönemindeki borç stoku başlangıç dönemine göre daha yüksek olacaktır. Faiz dışı bütçe açığı senyoraj gelirlerinden daha fazla ise borç oranı başlangıç dönemine göre daha fazla olacaktır. Borcun giderek arttığı koşulların varlığı halinde ise örneğin reel faiz, ekonomik büyümeden yüksek ise, faiz dışı bütçe açık veriyor ise bu denkleme göre borç stokunun daha fazla yükseleceği anlamına gelir. Bu durum yatırımcılar açısından artan borç yükü karşısında talep edilen reel faizin daha fazla yükselmesine dolayısıyla borç oranı-yüksek faiz sarmalına neden olacaktır.

Eğer bu sarmaldan kurtulmak isteniyor ise beklenmeyen bir enflasyon yaratılması bir çözüm yolu olabilecektir. Çünkü borçlanılan dönemdeki faizi belirleyen faktör bir önceki döneme ilişkin enflasyon bekleyişleridir. Sürpriz bir enflasyon yaratılarak faizlerin yükseltilebilmesi mümkündür. Faizleri yükselmek için ise Merkez Bankası'nın para arzını para basmak yoluyla arttırması yeterlidir. Denklemden eşitlikten de görüleceği üzere senyoraj geliri devletin kamu borcunu azaltan bir faktördür. Fakat rasyonel beklentiler teorisinden hareketle sürekli para basarak ekonomik aktörlerin (hanehalkı, şirketler vb.) aynı hataya tekrar tekrar düşmesi mümkün değildir, bu nedenle sürekli para arzı artışı ile enflasyonu beklenen seviyenin üzerinde tutabilmek diğer bir ifade ile enflasyon bekleyişlerini baskılamak mümkün değildir. Kendini yeni düzene adapte eden birey, devletin bu stratejisini bir kenarda not olarak tutup bu olasılığın gerçekleşme ihtimaline karşın daha yüksek reel faiz talep ediyor olacaktır.

Söylediklerimizi denklem oluşturarak ve bunları çözerek matematiksel olarak ifade edelim.

$$b_t = (1 + r - g_y) b_{t-1} + (fda_t - s_t)$$

b_t = t dönemdeki borç stoku

r = reel faiz haddi

g_y = milli gelir büyüme oranı

fda_t = t dönemdeki faiz dışı bütçe açığının GSYH'ye oranı

s_t = t dönemdeki senyoraj geliri

koşul: $b^{yp} = 0$ (dış borçlanma yok)

Senyoraj gelirlerinin olmadığı bir senaryoda ise denklem

$$b_t = (1 + r - g_y) b_{t-1} + fda_t \text{ şekline dönüşür. }^{136}$$

2.4.2.3.2.1. Reel Faiz Haddi > Ekonomik Büyüme Durumunda

Borç stokunun başlangıç ve t zamandaki durumu şu şekilde gerçekleşir. Örneğin $P=1$ (sabit) ; $G_t = 1500$; $T_t = 1200$; $B_{t-1} = 3000$; $Y_{t-1} = 6000$; $r = \%15$; $G_y = 0$ (GSYH sabit) olsun.

Burada, P : Fiyatlar Genel Düzeyi; G_t : Kamu Harcamaları; T_t : Vergi Gelirleri; B_{t-1} : Kamu Borç Stoku (başlangıç); Y_{t-1} : Milli Geliri (başlangıç) ifade etmektedir.

Denklem eşliğinde soru çözüldüğünde,

¹³⁶ İlgili denklemde Özatay (2013:355)'in çalışmasındaki notasyonlar kullanılmıştır.

Tablo 2.24. Reel Faiz >Ekonomik Büyüme Durumunda Kamu Borç Stokunun Gelişimi

Gelir Düzeyi ve Faizdışı Fazla Sabit			
Y_{t-1}	6000	B_{t-1}	0.500
r	0.15	B_t	0.625
G_y	0	B_{t+1}	0.769
G_t	1500		
T_t	1200		
B_{t-1}	3000		
$B_{t-1}/GSYİH$	0.5		
$fda/GSYİH$	0.05		

Sonuç: $B_{t+1} > B_t > B_{t-1}$

Anlamı: Reel faiz haddi, GSYİH büyümesinden büyük olduğu sürece borç stokunun milli gelire oranı azaltılamaz.

2.4.2.3.2.2. Farklı Büyüme Hızlarının Olduğu Durumda

Tablo 2.25. Farklı Büyüme Hızları Olduğu Durumda Kamu Borç Stokunun Gelişimi

%0 Büyüme Hızı		%3 Büyüme Hızı		%6 Büyüme Hızı		%9 Büyüme Hızı	
Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000
r	0.04	r	0.04	r	0.04	r	0.04
G_y	0	G_y	0.02	G_y	0.06	G_y	0.09
G_t	1500	G_t	1500	G_t	1500	G_t	1500
T_t	1200	T_t	1200	T_t	1200	T_t	1200
B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000
$B_{t-1}/GSYİH$	0.5	$B_{t-1}/GSYİH$	0.5	$B_{t-1}/GSYİH$	0.5	$B_{t-1}/GSYİH$	0.5
$fda/GSYİH$	0.05	$fda/GSYİH$	0.05	$fda/GSYİH$	0.05	$fda/GSYİH$	0.05
B_t	0.52	B_t	0.51	B_t	0.49	B_t	0.47
B_{t+1}	0.54	B_{t+1}	0.52	B_{t+1}	0.48	B_{t+1}	0.45

Anlamı: Ülke GSYİH büyüme oranı yükseldikçe, kamu borç stokunun milli gelire oranı azalır.

2.4.2.3.2.3. Farklı Reel Faizlerin Olduğu Durumda

Tablo 2.26. Farklı Reel Faizlerin Olduğu Durumda Kamu Borç Stoklarının Gelişimi

%2 Reel Faiz		%6 Reel Faiz		%8 Reel Faiz		%10 Reel Faiz	
Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000
r	0.02	r	0.06	r	0.08	r	0.10
G_y	0.04	G_y	0.04	G_y	0.04	G_y	0.04
G_t	1500	G_t	1500	G_t	1500	G_t	1500
T_t	1200	T_t	1200	T_t	1200	T_t	1200
B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000
B_{t-1} /GSYİH	0.5	B_{t-1} /GSYİH	0.5	B_{t-1} /GSYİH	0.5	B_{t-1} /GSYİH	0.5
fda /GSYİH	0.05	fda /GSYİH	0.05	fda /GSYİH	0.05	fda /GSYİH	0.05
B_t	0.49	B_t	0.51	B_t	0.52	B_t	0.53
B_{t+1}	0.48	B_{t+1}	0.52	B_{t+1}	0.54	B_{t+1}	0.56

Anlamı: Ülkedeki reel faiz düzeyi yükseldikçe, kamu borç stoku/GSYİH oranı yükselir. Deflasyon, reel faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu için borç stokunun artmasına neden olur. Bu tabloda dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli nokta ise % 6 - % 8 ve % 10 reel faiz senaryolarında mevcut döneme (t) kıyasla bir sonraki dönemde (t+1) reel faiz artışı ile birlikte kamu borç stoku (B_{t+1}) artmaktadır fakat % 2 reel faiz senaryosunda bir sonraki döneme ilişkin kamu borç stoku oranı bir önceki döneme göre azalmaktadır. Bunun sebebi, reel faiz % 2 artar iken ülkenin büyüme hızının %4 artıyor olmasıdır yani reel faiz artış hızı diğerlerinden farklı olarak % 2'lik senaryoda GSYİH' dan daha yavaş artmasıdır. Bu noktada, neo-klasik ekolün önde gelen temsilcilerinden Sargent ve Wallace (1981: 7) reel faizin ekonominin büyümesinden fazla olduğu ülkelerde, eğer bütçe açıkları uzun süre iç borçlanma ile finanse edilir ise, bu durumun uzun vadede enflasyon oranının daha da yükselmesine yol açacağını ifade etmişlerdir.

2.4.2.3.2.4. Belirli Senyoraj Geliri Durumunda

Örneğimizde senyoraj gelirinin milli gelire oranı %10 olsun.

Tablo 2.27. Belirli Senyoraj Geliri Durumunda Kamu Borç Stoklarının Gelişimi

%5 Reel Faiz	
Y_{t-1}	6000
r	0.05
G_y	0
G_t	1500
T_t	1200
B_{t-1}	3000
$B_{t-1} / GSYİH$	0.5
$fda / GSYİH$	0.05
s_t^*	0.1
B_{t-1}	0.50
B_t	0.48
B_{t+1}	0.45

Sonuç: $B_{t+1} < B_t < B_{t-1}$

Anlamı: % 5 reel faiz olmasına rağmen senyoraj geliri (st^*) borç stok oranını zaman içerisinde azaltmaktadır. Ama %10 reel faiz bu örnekte başabaş noktasıdır. Bunun üzerindeki bir reel faiz durumunda ise reel faizin bozucu etkisi, senyorajdan gelen olumlu katkıyı domine etmeye başlamaktadır ve bu nedenle de durum $B_{t+1} > B_t > B_{t-1}$ şeklini almakta diğer bir ifade ile zaman ilerledikçe borç miktarı artmaktadır. Aşağıda buna ilişkin veriler gösterilmiştir.

Tablo 2.28. Belirli Bir Senyoraj ve Reel Faiz Durumunda Kamu Borç Stoklarının Gelişimi

%5 Reel Faiz		%10 Reel Faiz		%15 Reel Faiz		%20 Reel Faiz	
Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000	Y_{t-1}	6000
r	0.05	r	0.1	r	0.15	r	0.2
G_y	0	G_y	0	G_y	0	G_y	0
G_t	1500	G_t	1500	G_t	1500	G_t	1500
T_t	1200	T_t	1200	T_t	1200	T_t	1200
B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000	B_{t-1}	3000
$B_{t-1} / GSYİH$	0.5	$B_{t-1} / GSYİH$	0.5	$B_{t-1} / GSYİH$	0.5	$B_{t-1} / GSYİH$	0.5
$fda / GSYİH$	0.05	$fda / GSYİH$	0.05	$fda / GSYİH$	0.05	$fda / GSYİH$	0.05
s_t^*	0.1	s_t^*	0.1	s_t^*	0.1	s_t^*	0.1
B_{t-1}	0.50	B_{t-1}	0.50	B_{t-1}	0.50	B_{t-1}	0.50
B_t	0.47	B_t	0.50	B_t	0.52	B_t	0.55
B_{t+1}	0.44	B_{t+1}	0.50	B_{t+1}	0.55	B_{t+1}	0.61

2.4.2.3.2.5. Faiz Dışı Açık > Senyoraj Geliri Durumunda

Tablo 2.29. Faiz Dışı Açık > Senyoraj Geliri Durumunda Kamu Borçlarının Gelişimi

Faiz Dışı Açık:300		Faiz Dışı Açık:400		Faiz Dışı Açık:750		Faiz Dışı Açık:1000	
Yt-1	6000	Yt-1	6000	Yt-1	6000	Yt-1	6000
r	0.05	r	0.05	r	0.05	r	0.05
Gy	0	Gy	0	Gy	0	Gy	0
Gt	1500	Gt	1600	Gt	1950	Gt	2200
Tt	1200	Tt	1200	Tt	1200	Tt	1200
Bt-1	3000	Bt-1	3000	Bt-1	3000	Bt-1	3000
Bt-1	0.5	Bt-1	0.5	Bt-1	0.5	Bt-1	0.5
/GSYİH		/GSYİH		/GSYİH		/GSYİH	
fda	0.05	fda	0.07	fda	0.13	fda	0.17
/GSYİH		/GSYİH		/GSYİH		/GSYİH	
si/GSYİH	0.1	si/GSYİH	0.1	si/GSYİH	0.1	si/GSYİH	0.1
		H		H			
Bt-1	0.50	Bt-1	0.50	Bt-1	0.50	Bt-1	0.50
Bt	0.48	Bt	0.49	Bt	0.55	Bt	0.59
Bt+1	0.45	Bt+1	0.48	Bt+1	0.60	Bt+1	0.69

Anlamı: Devletin senyoraj gelirleri faiz dışı açıktan fazla ise borç stoku oranı başlangıç dönemine göre azalacaktır. Ama faiz dışı bütçe açığı senyoraj gelirlerinden daha fazla ise borç oranı başlangıç dönemine göre daha fazla olacaktır.

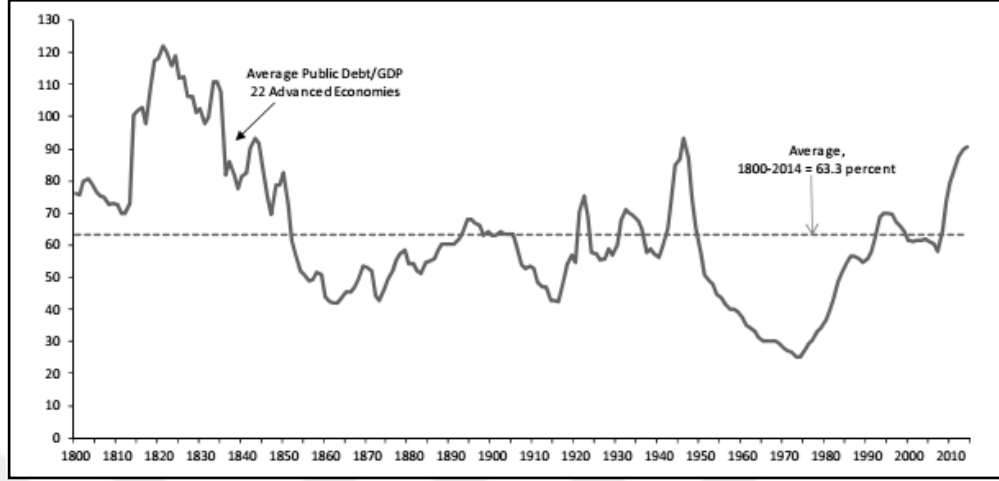
2.4.2.4. Borç Likiditasyonunda Ortodoks ve Heteredoks Politikalar

Temel bir soru ile başlayalım. Hükümet büyüme sadece normal olsa bile borçlarını azaltmayı kolaylaştırmaya yardımcı olacak çok düşük bir faiz oranına güvenebilir mi? Rogoff (2004) çalışmasında gerek gelişmekte olan gerekse gelişmiş ülkelerin tarihçesine bakıldığında birçok kez ülkelerin tarihlerinde borç ödeyememe problemi (default) ile karşı karşıya kaldıklarını belirtmektedir. Örneğin Arjantin, 1820’de bağımsızlığını kazandığından beri beş kez borç ödeyememe durumu ile karşılaşmıştır. Brezilya 7 kez, Meksika 8, Venezüella ise 9 kez aynı problemleri tarihleri boyunca yaşamıştır. Ama rekor 1500 yıllarından itibaren 13 kez temerrüde düşen İspanya’ya aittir. Fransa, Almanya, Portekiz ve Yunanistan da birçok kez temerrüde düşerek gelişmekte olan ülkeler gibi tarihlerinde bu problemi yaşamışlardır.

İngiltere’de en yüksek borç/GSYİH 1819’da % 261 ve 1947’de % 238 olarak gerçekleşmiştir. Reel GSYİH büyümesi, iki borç azaltma döneminde (1819-1859- %100’e 40 yıl içerisinde gerilemiştir) (1947-1967- %100’e 20 yılda gerilemiştir) de yılda ortalama

% 2,5 olarak aynıydı. Dolayısı ile bu düzeyde hızlı ve yüksek borç azaltımı normal bir büyüme oranı ile açıklanamaz.

Grafik 2.47. Kamu Borç Stoku- Gelişmiş Ülkeler (1800-2014)



Kaynak: Reinhart ve Rogoff (2014), NBER Chapters

Reinhart ve Rogoff (2014) hükümetlerin borçları azaltmak için yalnızca bütçeyi sıkılaştırmak zorunda olmadığını, borçların yüksek ve artmakta olduğu dönemlerde politika yapıcıların Ortodoks ve Heterodoks politikalar arasından birçok seçeneğe sahip olduklarının farkında olmaları gerektiğinin önemine değinmektedirler. Büyümeyi arttırmak, faiz dışı bütçe oluşturmak ve devlet varlıklarını özelleştirmek Ortodoks politikalar olarak değerlendirilir iken borç sözleşmelerinin yeniden yapılandırılması, beklenmeyen bir enflasyonun oluşturulması, servet vergisi alınması ve özel finansmanın bastırılması ise Heterodoks politika önlemleri olarak adlandırılmaktadır.

Enflasyonun eşlik ettiği finansal baskı (financial repressing), borçların azaltılmasında önemli rol oynamıştır. Finansal baskı, emeklilik fonu gibi iç piyasa aktörlerince hükümete borç verilmesini, faiz oranlarının açık veya örtülü olarak sınırlandırılmasını, sınır ötesi sermaye hareketlerinin düzenlenmesi ve devlet ile bankalar arasında daha sıkı bir bağlantı kurulmasını içerir. Bretton Woods sistemi tarafından yoğun bir biçimde düzenlenmiş finansal piyasalarda uygulanan bazı kısıtlamalar 1940-1970 arasında kamu borcu/milli gelir oranında önemli düşüşler yaşanmasına neden olmuştur. Bu dönemde düşük nominal faiz oranları, borç servisi maliyetlerini düşürmeye yardımcı olurken, negatif reel faiz oranlarının yüksek olması devlet borcunun gerçek değerini düşürmüş diğer bir ifade ile aşındırmıştır. Dolayısıyla, finansal baskı (financial repression),

sabit bir enflasyon dozu eşliğinde borçları tasfiye etmede en başarılı olan yöntemdir (Reinhart vd., 2011: 1)

Finansal baskı döneminde (1945-1980) reel faiz oranlarının gelişimi incelendiğinde reel faiz oranlarının bu dönemde II. Dünya Savaşı öncesi ve finansal serbestleşme sonrası dönemine göre daha düşük olduğu görülmektedir. Örneğin ABD ve İngiltere’de ilgili dönemde, negatif reel faiz oranları kanalıyla borcun azaltımı yıllık ortalama milli gelirin % 3-%4’ ünü oluşturmuştur. Daha yüksek enflasyon oranlarının görüldüğü diğer bazı ülkelerde ise daha hızlı bir borç likidasyon (borç ödeme) sürecinin yaşandığı görülmektedir.

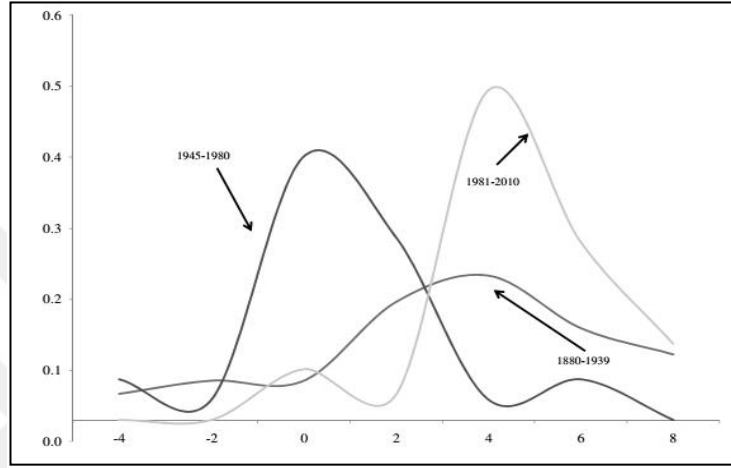
1900’den günümüze kadar dünya ekonomilerinde borç düzeyi beş kez zirve yapmıştır. Bunlar I. Dünya Savaşı, Büyük Depresyon, II. Dünya Savaşı, 1980 Borç Krizi ve 2007-08 Küresel Finans Krizi’dir. Bunlardan Büyük Depresyon’da hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde borç yükü benzer düzeyde yükselmiştir. 1980 Borç Krizi ise gelişmekte olan ülkelerde borç yükünün sert bir şekilde artmasına neden olmuştur. Özellikle II. Dünya Savaşı sonrası borçlar, finansal baskı ve enflasyonun birleşimiyle önemli ölçüde azaltıldı fakat bu borçlar ağırlıklı olarak iç borç olduğu için ve yerel para birimi cinsinden olduğu için mümkün olabildi. Elbette savaş sonrası güçlü büyümenin de bu süreçte 1930 Büyük Depresyon’dan farklı olarak önemli etkisi oldu. 1980 ortalarından 1990’ların başına kadarki dönemde ise gelişmekte olan ülkelerde görülen aşırı yüksek enflasyon oranları yerel para birimi cinsinden iç borç stokunun önemli oranda düşmesini sağlamıştır. İlgili dönemde Brezilya’da yaşananlar bunun açık bir örneğini oluşturmaktadır (Reinhart & Sbrancia, 2011; 8-9)

Finlandiya dışındaki tüm müttefik hükümetler, 1930’larda dünya genelinde ekonomik koşullar kötüleştiği için, I. Dünya Savaşı nedeniyle ABD’den alınmış olan borçlarını ödeyememiştir. Bu dönemde söz konusu borçlar temerrüt ya da borç yeniden yapılandırma ile çözüldü çünkü ne büyüme ne de enflasyon (1930-39 arası enflasyon sadece 0,4 olmuştur) ülkelerin borç ödemelerinde katkı yapamamış, reel faiz oranları ise oldukça yüksek düzeyde seyretmiştir. Bu noktada, savaş sonrası dönemde altın standardı hala birçok ülkede hala geçerliliğini korumaktaydı. Yani para politikası, belirli bir altın paritesini korumak için kullanılmaktaydı, enflasyon ise politika yapıcılar için bir politika değişkeni henüz değildi.

Finansal baskının temel amaçlarından biri, reel faiz oranlarını diğer göstergelere göre olabildiğince düşük tutmaktır. Bu etki hükümetlerin belirli bir borç stoku için faiz

giderlerini azaltır ve açığın azalmasına katkıda bulunur. Finansal baskı, negatif reel faiz oranları ürettiğinde, bu aynı zamanda mevcut borçları da azaltır. Böylece alacaklılardan (mevduat sahiplerinden) borç alanlara yapılan bir transfer (deflasyonist durumun tam tersi) gerçekleşmiş olur. Örneğin İngiltere’de 1945-1980 döneminde reel faizlerin frekans dağılımı incelendiğinde negatif reel faizlerin diğer dönemlere göre yoğunluğu açık bir şekilde görülmektedir.

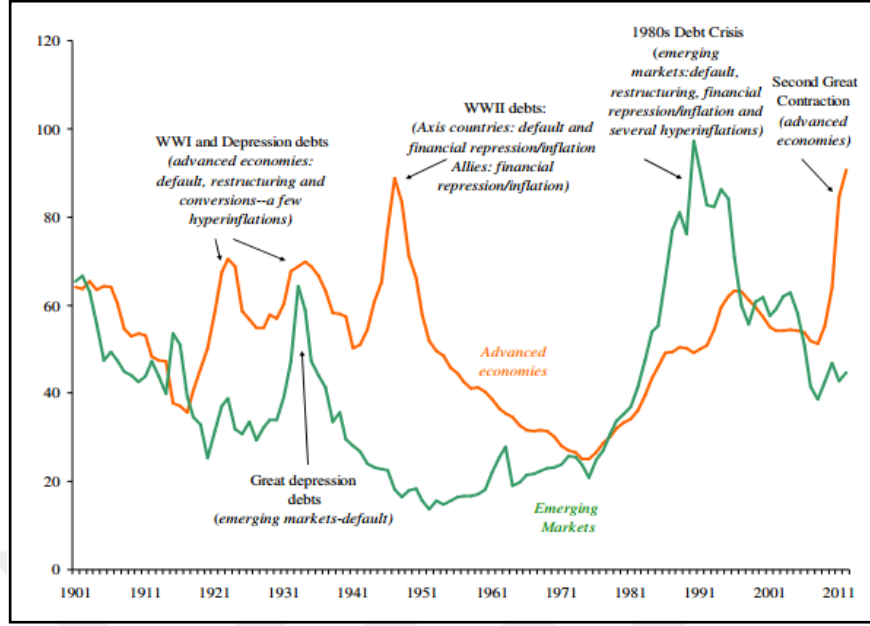
Grafik 2.48. Reel Faiz Oranı Frekans Dağılımı - İngiltere



Kaynak: International Financial Statistics, IMF

1944-1974 yıllarında gerçekleştirilen finansal düzenlemeler ve sermaye kontrollerinin en yoğun olarak görüldüğü ülke kronik enflasyon ile en fazla karşı karşıya gelen ülke olan Arjantin’dir. Bu 30 yıllık dönemin neredeyse % 97’sinde negatif reel faiz oranı ile kapanmıştır. Negatif reel faizi Reinhart ve Sbrancia (2011: 34), aynı zamanda finansal baskı vergisi (financial repression tax) olarak tanımlamaktadır. Hindistan’da bu oran %53 olmuştur. Ama bu durum sadece gelişmekte olan ülkelere özgü değildir, nitekim İngiltere’de bu 30 yılın (1944-1974) % 48’sinde, İtalya’da ise %41’inde negatif reel faiz görülmüştür. Benzer durum daha seyrek görülmekte birlikte (%25) ABD için de geçerlidir.

Grafik 2.49. Kamu Borç Stokunun Tarihsel Gelişimi- Gelişmiş ve GOÜ (1900-2011)



Kaynak: Reinhart (2010), Reinhart ve Rogoff (2011)

2.4.2.5. Borç Sınırı, Mali Kural ve Mali Politika Manevra Alanı

Özatay ve Sak (2019: 6) borç sınırı kavramını “belirli bir dönemde, maliye politikasının genişlemesi halinde elde edilecek büyüme oranlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamının, maliye politikasının tepkisiz kalması halinde elde edilecek büyüme oranlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamına eşit olduğu kamu borcu-GSYH oranı” olarak tanımlamaktadır. Yazara göre, bu kavramın arka planında yatan rasyonalite şudur: Borç sınırına yakın borç düzeyinde, kamunun borcunu ödememe olasılığı (iflas riski) oldukça yüksek olabilir. Böyle bir durumda, genişlemeci bir maliye politikası gelecekte borcu daha fazla artıracığından, şu andaki mevcut iflas riskini yükseltebilir. Dolayısıyla, ekonomiyi resesyondan çıkarmak amacıyla uygulanacak genişlemeci maliye politikası beklenmeyen ters sonuçlar doğurabilir. Bu nedenle, durgunluğa karşı maliye politikasının genişlemeci bir tepki verebileceği üst sınır, borç sınırından düşük olmalıdır.

Mali sürdürülebilirlik, kreditorler için borç vermeye devam edip etmeme konusundaki en önemli hususlardan biridir. Son mali kriz, kayda değer bir olumsuz mali bileşeni içerisinde barındıran ekonomik bir şok özelliği taşıdığından, her ekonominin sağlam bir şekilde kamu maliyesini korumasını güçleştirmiştir. 2008 Global Krizi’nden sonra ‘borç sınırı (borç limiti)’ ve ‘maliye politikasında manevra alanı (mali alan)’ terimleri

birçok ekonomist tarafından daha yoğun bir şekilde tartışılmaya başlanmıştır. Borç sınırı, “finansal piyasaların, bir ülkenin hazinesine, üzerine çıkılması halinde kesinlikle borç vermeyecekleri kamu borcu-GSYH oranı” olarak tanımlanmaktadır. Bu eşik değerin üzerinde, borcunu ödeme ihtimali kalmadığından o ülkeye borç verilmemektedir. Maliye politikasında manevra alanı (mali alan) kavramı ise “borç sınırı ile mevcut kamu borcu-GSYH oranı arasındaki fark” olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile mali alanı ülkelerin mevcut borç düzeyi ile tarihsel olarak uyguladıkları politikaların sonucunda ortaya çıkan borç limiti arasındaki farktır. Mali politika manevra alanını, kamu kesiminin politika uygulayabilme becerisi olarak da tanımlamak mümkündür. Borç sınırının arkasındaki temel gerekçe ise kamu borcu anapara ve faiz ödemeleri gelecekte öyle yüksek seviyede bir faiz dışı bütçe fazlası verilmesini gerektirebilir ki, böyle bir durumda hiçbir hükümet o kadar sıkı bir maliye politikası uygulamayı göze alamaz şeklinde ifade edilebilir. Ayrıca doğrudan kamu kesimi kaynaklı yaşadığı borç krizleri, sonraki yıllarda dolaylı olarak özel sektörün yol açabileceği borç krizlerinin yaşanmasına sebep olabilir ve bu durum mali politika manevra alanı üzerinde negatif etkiler yaratabilir.

Fatas ve Milov (2003: 27) 91 ülke için yaptıkları çalışmada, maliye politikası uygulamalarının oynaklığındaki % 1’lik bir artışın, çıktı oynaklığında % 0,6’lık bir artışa sebep olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Bu nedenle belirli düzenlemeler ve kurallar eşliğinde yürütülen istikrarlı maliye politikası uygulamaları ülke milli geliri üzerinde pozitif bir katkı sağlamaktadır. Mali politika manevra alanlarının en başında mali kurallar gelmektedir. Mali kural, bütçe politikaları üzerindeki sayısal sınırlamalar yoluyla maliye politikasına uzun süreli bir kısıtlama getirmektedir. Mali kurallar, mali sorumluluk ve borç sürdürülebilirliğini sağlamak için tipik olarak çarpıtılmış teşvikleri düzeltmeyi ve özellikle ekonomini iyi olduğu dönemlerde aşırı harcamayı baskılamayı amaçlar.

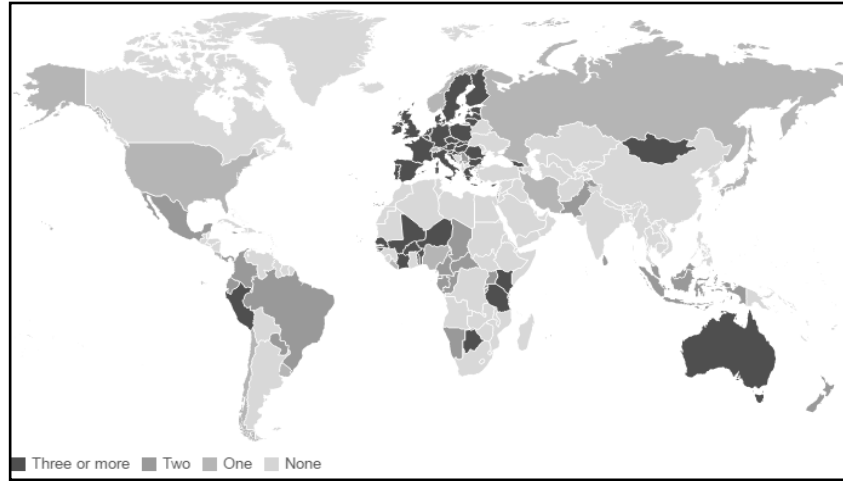
IMF, mali kuralları beş temel türe ayırmaktadır (Schaechter vd., 2012; 8).

- i. Borç kuralı (Debt rule)
- ii. Bütçe dengesi kuralı (Budget balance rule)
- iii. Yapısal bütçe dengesi kuralı (Structural budget balance rule)
- iv. Harcama kuralı (Expenditure rule)
- v. Gelir kuralı (Revenue rule)

Ekonomiler, kendi mali ve ekonomik yapılarına göre bu mali kural türlerini farklı amaçlarla uygulamaktadır. Gelişmiş ülkelerde ulusal düzeydeki mali kural türleri arasında ‘bütçe dengesi kuralı’ öne çıkmış iken düşük gelir grubundaki ülkelerde ise ‘borç kuralı’ daha yaygın olarak ülkeler tarafından kabul edilmiştir. Genel olarak ise ‘gelir kuralı’ ülkeler tarafından en az yaygın olan kural olarak dikkati çekmektedir.¹³⁷ Bunun yanı sıra, genel olarak bakıldığında, ülkelerde harcama, bütçe dengesi ve borç kuralları yasal normlara sahipken¹³⁸ diğer bir ifade ile hukuki bir altyapı barındırmakta iken, gelirler kuralı daha ziyade politik bir taahhüt olarak uygulanmaktadır.

İlgili rapordaki verilere göre 1990'da, yalnızca beş ülkede (Almanya, Endonezya, Japonya, Lüksemburg ve ABD) merkezi yönetim seviyesinde mali kuralların varlığı söz konusu idi. Özellikle Japonya ve Almanya'da mali kurallar, sırasıyla 1947 ve 1969 gibi erken bir tarihe dayanan uzun bir geleneğe sahiptir. Son 15-20 yılda ise ulusal düzeyde ve uluslar üstü (supranational) seviyede mali kural uygulayan ülke sayısında önemli artış yaşanmıştır.¹³⁹ Bu durum, son 2008 krizi karşısında ülkelerin kısa vadeli olmasa da en azından uzun vadeli mali disipline güvenilir bir bağlılık göstermesi açısından önemli bir göstergedir.

Grafik 2.50. Mali Kural Uygulayan Ülkeler (2015)



Kaynak: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>

¹³⁷ Bu beş mali kural türünden ülkelerde genelinde kabul edilen kural ortalaması hali hazırda %1.7 düzeyindedir. (Schaechter vd., 2012; 14)

¹³⁸ Bu üç kurala ilişkin ülkeler arasında da kısmi farklılıklar gözlenmektedir. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerde ve düşük gelir grubuna giren ülkelerde ‘harcama kuralı’ daha çok yasal bir zemine sahip iken gelişmiş ülkelerde bu kural daha çok orta vadeli program şeklindeki bir çerçevede değerlendirilmektedir.

¹³⁹ Avrupa Birliği (AB) üye devletlerinde bu, 1992’deki Maastricht Antlaşması ile % 3’lük bütçe açığı/GSYİH açığı ve 1997’deki İstikrar ve Büyüme Paktı (SGP) antlaşmasındaki % 60 kamu borç stoku/GSYİH limiti, mali kurala ilişkin uluslararası (supranational) mali kurala bir örnektir. Batı Afrika Ekonomik ve Para Birliği’nde ise kamu borç stoku/GSYİH oranı % 70 olarak kabul edilmiştir.

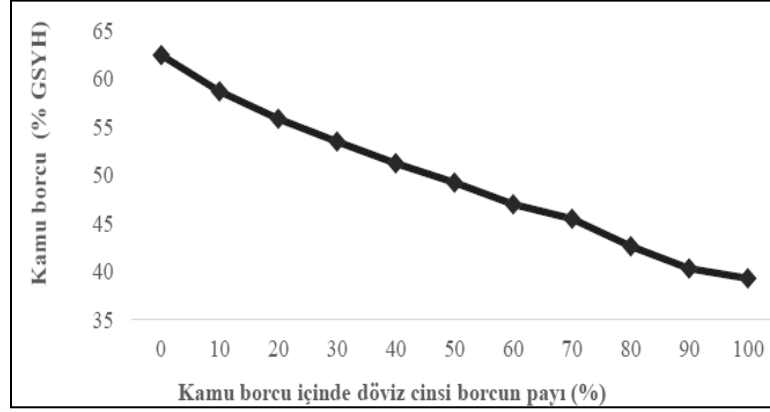
Ghosh vd. (2013: 34) 1970-2007 dönemini kapsayan 23 gelişmiş ülkeyi inceledikleri çalışmalarında, “ mali borç ödeme riskinden ödün vermeden kamu borcu ne kadar yükselebilir?” sorusuna cevap aramışlardır. Çalışmanın bulgularına göre, faiz dışı dengenin kamu borç stokuna marjinal tepkisi doğrusal olmayıp ılımlı borç seviyelerinde pozitif iken GSYİH'nın % 90-100'üne ulaştığında bu etki azalmaktadır. Yazarlara göre, hükümetler kamu borcundaki artışlara ilk önce tepki vermezler fakat borcun artmasıyla beraber Faiz Dışı Fazla/Milli Gelir oranını arttırarak yükselen borca tepki vereceklerdir. Borç, daha yüksek seviyelere çıktığında ise mali yorgunluk (fiscal fatigue) durumu ortaya çıkacak ve sabit bir faiz oranında bile, borç oranı çok yükselecektir. Diğer bir ifade ile faiz dışı dengeleri artırma stratejisi artık artan borca ayak uyduramaz duruma gelecektir. Böylelikle, borcun artmasıyla kamu kesimi temerrüt yaşayacak ve hükümetler bir zorunluluk olarak borç seviyesi diğer bir ifade ile borç limiti belirleyeceklerdir.

Gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki temel farklardan biri bu ülkelerin uyguladıkları döngüsel (procyclical) ve konjonktürel (countercyclical) maliye politikalarıdır. Döngüsel mali politikalar, gelişmekte olan ülkelerde daha sık görülürken, bu politikalar hükümetlerin ekonomik genişleme sırasında hükümet harcamalarını arttırmayı ve vergileri azaltmayı, ancak durgunluk sırasında harcamaları kısarak vergileri arttırmayı seçtiği politikalar olarak özetlenebilir. Konjonktürel bir maliye politikası ise genellikle gelişmiş ülkelerde görülmekte olup, buna zıt yaklaşımı benimsemektedir. Diğer bir ifade ile bu yaklaşım, ekonomik canlılık dönemlerinde harcamaları azaltmak ve vergileri arttırmak; durgunluk sırasında ise harcamaları arttırmak ve vergileri azaltmak şeklinde özetlenebilir. Frankel, Vegh ve Vuletin (2013: 15) tarafından yayımlanan çalışmada 1960-2009 dönemine ilişkin olarak 94 ülke için çıktı ile hükümet harcamaları arasında ilişki analiz edilmiş gelişmiş ülkelerde bu ilişki negatif iken (koralasyon katsayısı: -0,17), gelişmekte olan ülkelerde pozitif (katsayı:0,35) çıkmıştır. Bununla birlikte yazarlar, 2000-2009 tarihleri arasında bazı gelişmekte olan ülkelerde bu eğilimin yok olmamakla beraber giderek değiştiği vurgulanmaktadır.

Ekonominin daralması durumunda ne ölçüde genişlemeci maliye politikalarına başvurulabileceğine ilişkin Çufadar ve Özatay (2017) çalışmalarında konuya ilişkin bir grafik oluşturmuşlardır. Grafik, kamu borcu ve borcun döviz cinsinden olan kısmına bağlı olarak maliye politikasının sıkılaştırılması gereken eşik borç değerlerini ifade ediyor. Aşağı doğru eğimli eğrinin üzerinde kalan her noktada maliye politikasında manevra alanı

bulunmamaktadır. Diğer bir ifade ile eğrinin üzerindeki alanlarda mali sıkılaştırma, büyüme oranını olumlu etkilemektedir.

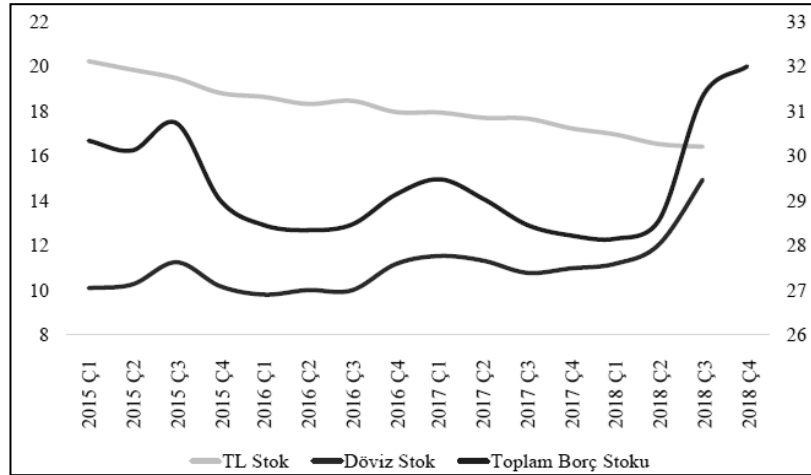
Grafik 2.51. Kamu Borcu-Döviz Bileşimi Eşik Değerleri



Kaynak: Çufadar ve Özatay (2017) - Journal of International Money and Finance

Özatay (2019)'a göre dış şoklar, kuru yükseltirken eş zamanlı olarak hızlı bir şekilde borçlanma maliyetlerini yükseltmektedir. Kamunun riskinin bankalara ve finans-dışı firmalara hızla yayılmasıyla iç talep ve milli gelir negatif yönde etkilenmektedir. Bu olumsuzluk, kamunun borç oranını daha çok yükselttiğinden kısır sarmal güçlenerek sürmektedir.

Grafik 2.52. Hazine Borç Stokunun Milli Gelire Oranı - TR



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV

IMF ile 2002'de üzerinde uzlaşılan programa göre faiz dışı fazla/ milli gelir rasyosunun % 6,5 düzeyinde olması konusunda mutabakat sağlanmıştı. Türkiye'nin 2000-2001'de yaşadığı derin kriz nedeniyle mali alanı çok küçülmüştür. Fakat kriz sonrası uyguladığı % 6,5'lik faiz dışı fazla kuralı ve diğer destekleyici kuralların katkısı ile 2002-

2007 döneminde güçlü bir mali disiplin sağlanmış ve bu durum iyi sayılabilecek yeterli bir mali alan oluşturulmasında katkıda bulunmuştur. Nitekim bu dönemde Kamu İç Borç Stoku/GSYH oranı hızla gerilemiş ve faiz oranları düşmüştür. Bu tür politika ve uygulamaların yeterince olmadığı 2001 krizi ülkemizin ekonomik dengelerinde derin boyutlarda bozulmalara yol açar iken 2001 sonrası alınan bu politika ve uygulamalar mali alanın çok fazla küçülmesini engellemiş ve 2008 krizden çıkışta yeterli bir mali politika manevra alanı sunmuştur.

Özatay ve Sak (2019), çalışmalarında Merkez Bankası'nın faiz tepkisini zamanında ve kademeli olarak verdiği senaryolarda (S2 ve S3), hem borç sınırı hem de genişlemeci maliye politikası borç sınırının, faiz tepkisinin birden ve şiddetli biçimde verildiği senaryoya (S1) kıyasla çok daha yüksek olduğu tespitine yer vermişlerdir.¹⁴⁰ Dolayısıyla aradaki 10 puanlık fark, tam zamanında ve dolayısıyla aşırıya kaçmadan kademeli olarak verilen faiz tepkisi altında gerçek manevra alanının da 10 puan daha fazla olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 2.30. Borç Sınırının ve Manevra Alanının GSYH' ye Oranı

	S1	S2	S3	S1A	S2A
Borç Sınırı	56	63	65	53	60
Genişlemeci Maliye Pol. Borç Sınırı	36	45	46	33	41
Mevut Borç Oranı	32	32	32	32	32
Gerçek Manevra Alanı	4	13	14	1	9
Olası Borç Oranı	37	37	37	37	37
"Asıl Gerçek Manevra Alanı	-1	8	9	-4	4

Kaynak: Özatay ve Sak (2019) & Hazine-Maliye Bakanlığı

1997-98 Asya krizinden edinilen tecrübeler ışığında bazı ülkelerde görünürde maliye politikasında bir sorun olmamasına karşın, o ülkelerin hazinelerinin verdikleri garantilerin devreye girmesiyle borç oranlarının hızla yükselmiştir. Örneğin Asya Krizi'nin negatif etkilerinin en yoğun yaşandığı ülkelerin başında gelen Tayvan'da krizin hemen önceki yıllarında bütçe fazlası söz konusu idi. Bu olgu, iktisat literatüründe "aday kamu açıkları (prospective deficits)" olarak adlandırılmaktadır. Bu noktada mevcut borç oranımızı kullanarak gerçek manevra alanımızı belirlemek ne ölçüde sağlıklı olduğu sorusu önem kazanmaktadır.

¹⁴⁰ S3 senaryosunun S2'den farkı ise S3'de dışsal bir şokun varlığı söz konusu ve S3'de şokun etkisi azaltılıyor. Her üç senaryoda da yıllık 30 milyar dolarlık bir harcama artışı yapıldığı varsayılmaktadır.

Krizin hemen sonrasında yapılan çalışmada, Asya Krizi'nin arka planında, batan bankalara verilen örtük kurtarma kredileri olduğunu ekonomistler tarafından ifade edilmektedir (Burnside vd.,2001; 2). 1996-1997 yılları arasında krizin patlak vermesi ile birlikte bankacılık sektöründeki sorunlu kredilerin oranı (non performing loans) Tayland'da % 13'den % 36'ya yükselmiştir. Yine G.Kore' de bu kategoride 5 katlık artış yaşanmış ve bu oran %30'a çıkmıştır.

Tablo 2.31. Ülkeler Bazında Bütçe Açığı/Fazlası (Milli Gelire Oranla)

Ülke	1995	1996	1997	1998	1999
G.Kore	0.0	0.8	1.2	-0.7	-1.9
Endonezya	1	1.3	1	-0.9	-4
Malezya	3.3	2.2	2.1	4	-1
Filipinler	-1.8	-1.4	-0.4	-0.8	-2.7
Tayland	1.9	3	2.5	-0.9	-2.5
Hong Kong	-0.3	2.2	6.1	-1.8	0.8
Singapur	13.9	12.3	9.3	9.4	3.6
Taiwan	0.2	0.4	-0.7	-0.6	0.9
Japonya	-2.3	-3.6	-4.2	-3.4	-4.3
ABD	-3.8	-3.3	-2.4	-1.2	-0.1

Kaynak: Burnside vd. (2001)

Ülkemiz özelinde de konuya yaklaşılacak olur ise bu ‘aday kamu açıklarının’ borç oranımızı ne ölçüde yükseltebileceğine dair şeffaflığa ihtiyaç bulunmaktadır. Yazarlar, model farklı döviz borç oranları için farklı sonuçlar verecek şekilde düzenlendiğinden, bu durumu hem S1 hem de S2 senaryosu için inceliyorlar (S1A ve S2A). Bu durumda net gerçek manevra alanı, GSYH'nin eksi % 4'ü ile artı % 4'ü arasında bir yere düşüyor. Arada bir değer alınırsa, manevra alanı kalmadığı görülüyor. Dolayısı ile Hazine'nin garantilerindeki döviz cinsinden pay kritik öneme sahiptir. Çalışmaya göre, döviz cinsi garantilerin ağırlığı arttıkça, mali politika hareket alanı daha hızlı daralmaktadır. Son olarak, “ülkede iktisat politikası yönetimine ilişkin risk algılaması bu alanın görece olarak genişleyip daralmasında çok önemli bir rol oynuyor. Mevcut borç oranı risk algılamasını azaltmadan “artırıldığında” ya da “arttığında” gerçek manevra alanı da daralıyor.” (Özatay ve Sak,2019: 14-15).

Tablo 2.32. Hazine Garantili Dış Borç Stoku Gelişimi (\$) - Türkiye (2009-2018)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KAMU	3,434	4,393	5,205	6,372	7,300	7,740	8,317	9,305	10,826	10,637
FINANSAL KURULUŞLAR	876	1,880	2,821	3,994	5,028	5,812	6,370	7,515	8,715	8,555
KAMU BANKALARI	876	1,880	2,821	3,994	5,028	5,812	6,370	7,515	8,715	8,555
İLLER BANKASI GENEL MÜDÜRLÜĞÜ	143	222	228	230	259	265	296	343	511	582
T. HALK BANKASI	469	834	1,014	1,286	1,438	1,400	1,340	1,452	1,660	1,411
T. İHRACAT KREDİ BANKASI AŞ	124	126	210	494	576	714	821	1,211	1,515	1,610
T. KALKINMA BANKASI AŞ	50	257	512	891	1,086	1,186	1,235	1,477	1,693	1,894
T. VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	90	401	721	827	1,348	1,449	1,626	1,711	1,743	1,477
T.C. ZİRAAT BANKASI	0	41	136	267	322	798	1,051	1,320	1,592	1,581
ÖZEL	3,183	3,113	3,160	3,379	3,507	3,416	3,292	3,257	3,326	3,236
FINANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR (2)	187	96	38	12	1	0	0	0	0	0
ŞİRKETLER	187	96	38	12	1	0	0	0	0	0
THY - TÜRK HAVA YOLLARI AO	163	77	26	6	1	0	0	0	0	0
TÜPRAŞ - TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	24	18	12	6	0	0	0	0	0	0
FINANSAL KURULUŞLAR	2,996	3,017	3,121	3,367	3,506	3,416	3,291	3,256	3,326	3,236
BANKALAR	2,996	3,017	3,121	3,367	3,506	3,416	3,291	3,256	3,326	3,236
TSKB - T.SINAI KALKINMA BANKASI AŞ	2,996	3,017	3,121	3,367	3,506	3,416	3,291	3,256	3,326	3,236
TOPLAM	6,618	7,506	8,364	9,751	10,807	11,157	11,608	12,561	14,152	13,873

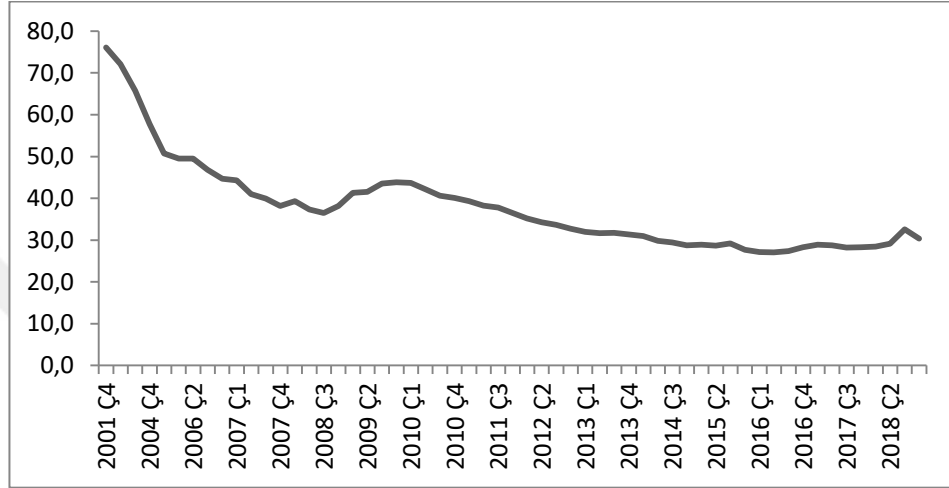
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Mendoza ve Ostry (2008: 27-28), 1990-2005 dönemini baz alarak 21 gelişmiş ve 34 gelişmekte olan ekonomiyi inceledikleri çalışmalarında borç düzeyi ve faiz dışı fazla arasındaki koşullu pozitif ilişkinin, gelişmekte olan piyasa ülkelerinde borç oranlarının GSYİH' nın % 50'sini aştığında daha zayıf olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer bir ifade ile gelişmekte olan ülkelerin bazılarında faiz dışı bütçe fazlası ile kamu borcu arasında doğrusal olmayan bir ilişkiye bulunmaktadır. Düşük borç seviyelerinde kamu borcu artışına faiz dışı bütçe fazlası da artışı eşlik etmekte iken yüksek borç seviyelerinde kamu borcu yükselirken faiz dışı fazla aynı düzeyde artmamaktadır, hatta artış hızı neredeyse sıfırdır. Gelişmekte olan ülkeler faiz dışı fazlaya önem vermesinin temel nedeni, bu ülkelerin riskli mali ve finansal ortam nedeniyle, mali durumu korumak için daha güçlü bir yanıt vermeleri gerekliliğinden kaynaklanmaktadır.

2008-2009 küresel krizi, genişlemeci maliye politikasına ilişkin olarak mali disiplinsizliği kontrollü bir şekilde yönetilmesi halinde uygulanabilir olduğunu göstermiştir. Burada vurgulanmak istenen, büyüme açısından pozitif sonuçlar doğuracak mali politika gevşemesi olup, Özatay ve Sak (2019) ise bu olguyu disiplinsiz bir mali disiplinsizlik kavramı ile anlatmışlardır. Burada, “her şeye rağmen maliye politikasının gevşetilmesi (disiplinsiz bir mali disiplinsizlik) yerine, algılanan riskleri minimize edecek bir gevşeme (disiplinli bir mali disiplinsizlik)” anlatılmak istenmektedir. Yazarlara göre, “bu tür büyüme dostu maliye politikasının uygulanabileceği bir maksimum kamu borcu–GSYH oranı vardır. Bu sınırın üzerinde büyüme açısından olumlu sonuçlar elde etmek mümkün değildir. Bu üst sınır ise kamu borcunun döviz-yerli para bileşimi, ülkeye ilişkin riskler ve ülkenin karşılaştığı şoklara bağlı olarak değişmektedir.”

Söz konusu çalışmalar göstermektedir ki, borç düzeyleri ülke ekonomilerinin mali konsolidasyona gereksinim seviyelerini anlamakta önemli bir faktördür. Mali alan, gelecekte karşılaşılabilecek olası krizlere karşı bir kalkan olmakta ve maliye politikalarının sürdürülebilirliği ile iktisadi denge açısından önem taşımaktadır. Makroekonomik istikrarın burada vurgulanma nedeni, mali kuralların sadece kamu ekonomisini değil aynı zamanda tüm ekonomik dengeyi etkilemesinden kaynaklanmaktadır.

Grafik 2.53. AB Tanımlı Genel Yönetim Toplam Borç Stoku / GSYH (Türkiye)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Finansmanı İstatistikleri – Erişim: 5 Haziran-2019

2.4.3. Yapısal Düzenlemeler

Ekonomik ve finansal istikrarsızlık dönemlerinde uygulanacak para ve maliye politikalarının yanı sıra kurumsal, ekonomik ve finansal yapıda gerekli revizyonların yapılması ve bu yapılara daha güçlü bir görünüm kazandırılması, sürdürülebilir büyümenin tesis edilmesine imkân sağlayarak durgunlukla mücadelede önemli rol oynayabilmektedir. Bu yapıların güçlendirilmesi aynı zamanda ilgili ekonomilerde demokrasi ikliminin daha güçlü temellerle inşasına önemli katkıda bulunmaktadır. Nitekim Özdemir ve Çakır (2007: 40), Orta Asya ülkelerini inceledikleri çalışmalarında ekonomik büyüme ve refahın sağlanmasında en önemli faktörlerin başında demokratik kurumların ve demokrasi kültürünün tesis edilmesi olduğunu vurgulamışlardır.

Acemoğlu ve Robinson (2010: 6) ekonomik kurumların, toplumdaki kilit ekonomik aktörlerin teşviklerini şekillendirdiklerini özellikle fiziksel ile beşeri sermayeyi, teknolojiye yapılan yatırımları ve üretim organizasyonunu etkilediklerini vurgulamaktadır. Yazarlara göre “ekonomik kurumlar, toplumun kolektif tercihleridir, siyasi kurumların doğasına ve

siyasi gücün toplumdaki dağılımına bağlıdır; bu bağımlılık ekonomik kurumların reformunu zorlaştırmaktadır. Bu kurumlar sadece ekonominin toplam büyüme potansiyelini belirlemekle kalmaz, aynı zamanda toplumdaki kaynakların dağılımını da belirler. Bu tercihleri ile de ülkelerarası refah farklılıklarının azalmasında, kalkınmasında kritik bir öneme sahiptir.”

Frankel vd. (2013: 15) tarafından yayımlanan çalışmada 1960-2009 dönemine ilişkin olarak 94 ülke için çıktı ile hükümet harcamaları arasında ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin büyüme arttıkça mali harcamaları arttırdığı bir döngüsel mali politika izlerken gelişmiş ülkelerin büyüme arttıkça mali harcamaları azalttığı konjonktürel bir politika izledikleri belirlenmiştir. Bununla birlikte yazarlar, son on yılda kimi gelişmekte olan ülkelerin döngüselden patikadan ayrılarak konjonktürel mali politika uygulamalarına dönüşümünü gerçekleştirdiği ifade etmiş, bunun kurumsal kalite gelişimi ile gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Diğer bir ifade ile daha iyi ve etkin kurumlardan daha az döngüsel / daha konjonktürel maliye politikasına giden güçlü bir nedensellik bağı elde etmişlerdir.

Literatür örneklerinde de görüldüğü üzere, ekonomik kurumların iktisadi büyüme ve refah üzerindeki etkisi nedeniyle bu kurumlarda uygun yapısal çerçevenin oluşturulmasında şeffaflık ve özerklik kavramları en temel iki prensip olarak belirtilebilir.

2.4.3.1. Mali Şeffaflık

Krizlerin maliyeti ile mali şeffaflık arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Kamuda saydamlığın az olduğu ülkelerde, ekonomik krizlerin maliyetleri daha yüksektir. Yaşanan son 2008 ekonomik krizi ile birlikte kamu açıklarının gerçek boyutunu, borç stoklarının sürdürülebilirliğini ve uygulanan mali politik kararlarının niteliğini sorgulayıp analiz edebilmek için kapsamlı bir veri ve bilgi setine ihtiyaç duyulmuştur. Diğer bir ifade ile her ülkeyi kapsayacak standartlarının geliştirilmesinin gerekliliği giderek daha fazla önem ve aciliyet arz etmiştir. Bu noktada, IMF gibi uluslararası kurumlar tarafından “kodlar ve standartlar” şeklinde tanımlanan bazı düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Bu düzenlemelerde krizlerde kırılma eğilimi arttıran üç temel noktaya odaklanmıştır. Bunlar;

- i. “Makroekonomik Politika ve Verilerde Saydamlığın Sağlanması (Para ve Finans Politikalarında Saydamlık - Kamu Maliyesinde Saydamlık - Veri Yayınlama)

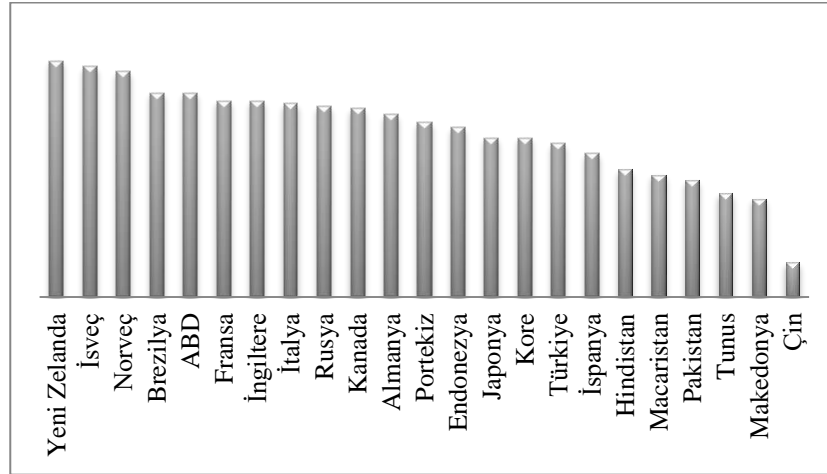
- ii. Piyasa Mekanizmasının Kurumsal Altyapısının Güçlendirilmesi (İflas hukuku - Şirket Yönetim Tarzının İyileştirilmesi - Muhasebe - Denetim - Ödeme sistemleri)
- iii. Bankacılık ve Diğer Finans Sektörünün Düzenlenmesi ve Denetimi (Bankacılık, Hisse Senedi, Sigorta sektörlerinde gözetim ve denetim)” (Emil ve Yılmaz, 2006; 7)

Mali saydamlık, gerek uluslararası gerekse ulusal düzeyde genel olarak devletin işleyiş ve yapısının, başvuracağı mali politika hedeflerinin, kamu hesaplarının ve ileriye dönük tahmin ve planlamalarının kamuoyuna net bir şekilde sunulması olarak tanımlanmaktadır. Geçmişte piyasalar üzerinde negatif etkisi olacağı düşüncesi ile birçok bilgi verilmezken, günümüzde standartları belirlenmiş bilgileri yeterince paylaşmamanın, finansal piyasaları yanlış yönlendirerek olumsuzluklara neden olacağı son dönemlerde yaşanan krizlerden sonra daha net görülmüştür.

“Tarih boyunca iktisadi ve siyasi rejimlerin totaliterlikten demokrasiye doğru evrilmesinde ve yöneticilerin kamu kaynakları üzerindeki kullanım yetkilerinin kurallara bağlanmasında, bütçeler sosyal sözleşme fonksiyonunu yerine getirmişlerdir” (Emil ve Yılmaz, 2006: 7). Bu noktada, aslında bu sözleşme kendi içinde bir yetki devrini de barındırmaktadır. Çünkü bütçe hakkı, millete aittir ve toplum bu hakkı meclisler aracılığıyla devletin kullanmasına izin vermektedir. O halde, mali politikaların şeffaf olması hem ekonomik gereksinimlerden hem de topluma karşı hesap verilebilir olmaktan ortaya çıkmaktadır. Yazarlara göre, bir ülkede, orta vadeli bütçe programlarının varlığı, bütçe içinde görünmeyen kalemlerin bütçe kapsamına alınması, gerek muhasebe gerekse denetim standartlarının tesis edilmesi, yerel ve merkezi otorite arasındaki ilişkilerin net bir şekilde belirlenmesi gibi hususlar, mali saydamlığı arttıracak unsurlar olarak belirtilebilir.

Bütçe şeffaflığı konusunda yapılan çalışmanın sonuçlarına göre Türkiye, 112 ülke arasında 32.sırada yer almaktadır.

Grafik 2.54. Açık Bütçe Puanı



Kaynak: <https://www.internationalbudget.org/>

Uzmanlar ve iş adamlarınca algılanan kamu kesimi yolsuzluk seviyeleri baz alınarak hazırlanan 180 ülke ve bölgeyi sıralayan Yolsuzluk Algıları Endeksi-2018 (Corruption Perception Index-2018) verilerine göre, 2018’de endeks kapsamındaki ülkelerin üçte ikisinden fazlası 50 puanı aşmıştır, tüm ülkelerin puan ortalaması 43’dür.¹⁴¹ AB’nin puan ortalaması ise 66 olarak gerçekleşmiştir. Economic Intelligence Unit tarafından yapılan bir araştırmada yolsuzluk ile demokrasilerin sağlığı arasında rahatsız bir bağlantı olduğunu göstermektedir, buna göre bir ülkede yolsuzluk ne kadar yüksek ise o ülkede demokrasiye sahip kurumların ve siyasi hakların da o ölçüde daha zayıf olduğunu göstermektedir.

Tablo 2.33. Yolsuzluk Algısı Endeksi - 2018

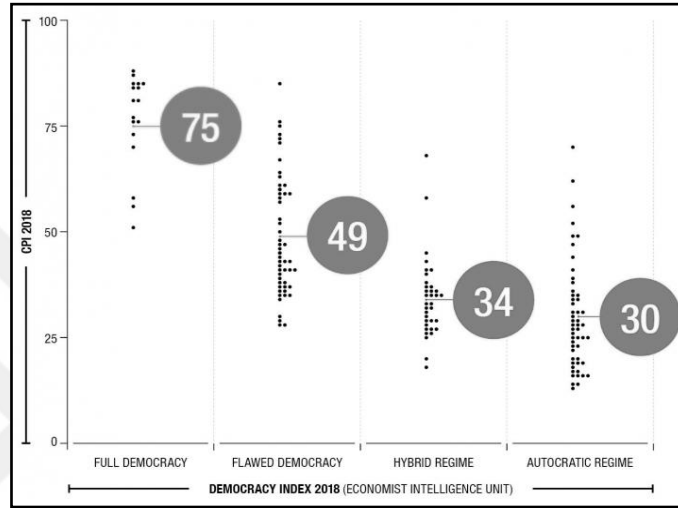
Ülke	Y.E. Puanı	Ülke	Y.E. Puanı
Danimarka	88	Hindistan	41
Yeni Zelanda	87	Türkiye	41
Finlandiya	85	Arjantin	40
Singapur	85	Çin	39
İsveç	85	Sırbistan	39
Almanya	80	Bosna Hersek	38
İngiltere	80	Endonezya	38
Japonya	73	Brezilya	35
Fransa	72	Mısır	35
ABD	71	Ukrayna	32
İspanya	58	İran	28
G.Kore	57	Meksika	28
İtalya	52	Rusya	28
G.Afrika	43		

Kaynak: https://www.transparency.org/news/feature/cpi_2018_global_analysis

¹⁴¹ Endeks, 0’ın çok yozlaşmış ve 100’ün çok temiz olduğu 0-100 arasında bir ölçek kullanmaktadır.

Freedom House'un raporuna göre 2006'dan beri 116 ülkenin demokrasi skorunda azalma görülmektedir. Yolsuzluk Algı Endeksi ve Demokrasi Endeksi'nin kombine edildiği grafikte ise yolsuzluk endeksinde yüksek puan alan ülkelerde (düşük yolsuzluk olan ülkeler) demokrasinin düzeyi daha yüksektir. Buna göre 75 puan ortalamasındaki ülkeler tam demokrasi ile yönetilir iken puan ortalaması azaldıkça demokrasinin niteliğinde de bir azalma/kısmı bozulma yaşanmaktadır.

Grafik 2.55. Yolsuzluk Algı Endeksi ve Demokrasi Endeksi



Kaynak: https://www.transparency.org/news/feature/cpi_2018_global_analysis

2.4.3.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Gelişmiş ülkelerde merkez bankası tam bağımsız olduğundan dolayı ¹⁴² durgunluk dönemlerinde ellerindeki para politikası araçlarının etkin olarak kullanabilmektedir buna karşın bazı gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bağımsızlığı ile ilgili birtakım şüpheler hala bulunmaktadır. Bu nedenle etkin bir para politikası eğer ekonomide yürürlükte değil ise bu tür gelişmekte olan ülkelerde maliye politikasının ekonomiyi dengeleyici rolü ve sorumluluğu daha fazla ön plana çıkmaktadır. Çok yüksek enflasyon oranlarının arka planında ağırlıklı olarak Merkez Bankaları'na para bastırılarak finanse edilmesi talebi bulunmaktadır. Parasal genişleme diğer bir ifade ile senyoraj gelirlerini arttırma isteği aynı zamanda enflasyonu da o ölçüde yükseltmektedir.

¹⁴² Bloomberg anketine göre, ekonomistler, FED'in bağımsız bir kurum olduğunu savunarak, ABD Başkanı Trump'ın FED'in para politikalarını eleştirdiği konuşmaları ile FED'i etkilediği fikrini reddetmektedir. Ankete katılanların % 69'u para politikasının tekrar tekrar eleştirilmesinin FED'in kararları üzerinde etkisi olmadığını belirtmektedir (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-26/economists-see-fed-on-hold-through-2020-with-no-rate-cut-survey>).

Para politikaları, maliye politikalarına kıyasla çok daha hızlı bir şekilde uygulanabilmektedir. Örneğin ekonomik bir resesyon döneminde onaylanan bütçenin üzerinde kamu harcamaları yapabilmek ya da vergi oranlarında değişiklik yapabilmek için ülke parlamentolarının onayını almak gerekmektedir. Bu onay sürecinin ise hazırlık, tasarının ön komisyona sunulması, bu komisyonda gerçekleştirilen görüşmeler ve en nihayetinde genel kurula gelmesi gibi birçok aşaması bulunmaktadır.

Merkez Bankası bağımsızlığı temelde dört açıdan ele alınabilmektedir:

2.4.3.2.1. Araç Bağımsızlığı ve Amaç Bağımsızlığı

Araç bağımsızlığı, Merkez Bankaları'nın belirlenen amaçlara ulaşmada uygulayacağı para ve döviz kuru politika araçlarını seçmede özgür olmasıdır. Amaç bağımsızlığı ise para politikası ile ulaşılabilecek olan amaçların hükümet tarafından belirlenmeyip, bankanın inisiyatifine bırakılmasıdır. Özatay (2013)'a göre "bir Merkez Bankası amaç bağımsızlığına sahip olmayabilir fakat araç bağımsızlığı elde etmiş olabilir. Bu bir çelişkidir ziyade demokratik açıdan daha istenilir bir durumdur."

2.4.3.2.2. Ekonomik Bağımsızlık

Bir Merkez Bankası'nın kamu kesimine kredi açması yasal olarak mümkün değil ise ilgili banka ekonomik açıdan bağımsızdır. Dolayısı ile bütçenin finansmanında Merkez Bankası'nın kullanılabilmesi yasal olarak engellenmiştir.

2.4.3.2.3. Politik Bağımsızlık

Merkez Bankası başkanının görev süresi, atanma ve görevinin sonlandırılma şekli, banka üst yönetiminin ile hükümet yetkilileri ile resmi görüşme periyotları, banka üst yönetiminde hükümetin görevlendirdiği temsilci adedi vb. birtakım unsurlar ile yakından ilişkilidir.

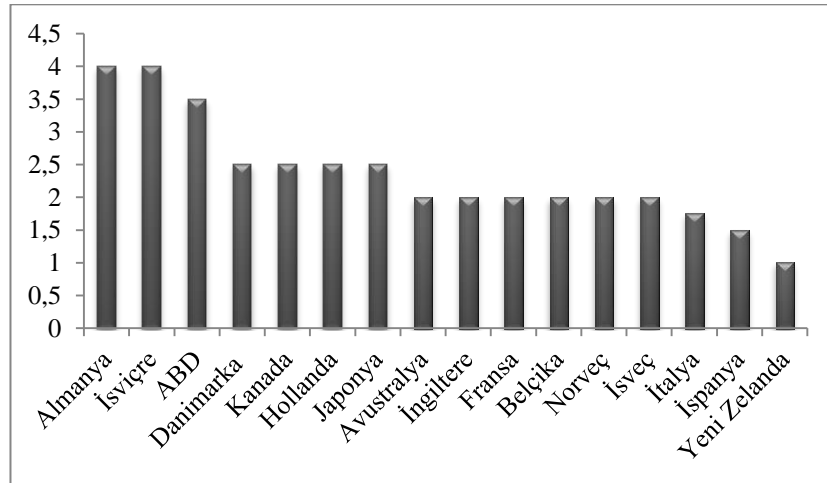
2.4.3.2.4. Yasal Bağımsızlık ve Pratikte Bağımsızlık

"Kâğıt üzerinde bağımsız olan bir Merkez Bankası uygulamada bağımsız olmayabilir. Örneğin, Arjantin'de 1950-1989 döneminde Merkez Bankası Başkanı'nın yasal görev süresi dört yıl fakat bu dönemde Merkez Bankası

Başkanları'nın ortalama görev süreleri yaklaşık bir yıl olarak gerçekleşmiştir” (Özatay,2013: 327)

Bade ve Parkin (1982) ve Grilli vd. (1991), daha bağımsız merkez bankalarına sahip ekonomilerde daha düşük enflasyon seviyelerinin görüldüğünü ve dolayısı ile bu ikisinin birbirleri ile ilişkisi olduğunu belirtmektedirler (aktaran: Alesina & Summers,1993: 1). Alesina ve Summer (1993). Merkez Bankası bağımsızlığı ile büyüme, işsizlik ve reel faiz oranları gibi reel ekonomik değişkenlerin düzeyi ve değişkenliği arasında bir korelasyon bulunup bulunmadığını inceledikleri çalışmalarında merkez bankası bağımsızlığının fiyat istikrarını artırırken, reel ekonomik performans üzerinde ölçülebilir bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. En bağımsız Merkez Bankası 4 puan alır iken en bağımlı olan 1 puan almıştır. Bu çalışmanın bulgularına göre, Alman Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası gelişmiş ülkeler arasındaki en bağımsız Merkez Bankaları olmuşlardır. Almanya'daki bu görünümünde, tarihinde yaşamış olduğu hiperenflasyon deneyimi¹⁴³, Alman halkının enflasyona karşı olan isteksizliği sebep olmuş olması muhtemeldir ve söz konusu faktörler fiyat istikrarına bağlı bağımsız bir merkez bankasına sahip olma eğilimini arttırmış olabilir.

Grafik 2.56. Merkez Bankaları Bağımsızlık Endeksi



Kaynak: Alesina ve Summer (1993)

21 gelişmiş, 51 gelişmekte olan ülkenin incelendiği bir diğer çalışmada ise Cukierman vd. (1992) yasal ve uygulamadaki bağımsızlığı ölçmüşlerdir. Yazarlar, yasal bağımsızlık ile ilgili kıstasları çalışmalarında dört başlıkta toplamaktadırlar.

¹⁴³ 1923 yılının Ekim ayında borç ve savaş tazminatı ödemeleri nedeniyle Almanya'da enflasyon ayda % 29,500'e kadar çıkmıştır.

- i. **Politik Bağımsızlık** (ağırlık :% 20 – MB Başkanı'nın görev süresi vb., atanma şekli)
- ii. **Para Politikasına İlişkin Kararların Alınma Şekli** (%15 – Maliye politikasında Merkez Bankası'nın söz sahibi olup olmadığı vb.)
- iii. **Merkez Bankası'nın Amaçları** - (%15 - Fiyat istikrarının yasada tek amaç olup olmadığı)
- iv. **Ekonomik Bağımsızlık**¹⁴⁴ (%50- Kamuya kredi açılıp açılmadığı, açılan kredilerin vade ve faiz koşullarını MB'nin belirleyip belirlemedi, sadece Hazine'ye mi yoksa birçok kamu kurumuna mı kredi açıldığı vb.)

Yazarların 1950-1989 dönemine ilişkin verilerle yapmış oldukları analize göre, yasal bağımsızlık, gelişmiş ülkelerde enflasyonla ters orantılı olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde aynı yönde bir ilişki bulunmamaktadır. Diğer bir ifade ile yasal bağımsızlık, gelişmekte olan ülkelere daha çok, gelişmiş ülkeler için fiyat istikrarının önemli ve istatistiksel açıdan önemli bir belirleyicisidir. Gelişmekte olan ülkelerde, MB Başkanı'nın değişim sıklığı merkez bankası bağımsızlığı için daha iyi bir gösterge olarak ön plana çıkmaktadır (Cukierman vd. 1992: 383).

Çalışmanın kümülatif sonuçları incelendiğinde Almanya, İsviçre ve Avusturya en bağımsız Merkez Bankaları olarak (sırasıyla 0.69, 0.64, 0.61) ilk 3 sırayı paylaşmaktadır. İngiltere, İtalya, Fransa gibi ülkelerin Merkez Bankaları'nın aldıkları puan ise ilginç bir şekilde düşük seviyelerdedir (sırasıyla 0.27, 0.25, 0.24).

¹⁴⁴ Merkez bankasının kamu sektörüne borç verme kabiliyetine ilişkin sınırlamalar

Tablo 2.34. Merkez Bankaları Bağımsızlık Endeksi

Ülke M.B	Endeks Puanı	Ülke M.B	Endeks Puanı
Almanya	0.69	Finlandiya	0.28
İsviçre	0.64	İngiltere	0.27
Avusturya	0.61	İtalya	0.25
Danimarka	0.5	Y.Zelanda	0.24
ABD	0.48	Fransa	0.24
Kanada	0.45	Macaristan	0.24
İrlanda	0.44	İspanya	0.23
Hollanda	0.42	Japonya	0.18
Avusturalya	0.36	Nepal	0.18
İzlanda	0.34	Norveç	0.17
Lüksemburg	0.33	Belçika	0.17
İsveç	0.29		

Kaynak: Cukierman vd. (1992: 381-390).

İngiltere örneği incelendiğinde görülmektedir ki, İngiliz hükümeti İngiltere Merkez Bankası'na faiz oranları belirleme özgürlüğünü bankanın geçmişi 1694 yılına kadar uzanmasına rağmen henüz yakın bir zamanda, 1997 yılında vermiştir.¹⁴⁵¹⁴⁶ Tarihteki en eski Merkez Bankası ise 1668'de kurulan İsveç Merkez Bankası (Riksbank)'tır. İlgili hesaplamalarda gelişmekte olan ülkelerden Çin (0.29), Hindistan (0.34), Meksika (0.34), Brezilya (0.21) puan alırken Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ise 1980-89 dönemi için 0.46 puan almıştır. 1950-59, 1960-69, 1970-79 dönemlerinde ise TCMB'nin aldığı puan sırasıyla 0.39, 0.39, 0.46 şeklinde olup görüldüğü üzere TCMB'nin bağımlılığının zaman içinde azalması söz konusudur (Cukierman vd. 1992: 381-390).

¹⁴⁵ Kaynak: <https://www.economist.com/briefing/2017/04/27/the-history-of-central-banks>

¹⁴⁶ İngiltere aynı zamanda Merkez Bankası'nda istihdam edilen kişi sayısı bakımından da hala birçok gelişmiş ülkeye göre arka sıralardadır. Örneğin Almanya'da 2009 itibarıyla 11.100 kişi istihdam edilirken bu rakam İngiltere'de sadece 1.800 adettir. 100.000 kişiye düşen MB çalışanı olarak bakıldığında Rusya, 50.6 ile uzak ara önce olup Fransa'da ortalama 20 iken İngiltere'de bu sayı yaklaşık 2'dir(<https://www.economist.com/economic-and-financial-indicators/2009/12/03/central-bank-staff>).

3. LİTERATÜR VE MAKRO - EKONOMETRİK ANALİZ

Bu bölümde öncelikle makro ve ekonometrik analizler ile ilgili olarak literatürdeki çalışmalar konusunda bilgi verilmiş, sonrasında ise bu çalışma kapsamında yapılan analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

3.1 Literatür İncelemesi

Bir finansal krizin ekonomik aktivite üzerinde negatif ve bozucu bir etki yarattığı bilinen bir gerçektir. Fakat burada bu etkinin süresi, ekonomik refah için kritik öneme sahiptir. Kısa ama keskin bir daralma, hanhalklarının tüketimini, firmaların ise üretimini ayarlama ve devletin istikrarı sağlamak için aldığı politik önlemlerle yönetilebilir. Ama etki sürdüğü, kalıcı gelir ve servet daha fazla zarar görecektir ve bu mekanizmalar üretkenliğin azalmasına neden olabilecektir. Diğer taraftan, yüksek GSYİH, hanhalkları için daha yüksek gelir ve firmalar için daha fazla faaliyet karı anlamına gelmektedir. Daha yüksek gelire sahip olan hanhalkları daha az kredi kısıtlamasına tabi olacaktır. Bunun yanı sıra daha yüksek gelir ve kar, bankalara daha zengin kaynaklara erişme imkânı sunar. GSYİH'nin güçlü büyümesi, insanları ödünç almanın ve ödünç vermenin güvenli olduğunu hissetmelerine neden olarak hanhalkı güvenini arttırabilir. Artan talep (borçlanma isteği ve borçlanma yeteneği) ve artan arz (borç verme istekliliği) sonucunda hanhalkı borcu GSYİH'ye paralel olarak büyüebilir. Artan borçluluk ise hanhalkı kesiminin faiz risklerine daha fazla maruz kalması ve hanhalkı geliri ile konut fiyatlarına yönelik şokların daha fazla olması anlamına gelmektedir.

Reinhart, V. ve Reinhart, C. (2010: 2-4), 1900-2010 verileri ile küresel milli gelirin yaklaşık % 90'ını oluşturan 66 ülkeyi panel veri yöntemi ile K-S testi kullanarak incelemişleridir. II. Dünya Savaşı sonrası yaşanan 15 finansal krizi (5'i gelişmiş ülke, 10'u gelişmekte olan ülke) inceledikleri çalışmalarında krizlerin, büyümeyi kabaca bir on yıl boyunca % 1 puan azalttığı, işsizlik oranını ise % 5 puan arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Yazarlar, krizlerin öncesinde yaklaşık 10 yıl boyunca bir kredi genişlemesinin yaşandığını belirtmektedirler. Çalışmada sunulan verilere göre, gelişmiş ekonomilerin yaklaşık yarısında, reel GSYİH seviyesi 1930'dan 1939'a kadar 1929 kriz öncesi seviyenin altında kalmıştır. 2008-2010 döneminde ortalama büyüme 2007 düzeyinin sadece 2 puan altında kalmış olsa da, 2008-2010 döneminde kişi başına düşen GSYH'ye ilişkin gözlemlerin %

82'si, 2007 gelir düzeyinin altında gerçekleşmiştir. 15 krizin ortalaması ise % 60'tır ve bu durum 2008 krizinin daha derin, daha kalıcı ve yaygın olduğunu göstermektedir. Çalışmada ayrıca kriz sonrası işsizlik oranlarının ortalama 5 puan daha yukarıda gerçekleştiği belirtilmiştir. Kriz sonrasında 15 ülkenin 10'unda işsizlik oranları, kriz önceki seviyelerine on yıldan daha uzun sürede dönmüştür. Kriz ve sonraki 10 yıl boyunca konut fiyatları ilgili ülkelerin % 90'ında kriz önceki seviyesine dönmemiştir. 10 yıl içerisinde yaşanan konut değer kaybı toplamda % 55'i bulmuştur. Ayrıca krizden önce konut balonunun ortaya çıkışı yaklaşık 10 yıl iken sonrasında konut fiyatlarındaki değer kaybı bundan daha kısa bir sürede (ortalama 6,5 yıl) gerçekleşmektedir. Tichy (2010)'ye göre 2010 krizinde de benzer dinamikler söz konusudur. Yazara göre, borç krizinin ve yan etkilerinin çözümünü zorlaştıran üç büyüme azaltıcı unsur bulunmaktadır. Bunlardan biri de hükümetlerin ve özel hanehalklarının yüksek borç seviyeleridir.¹⁴⁷

3.1.1 Ekonomik Büyüme Etkileyen Faktörler

Konu ile ilgili literatür incelendiğinde, araştırmacıların ağırlıklı olarak kamu borçluluğunun milli gelir üzerindeki etkisine odaklandıkları, hanehalkı ve reel sektör borçluluğunun iktisadi büyüme üzerindeki etkilerinin ise analizlerde daha az yer aldığı görülmektedir. Çok yüksek düzeylere ulaşan devlet borcu genel olarak iktisadi büyüme faiz oranlarını artırarak, vergi yükünü yükselterek, reel sektörün ihtiyaç duyduğu yatırımlara erişimini kısıtlayarak, ekonominin karşı karşıya olduğu belirsizliklerinin boyutunu arttırarak negatif etkilemektedir. Son dönemde ise büyüme olumsuz etkileyen borç düzeyinin seviyesi ve bu borçlanma türlerinin farklı olası etkileri üzerinde çalışmalar yoğunlaşmıştır.

Kamu, Hanehalkı ve Reel Sektör Borçluluğu: Deutsche Bundesbank (2019: 15), İtalya ve İspanya, Almanya, Fransa için panel veri analizi kullanarak yaptığı etki-tepki analizinde, 1999-2016 dönemini incelemiş ve hanehalkı borçluluğunun büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Kessy (2007: 131-132), 1994-2005 dönemini baz alarak DEA (Data Envelopment Analysis) yöntemi ile üç Doğu Afrika ülkesini incelemiş reel sektör borçluluğunun ekonomik büyüme üzerinde etkisini analiz etmiştir. Yazar, çalışma sonucunda kredilerden kaynaklı reel sektör borçluluğunun büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşmış, aynı zamanda tasarrufların büyümeyi olumlu etkilediğini de göstermiştir. Barro (1988:7)'de kamu harcamalarındaki artışı belirli bir seviyeye kadar

¹⁴⁷ Diğer iki unsur, mevcut krizde karar süreçlerinin yalnızca bir ülkeye değil, parasal birliğin diğer katılımcılarını da ait olması ve dolayısı ile karar süreçlerini çok daha zorlaştırması ve diğeri ise demografik sorunlardır.

ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği, sonrasında ise büyümeyi azaltıcı bir unsura dönüştüğü bulgusuna ulaşmıştır. Yine bir diğer çalışmada, Barro (1990: 103), ortaya koyduğu kamu harcama modeli ile sağlık, ulaşım vb. gibi kamusal altyapı yatırımlarının özel sermayenin verimliliğinde artışa yol açarak, şirketler için dışsal bir fayda sağladığını ve büyümeyi pozitif etkilediği ifade etmiştir. Analizimizin bir diğer bulgusu, kamu borçluluk oranları ile özel sektör borçluluk oranlarının büyüme üzerinde farklı etkilere sahip olduğu olup bu ilişki kamu borçluluğu için negatif iken reel sektör borçluluğu için pozitif olduğudur. Bu farklı etkinin “dışlanma etkisi” olarak bilinen olgudan kaynaklandığı diğer bir ifade ile kamu sektörünün borçlanması özel sektörün krediye erişim imkânını sınırlandırdığı söylenebilir. Nitekim Söğüt (2008: 4) panel veri yöntemi ile 1980-2006 dönemi kapsayan 85 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi incelediği çalışmada bu iki kredi (borçluluk) türünün birbirini ikamesi olduğunu ve kamu borcundaki artışın, düşük gelirli ve düşük orta gelirli ülkelerde özel sektör borçluluğunda azalmaya yol açtığı belirtmiştir.

Zou (2006), GMM ve EKK yöntemlerini kullanarak 1958-1997 dönemine ilişkin ABD ve Japonya ekonomilerini incelediği çalışmada, hem kamu hem de özel yatırımların Japon ekonomik büyümesine pozitif katkı sağlarken, ABD’de özel yatırımların, kamu yatırımlarından çok daha önemli bir rol oynadığını tespit etmiştir. Benzer şekilde Dreger ve Reimers (2016), AB ülkelerini analiz ettiği çalışmada uzun vadede kamu yatırımlarının özel sektör yatırımlarını dışlama etkisinin uzun vadede baskı olduğunu tespit etmiştir. Bununla birlikte genel olarak daha fazla kamu yatırımlarının, kaynak kullanım kısıtlığına yol açabilmesi nedeniyle özel sektör yatırımlarını dışlama etkisi olgun bir kamu sektörüne sahip gelişmiş ülkeler için söz konusu iken az gelişmiş ülkelerde ise kamu ve özel sektör yatırımları özel sektörün gereksinim duyduğu altyapı iyileştirmeleri nedeniyle kısmen birbirini besleyen bir konumdadır. Afonso ve Aubyn (2019), 1960-2014 dönemi verilerini kullanarak onyedinci OECD ülkesini VAR analizi yöntemiyle incelemiş ve bütün ülkelerde özel sektör yatırımlarının ve dolayısıyla özel sektör borçluluğunun ekonomik büyüme üzerine pozitif etkisi olduğunu belirlemiştir. Kamu yatırımlarının ise Japonya, İngiltere, Kanada gibi birçok ülkede özel sektörü dışlama etkisi yarattığını tespit etmişlerdir. Bu iki borç türü arasındaki geçişkenliğe, 1990’lı yıllardan itibaren düşük büyüme ve deflasyon problemleri yaşayan Japonya örnek verilebilir. Japonya’da 90’lı yılların ortasında bir adaptasyon süreci başlatılarak kamu borcunda artışa gidilmiş, buna karşın yüksek özel sektör borçlarında azalma yaşanmıştır. Altunöz (2013: 51) Türkiye’de 1989-2004 dönemini

Johansen eşbütünleşme analizi yöntemi ile incemiş, kamu borçlanmasını ilgili dönemde özel sektör yatırımları dışlama etkisi yaratarak, önemli oranda negatif etkilediği tespit etmiştir.

Checherita-Westphal ve Rother (2012: 15-16), 1970- 2009 dönemi için 12 Avrupa ülkesini kapsayan, panel veri analizi yöntemini kullandıkları çalışmalarında kamu borcunun GSYİH'nın yaklaşık % 90-100' ü aşması halinde uzun vadeli büyüme üzerinde negatif bir etkisi olduğu ve büyümeyi azalttığı bulgusuna ulaşmışlardır. Yazarlar, devlet borçlarının ekonomik büyüme oranını etkilediği tespit edilen kanalları ise “özel tasarruf oranları, kamusal yatırım, toplam faktörel verimlik ve uzun dönemli nominal ve reel faiz oranları olarak belirlemişlerdir. Baum vd. (2012: 17), panel veri analizi ile 12 Avrupa ülkesini 1990-2010 dönemine ilişkin olarak analiz etmiş; % 95'in üzerinde kamu borcunun ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Schclarek (2004: 8-10), 1970-2002 dönemini ve 24 gelişmiş, 59 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan panel veri yöntemi kullandığı çalışmasında, gelişmekte olan ülkeler için, daha düşük toplam dış borç seviyelerinin daha yüksek büyüme oranları ile ilişkili olduğunu ve bu negatif ilişkinin özel dış borçtan değil, kamu dış borcundan kaynaklandığını göstermiştir. Diğer bir ifade ile yüksek düzeyde kamu dış borcunun düşük ekonomik büyüme ile ilişkili olduğu, ancak yüksek özel sektör dış borçlarının düşük ekonomik büyümeye yol açmadığı sonucuna ulaşmıştır. Yazar, gelişmiş sanayi ülkeleri için, kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında ise anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Reinhart ve Rogoff (2010:5) ise 1790-2009 dönemini kapsayan 20 gelişmiş ülkeyi inceledikleri çalışmalarında basit korelasyon istatistiklerini kullanmış ve % 90'a kadarki düzeydeki kamu borcu ile büyüme arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu ama bu seviyeden sonra ortalama büyümeyi yüzde 1 düşürdüğünü belirlemişlerdir. Cecchetti vd. (2011:9-15), 1980-2010 dönemi baz aldıkları 18 OECD ülkesini inceledikleri çalışmalarında regresyon analizi ile kamu borcun milli gelire negatif etkisinin başladığı eşik düzeyi olarak % 85'i belirlemişlerdir. Yazarlar özel sektör için borç düzeyini % 90, hanehalkı borç düzeyi için ise % 85 olarak belirlemiş ve bu seviyelerden sonra ilgili borç düzeylerinin büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

İmer-Ertunga (2017: 83-84), 2002-2013 dönemine ilişkin olarak aralarında Türkiye'nin de olduğu onüç G-20 ülkesini havuzlanmış panel veri analizi ile incelemiştir. 2002-2007 dönemine ilişkin tahminler hanehalkı borçluluk oranının, ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilediğini buna karşılık 2008 sonrası dönemde ise milli gelir büyümesini negatif etkilediğini belirlemiştir. Ergen (2016: 74), zaman serisi yöntemi ile 1965-2015 yıllarının verilerini kullanarak yaptığı çalışmada Türkiye'de kamu harcaması çarpanının

0.70 seviyesinde olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Buna göre kamu harcamalarının bir birim artması milli gelir üzerinde 0.70 birim pozitif etki yapmaktadır.

Kaya (2013: 13), EKK yöntemi ve VAR analizini kullandığı çalışmasında Türkiye'nin 1998-2009 dönemini incelediği çalışmasında, özel sektör borçluluğunun iktisadi büyümeye olumlu katkı sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Dücan (2016: 38) 2005-2016 dönemi baz aldıkları çalışmada Granger nedensellik testi ile Johansen Eşbütünleşme analizi kullanmıştır. Çalışmanın bulguları, yurtdışından kullanılan özel sektör kredilerinden sanayi üretimi cirosuna olumlu katkı sağladığını belirlemiştir.

Borcun büyüme etkileyip etkilemediği veya tam tersine ekonomik büyümenin borca neden olup olmadığı veya her iki yönlü karşılıklı bir ilişki olup olmadığı konusunda genel bir mutabakat bulunmamaktadır. Ferreira(2014: 24) Granger nedensellik analizi ile 28 Avrupa ülkesini 2008 krizinden önce ve sonra kamu borcu ve ekonomik büyüme arasındaki istatistiksel olarak anlamlı çift yönlü nedensellik ilişki olduğunu ve 2008 krizi sonrası kamu borcunun ekonomik büyüme etkisini Keynesyen düşünceye paralel bir şekilde pozitif olarak tespit etmiştir. Bununla birlikte 2001-2012 dönemine ilişkin olarak özel sektör borcunun reel GSYİH büyümesi üzerinde negatif etkisi olduğunu tespit etmiştir.

Checherita-Westphal ve Rother (2012: 15-16), 1970-2009 dönemini ve 12 Avrupa ülkesini kapsayan panel veri analizi kullandıkları çalışmalarında, kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilirken özel sektör borcunun dikkate alınması gereken önemli bir ek açıklayıcı değişken olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre kamu borcu ile iktisadi büyüme ilişkisinde lineer olmayan etkileşim söz konusudur ve ülke bazlı değişmekle birlikte % 90-100 seviyelerinden sonra kamu borcunun büyüme etkisi negatif olmaktadır. %1'lik bir kamu borcu artışı büyümeyi - % 0,10 puan azaltmaktadır. Yazarlara göre özel borç yükü yüksek olan ülkelerde kamu borcunun büyüme üzerindeki olumsuz etkisi muhtemelen daha güçlü olabilir.

Türkiye gibi diğer gelişmekte olan ülkelerle ilgili olarak, Choong vd. (2010: 1574), farklı borç türlerinin 1970 - 2006 örnek döneminde Malezya'daki ekonomik büyüme üzerindeki etkisini eşbütünleşme testi kullanarak incelemişlerdir. Yazarların elde ettiği sonuçlara göre, kamu ve özel sektör borçluluğu, uzun vadeli ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Atique ve Malik (2012: 120), Pakistan için EKK (en küçük kareler) yöntemi ile 1980-2010 dönemini inceledikleri çalışmalarında iç borç ve dış borç şeklinde bir ayrıma giderek her iki borç türünde ekonomik büyüme arasında istatistiki

olarak anlamlı, negatif bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Yazarlar ayrıca, dış borç miktarının, iç borç miktarına kıyasla ekonomik büyümeyi daha fazla yavaşlattığı sonucuna varmışlardır. Zou (2006), GMM ve EKK yöntemlerini kullanarak 1958-1997 dönemine ilişkin Japonya ekonomisini incelediği çalışmasında, hem kamu hem de özel yatırımların Japon ekonomik büyümesine pozitif katkı sağladığını belirlemiştir.

Mian vd. (2015: 15-16), 30 ülkeyi ve 1960-2012 periyodunu kapsayan VAR analizi kullandıkları çalışmalarında, hanehalkı borçluluğundaki artışın ekonomik büyümeye etkisinin negatif olduğunu bununla birlikte reel sektör kredilerinde böyle bir negatif ilişki tespit etmediklerini belirtmişlerdir. Kamu borçluluğundaki artışın ise izleyen üç yıl içinde ekonomik büyümeyi çok küçük bir katsayı ile de olsa pozitif etkilediğini göstermişlerdir. Bu bulgular, kredi arz şokunun firmalar üzerinden değil, hanehalkları üzerinden gerçekleştiğini göstermekte olup yazarlara göre, hanehalkı kredilerinin ekonomik döngü içerisinde iki tür teoriye göre farklı etkisi vardır “Kredi talep hipotezine” göre hanehalkı borçlanması gelecekte kişinin beklediği gelire bağlıdır. Diğer bir ifade ile verimlilik ve teknoloji şoku ile birey gelecekteki gelirinin artacağını düşünerek kredi talebinde bulunur. “Kredi arz hipotezine” göre yüksek hanehalkı borçluluğu hanehalklarının kredi kullanılabilirliğindeki genişlemeden kaynaklanmaktadır. İlk hipotezde borçluluk artışı, beklenen olası gelir şokları tarafından sahte bir şekilde oluşturulduğundan regülasyon için bir alan bırakmamaktadır. Bununla birlikte kredi arz teorisine göre hane halkı kredi arz patlaması sırasında borç alırken kendilerini aşırı derecede borçlu duruma getirebilir ve bu durum makro ihtiyati düzenlemeleri gerekli kılmaktadır (Mian vd.,2015: 1-2).

Beck vd. (2009: 19), 1994-2005 dönemine ilişkin olarak 45 ülke için yaptıkları panel veri analizinde, işletmelere verilen kredilerin, kişi başına reel GSYİH ile pozitif ve önemli ölçüde ilişkili olduğunu tespit etmişler, hanehalkı kredisinin büyüme üzerindeki etkisinin ise istatistiki olarak yeterince anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Law ve Singh (2014: 40-41) 87 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi dinamik panel veri analizi yöntemi ile inceledikleri çalışmalarında özel sektör kredilerinin milli gelire oranının % 88’i aşması halinde büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu bu eşik düzeyin altında ise büyümeye pozitif katkı sağladığını belirlemiştir. Yazarlar aynı zamanda ticari açıklığın büyümeye etkisini pozitif, kamu harcamaları ve enflasyonun ise negatif olduğunu çalışmalarında göstermişlerdir.

Kumar vd. (2010: 21) 1970-2007 dönemi için 46 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri panel veri yöntemi ile analiz ettiği çalışmalarında, % 90'ın üzerindeki bir kamu borcunun ekonomik büyümeyi yavaşlattığını belirlemişlerdir. Yazarlara göre bu olumsuz etki, büyük ölçüde yatırımların azalması ve sermaye stokunun daha yavaş büyümesi nedeniyle emek verimliliği büyümesinde yavaşlama şeklinde kendini göstermektedir. Çalışmanın bir diğer bulgusu, kamu borcundaki % 10 puanlık artışın, ortalama olarak yatırımları % 0,4 puan azaltmaktadır, bununla birlikte bu oran gelişmekte olan ekonomilerde daha yüksektir.

İşletme kredisinin belirli bir eşik düzeye kadar ekonomik büyüme ile olumlu bir ilişki içinde olması beklenirken hanehalkı kredisinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi üzerinde net bir mutabakat bulunmamaktadır. Hem teori hem de önceki ampirik çalışmalar, hanehalkı kredisinin ekonomik büyümeye etkisinin, kredinin kullanımına bağlı olarak değişebildiğini göstermektedir. Galor ve Zeira (1993) ve De Gregorio (1996) hanehalkı kredisinin beşeri sermaye birikimini arttırırsa ekonomik kalkınmayı teşvik edebileceğini savunmaktadır (aktaran: Beck vd.,2012: 1)

Fincke ve Greiner (2014: 16) 1980-2012 dönemini kapsayan çalışmasında aralarında Endonezya, Malezya, Tayvan'ın da olduğu üç Doğu Asya ülkesi ile Türkiye'nin de bulunduğu sekiz gelişmekte olan ülkeyi sabit etki panel veri analizi ile incelemişlerdir. Çalışmanın bulguları kamu borcunun ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilediği şeklinde olup gelişmiş ülkeler için yaygın kabul gören ters U şeklindeki negatif ilişkiden farklıdır. Bu durumun muhtemel açıklaması, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin yüksek büyüme oranları ve büyüme artırıcı altyapıya çok yatırım yapan genişleyen bir kamu sektörü ile karakterize edilen geçiş yolunda olmaları ve kamu borcunun olumsuz etkilerinin henüz bu kadar sert olmadığı bir aşamada bulunmalarındır.

Cholifihani (2008: 78) Endonezya ekonomisinin 1980 – 2005 dönemini kapsayan çalışmasında VAR modeli ve eşbütünleşme analizi yöntemi kullanarak kamu dış borcunun ekonomik büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu ve %1'lik borç artışının büyümeyi % 0,13 oranında azalttığını belirlemişlerdir.

Reinhart ve Rogoff (2010: 575), % 90'ın üzerinde kamu borcuna sahip ülkelerde ortalama milli gelir büyümesinin, bu oranın altındaki borçluluğa sahip ülkelere göre yaklaşık %1 puan daha düşük olduğunu hesaplamışlar, dolayısı ile aşırı kamu borcunun iktisadi büyümeyi olumsuz etkilediğini belirlemişlerdir.

Ağırman ve Yılmaz (2018: 527) 185 ¼lkeyi az gelişmiş, orta d¼zey gelişmiş ve sanayileşmiş ¼lke olarak sınıflandırmış ve 1980-2012 d¼nemine ilişkin ¼lke verilerini kullanarak panel veri y¼ntemi ile kamu borcunun b¼y¼me ¼zerine etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucuna g¼re, kamu harcamaları az gelişmiş ¼lkelerde iktisadi b¼y¼meyi pozitif etkilemekte iken gelişmiş ¼lkelerde negatif etkilemektedir. Gelişmekte olan ¼lkelerde ise kamu harcamaları, iktisadi b¼y¼me ¼zerinde olumsuz etkiye sahiptir.

Kourtellos vd. (2013: 9) konuya farklı bir pencereden bakış açısı getirerek b¼y¼mede borç stokunun seviyesi yerine kurumların kalitesinin daha ¼nemli olduğunu belirtmişlerdir. Yazarlar, 1980-2009 d¼nemine ilişkim 82 ¼lkeyi kapsayan panel veri analizi y¼ntemini kullandıkları çalışmalarında kamu borcu ve b¼y¼me arasındaki ilişkinin, ¼lkedeki kurumlarının kalitesiyle ¼nemli ¼l¼de azaltıldığını belirlemişlerdir. Buna g¼re, diğer herşey sabit iken eğer bir ¼lkenin kurumları belirli bir kalite seviyesinin altında ise daha fazla kamu borcu daha d¼ř¼k b¼y¼meye neden olur. Ancak, bir ¼lkenin kurumları yeterince y¼ksek kalitede ise, kamu borcu b¼y¼me açısından n¼tr bir etkiye sahiptir.

Pescatori vd. (2014: 10-12) ise çok uzun bir periyoda sahip tarihsel veri analiz y¼ntemini kullandıkları çalışmalarında 34 ¼lkeyi incelemiş, konuya farklı bir perspektif getirerek, borçluluk seviyesi kadar ¼nemli bir diğer fakt¼r¼n borç y¼r¼ngesi (borcun gidişatı) olduğu tespit etmiştir. Buna g¼re, borcu y¼ksek (% 130-140) fakat borcunu azaltma s¼recindeki ¼lkeler d¼ř¼k borcu olan ¼lkeler kadar hızlı b¼y¼mektedir. Bu sonuca ilişkin olarak yazarlar, borcun ¼nemli olmadığı sonucuna ulaşılmaması gerektiğini ¼nk¼ daha y¼ksek borcun daha volatil bir b¼y¼me ile ilişkili olduğunu g¼steren bazı kanıtlar elde ettiklerini belirterek, y¼ksek dalga boyuna sahip bir b¼y¼menin ekonomik refah için hala zarar verici olabileceğini belirtmişlerdir.

Benzer şekilde, Chudik vd. (2015: 22) gelişmiş ve gelişmekte olan 40 ¼lkeyi Monte Carlo sim¼lasyon tekniği ile 1965-2010 verileri ile inceledikleri çalışmalarında kamu borcu artışının uzun d¼nemde b¼y¼me ¼zerinde negatif etkisi olduğunu fakat aşağı y¼nl¼ bir trend gelişimi g¼stermesi durumunda, borç d¼zeyi ¼lkenin y¼ksek bile olsa, kendi grubunda daha d¼ř¼k borca sahip ¼lke kadar hızlı b¼y¼yebildiđini tespit etmişlerdir.

Tasarruf: Geleneksel literat¼rde tasarruf ile ekonomik b¼y¼me arasındaki ilişkide, Smith (1776) ekonomik b¼y¼meyi belirleyen iki fakt¼r¼den biri olarak tasarruflardaki artış

aracılığı ile gerçekleşen sermaye stoğu birikimini işaret etmiştir.¹⁴⁸ Keynes (1936) gelir ve tasarruf arasındaki direkt ilişkiye dikkat çekmiş, Harrod (1939) ve Domar (1947) ise yurtiçi tasarruflar ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi yatırımların gelir arttırıcı ve kapasite arttırıcı etkisi olduğu savı üzerinden ifade etmişlerdir. Nitescu ve Murgu (2019: 15) yirmi Avrupa ülkesini kapsayan 1999-2016 dönemini ilişkin olarak yapmış oldukları çalışmada panel veri analiz yöntemini kullanmış ve yatırım ile tasarrufların büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Li ve Liu (2005: 393), 1970-99 dönemine ilişkin olarak panel veri yöntemi ile seksendört ülkeyi analiz etmiş ve yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Alptekin vd. (2018: 628), Türkiye için 1989—2015 dönemini inceledikleri çalışmalarında, ARDL modelini kullanarak yurtiçi tasarruflardaki % 1'lik bir yükselişin büyümeyi uzun dönemde % 0.92 oranında arttırdığını belirlemişlerdir.

Faiz: Deutsche Bundesbank (2019: 30), 1999-2018 dönemini kapsayan AB üye ülkelerini analizi ettikleri çalışmada faiz oranında yükselişin, reel ekonomik büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu belirlemiştir. Çalışmanın sonuçları, düşük faiz oranlarının geleneksel etkisi yatırım teşviklerini arttırarak büyümeye pozitif katkı vermesi şeklinde özetlenebilir. Buna ilişkin olarak, Yamak ve Tanrıöver (2009: 54), Türkiye'nin 1990–2006 dönemini en küçük kareler yöntemi ile incelemişlerdir. Yazarlar, kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının cari dönem ekonomik büyümeye etkisini inceledikleri çalışmalarında her iki faiz oranının ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisinin olduğunu belirlemişlerdir. İlgili değişkenlere ait katsayılar ise kısa dönemli faiz için - 0,31, uzun dönemli faiz için - 0,27 olarak hesaplanmıştır.

Liu vd. (2019: 84-85) konuya farklı bir teorik bakış açısı getirerek düşük faiz oranının verimlilik ve üretkenlik artışındaki yavaşlamayı tetikleyen bir küresel faktör olarak değerlendirmişlerdir. Düşük faiz oranlarının endüstri liderlerine rakiplerini piyasadan uzak tutmak için daha agresif yatırım yapmalarına imkan tanıdığını yeterince düşük faiz oranlarında bu stratejik etkinin geleneksel etkiyi domine ederek daha düşük bir piyasa rekabetine ve büyüme oranlarına yol açtığını ifade etmişlerdir. Yazarlara göre uzun vadeli faiz oranları ile milli gelir içerisinde şirket karlarının payı arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Uzun vadeli faiz oranlarındaki düşüğe piyasa konstrasyonu yükselmekte böylece piyasaya daha az sayıda firma hâkim olmaktadır. İkinci olarak faiz oranları

¹⁴⁸ Diğer bir faktör ise işbölümü ve uzmanlaşma ile birlikte ortaya çıkan verimlilik artışıdır.

düştükçe piyasadaki lider oyuncuyu geçme olasılığı olarak tanımlanan “iş dinamizmi” azalmaktadır.

Dış Ticaret Açıklığı: Dış ticaret açıklığı ile ilgili olarak ampirik literatürde farklı görüşler söz konusu olup net bir mutabakat bulunmamaktadır. Sachs ve Warner (1995), 1970-1990 dönemini baz aldığı ve 95 gelişmekte olan ülkeyi EKK yöntemi ile incelediği çalışmalarında, dış ticaret açıklığının iktisadi büyüme üzerinde pozitif etki yarattığını belirlemişlerdir. Knight vd. (1993), 1960-1985 döneminine ilişkin olarak gelişmiş ve gelişmekte olan 98 ülkeyi inceledikleri çalışmalarında, fiziki sermayenin ekonomik büyümeyi pozitif etkiler iken tarife oranlarının (dış ticarete korumacılığın) negatif etkilediği göstermişlerdir. Huchet-Bourdon vd. (2018: 11) 1988-2014 dönemine ilişkin olarak GMM (Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi) kullanarak 169 ülkeyi incelemiştir. Çalışmanın bulgularına göre, dış ticaret açıklığının ekonomik büyümeye katkısı pozitifdir fakat yazarlara göre ticarete açıklığı düşük kaliteli ürünlerde uzmanlaşmış ülkeler için büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir. Kumar vd. (2010: 21) 1970-2007 dönemi için 46 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri panel veri yöntemi ile analiz ettiği çalışmalarında, dış ticaret açıklığı ve enflasyon oranlarının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini belirlemişlerdir.

Rodrik (2011: 4-6) gelişmekte olan ülkeleri için ticarete korumacılık ile büyüme arasında pozitif bir korelasyon olduğunu belirterek Latin Amerika ve Afrika'daki ülkeleri ile görece daha dar kapsamlı ve aşamalı bir ticari açıklık uygulayan Çin, Hindistan, Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerini karşılaştırmıştır. Latin Amerika ülkeleri 1980'lerden itibaren ticaretin önündeki engelleri kaldırarak dış ticaret açıklığını arttırmış fakat bu dönemde ilgili ülkeler 1960-70'lerdeki ithal ikameciliğin olduğu o parlak dönemlerinden hızla uzaklaşmıştır. Yazara göre, uzun vadeli ekonomik büyüme kaydeden ülkeler, dünya piyasalarının sunduğu imkânları, genellikle yerel kurumların ve yatırımcıların yeteneklerini harekete geçiren bir büyüme stratejisiyle birleştirmiştir. Rodrik, dış ticarete tamamen karşı bir iktisatçı olmayıp bunun sürdürülebilir ve aşamalı bir düzeyde olması gerektiğine inanan bir iktisatçıdır. Nitekim Rodrik (2014:3) bir diğer çalışmasında ise yüksek büyüme için gerekli dört politika önerisi içerisinde dünya ekonomisi ile entegrasyonun olduğunu belirtmektedir.¹⁴⁹ Yanıkkaya (2003: 74), panel veri yöntemi ile 1972-1997 dönemini incelediği 100 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmasında benzer sonuçlara ulaşmış olup

¹⁴⁹ Diğer ilkeler ise makroekonomik istikrar, mülkiyet hakları ve “sosyal uyum, siyasi istikrar”dır.

ithalat kotalarının ve tarifelerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu diğer bir ifade ile dış ticaret açıklığı ile iktisadi büyüme arasında negatif bir korelasyon bulunduğunu; tarifelerdeki % 10 düzeyinde bir artışın milli geliri % 0,7 oranında arttırdığını belirlemiştir.

Enflasyon: 1950'lerde itibaren ortaya çıkan büyüme teorileri, enflasyon ve büyüme üzerindeki pozitif bir etkisi olduğu belirterek, gerekçesini enflasyonun paranın portföy yatırımlarından uzaklaşmasını sağlayarak, sermaye birikimini arttırması şeklinde belirtmişlerdir (Fischer, 1993: 6-7) Yine, Romer ve Lucas'ın öncülük ettiği 1980'lerde ortaya çıkan içsel büyüme teorileri, enflasyonun ekonomik büyüme üzerinde etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Bununla birlikte, enflasyonun ekonomik büyümeye etkilerini inceleyen ampirik çalışmalarda net bir konsensüs bulunmamaktadır. Enflasyonun büyümeyi pozitif etkilediğini savunan görüşlerin genel olarak ortak paydası enflasyonun zorunlu tasarrufları artırdığı varsayımdır. Mundell (1963)'e göre hanehalkları enflasyon öncesi servet düzeylerine ulaşabilmek amacı ile tasarruflara yönelir, bu yönelim faiz oranlarını düşürerek yatırımların artmasına neden olur. Yine bu görüşe göre, enflasyon vergisi sonucu hükümetlerin elde ettiği gelirleri yatırım harcamalarının finansmanı için kullanmaları büyümeyi pozitif etkilemektedir. Tarihsel sürece geri dönülecek olursa 1945-1970 döneminde Keynesyen politikaların etkisi ile toplam talebi arttırıcı politika uygulamaların yanısıra enflasyonda da artışlar görülmüştür fakat bu dönemde enflasyon önemli bir problem olarak algılanmamıştır. Phillips (1958), 1861-1957 dönemine ilişkin olarak İngiltere piyasası üzerinde yaptığı çalışmada istihdam piyasasındaki düzelme ve ücret artışının piyasada likidite bolluğu yaratarak enflasyonist etki yarattığı belirtmiştir. Philips Eğrisi olarak literatüre geçen bu teorinin günümüzdeki genel kabul görmüş yaklaşımı, bu etkinin sadece kısa dönem için geçerli olduğu şeklindedir. Fakat bu dönemden sonra görülen yüksek enflasyona eşlik eden ekonomik krizler ve istikrarsızlıklar enflasyon-büyüme ilişkisinin yeniden tartışılmasına yol açmıştır. Enflasyon ile büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğu savunulara göre ise yüksek enflasyonun yol açtığı volatilité, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ilişkin harcama ve gelir projeksiyonlarında belirsizliklere ve enflasyonun yarattığı risk priminin yatırım maliyetlerini arttırmasına yol açarak yatırımların azalmasına neden olabilmektedir.

Alper (2019: 221), dinamik EKK ve Fourier-Shin eşbütünleşme testi kullanarak Türkiye için 1974-2017 dönemini incelediği çalışmasında, ticari açıklığın ekonomik büyümeyi pozitif, enflasyonun ise negatif etkilediği bulgularını elde etmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre, fiyatlar genel düzeyinde % 1 birimlik bir yükseliş iktisadi büyümeyi %

0,05 - % 0,06 aralığında düşürmektedir. Bunun yanısıra ticari açıklıktaki % 1 puanlık bir yükseliş ise iktisadi büyümeyi % 0.11 ile % 0.19 bandında arttırmaktadır. Fischer (1993: 23), enflasyon ile büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığı olasılığı vurgulayarak belirli bir düzeydeki düşük enflasyonun büyümeyi pozitif etkilediği belirtmiştir. Belirli bir noktadan sonra ise bu ilişkiyi gösteren eğrinin bükülerek daha yüksek enflasyon oranlarında büyümeyi negatif etkilediğini tespit etmiştir. Yazara göre, çok yüksek düzeydeki bir enflasyon sürdürülebilir bir büyüme ile uyumlu değildir. Altıntaş ve Koçbulut (2019: 645), 2000-2014 dönemini kapsayan 27 OECD ülkesini inceledikleri çalışmalarında EKK yönteminin bir uzantısı olan panel eşik regresyon modelini kullanmışlardır. Yazarlar, enflasyonun % 3,3 seviyesinden sonrası iktisadi büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin görüldüğünü, bu eşik düzeyin altında ise pozitif etkisinin olduğunu belirterek enflasyon ile büyüme arasında lineer olmayan bir ilişkin varlığını belirlemişlerdir. Aydın vd. (2016: 755-756), 1980-2013 dönemine ilişkin olarak 24 gelişmekte olan ülke panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Yazarlar, eşik değeri % 13,68 olarak bulmuş ve ilgili eşik değerin altında ılımlı enflasyon oranlarının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini belirtmiştir.

Benzer ilişki Asya ülkeleri için de geçerli olup Vinayagathan (2013), dinamik panel yöntemini kullanarak 32 Asya ekonomisini incelemiş ve enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışma sonuçlarına göre % 5,4 düzeyindeki enflasyon oranı büyümeyi etkilemez iken bu oranın üzerindeki bir enflasyon seviyesi, ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiye sahiptir. Nazir vd. (2017: 20) 1972-2016 dönemini kapsayan zaman serisi çalışmasında incelemiş ve Pakistan'ın enflasyon oranı ile ekonomik büyümesi arasında % 5,5 - % 9 eşik enflasyon düzeyinde pozitif ve doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu belirlemiştir. Düşük ve çift rakamlı enflasyon oranının ise ülkenin ekonomik büyümesi üzerinde olumsuz etkisi olduğunu ve ülkenin istikrarlı ekonomik büyümesini teşvik etmek için orta enflasyon oranına ihtiyaç bulunduğunu belirtmiştir.

Nüfus: Nüfus artışının milli gelir büyümesi üzerindeki etkisini de dikkate alan kişi başına düşen milli gelir, büyümeyi etkileyen faktör olarak modele dâhil edilmiştir. Ekonomik büyüme bir ulusun ekonomik gücünü temsil ederken, kişi başına düşen GSYİH ise insanların yaşam standartlarını temsil eder ve birbirinden kısmen ayrışabilir. Nitekim Kopf (2018), çalışmasında 2016 yılında 24 ülkede toplam GSYİH'nin pozitif, buna karşın aynı ülkelerde kişi başına GSYİH'nin negatif gerçekleştiğini belirtmiştir.¹⁵⁰ Pala ve Teker

¹⁵⁰ Yazar aynı zamanda, kişi başına düşen GSYİH verileri yerine medyan gelirlerin çoğu insanın nasıl geçindiğine ilişkin daha fazla bilgi verdiğini ifade ederek ABD'de kişi başı GSYİH'nin sadece 2007 ve 2008 yılında küçülme yaşamasına

(2014: 156) 2000-2011 yıllarına yönelik olarak AB-27 ülkeleri ve Türkiye'yi incelediği ve statik panel veri regresyonu kullandığı çalışmasında nüfus değişkeninin, reel sektör borçluluğunun ve tasarruf oranlarının büyümeyi pozitif etkilediğini, enflasyonun ise hafif bir düşüş yarattığını (enflasyondaki %1'lik bir artış büyümeyi % 0,04 azaltmakta) tespit etmişlerdir.

PIIGS ülkeleri ile ilgili olarak çalışmanın regresyon analizine yer alan makro ve finansal değişkenlerle ilgili olarak literatürde, Ayrıca, tüketici güveni ile borsadaki değişimler de tüketici kredileri üzerinde etkilidir. Demirezen (2015: 105) çalışmasında Türkiye'de kredilerin özel tüketim harcamalarına etkisini incelemiştir. Eşbütünleşme testi, hata düzeltme modeli ve VAR analizi uygulanmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, krediler, hanehalkı harcamalarını belirlemede önemli bir faktördür; bunun yanısıra bireysel kredilerin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi reel sektör kredilerinden daha yüksektir.¹⁵¹

Dimson vd. (2003) 53 ülkede (17 ülke için 1900'e kadar giderek) çapraz hisse analizi yoluyla GSYİH büyümesi ile özkaynak getirileri arasında istikrarlı bir pozitif ilişki olduğuna dair kanıt bulamamışlardır. Benzer şekilde, Wade ve May (2013), çalışmalarında İngiltere'de yaşanan 2012 deneyiminin bu görüşü desteklediğini belirtmektedir. İlgili dönemde İngiltere hisse senedi piyasası % 12,3 oranında gerilerken, GSYİH genel olarak sabit kalmıştır. Schrodgers Economics ekibi, 1950-2010 dönemini inceledikleri çalışmalarında, geleneksel iş döngüsünün toparlanma, genişleme ve yavaşlama aşamalarında GSYİH büyümesi ile borsa arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu bulmuştur. Fakat, bu ilişki durgunluk döneminde çalışmamaktadır (aktaran: Wade & May, 2013:2). Yazarlara göre, ekonomide yavaşlama döneminde enflasyon hala yüksektir ve para politikası sıkı kalmaktadır, bu durum şirketler için zor bir ortam oluşturmakta olup azalan kazançlar ve stok değerlemeleri negatif sonuç verme eğilimindedir. Böylece, azalan GSYİH büyümesi genellikle düşük hisse performansı ile paralellik arz etmektedir.

rağmen ortalama hanehalkı gelirin ise 2007'den itibaren beş yıl boyunca küçülme yaşadığını göstermiştir. Nitekim St. Lois FED'in konu ile ilgili benzer bir çalışması bulunmakta olup buna göre ABD'de ortalama hane halkı geliri yaklaşık yirmi yıldır yatay seyrederken, kişi başına düşen GSYİH sürekli büyümüştür. (<https://fredblog.stlouisfed.org/2016/12/the-puzzle-of-real-median-household-income/>) Nolan vd. (2016), 1979-2013 dönemini kapsayan 27 ülkeyi analiz ettikleri çalışmalarında kişi başı GSYİH ortalama olarak %2,17 artarken, medyan gelirin %1,6 arttığını tespit etmişlerdir. Bu dönemde bu ülkelerdeki en büyük sapma ABD'de gerçekleşmiş olup kişi başı GSYİH, %1,6 artarken ortalama gelir sadece %0,32 artmıştır. (<https://voxeu.org/article/economic-growth-stagnating-median-incomes-new-analysis>)

¹⁵¹ Tüketici kredilerindeki %1'lik artış, tüketimi % 0,12 arttırır iken ticari kredilerdeki %1'lik bir yükseliş tüketimi %0,05 oranında arttırmaktadır.

Levine ve Zervos (1996: 333-334), 1976-1993 verileri ile 41 ülkeyi baz alarak oluşturdukları çalışmalarında hisse senetlerinin büyümeyi likidite üzerinden etkileyebildiğini belirtmişlerdir. Toplam işlem hacminin borsanın piyasa değerine bölünmesi ile hesaplanan hisse devir rasyosunun (turnover ratio) borsalar için bir likidite ölçüsü olarak değerlendirildiğini ifade ederek, likiditenin büyük ölçekteki uzun dönemli yatırımları kolaylaştırarak büyüme üzerinde pozitif etkide bulunduğunu vurgulamışlardır.¹⁵² Yazarlar, çalışmalarında hisse senedi piyasasındaki gelişim ile uzun dönemli büyüme arasında güçlü pozitif bir korelasyon tespit etmişlerdir. Nitekim en likit borsaların başında gelen ABD’de 2008 krizi ile birlikte devir hızında önemli ölçüde gerileme yaşanmıştır. Benzer durum bir diğer büyük ekonomi olan Almanya borsası için de geçerlidir. Adas ve Tussupova (2016: 146-147) Çin borsasını E-Garch modeli kullanarak Ocak-2006 ile Nisan-2011 dönemini analiz etmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, 2008 krizi Çin borsasındaki hisse senedi getirilerini yüzde 0,17 oranında azaltmış olup Çin borsasının finansal krizden sınırlı düzeyde etkilendiğini göstermektedir. Rafaget ve Afzal (2012: 275), gelişmekte olan ülkelerden Hindistan ve Pakistan borsalarını incelemişlerdir. 2003 Ocak- 2010 Ağustos arası verilerini kullanarak EGARCH modelini ile yaptıkları analizde 2008 krizinin, her iki ülkenin borsa getirileri üzerinde ılımlı düzeyde negatif etki yarattığı, volatilitiyi arttırdığı, görece Hindistan borsasının daha fazla etkilendiğini ortaya koymuşlardır.

Frankel ve Saravelos (2011: 30), 2008-09 krizi için, kriz oranını ölçmek için altı farklı değişken ve EKK yönetimini kullanmışlardır. M2 veya M3 cinsinden ölçülen geniş para seviyesi, milli gelirdeki düşüşü öngörmesi açısından istatistiksel olarak anlamlı bir kriz öncü göstergesi olarak tespit edilmiştir. Kredi genişlemesi, tasarruf oranı, enflasyon, sermaye akımları, dış borcun düzeyi ile kompozisyonu ve para arzı da potansiyel olarak yararlı değişkenler olarak öne çıkmaktadır. Yazarlara göre, geçmişte yüksek kredi büyümesi, varlık balonları aracılığıyla daha yüksek oranda ortaya çıkmıştır. Cari işlemler, ulusal tasarruflar ve dış ve kısa vadeli dış borç seviyelerinin de kriz oluşumunun tahmin edilmesine yardımcı olduğu bulunmuştur.

Babecky vd. (2012: 25), 36 AB ve OECD ülkelerini kapsayan çalışmalarında 1970-2010 arasında yaşanan krizleri incelemişlerdir. Panel vektör otoregresyon yöntemi ile 100’e yakın potansiyel erken uyarı göstergelerinin yaklaşık üçte birinin son 40 yıldaki AB ve OECD ülkelerindeki ekonomik krizlerin olasılığını açıklamak için yararlı olduğunu tespit

¹⁵² Hisse senedi piyasasındaki gelişmişlik ile büyüme arasında negatif ilişkili olan çalışmalar da bulunmaktadır.

etmişlerdir. Kilit erken uyarı sinyali, özel sektöre verilen kredilerdeki dört yıllık bir zaman dilimindeki iç büyümeden kaynaklanmaktadır. Diğer bir ifade ile özel sektöre verilen kredi miktarı, kriz öncesi yaklaşık 16 çeyrek önceden kriz olasılığı ile ilgili olarak sinyal üretmektedir. Tanımlanan diğer göstergeler (hisse senedi ve konut fiyatları) bir krizin gerçekleşmesinden 5 ya da 6 çeyrek önce bir uyarı sinyali vermektedir. Bu nedenle, devlet borcundaki bir artış, cari işlemler açığı ve DYY girişi veya konut fiyatlarındaki düşüş ve hisse fiyatları düşüşte kısmen geç öncü uyarı göstergeleri olarak düşünülebilir.

Li vd. (2007)' nin 1999-2006 dönemini kapsayan İngiltere bankaları için yaptığı ve eş zamanlı ilişkileri dikkate alan çoklu regresyon analizi yöntemini kullandığı araştırma sonucuna göre, bankanın karlılığının kredi riski ve likiditesinden olumsuz yönde etkilendiğini göstermiştir. Sorunlu krediler için ayrılan rezervlerin karlılık üzerinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Felix ve Claudine (2008), 2000-2008 dönemini ve tüm İsveç bankalarını kapsayan çalışmalarında kredi riski ile bankanın performansı arasındaki ilişkiyi incelemiş ve karlılığı ölçen ROA ve ROE'nin, takipteki alacaklarla ilgili olarak tersi yönlü bir ilişkide olduğu ve dolayısıyla kârlılıkta bir azalmaya yol açtığını belirlemişlerdir. Mian ve Sufi, (2012: 35), ABD için yapmış oldukları zaman serisi analizinde, hanehalkı bilançolarının borçluluktan dolayı zayıf ve kırılgan olduklarını vurgulamışlardır. Yazarlar, borcun sınırlandırdığı düşük hanehalkı tüketiminin ve buna bağlı olarak toplam talebin düşmesinin, büyümeyi azaltarak, işsizlik oranının yüksek ve kalıcı olmasının ana nedenleri olduğu sonucuna varmış ve bu sonucun sadece ABD için değil diğer küresel ülkeler için de muhtemel olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yazarların analizine göre, hanehalkı bilanço şoklarından kaynaklanan toplam talepteki düşüş, 2007-2009 dönemindeki yaklaşık 4 milyon iş kaybına neden olmuştur ve bu rakam kayıp işlerin % 65'ini oluşturmaktadır.

Bram ve Ludvigson (1998: 18-19), 1953-1993 verilerini ve zaman serisi yöntemini kullandığı çalışmasında ABD'de tüketici güveni ile tüketim harcamaları arasında pozitif bir korelasyon olduğunu tespit etmişlerdir. Yazarlar ayrıca, tüketici kredilerindeki artışın tüketim harcamaları üzerindeki esnekliği 0,1 puan olarak hesaplamışlardır. Hoosain (2013: 91), 1975-2011 verilerini baz alarak G.Afrika için regresyon analizi ile hanehalkı borcu ve tüketici kredileri, tüketici harcamaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın bulgularına göre hanehalkı borcu ile dört tüketim kategorisi arasında anlamlı bir pozitif ilişki vardır. Sonuçlar dayanıklı ve dayanıklı olmayan mallar için istatistiksel olarak

anlamlıdır ve hizmetler ve yarı dayanıklı mallar için anlamlı olmakla birlikte, bu iki durumda ilişki daha az güçlüdür. Benzer şekilde, Amadeo (2019), tüketici harcamalarını belirleyen beş temel faktör olduğunu çalışmasında belirtmektedir. Yazara göre, bunlardan biri de hanehalkı borç seviyesidir.

3.1.2 Hanehalkı Borçluluğunu Belirleyen Faktörler

Kolçak vd. (2018: 30-31) Türkiye için 2013:01-2017:02 verilerini baz alarak hanehalkı kredilerini etkileyen başlıca makroekonomik değişkenlerin belirlemek amacıyla, ARDL sınır testi yaklaşımı uygulamışlardır. Çalışmanın bulgularına göre, ekonomik büyüme, faiz ve parasal genişlemenin yanısıra cari açık ve enflasyon, hanehalkı kredilerinin belirleyicileridir. Yazara göre ilgili dönemde enflasyon arttıkça hanehalkı kredi hacminde (borçluluğunda) daralma görülmektedir. Çalışmanın diğer bulguları ise tüketici güven endeksinin hanehalkı borçluluğu üzerinde pozitif etkisi olduğu, iktisadi büyümenin ise tüketici kredilerini arttırdığı şeklindedir. Aytun ve Akın (2019: 422), 1Ç.2006-2Ç.2019 verileri ile Türkiye için yaptıkları zaman serisi analizi yöntemini kullandıkları çalışmalarında enflasyonun ve kişi başına düşen gelirin borçluluğu arttırdığını belirlemişlerdir.

Anderson vd. (2014: 14), İngiltere’de 6.000 hanehalkı ile yapılan 2004-2013 dönemine ilişkin anket çalışmasında faiz oranlarındaki artışın hanehalkı borçluluğunu arttırdığını tespit etmişlerdir. Yazarlara göre, yüksek faiz oranları, özellikle borç düzeyi yüksek olan haneler üzerindeki mali baskıyı arttıracaktır. Khan vd. (2016: 5), 1999-2014 dönemi için ARDL modeli ile Malezya ekonomisini incelediği çalışmasında, konut fiyatları, gelir ve nüfusun borçluluğu artırır iken enflasyon ve kredi faiz oranlarının ise borçluluğu azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. Catherine vd. (2016), Asya’daki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerine yaptıkları panel veri analizinde faiz oranlarının borçluluğu arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre ekonomi iyi performans gösterdiğinde, faiz ve tüketici harcamaları artar ve bu durum hanehalkı borçlarının artmasına neden olur.

Meng vd. (2013: 15-18) Avustralya için 1988-2006 dönemini incelemiş, VAR modeli kullanarak yaptıkları çalışmalarında düşük enflasyonun, hanehalkı borcu üzerinde önemli olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir. Çalışmanın bulgularına göre, tüketici enflasyonunun, istatistiksel önemi işsizlik oranından biraz daha yüksek olmasına rağmen,

hanehalkı borcu üzerindeki etkisi işsizlik oranından daha küçük olup işsizlik oranının etki alanı ise faiz oranınınkinden daha azdır. Çalışmada ayrıca, faiz oranının hanehalkı borcu üzerinde negatif etkisi olduğu belirlenmiş, faiz oranındaki artışının hanehalkı borçluluğunu azaltıcı etkisi olduğunu ifade etmişlerdir.¹⁵³ Son olarak, ilgili çalışmada işsizlik oranındaki artışın, hanehalkı borcunu arttığı, nüfusun ise birçok yazarın çalışmasında borçluluğu arttırdığına paralel olarak borçluluğu arttırdığı fakat kendi çalışmalarında bu ilişkinin zayıf bir formda olduğu tespitine yer verilmiştir.

Reinhart ve Rogoff (2010: 5), 1790-2009 dönemi veri setini kullanarak 44 ülkeyi inceledikleri çalışmalarında gelişmiş ülkelerde yüksek enflasyon ile borçluluk arasında bir ilişki tespit edemezken gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ile borçluluk arasında pozitif bir ilişki belirlemişlerdir. Yazarlara göre, beklenmeyen yüksek enflasyon borcun gerçek maliyetini azalttığından borçlanmayı arttırmaktadır.

Keese (2010:8) Almanya için 1984-2008 dönemini kapsayan sosyo ekonomik panel yöntemi ile gerçekleştirdiği çalışmasında, işsizlik oranındaki artış eğer kişi yakın bir zaman içerisinde tekrar yeniden işe gireceğini düşünüyor ise hanehalkı borçluluk oranlarını arttırdığını belirlemiştir. Jappelli vd. (2013:35) 2005 yılına ilişkin olarak 45 ülkeyi kapsayan yatay kesit panel yöntemini kullandığı çalışmasında, işsizlik ve reel faiz oranlarındaki artışın hanehalkı borçluluğunu arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Turinetti ve Zhuang (2011: 90), 1980-2010 dönemini kapsayan çalışmalarında zaman serisi yöntemi ile ABD piyasalarını analiz etmişlerdir. Yapılan çalışmada tüketici güveninin borçlanmayı arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlara göre, borçlanma imkânları, hanehalkı geliri, hanehalkının yapısı, hanehalkı varlıkları, hanehalkı reisinin tüketim davranışları ve fiyat değişimleri hanehalkı borcunu belirleyen başlıca faktörlerdir. Buna göre işsizlik oranı, faiz oranı, kişi başına harcanabilir gelirin hanehalkı borçluluğu ile negatif bir ilişkisi var iken konut fiyatları ve tüketici güveni ile pozitif bir ilişkisi bulunmaktadır. Yazarlar, nüfusa ilişkin olarak demografik özelliklere dikkat çekerek; emekli nüfusun ve lise eğitime sahip nüfusun hanehalkı borcu üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu belirtirken, asgari üniversite eğitimi ve çalışma çağındaki nüfusa sahip hane halkı olumlu bir etki yarattığını göstermişlerdir.

¹⁵³ Gerekçe olarak, faiz artışının borçlanma maliyetlerini ve dolayısı ile hanehalkının borçlanmasını engellediğini belirtmişlerdir.

Jacobsen ve Naug (2004), 1994-2004 dönemi için Norveç konut piyasasını zaman serisi yöntemi ile çeyreksel verileri kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre konut fiyatları % 10 oranında kalıcı olarak arttığında ve diğer faktörler değişmeden kaldığında hanehalkı brüt borcu ilk yıl boyunca %1,75 ve uzun vadede (25 yıl) ise % 10 artmaktadır. Bu sonuçlar, yüksek konut fiyatlarının borç artışına uzun süreli olarak katkıda bulunduğunu göstermektedir. Kennedy ve Andersen (1994: 50-51), çalışmalarında, konut fiyatlarının hanehalklarının toplam tüketimi ve tasarruf davranışları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yazarlara göre, konut refahı, hanehalkı için toplam refahın önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Çalışma 1970-72 döneminde 15 sanayileşmiş ülkede konut fiyatlarındaki gelişmeleri açıklamakta ve konut fiyatları, hanehalkı borcu ve tasarruf arasındaki ilişkiyi karşılaştırmalı analiz yöntemi ile test etmektedir. Çalışmanın temel bulgularına göre, 1980'lerde hanehalkı tasarruf hareketlerinin belirlenmesinde konut fiyat hareketlerinin önemli bir rol oynamasına rağmen, etkilerinin büyüklüğü ve yönü ülkeler arasında önemli ölçüde değişmektedir. Buna göre, Almanya, Japonya, İngiltere ve Almanya'da yüksek konut fiyatları tasarrufların azalmasına yol açar iken, İsveç, Norveç, Finladiya, Fransa gibi ülkelerde tasarrufların artmasına yol açtığı tespit edilmiştir.

Rahman ve Masih (2014: 22), Malezya için yaptığı çalışmada 1999-2014 yıllarını çeyreksel dönemler bazında zaman serisi yöntemi kullanarak eşbütünleşme ve hata düzeltme vektörü ile incelemiştir. Sonuçlar, hanehalkı borcu, konut fiyatları, GSYİH ve faiz oranı arasında uzun süredir devam eden bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Analiz, hanehalkı borçlarının uzun vadede konut fiyat hareketinden etkilenebileceğini göstermektedir. Yazarlar, konut fiyatı ve hanehalkı borçları arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğunu ve uzun vadede, hanehalkı borçlarındaki artışın konut fiyatındaki artıştan kaynaklandığını belirtmişlerdir. Meng vd. (2013: 15-18), Avustralya hanehalkı borcunun belirleyicilerini araştırmak için eşbütünleşik vektör otoregresyon (CVAR) modelini kullanmıştır. Sonuçlar konut fiyatlarının, ekonomideki nüfusun hanehalkı borçlanmasını arttırdığını göstermektedir. Yazarlar, konut piyasasının Avustralya hanehalkı borçlarının hızlı büyümesinde önemli bir rol oynadığını belirterek, işleyen mekanizmayı şu şekilde açıklamışlardır. Konut talebindeki yüksek talep konut fiyatlarını arttırmakta ve konut fiyatlarındaki artış beklentisi konut yatırım talebini teşvik etmektedir. Gelişen konut piyasası konut ipotek borcunun yüksek seviyeye ulaşmasına yol açmaktadır.

Gartner (2013: 27), 1929-1939 dönemi için yaptığı çalışmada hanehalkı borçluluğu ile kişi başına düşen gelir, ücret, istihdam arasında negatif ve %5 güven aralığında istatistiki

öneme sahip bir ilişki tespit etmiştir. Diğer her şey sabit iken, borç gelir rasyosu ortalamadan 10 puan daha fazla arttığında bu dört değişkenin 2,7 ile 4,0 puan arasında bir azalma yaşadığı bulgusuna ulaşmıştır. Bu nedenle, sonuçlar yüksek düzeydeki hanehalkı borcunun Büyük Buhran boyunca ekonomi üzerinde baskılayıcı, aşağı çekici olarak hareket ettiğini işaret etmekte ve ekonomik durgunluğun uzun süreli kalmasına yol açmaktadır. Johnson ve Li (2007: 6-7) yaptıkları çalışmada, 1992-2005 dönemini baz alarak zaman serisi yöntemi ile ABD hanehalklarını incelemiş ve hanehalkı borçluluğunu etkileyen faktörleri ve etki yönünü belirlemişlerdir. Buna göre, faiz oranı düştüğünde, hanehalkları gelecekteki tüketimin bir kısmını öne çekmek için daha fazla borçlanmakta ve borç ödemeleri ile tüketim arasında pozitif bir ilişki oluşturmaktadır. Yazarlara göre, belirli bir borç düzeyi için, faiz oranındaki bir düşüş borcun gelir içindeki payını (borçluluğu) azaltacaktır, ancak çoğu hane kredisinin vadesi göz önüne alındığında, bu etki borcun artmasının ödemeler üzerindeki etkisine göre küçüktür.

Borç deflasyonu teorisinde birbirleriyle etkileşimi korelasyon analizi ile incelenen değişkenlerle ilgili olarak literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, Chang (2005), 1984-2003 ABD verilerini incelediği çalışmasında zaman serisi veri analiz yöntemini kullanmış ve kredi kullanımının (borçluluktaki artışın) orta ile üst gelir grubunun tüketiminde büyümeye neden olduğunu tespit etmiştir. Özsağır (2007), Türkiye için yapmış olduğu çalışmada, 1988-2005 dönemine ait güven endeksleri ile reel büyüme oranları arasında bir korelasyon olup olmadığını analiz etmiş ve aralarında 0,90 oranında pozitif ilişki bulmuştur. Kronik enflasyon probleminin olduğu ülkelerde fiyatlardaki düşüşün tüketici güvenine olumlu olarak yansımaları beklenen bir sonuçtur. Nitekim Gürgür ve Kılınç (2015: 38) zaman serisi yöntemini kullanarak ve Türkiye için 2005-2015 dönemini incelemişlerdir. Buna göre, TÜFE’de % 1 puanlık bir yükseliş, tüketici güvenini 0,61 puan düzeyinde azaltmaktadır. Arısoy ve Aytun (2014: 42), 2005-2012 dönemini baz alarak Türkiye için yaptıkları ekonometrik çalışmada (zaman serisi), Toda-Yamamoto nedensellik testini kullanarak tüketici güven endeksi ile hanehalkı borçluluk değişkenlerinin, hanehalkı tüketimini açıklamada önemli değişkenler olduğu ortaya koyarak, etki yönünü pozitif olarak belirlemişlerdir. Buna karşılık, reel faiz oranının ise yeterli hanehalkı tüketimini açıklama gücünün yeterli olmadığı sonucuna varmışlardır.

Son olarak Türkiye ile ilgili olarak aynı döneme ilişkin olarak yapılan regresyon analizinde, borçluluk ile tüketici güveni arasında negatif bir ilişki bulunmakta iken konut

fiyatları ve borçluluk oranları arasında aynı yönlü, pozitif bir ilişki görülmektedir çünkü yüksek konut fiyatları artan taksit ödemelerine ve daha yüksek borç-servis oranına yol açmaktadır (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.31). 2005-2019 dönemi için ABD verileri incelendiğinde benzer şekilde ABD hanehalkı borçluluk ve tüketici güveni arasında ters yönlü bir lineer ilişki bulunmuştur (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.32).

Veriler analiz edildiğinde, enflasyon attığı zamanlarda borçluluk artmaktadır, nitekim enflasyon borcun değerini aşındırdığı için hanehalkları borçlanmaya yönelmektedir, deflasyon ise borcun reel değerini arttırdığı için borçlunun yükünü artırır. Gelir ile borçluluk arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.33). Gelecekte de gelirlerinin devam edeceği düşüncesi ile borçlanma konusunda hanehalkları kendilerini daha güvende hissedebilmektedir.

İşsizlik oranlarındaki artış kişilerin borçluluk durumlarını arttırmaktadır, iki değişken arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Faiz artışı borçlanma maliyetini arttırdığı için borç ödemesinin gelir içindeki payını arttırmaktadır (Bkz. Ek.2.2: Grafik.3.34). Fakat Keynesyen teoriye göre, faiz oranının negatif bir korelasyona sahip olması beklenir, bu yaklaşıma göre faiz oranı hanehalkı tüketimi ile ters orantılıdır ve hanehalkı tasarrufu ile olumlu ilişkilidir. Bu nedenle, faiz oranının negatif bir korelasyona sahip olması beklenmektedir.

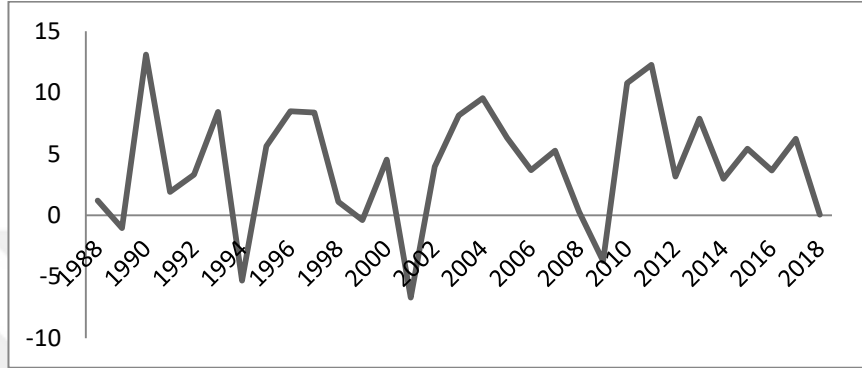
3.1.3 Konu Hakkında Diğer Teorik ve Ampirik Çalışmalar

Tüketici Kredileri ve Tüketim Harcamaları: Gelişmiş finansal piyasaların olduğu ekonomilerde bireylerin krediye erişimi daha kolay olup bu durum hanehalkı tüketiminin kriz dönemlerinde hanehalkı gelirinden daha az dalgalanmasına neden olabilmektedir. Bunun yanı sıra beşeri sermayenin büyüme üzerindeki etkisi dikkate alındığında alınan kredi eğitim için harcanıyor ise ya da yatırım ya da konut harcamalarının finansmanında kullanılıyorsa kişinin ve ekonominin refahına olumlu bir katkı sunabilmektedir.¹⁵⁴ Fakat 2007-08 krizi öncesi hanehalkı borcundaki yaşanan kontrolsüz artış, gelirden bağımsız olarak hareket etmiş, bunun sonucunda hanehalkı harcamalarının hem gelir hem de varlık şoklarına karşı kırılganlığını artırmıştır. Yüksek düzeyde bir borç düzeyi, bireylerin gelecekteki tüketimlerini baskılamaktadır. Aynı zamanda hanehalklarının borç yükündeki artışa tepki olarak finansal kuruluşlar, borç verme standartlarının sıkılaştırılmaktadır. Kredi kısıtı ile karşılaşan bireylerin özellikle dayanıklı tüketim malları ve hizmetlerle ilişkili olan

¹⁵⁴ Fakat krediye ulaşım eğer tabana yayılmaz ise bu durum krediye erişim imkanı olmayanlar için nakit kısıtı oluşturarak toplam refahı nete olumsuz etkiler.

tüketimlerini azaltması beklenir. Bu durumun tüketimi baskılayarak milli gelir büyümesi üzerinde bozucu bir etki bırakması muhtemeldir. Nitekim Türkiye’de 1994, 2001 ve son olarak 2008 krizinde nihai tüketim harcamalarının yıllık büyümesi negatif olarak gerçekleşmiş ve buna paralel olarak bu dönemlerde ülkede negatif ekonomik büyüme yaşanmıştır.

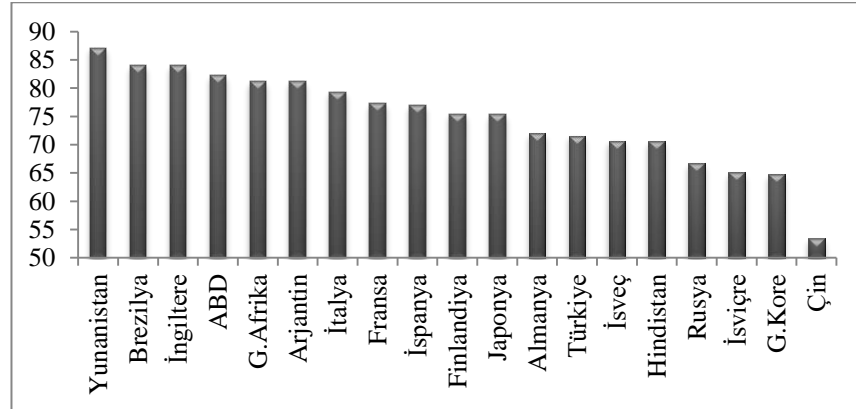
Grafik 3.1. Türkiye - Hanehalkı Nihai Tüketim Harcamaları (yıllık büyüme, %)



Kaynak: World Bank - National Accounts Data

Tüketici harcamaları birçok ekonomide milli gelirin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır, dolayısı ile ekonomik büyümenin en önemli belirleyicilerinden biridir.

Grafik 3.2. Nihai Tüketim Harcamalarının Milli Gelire Oranı (2018)

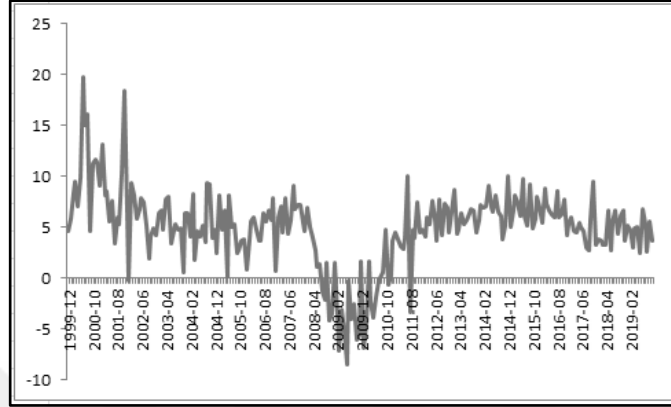


Kaynak: World Bank - National Accounts Data

Tüketicilerin harcama bileşenleri ile ilgili veriler, ekonominin nereye doğru gidebileceğini ile ilgili önemli sinyaller üretmektedir. Tüketici harcamalarında yaşanan gerileme ekonomi üzerinde önemli risk oluşturmaktadır. Harcamalar azaldıkça, ekonomik büyümede yavaşlama görülür, fiyatlar düşer ve deflasyon yaşanır. Aşağıdaki grafikte ABD ekonomisinde görüldüğü üzere tüketici harcamalarındaki bu yavaşlama devam ederse, ekonomi daralır. Diğer taraftan aşırı bir harcama eğilimi, talebi arzın üzerinde büyütür ve bu

böyle devam ettiği takdirde enflasyon yaratır. Tüketiciler, fiyatların sürekli artacağı beklentisi içerisinde girer ise, daha fazla harcamaya yöneleceklerdir. Bu durum talebi daha fazla artırır ve üreticileri fiyatları yükseltmeye sevk eder. Böylece bu olgu, kendini gerçekleştiren bir kehanet durumuna dönüşür.

Grafik 3.3. Tüketici Kredileri Değişimi - ABD (yıllık büyüme, %)



Kaynak: www.federalreserve.gov/datadownload

Murphy (1998), borç servisi/gelir rasyosunun tüketim harcamalarını öngörmede açıklayıcı güce sahip önemli bir gösterge olduğunu belirtmiştir. Bu oran, gelecekteki harcamalardaki büyümeyi kısmen tahmin etmektedir, çünkü borçlanma kısıtlı hanehalkları için gelecekteki gelir artışını tahmin etmeye yardımcı olmaktadır ve tüketim harcamalarını doğrudan etkilemektedir. ABD’de verileri ile yaptığı çalışmada, yazar tüketici harcamalarındaki artışın, 1970’lerin başından bu yana borç servisi oranı ile negatif korelasyonlu olduğunu tespit etmiştir. Toplam krediler için borç-servis rasyosunun gecikmeli değeri, toplam tüketim harcamalarındaki büyümenin % 8’ini açıklamaktadır ve bu değişken istatistik olarak anlamlı ve katsayısı negatiftir. Diğer bir ifade ile süregiden bir borç-servis oranı artışı tüketim harcamalarının büyümesini baskılamaktadır. Yazara göre, aslında bu % 8 değeri küçük görülmemelidir çünkü diğer değişkenlerinde payları küçüktür. Michigan güven endeksinin ağırlığı % 14 olup reel harcanabilir gelirin kendi gecikmeli değeri ise kabaca % 6 açıklama gücüne sahiptir. Çalışmada aynı zamanda gecikmeli borç-servis rasyosu ile gelecekteki gelir büyümesi arasında negatif bir anlamlı ilişki bulunmuştur. Yazara göre, bu negatif ilişkinin nedeni artan borçlanmanın kreditorler için kredi koşullarını sıkılaştırmak için bir işaret olarak algılanmasıdır ve bu durum genel ekonomik aktivitede zayıflamaya yol açmaktadır. Chang (2005), kredi kullanımının orta ile üst gelir grubunun tüketiminde artışa neden olduğunu belirtmiştir. Duman (2013) hanehalkı borcundaki artışın gelecek dönemde geri ödemelerde kısır geri bildirimleri artıracığı, toplam talebi daraltacağı

ve buna bağlı olarak da ekonomik büyüme oranının daha düşük seviyelerde kalacağını vurgulamıştır.

Konut Fiyatları: Konut genellikle tipik hanehalkı için en önemli özel servet ve tüketiciler borçlanmasında teminat olarak kullanılabilecek en değerli varlıktır. Konut fiyatları, sistemik bankacılık krizinden önce takip edilmesi gereken güvenilir bir nc göstergedir unk konut balonunun patlaması halinde hanehalkı borç kompozisyonundaki değişimler, orta ve uzun vadede finansal sistem istikrarını etkileyecektir. Konut fiyatlarındaki değişimler, ev sahiplerinin borç yapılarını yeniden düzenlemeleri ve buna bağlı olarak tüketim ve tasarruf davranışlarını değiştirmeleri için fırsat sunar. Konut fiyatı önemli ölçüde arttığında, ev sahipleri, konut finansmanı için katlandığı maliyeti konutun fiyatındaki artış ile çıkarabilir ve bu gelirleri borç geri ödemesi için kullanabilirler fakat aşırı konut finansmanı durumunda ev fiyatları düşerse ya da faiz oranları artar ise bu durum önemli ölçüde tüketimi baskılar.

Mian ve Sufi (2012: 35)'ye göre konut fiyatlarındaki güçlü düşüş ile karşı karşıya kalan haneler, 2007 ve 2008 yıllarında bilançolarında ciddi bir şok yaşadı. Etkilenen haneler borç yüklerini azaltmaya ve bilançolarını yeniden inşa etmeye başladı. Bu da hanehalkı tüketim harcamalarında önemli bir düşüşe ve toplam talepte belirgin bir zayıflığa neden oldu. Araştırmacılar, çalışmalarında zayıf hanehalkı tüketiminin ve buna bağlı olarak toplam talebin düşmesinin, işsizlik oranının yüksek ve sürekli olmasının ana nedenleri olduğu sonucuna varmıştır. Finocchiaro vd. (2011: 6), çalışmalarında İsveç'te 1992-1993 yıllarında yaşanan bankacılık krizi sonrası hanehalkı borcundaki keskin düşüşün ardından hanehalkı borçluluğu 1990'ların ortalarındaki harcanabilir gelirin % 90'ı iken 2010'da% 170'e yükseldiğini ifade etmiştir. Yazarlara göre, konut kredisi artışı, hanehalkı borçluluğunun artmasında ana etkindir. Çoğu hanehalkı için gayrimenkul varlıklarının büyük kısmını oluştururken, ipotekler en büyük yükümlülüğü oluşturmaktadır. Hanehalkı borcunun kişisel gelire oranı ve hanehalkı borcunun varlıklarına oranı hanehalkı borcunun sürdürülebilirliği konusunda önemli bilgiler ve öngörüler sunar. White (2009)' a göre 1920'lerin sonunda ekonomik çalkantının başlamasıyla konut fiyatları çok sert bir şekilde geriledi.¹⁵⁵ Kreditörler de yaşadıkları ciddi likidite problemi karşısında borçları yeniden yapılandırma konusunda isteksiz olunca borçlular ne kredilerini deyebildi ne de onları refinansman yapabildi, bunun sonucunda da iflas ettiler. 1930-33 döneminde konut başlangıçları %70 oranında geriledi. 1925'de % 6 olan konut inşaatlarının milli gelire oranı 1929'da %3,5

¹⁵⁵ En merkezi konumdaki Manhattan'da konut fiyatları 1929-1931 döneminde %62 gerilemiştir. Washington'da ise bu dönemdeki gerileme %24 düzeyinde kalmıştır.

seviyesine geriledi.¹⁵⁶ Ayrıca Büyük Buhran' da hiçbir finansal ipotek kurumu 2007-2008 krizinde olduğu gibi batmayacak kadar büyük değildi.

İstihdam: Son ekonomik krizde AB'de işsizlik oranında % 30'dan fazla artış yaşanmıştır. Diğer bir ifade ile işsizlik oranı 2007-08'de % 7,5 iken 2010-11'de % 10'a kadar yükselmiştir. Bununla birlikte tüm AB ülkelerinde kriz, istihdam piyasasında benzer şekilde yaşanmamıştır.¹⁵⁷ ABD'de ise durum daha da dramatik olup krizin hemen öncesinde %4,3'de iken kriz sonrası milyonlarca kişi işini kaybetmiş ve bu oran Ocak-2010'da % 10,6'a kadar yükselmiştir. Türkiye'de ise 2008'de % 9,95 iken 2009 % 12,85'e ulaşmıştır. Reinhart vd. (2010), yaptıkları çalışmalarında yaşanan kriz sonrası istihdam piyasasının tekrar istenilen düzeye gelemediği ve işsizlik oranının kriz öncesine göre daha yüksek seviyelerde kaldığını göstermektedir.

Tablo 3.1. Kriz Öncesi ve Sonrası İşsizlik Oranları

	Kriz Öncesi İşsizlik Oranı	Kriz Sonrası İşsizlik Or. (En düşük Oran)	Fark
<u>Gelişmiş Ülke Krizleri</u>			
İspanya,1977	4.8	8.3	3.5
Norveç,1987	2.0	2.5	0.5
Finlandiya,1991	3.4	6.4	3.0
İsveç,1991	1.7	4.0	2.3
Japonya,1992	2.1	3.8	1.7
<u>Asya Krizi</u>			
Endonezya	4.8	6.1	1.3
Kore	2.0	3.2	1.2
Malezya	2.5	3.1	0.6
Tayland	1.1	1.4	0.3
<u>Gelişmekte Olan Ülke Krizleri</u>			
Meksika,1994	2.4	1.6	-0.8
Arjantin,2001	14.7	7.9	-6.8
Türkiye,2001	6.6	9.9	3.3

Kaynak: Reinhart, V. & Reinhart, C. (2010)

Caju vd. (2016: 21-22), Avrupa Birliği tarafından 2009-2010 yılında tüm AB ülkelerini kapsayan 62.000 kişi ile yapılan Hanehalkı Finansmanı ve Tüketim Anketi (HFCS)

¹⁵⁶ Saulnier (1950)'e göre savaş sonrası dönemde ise geleneksel mortgage kurumları, sigorta şirketleri ve ticari bankalar konut kredi piyasası koşullarını gevşetmiştir. Ortalama kontrat vadeleri 1920'lerde 6 yıl iken 1945'lere gelindiğinde bu vadeler yaklaşık 15-20 yıl olmuştur. Benzer şekilde 1920'lerde ortalama faiz oranı % 6-7 iken 1945'lerde bu oran % 4 - 4,5'e kadar inmiştir.

¹⁵⁷ Almanya ve Avusturya istihdam piyasaları krizden etkilenmez iken İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi ülkeler ciddi oranda negatif olarak etkilenmiştir.

sonuçlarını baz alarak yaptıkları çalışmada aşırı borçluluğu şu kriterlere göre tanımlamışlardır (s.20)

- Borç Servisi (aylık borç geri ödemesi / Gelir oranı > %30¹⁵⁸)
- Toplam Borç / Gelir oranı > % 100
- Toplam Borç / Varlık oranı > % 75

Çalışma, olası bir işsizlik şokunun Euro bölgesi hane halklarının mali ödeme gücü üzerinde önemli bir etkisi olabileceğini göstermektedir. Çalışmada, aşırı borçlanma olasılığını belirlemek için işgücü piyasası durumu ve diğer hanehalkı özelliklerinin rolü analiz edilmiştir. Yazarlar işsizlikle ilgili bir şok yaşanması halinde toplam işgücü kaybında %5'lik bir azalma olacağı varsayımı ile yapmış oldukları çalışmada, AB'deki aşırı borçluluk oranının % 11,6'dan %15,3'e yükseleceğini hesaplamışlardır. En yüksek artış Fransa, Almanya ve Belçika gibi ülkelerde olur iken ilginç bir şekilde en düşük borçluluk artışı hali hazırda daha yüksek borçluluğa sahip Portekiz, Kıbrıs, Hollanda gibi ülkelerde olmaktadır. Diğer bir ifade ile şoklardan önce fazla borçlu hane sayısı daha az olan ülkeler, şoklardan en ciddi şekilde etkilenmiş gibi görünmektedir. Bunun yanı sıra tek kişiden oluşan hanehalklarının iki kişiden oluşan hanehalklarına göre daha fazla etkilendiği hesaplanmıştır. Yazarlara göre çalışma aynı zamanda aşırı borçluluk oranının (borç servisi/gelir oranı) gençlerde ve ipotek sahibi olan ve gelir dağılımının dibinde bulunan daha az eğitilmiş kişilerde daha sık ortaya çıktığını göstermektedir. Aktif olmayan / işsiz grup için aşırı borçlanma olasılığının, çalışan gruba göre daha yüksek olduğu bulunmuştur¹⁵⁹ Serbest meslek grubu için de olasılık daha yüksektir. Genç hane halklarının işsizlik şoklarından sonra özellikle mali sıkıntılara karşı savunmasız oldukları gözlemiştir.

¹⁵⁸ Türkiye'de bu oran Eylül-18'de %27,5'e kadar yükselmiş olup sonrasında alınan önlemler ile Haziran-19 itibarıyla %22,6'a inmiştir (TUİK,2018)

¹⁵⁹ Ülkeler arasında farklılıklar söz konusudur. Avusturya'da veya Belçika'da işsiz hane reisi olan hanelerde aşırı borçlu olma olasılığı çok daha yüksek iken İspanya ve Fransa gibi diğer ülkelerde görece daha düşüktür.

Tablo 3.2. Borç Servis Rasyosu %30'un Üzerinde Olan AB Ülkeleri

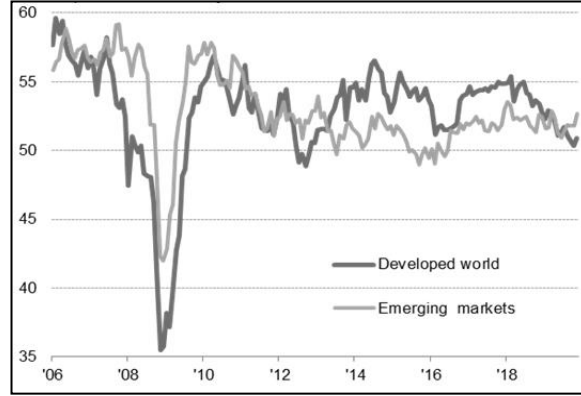
Gelir Dilimi (%)	AB Ort.	Avusturya	Belçika	Fransa	Almanya	Yunanistan	İtalya	Hollanda	Portekiz	İspanya
0-19	30.6	14	44.2	22.6	11.5	41.3	32.8	40.1	74.4	60.9
20-39	18.7	9.7	27.4	10.7	7	25.7	23.1	17.9	49.7	41.8
40-59	15.1	6.8	12.9	13.8	7.8	13.7	12.4	11	24.1	31.2
60-79	10.6	3.4	4.2	12.2	9.6	9.7	9.9	9.7	13.2	24
80-100	7.8	1.8	2.5	8.8	7.9	4.3	4.6	7.3	4.3	12.5

Yaş	AB Ort.	Avusturya	Belçika	Fransa	Almanya	Yunanistan	İtalya	Hollanda	Portekiz	İspanya
16-34	15.2	8.7	16.3	12	6.1	16.4	13.3	23.3	27.5	36.6
35-44	16.6	8	11.4	16.3	7.9	15.2	15.5	17.9	20.9	33
45-54	13.1	3	11.7	11.7	7.7	13.7	13.6	17.8	21.2	23.7
55-64	12.8	6.3	11.9	10.6	14.5	14	8.9	10.4	19.9	17
65-74	10.8	6.6	21.6	6.4	8.8	11.3	8.7	9.3	17.5	25.8
75+	7.9	5.8	0	5.7	7.3	6.2	3.6	3.9	30.8	19.2

Kaynak: Caju vd. (2016) – (örneklem verilerinden elde edilmiştir.)

Dünya’da işsizlik oranları için önemli bir gösterge kabul edilen sanayi üretim endekslerine bakıldığında ise bu endeksin gelişmiş ülkelerde 35 düzeyine kadar gerilediği görülmektedir. Krizde bu sanayi üretim endeksindeki bozulma gelişmekte olan ülkelerde de gelişmiş ülkelerdeki kadar olmasa bile önemli oranda yaşanmıştır. 2017’in sonundan 2019 yılının başına kadarki dönemde ise gelişmekte olan ülkelerde daha stabil bir sanayi üretim endeksi söz konusu iken gelişmiş ülkelerde 55 seviyelerinden 50’ye doğru tekrar bir gerilme söz konusudur.

Grafik 3.4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı – PMI Endeksi



Kaynak: IHS Markit (<https://ihsmarkit.com/research-analysis>)

Mart-2020 itibariyle ise küresel PMI endeksi yaşanan salgının etkisi ile son 11 yılın en düşük düzeyine gerilemiş ve endeks 39,4 değerini almıştır (J.P. Morgan, 2020).

Ülkemizde ise parasal genişlemenin getirdiği düşük faiz ortamı ile firmaların piyasa koşullarını yansıtan PMI’ da yaşanan kriz sonrası hızlı düzelmeye 2012-2016 ya kadar görece daha istikrarlı kalmış iken 2016-2018 dönemindeki canlanma sonrası tekrar düşüş yaşamıştır. Kasım-2019 verileri, bir buçuk yılı aşkın aranın ardından Türkiye’nin ilk kez büyüme bölgesine geçmiş olduğunu göstermektedir.¹⁶⁰ Güçlü büyüme ivmesinin yakalandığı son üç ayda 50’in üzerinde seyreden endeks, yaşanan Covid-19 salgını ile birlikte Mart-2020’de 48,1’e gerilemiştir.

Grafik 3.5. Sanayi Üretimi ve Türkiye Satın Alma Yöneticileri Endeksleri (TÜİK ve İSO Markit Endeksi)



Kaynak: TÜİK ve Markit (<https://www.markiteconomics.com/Public>)

Güven Endeksleri ve Risk Primi: Bir ekonomik sistemin sağlıklı işleyebilmesi için sadece reel faktörler yeterli olmayabilmekte, güven unsuru gibi dışsal faktörleri de göz

¹⁶⁰ Türkiye’de imalat sanayide faaliyet gösteren on sektörden 800 firma ile bu anket gerçekleştirilmektedir. Endeksin ağırlıkları ise şunlardır: Yeni Siparişler (%30), Üretim (%25), İstihdam (%20), Tedarikçilerin Teslim Süresi (%15) ve Girdi Alımları (%10).

önünde bulundurmak gerekebilmektedir. Ekonomik krizlerde en çok vurgu yapılan konulardan biri güven eksikliğidir. Siyasi istikrar ve kararlılık, küresel düzeyde bir kriz ve istikrarsızlığın varlığı, yürürlükteki iktisat politikasının iç tutarlılığı ve etkinliği güven düzeyini belirlemede önemli faktörlerdendir. İktisadi açıdan güven, ekonomik aktörlerin birbirleri ile olan ilişkilerinde zarara uğrama riskine karşı kendilerini güvende hissetmeleri olarak tanımlanabilir. Bu açıdan bakıldığında güven, bir nevi sosyal sermaye olarak görülebilmektedir.

Ekonomide güven konusu, beklentilerle çok yakından ilişkilidir. Nitekim iktisat literatüründe uyumlu beklentiler¹⁶¹ ve rasyonel beklentiler teorisi¹⁶² olmak üzere iki temel beklenti teorisi geliştirilmiştir. Beklentiler, gelecekteki olaylara dair, güncel verilere dayalı olarak gerçekleştirilen tahminlerdir. Beklentilerde karamsarlığın daha baskın olması durumunda, talep daralır, yatırımlar ve istihdam azalır, işsizlik artar ve paranın harcanmaksızın biriktirilmesini özendirerek bunalımın şiddetini artırır. Düşük faiz oranı, düşük işsizlik ve düşük enflasyon oranı ile birlikte büyüyen GSYİH, iyimser beklentilere neden olmaktadır. Hanehalkı borç almak için yeterince iyimser olduğunda ve yatırımcılar borç vereceğinden emin olduklarında, hanehalkı borcu artmaktadır.

Reinhart ve Rogoff (2010: 23), borçluluk tarihi limitlerine yaklaştıkça, risk priminin arttığını ifade etmektedir. Yazarlara göre, kırılmalıklar borcun yapısı, kompozisyonu ile de yakın ilişkilidir. Artan borç düzeyini finanse etmek amacıyla kısa vadeli borçlanmaya gereğinden fazla yüklenmek bu tür borçluları ani ve beklenmeyen krizler karşısında oldukça hassas ve savunmasız bırakır. Dış ve iç borç ayrımı da konunun bir diğer dikkat edilmesi gereken boyutudur. Haspolat (2015), 73 ülkenin 17 yıllık verisini kapsayan ve panel veri analizi kullanarak hazırladığı çalışmasında, ülke kredi notunu düşüren etkenlerden biri olarak borç yükü seviyesi ön planda olduğunu tespit etmiştir.¹⁶³ Fitch tarafından, ekonomilerin gerek güncel gerekse geleceğe yönelik olarak borçlanma taahhütlerini yerine getirme imkan ve isteklerinin geleceğe yönelik olarak değerlendirmesi olarak tanımlanan ülke kredi notları hem hükümetlerin borçlanmasını hem de özel sektör borçlanması üzerinde etki sahibi olmakta bunun yanısıra reel ve finansal sektörün uluslararası yatırım cazibesini de dolaylı biçimde belirlemektedir.

¹⁶¹ Monetaristler ve Keynesyen ekol, geleceğe ilişkin beklentilerin, tarihsel ve güncel veriler ile şekillendiği vurgularlar.

¹⁶² Ekonomik aktörler, kararlarında tarihsel değil, geleceğe yönelik beklentiler doğrultusunda davranışta bulunurlar.

¹⁶³ Diğer faktörler ise döviz kurundaki dalgalanma, faiz oynaklığı ve geçmişte temerrüt yaşanıp yaşanmadığıdır.

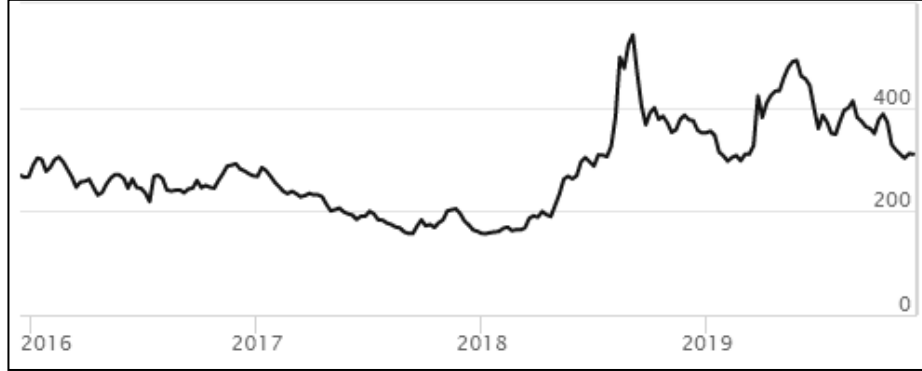
Mewse vd. (2010) tarafından İngiltere'de yapılan anket çalışmasına göre, borçlu ve borçlu olmayan gruplar arasında demografik farklılıkların olduğu doğrulanmıştır. Borcu yüksek olan hanehalkı bireylerinin, borcu olmayan hanehalkı bireyelerine oranla iyimserliklerinin ve finansal açıdan kendilerine olan saygılarının azaldığı tespit edilmiştir. Arvai ve Toth (2001)'a göre, genç hanehalkı işsizliğe yönelik belirsizliğin olmadığı durumlarda gelecek dönem kazançlarının artacağı beklentisi ile daha fazla kredi talebinde bulunmaktadır. Ayrıca, genç bireyler ile orta yaş ve üstü bireylerin risk algılarında farklılık vardır. Genç bireyler kredi kullanma konusunda daha fazla riski göze almaktadırlar. Özellikle hanehalkı borçluluk türlerine bakıldığında, bankalar başta olmak üzere finansman şirketlerince sunulan kredi imkânlarının etkili olduğu görülmektedir. Yazarlar, aynı çalışmada 13 yüksek borçlu ülke, 12 adet düşük borçlu ülkeyi kapsayan bu dört değişken üzerinden yaptığı bir diğer analizde 1933=100 olacak şekilde endekslemiş ve bu ülke grupları arasında net bir uzaklaşma olduğunu belirlemiştir. Çalışma sonuçlarına göre, bu dört değişken arasında yüksek düzeyde bir karşılıklı ilişki bulunmaktadır. Bu dört değişken bağımlı değişkendeki toplam değişimin %90'ını açıklamaktadır. Burada üzerinde durulması gereken bir diğer soru, yüksek borç/gelir rasyosuna sahip devletlerin borçlanma borçlarını iyileşme döneminde daha fazla azaltıp azaltmadığıdır. Tarihsel veriler incelendiğinde 1933 ve 1937 arasında, ortalama olarak devlet düzeyindeki konut kredisi borcu-gelir oranı % 50 oranında gerilemiştir. Borç azaltma konusunda yüksek borçlu ülkelerin düşük borçlu ülkelere göre daha agresif davrandıkları görülmektedir. 1933-37 arasında yüksek borçlu 13 devlet kişi başına düşen konut kredi borcunu %30 azaltırken, düşük borçlu 13 ülkede ise bu azaltım oranı % 6 olarak gerçekleşmiştir.

Moody's (2004), 1982-2003 dönemini baz aldığı çalışmada 414 Milyar USD tutarında 2.800 temerrüt /iflas olayı gözlemlemiştir ve tahvillerin geri kazanım oranı %34 olarak tespit etmiştir. Bu oran genel ortalamayı yansıtır olup sektörel bazda değişim göstermektedir. İlgili kredi kuruluşuna göre sektör genelinde temerrüt oranlarının artırılması, o sektördeki varlıkların değerini azaltabilir ve sorunu daha da kötüleştirebilir. Geri kazanım oranları, varlıkların kalitesi ve türü, varlıkların ömrü ve gelir elde etmeye devam etme kabiliyetinden etkilenebilir ve dolayısı ile geri kazanım oranları (recovery rate) düşebilir.¹⁶⁴ Düzeltme oranının sektörel ortalamasını baz alındığında Türkiye'nin temerrüde

¹⁶⁴ Gayrimenkul, inşaat, teknoloji, telekom gibi sektörde geri kazanım oranı %25 ve altında iken en yüksek geri kazanım oranları %40 - %55 bandındaki kamu hizmetleri, konaklama ve ulaşım gibi sektörlerdir. Tahvil ihraççıların ülkeleri bazında ise ABD'de bu oran %35 iken, Arjantin'de % 34, İngiltere'de %24, Hollanda'da %21'dir.

düşme olasılığı piyasalar tarafından 8 Aralık-2019 tarihi itibariyle aşağıdaki formülden yararlanılarak % 4,6 olarak hesaplanmıştır. Son dört yılda temerrüt olasılığının en yüksek olduğu dönem 4 Eylül 2018 olup bu oran % 8,6'ya kadar yükselmiştir.

Grafik 3.6. Kredi Temerrüt/Takas Primi (CDS) – Türkiye (5 Yıl Vadeli)



Kaynak: Bloomberg

CDS Sevilerine Bağlı Olarak Temerrüt Olasılığını Hesaplama

$$\lambda(t) = \frac{S(t)}{1 - R}$$

λ : Temerrüt Olasılığı

S : % olarak ifade edilen spread

T : Vade yılları

R : % olarak düzelme (geri kazanım) oranını ifade eder. Temerrüt durumunda ortaya çıkan zarardan kurtarılabilecek olan zararı belirtir (Hull, 2003)

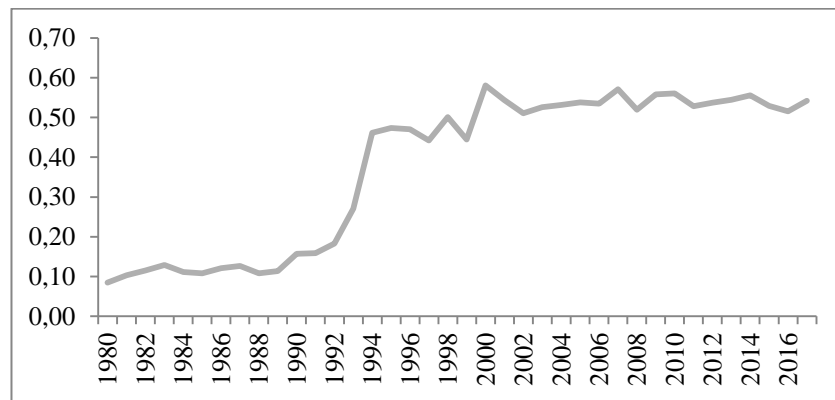
Borsa: Sermaye piyasaları, gerek ülkelerin büyümesi gerekse firmaların kaynak sorunlarının çözümünde önemli role sahip olup aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcıların orta ve uzun vadede tasarruflarını etkin ve verimli olarak değerlendirmesine imkân tanıyan piyasalardır. Aksaklık ve olumsuzlukların minimum düzeye indirildiği, etkin çalışan bir sermaye piyasasının varlığı, yatırımcıların güvenini kazanarak gerek kısa vadeli fonların gerekse orta ve uzun vadeli yatırımların sermaye piyasalarına daha fazla yönelmesine neden olmaktadır (Kaderli, 2016: 115). Ekonomik kriz dönemlerinde ise borsalar, reel sektör ve finansal sektörlerden oluştuğu için ekonomik gelişmelerden etkilenir. Bu nedenle yaşanan ekonomik çalkantının, şirketlerin piyasa değerlerine ve dolayısı ile hisse fiyatlarına negatif olarak yansımaları beklenebilir. Nitekim 2007-2008

krizinde büyüme ve hisse senedi performansı arasındaki ilişki güçlenmiştir. Fakat finansal piyasalar para politikasında bir gevşeme ile birlikte zayıf ekonomik büyüme dönemlerinde de iyi performans gösterebilir. Hisse senetleri performanslarının gerçekleşen milli gelir büyümesinin yanı sıra karlılık ve faiz oranı ile ilişkili iskonto mekanizması nedeniyle beklenen milli gelir büyümesi ile arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Bu nedenle bir öncü gösterge olarak değerlendirilebilmektedir.

2008 krizi öncesinde enflasyon oranları para politikasının en önemli belirleyicisi durumundaydı. Para politikasındaki sıkılaşması sonucu, artan faiz oranları gelecekteki nakit akışlarının daha yüksek faiz oranlarında iskonto edilmesi nedeniyle daha düşük hisse senedi fiyatları üretecek ve potansiyel kazancı önemli ölçüde sınırlandıracaktır. Fakat kriz sonrası enflasyon oranından bağımsız olarak hisse performansı ve milli gelir arasındaki bağ güçlenmiştir. Bu ilişkinin önümüzdeki dönemde de devam etmesi halinde aşırı borçluluk nedeniyle GSYİH büyümesinin durgun olması muhtemel olduğundan bu durumun hisse getirilerini sınırlaması ihtimal dâhilindedir.

IMF, ülkelerdeki finansal piyasalarının gelişiminin yakından izlemekte ve bunları yayınlamaktadır. Finansal Piyasalar Endeksi (FM), finansal piyasaların etkinliği, derinliği ve ulaşılabilirliği üzerine ülkeler arası karşılaştırmaları göstermek üzere IMF tarafından oluşturulmuş bir endekstir. Endeks 0-1 arası değer alır, 1'e doğru yaklaştıkça finansal piyasalarının gelişmişlik derecesi artmaktadır.

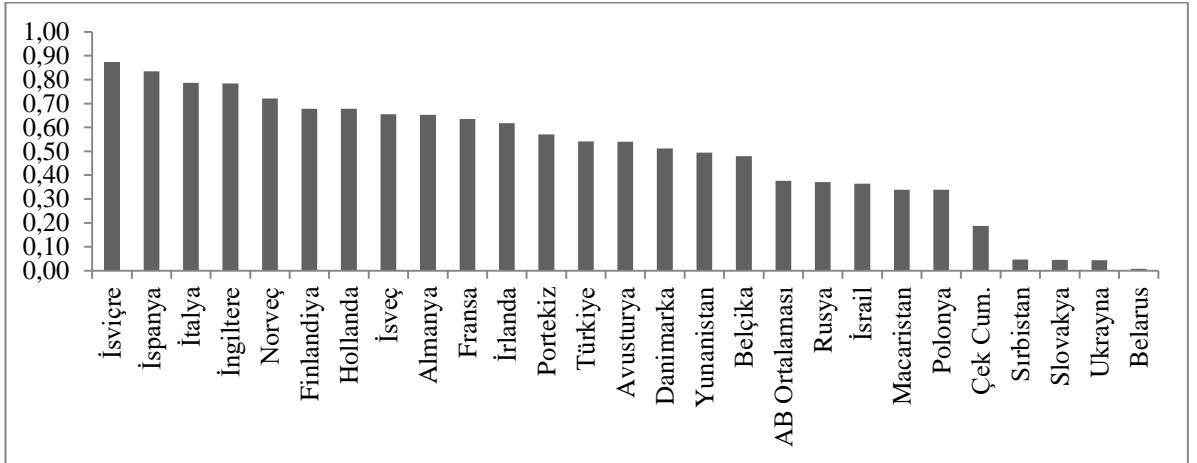
Grafik 3.7. Finansal Piyasalar Endeksi – BIST-100



Kaynak: IMF – Financial Development Index Database

Türkiye, ilgili endekste 41 Avrupa ülkesi arasında 14.sırada yer almaktadır. Dünya genelinde ise ABD borsası ilk sırada yer alırken, ikinci sırada G.Kore, 3.sırada ise İsviçre gelmektedir.

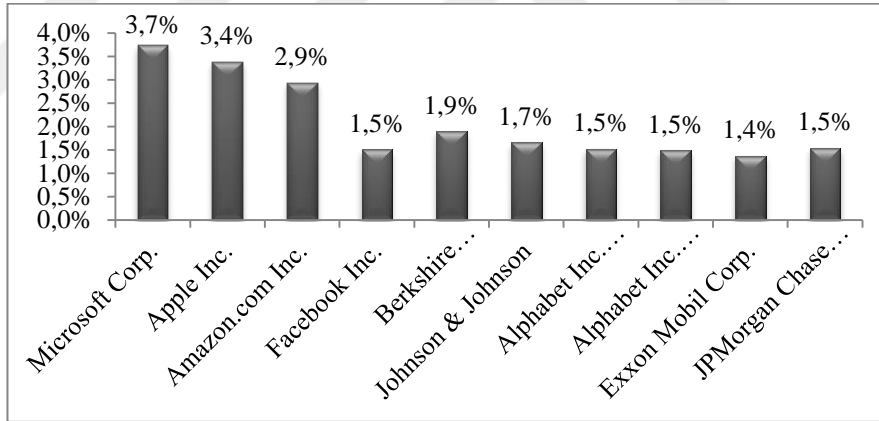
Grafik 3.8. Finansal Piyasalar Endeksi – Genel Görünüm (Avrupa, 2017)



Kaynak: IMF – Financial Development Index Database

Finansal Piyasalar Endeksi, penetrasyonu da dikkate almaktadır. ABD ve Türkiye borsalarının yoğunlaşma oranları incelendiğinde BIST-100 içinde, yoğunlaşmanın S&P 500 ile karşılaştırıldığında daha yüksek olduğu görülmektedir.¹⁶⁵

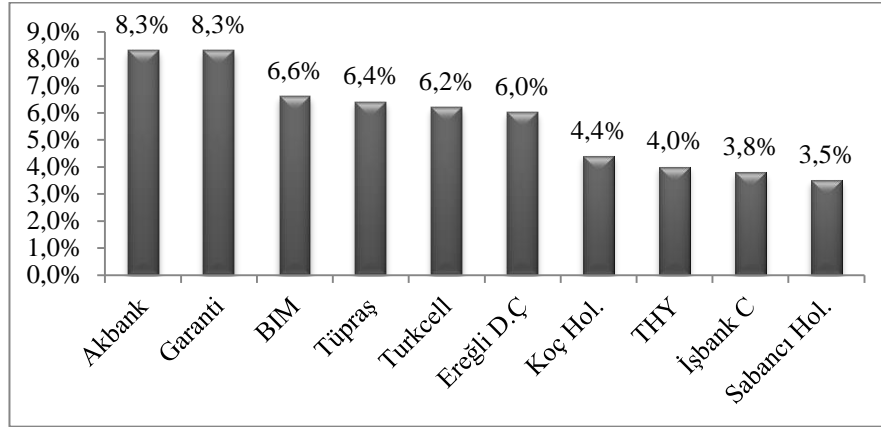
Grafik 3.9. ABD S&P 500 Firmalarının Borsadaki Ağırlıkları (ilk-10 firma, 31.12.2018)



Kaynak: <http://siblisresearch.com/data/weights-sp-500-companies/>

¹⁶⁵ Borsalarda sistematik olmayan riski ölçebilmek için gerek sektörel gerekse firma bazında “Beta Analizi” yapılmaktadır. Yüksek beta katsayısına sahip hisse senetlerinin getiri potansiyeli daha yüksek olur iken, olumsuz piyasa koşullarında ise daha düşük beta katsayısına sahip şirketlerin negatif gelişmelere daha yüksek dayanıklılık potansiyeli bulunmaktadır. Kaderli vd. (2013: 61) BIST-100 firmaları için 2010-2012 dönemini günlük fiyat hareketlerini kullanarak yaptıkları çalışmada bankacılık, spor ve ulaştırma sektörlerinin en yüksek, bilişim, yatırım ortaklıkları ve ticaret sektörlerinin ise en düşük beta katsayısına sahip olduğunu hesaplamışlardır.

Grafik 3.10. BIST-100 Firmalarının Borsadaki Ağırlıkları (ilk-10 firma, 30.06.2019)

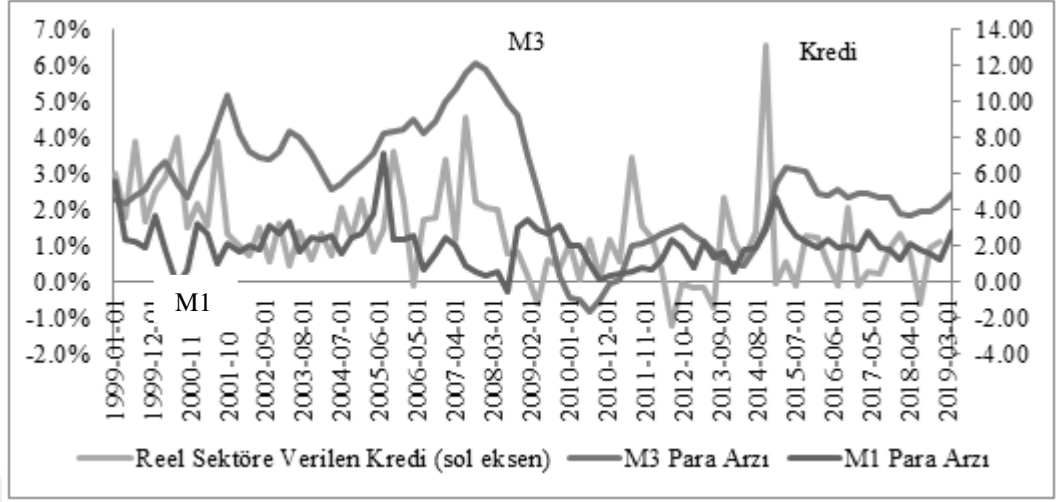


Kaynak: <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri>

S&P 500 gibi bir diğer önemli borsa Dow Jones olup bu borsanın sektörel dağılımında S&P 500'e göre en büyük farklılık, sanayi sektörünün Dow Jones'da yaklaşık on puan daha yukarıda olmasıdır (Bespoke, 2016). Bununla birlikte, Türkiye ve ABD borsalarının sektörel dağılımında önemli farklılıklar görülse de 2001-2010 dönemi için Dow Jones ve BIST-100 borsalarını zaman serisi yöntemi ile analiz ettikleri çalışmalarında Bulut ve Özdemir (2012: 222), her iki borsa arasında eşbütünlüğün varlığını ve Dow Jones'un BIST-100'ün Granger nedeni olduğunu belirlemiştir.

Kredi Stoku ve Para Arzı: Ulusal Ekonomik Araştırma Merkezi (NBER), son 145 yılda her 5 yılda bir ortaya çıkan 29 kredi daralması dönemi tespit etmiştir (Brown, 2018). Geniş para arzı (M3), dar para arzı (M1) ve yurtiçi kredi büyümesi kriz dönemlerinde genellikle ayrışır. M1 büyümesi iş döngüsünde tepe noktasından bir geri dönüşe yol açar. M3 büyümesi ekonomik döngüye göre hareket eder ve kredi büyümesi ise genellikle ekonomik aktivitedeki toparlanmanın gerisinde kalmaktadır. Örneğin, 2010 yılında Euro bölgesi M3 para arzı artışı ve yurtiçi kredi büyümesi 1960 yılından bu yana hem reel hem de nominal olarak en zayıf büyümeyi yaşamıştır. Hem nominal hem de reel olarak, M1 para arzı artışı 2008 yılında belirgin bir şekilde azalmış, böylece reel GSYİH büyümesinde dönüm noktaları ile ilgili öncü göstere özelliklerini doğrulamıştır.

Grafik 3.11. Yıllık Kredi ve Para Arzı Büyümesi - AB



Kaynak: ECB, Statistical Data Warehouse

Çıktı açığı tahmin edilirken parasal koşulların yanında kredi gelişmelerinin de dikkate alınmasının önemine ilişkin olarak, Ögünç ve Sarıkaya (2015) 1Ç2005-1Ç2015 dönemini kapsayan Türkiye verileri ile yaptıkları analizde, kredilerle çıktı açığı arasında yakın bir etkileşim bulunduğunu¹⁶⁶ ve kredilerin iş çevrimini 1 dönem gecikme ile öncülediğini belirlemişlerdir.¹⁶⁷ Yazarlar, krediler ile bir çeyrek dönem sonraki çıktı açığı arasındaki ilişki katsayısını ise 0,64 düzeyinde hesaplamışlardır.¹⁶⁸

2008 krizi sonrası politika (para, likidite, kredi) uygulamalarının net konumun belirlenmesi açısından finansal indikatörlerin toplu olarak değerlendirilmesi önem kazanmıştır.¹⁶⁹ TCMB’ den Kara, Özlü ve Ünalmiş (2015) Türkiye’nin 2006- 2014 verilerini baz aldıkları ve zaman serisi yönetimle VAR modeli kullanarak yaptıkları çalışmalarında, “net kredi kullanımının para politikası duruşunun değerlendirilmesi

¹⁶⁶ Yazarlara göre, “krediler enflasyonu açıklamada çıktı açığı yerine kullanıldığında denklemlerin açıklama gücünde bir bilgi kaybı olmamaktadır.”

¹⁶⁷ Kara, Özlü ve Ünalmiş (2015) ‘in çalışması da benzer şekilde “*GSYİH kullanılarak elde edilen finansal koşullar endeksi, krediler kullanılarak elde edilen endekse benzer bir bilgi değerine sahiptir*” tespitinde bulunmakta ve dolayısı ile kredi kullanımı ile büyüme arasındaki ilişkinin oldukça yüksek olduğunu belirtmektedirler.

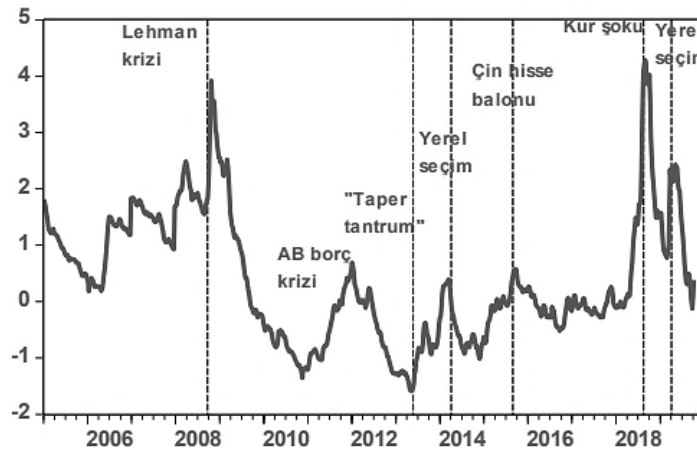
¹⁶⁸ 2014 yılının ortasından itibaren ise bu iki değişkenin seyrinde belirgin bir farklılaşma bulunmaktadır.

¹⁶⁹ Finansal/Parasal koşullar endeksinin oluşturulmasına 1990’ların başlarında ilk olarak Kanada Merkez Bankası başlamıştır (kaynak: <https://www.investopedia.com/terms/m/mci.asp>).

amacıyla oluşturulan finansal koşullar endeksi (FKE)¹⁷⁰ ile de yakın ve oldukça istikrarlı bir ilişki sergilediği belirlenmiştir.” Yazarlara göre “net kredi kullanımı, FKE’deki hareketleri hem bireysel hemde kurumsal krediler için yaklaşık üç çeyrek sonradan takip etmektedir.” Analizleri, Türkiye’de “borsa, risk primi, kredi faizi, kredi standartları ve eğitim değişkenlerinin toplam endeks içindeki payının % 80 düzeyinde olduğunu” ifade etmektedir. Makroekonomik politikaların niteliği açısından iç /dış koşulların ağırlığı da önem arz etmektedir. Bu bağlamda, Türkiye’nin finansal koşullar endeksinin tarihsel hareketleri incelendiğinde genelde dış koşulların katkısının daha yüksek olduğu görülmektedir. 2008 krizi sonra dış faktörlerin etkisi özellikle 2012’ye kadar belirgin şekilde yükselmiştir. Çalışmalarında dikkat çeken hususlardan bir diğeri, “dış koşullar ve diğer faktörler genelde aynı yönde katkı verirken, küresel kriz döneminde bu iki bileşenin katkılarının ters yönlü hareket ettikleridir.”

Işık ve Çiçek (2019), 2009-2019 dönemini baz alarak zaman serisi analizi VAR modelini kullandıkları çalışmalarında, KFE’deki 1 birimlik artış (sıkılaşıma) bir dönem gecikmeli olarak çeyreklik büyümeyi % 2 yüzde puana yakın aşağı çektiğini belirlemişlerdir. Hesapladıkları endekste, göstergeler tarihsel eğilimleriyle uyumlu olduğunda endeks sıfır değerini alır. Endeks örneğin 0’dan 1’e yükseldiğinde, göstergeler nötr seviyeye göre ortalama 1 standart sapma daha sıkı finansal koşullara işaret etmektedir.

Grafik 3.12. Finansal Koşullar Endeksi – Türkiye (2006-2019)



Kaynak: Işık ve Çiçek (2019), QNB Finansbank-Finansal Koşullar Endeksi

¹⁷⁰ Yazarların modellerindeki endeks, literatürle uyumlu bir şekilde, kur, faiz oranı, risk primi, kredi standartları ve verim eğrisi gibi göstergelerin iktisadi aktiviteyi açıklama gücüne göre ağırlıklandırılmış bir şekilde oluşturulmaktadır.

Fiyat Genel Seviyesi ve Tahvil Faizi: Düşük enflasyon hanehalkı borçlarının artmasının nedenlerinden biri olabilmektedir. Düşük enflasyon, hanehalkları üzerindeki mali kısıtlamaları azaltabilir. Düşük enflasyon düşük faiz oranlarına yol açar ve bu nedenle planlanan ödemenin azaltılması için daha az gelir gerekir ve düşük enflasyon anaparayı daha yavaş aşındırır, borç vermeyi teşvik eder. Yine gereğinden yüksek bir enflasyon oranı, benzer sonuçları beraberinde getirebilir. Ücret artışlarının enflasyona gecikmeli tepki verdiği için yüksek fiyat artışı hanehalkının satın alma gücünü aşındıracağından dolayı hanehalkı borcunun artmasına neden olabilmektedir. Diğer taraftan, yüksek düzeyde bir kamu borcu da enflasyonist baskı yaratabilmektedir. Buna en tipik örnek olarak 1919-1923 döneminde Almanya’da yaşanan kamu borcu kaynaklı enflasyon gösterilebilir. Günümüzde ise en yakın örneği son zamanlarda Venezuela’da yaşanan durumdur.

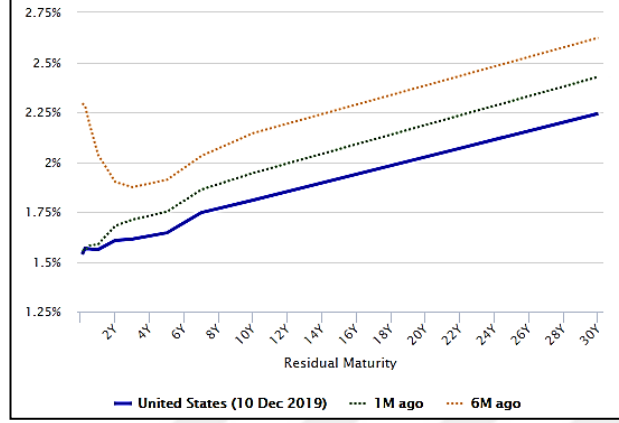
Politika faiz oranı hanehalkı borcunun ve enflasyonun kontrolünde etkili bir araçtır. Bununla birlikte, zamanında, kapsamlı ve dikkatli bir şekilde kullanılmalıdır. Hanehalkı borcu çok yüksek bir seviyeye ulaştığında, faiz oranındaki bir artış hane halkının geri ödeme yükünü önemli ölçüde artırabilir ve bir kredi krizine neden olabilir. Faiz oranı aracı da kapsamlı bir şekilde kullanılmalıdır. Günümüzde, çoğu ülke faiz oranı politikasını belirlerken enflasyonu baz almaktadır. Bununla birlikte, modern ekonomi çok karmaşıktır ve tek başına enflasyon oranı, ekonominin sağlıklı bir şekilde geliştiğini göstermeyebilir; bu nedenle uygun politika faiz oranının belirlenmesinde varlık fiyatları ve işsizlik oranı gibi diğer göstergeler de dikkate alınmalıdır.

Para politikasının duruşunu faizlerin seviyesinin yanı sıra getiri eğrisinin eğimi de temsil etmektedir. Ters çevrilmiş verim eğrisi (inverted yield curve), uzun vadeli tahvillerin kısa vadeli olanlardan daha düşük verime sahip olduğu bir faiz oranı ortamıdır. 10 yıl ile 2 yıl arasında devlet tahvili arasındaki fark negatifse, bu tamamen tersine çevrilmiş verim eğrisinin güçlü bir işaretidir. Ters verim eğrisi genellikle ekonomik durgunluğun bir göstergesi olarak kabul edilir. Nitekim Winck (2019)’e göre ABD’de 1950’den beri yaşanan her durgunluk öncesinde bu ters verim eğrisi görülmüştür.

Yatırımcılar yakın gelecekte ekonominin zayıflayacağını öngördüklerinde kısa vadeli tahvillerden endişe duyup kısa vadeli faizlerde indirime gidileceği beklentisiyle uzun vadeli tahvillere yönelirler. Bu artan talep uzun vadeli tahvil fiyatlarını yükseltirken, buna bağlı olarak getirileri düşürür. ABD için verim eğrisi incelendiğinde durgunluk endişelerinden

dolayı Haziran-2019'da ters verim eğrisi görülmüş¹⁷¹; sonrasında FED, faiz arttırmalarını sonlandırarak, tekrar faiz indirimlerine başlamış ve politika faizini % 1.75'e indirmiştir.

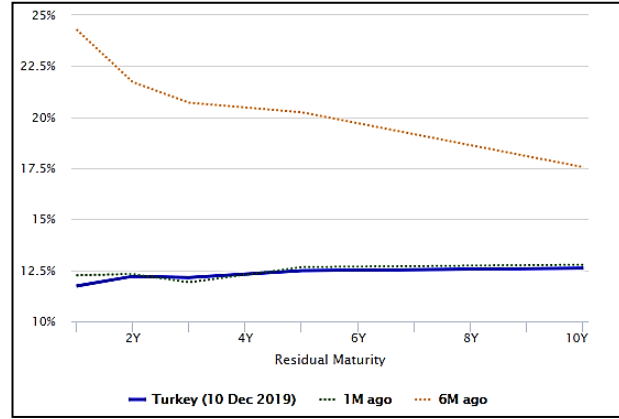
Grafik 3.13. Tahvil Verim Eğrisi - ABD



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur. (<http://www.worldgovernmentbonds.com/country/united-states/>)

Türkiye'de ise Haziran-2019 döneminde ters çevrilmiş verim eğrisi söz konusu iken Aralık-2019 itibariyle daha yatay bir verim eğrisi söz konusudur. Bu durum, bu süreçte Haziran-19 döneminde sıkı para politikası duruşundan para ve sermaye piyasalarında normalleşmeye giden bir altı aylık dönemin yaşandığına işaret etmektedir.

Grafik 3.14. Tahvil Verim Eğrisi - Türkiye



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur. (<http://www.worldgovernmentbonds.com/country/turkey/>)

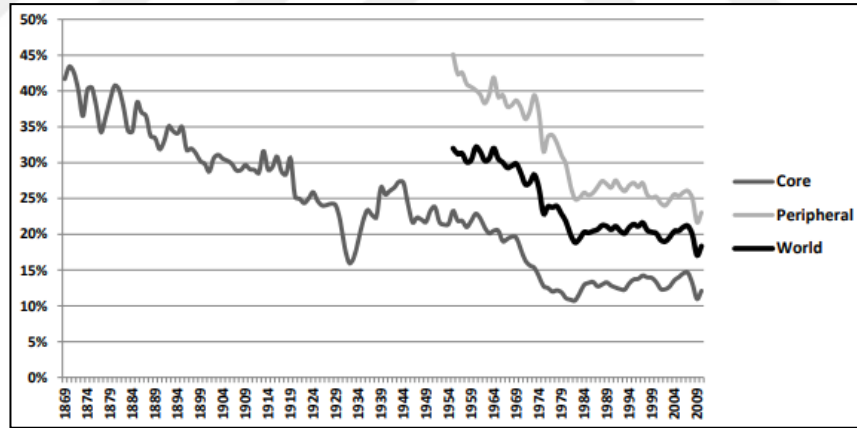
Karlılık ve Temerrüt Oranları: Gerek şirket aktif karlılığı (ROA) gerekse özsermaye karlılığının (ROE) kredi riski ile önemli oranda ilişkili olup bu ilişkinin varlığa yönelik olarak literatürde genel bir mutabakat söz konusudur. Aktif karlılık, vergi sonrası net karının ortalama toplam varlıklara bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Sermaye yeterlilik

¹⁷¹ Tarihsel deneyimler göstermektedir ki, ABD'de ters verim eğrisi birçok kez resesyona öncesi bir öncü gösterge görevi üstlenmiştir.

rasyosu, banka performansını pozitif yönde etkilerken sorunlu krediler ve kredi kayıp karşılığı (provizyon) negatif yönde etkilemektedir. Nitekim kriz öncesinde ABD’de bankacılık sektörünün aktif karlılığı % 1,4 iken 2008 krizi sırasında 2009’un dördüncü çeyreğinde -0,4%’e kadar gerilemiştir (FRED, T.Y). Türkiye’de ise BDDK verilerine göre krizin hemen öncesinde bankacılık sektöründeki aktif karlılık oranı % 2,7 iken kriz sonrası bu oran % 1,1’e kadar düşmüştür (BDDK, T.Y)

Robert (2015) çalışmasında 1963-2013 döneminde dünyada karlılık oranlarının düştüğünü ifade etmektedir. Bu süreçte en düşük seviyesini 1975’te görürken 1995’lerde en yüksek düzeyine ulaşmıştır ve G7 ülkeleri ile dünya arasında 1990’ların başından itibaren bir uzaklaşma, farkın açılması söz konusudur. 1980’lerin başından 1990’ların sonuna kadar karlılık oranlarında küçük bir artış olmakla beraber bir dengelenme ve stabilizasyon olduğunu göstermektedir. Maito (2014) ise çalışmasında benzer şekilde, 1871-73 krizinden itibaren dünyada karlılık oranlarının zaman zaman düzeltmeler yaşansa da gerilediğini tespit etmiştir. 1929-33’teki Büyük Buhran’da sert bir düşüş yaşanmış, sonrasında 1941-1944 deki II. Dünya Savaşı döneminde ise önemli bir toparlanma görülmüştür.

Grafik 3.15. Ülke Gruplarındaki Ortalama Karlılık Oranı

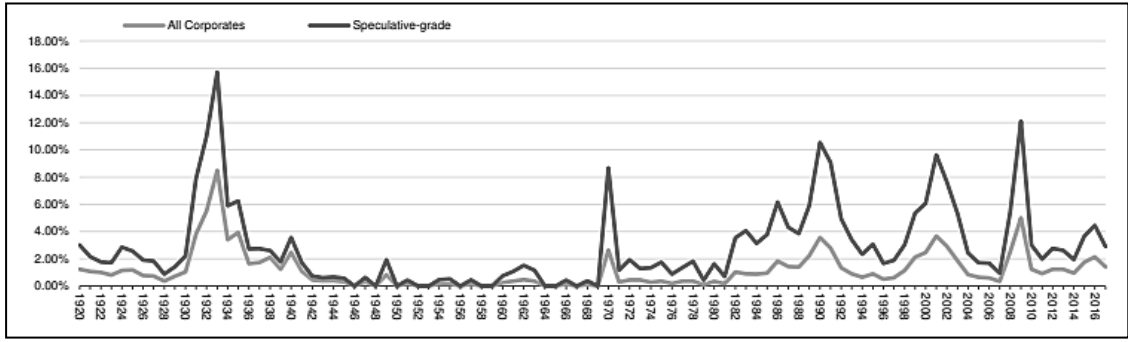


Kaynak: Maito (2014), Ülke Grupları¹⁷²

Moody’s (2018) verilerine göre 2008 krizi son 50 yılda işletmelerde görülen iflasların en yüksek olduğu kriz olmuş ve yaşanan iflasların toplam parasal boyutu 330 milyar USD’ye ulaşmıştır. Yaşanan iflaslara daha uzun vadeli olarak bakıldığında ise 1929 Büyük Buhran dönemindeki iflas oranlarının 2008 krizinden de fazla olduğu dönem olarak dikkati çekmektedir.

¹⁷² Çekirdek Ülkeler: Almanya, ABD, Hollanda, Japonya, İngiltere ve İsveç
Çevre Ülkeler: Arjantin, Avustralya, Brezilya, Şili, Çin, Kore, İspanya ve Meksika

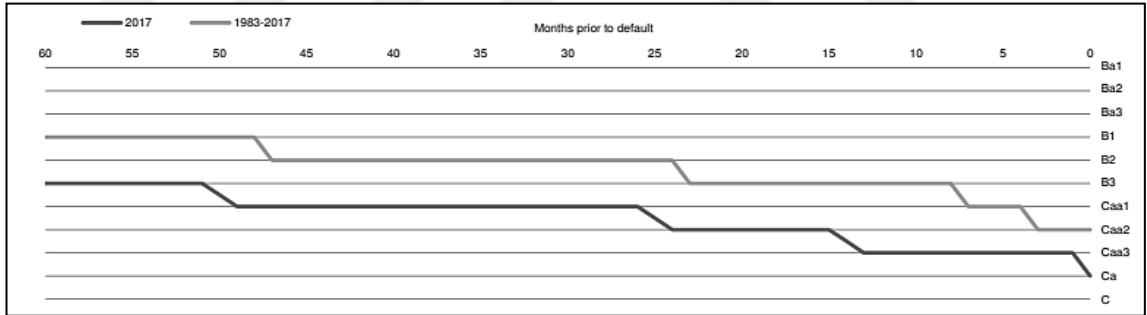
Grafik 3.16. Tarihsel Temerrüt Oranları - ABD



Kaynak: Moody's Investor Service (2018). Annual Default Study

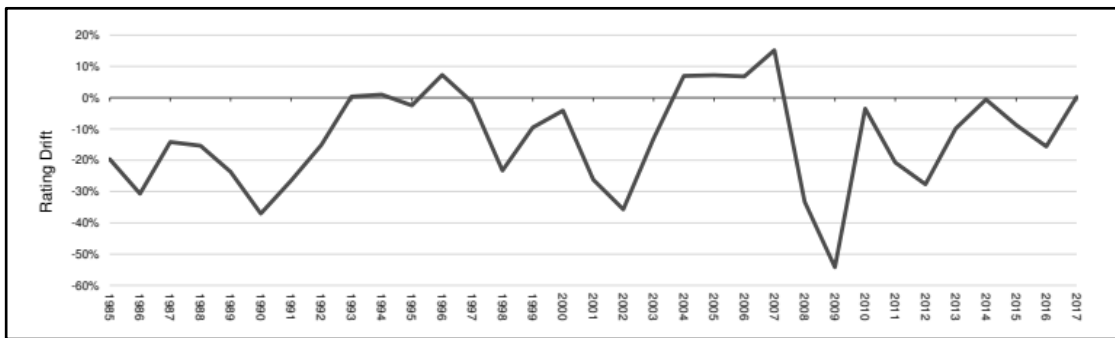
Kredi derecelendirme kuruluşları iflasları/krizleri öngöremedikleri için eleştirilmekle beraber, kurumlar kendilerini krizden yaklaşık 5 yıl önce ilgili şirketin not indirimlerine başladığını ve risklerinin arttığını yatırımcılara raporladıklarını aşağıdaki grafik ile savunmaktadır. Yine, Cantor ve Packer (1996), 1995 yılına ilişkin olarak içinde sanayileşmiş ve GOÜ gruplarının da bulunduğu 49 ülkeyi yatay kesit yöntemi ile analiz etmiş ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kestirilemez durumlar dışında yaptıkları not değişikliklerinin temerrüt ve iflasları önemli oranda öngörebildiklerini belirlemişlerdir.

Grafik 3.17. Moody's - Temerrüt Öncesi Not İndirimleri (1983-2017 ve 2017 Ort.)



Kaynak: Moody's Investor Service (2018). Annual Default Study

Grafik 3.18. Not İndirimi ve Not Artışlarının Karşılaştırılması



Kaynak: Moody's Investor Service (2018). Annual Default Study ¹⁷³

¹⁷³ Eksi değerler, ilgili dönemde ABD'de not indirimlerinin not artışlarından daha fazla olduğunu ifade etmektedir.

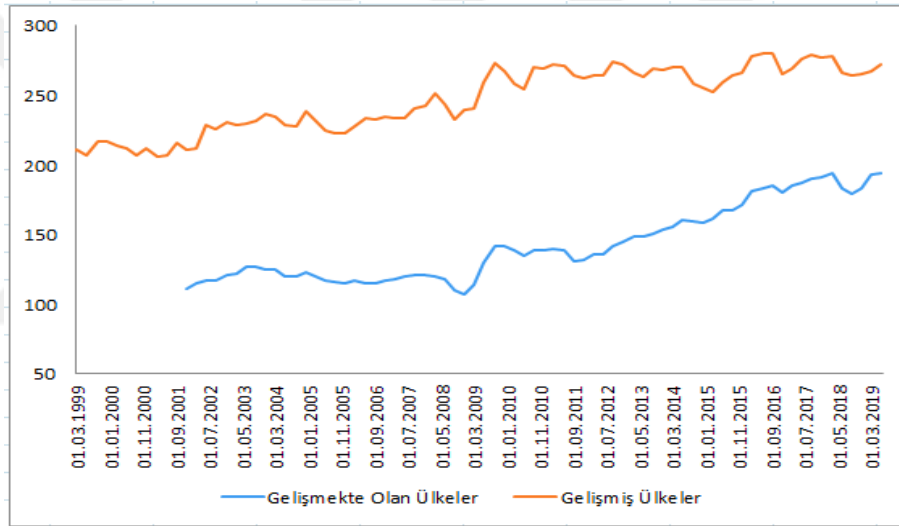
3.2 Karşılaştırmalı Makro Analiz

Bu bölümde ülkelerarası karşılaştırmalı makro analizlerde kullanılan veriler, birincil veri kaynakları olan TCMB, TÜİK, BDDK, TBB, IMF, Dünya Bankası, Eurostat, BIS, ECB (Avrupa Merkez Bankası), FED (ABD Merkez Bankası) vb. kurumlardan elde edilmiştir. Konu bazında verilen grafikler çalışma kapsamında yorumlanarak analiz edilmiştir.

3.2.1 Kriz Öncesi ve Sonrası Makro ile Finansal Değişkenlerin Gelişimi

Kriz sonrası gelişmekte olan ülkelerde, yaşanan parasal genişlemenin de etkisi ile toplam kredi kullanımının hızı artmış, gelişmiş ülkelerde ise yatay seyretmiştir

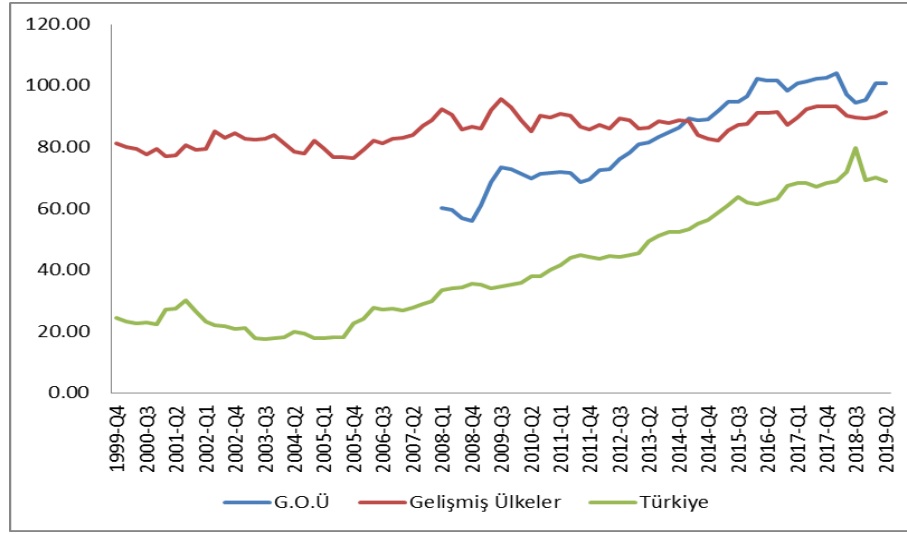
Grafik 3.19. Toplam Kredi Gelişimi



Kaynak: BIS, Statistics * Milli Gelire Oranı (Özel + Kamu Reel Sektör Kredileri + Hanehalkı)

2008 krizi sonrası Türkiye’de reel sektör firmalarının kredi kullanımı gelişmekte olan ülkelere benzer oranda artmıştır.

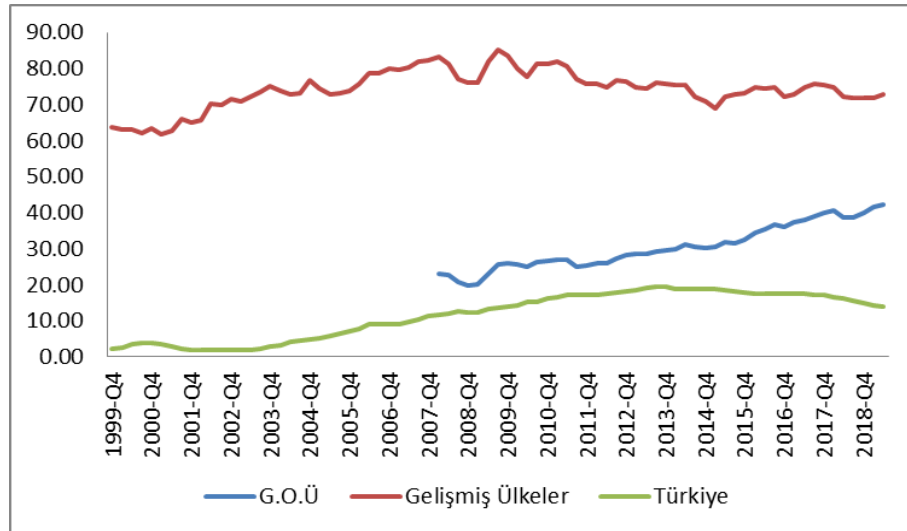
Grafik 3.20. Reel Sektör Firmaları Toplam Kredi Kullanımı



Kaynak: Bank For International Settlements, Statistics * Milli Gelire Oranı

Hanehalkı kredi kullanımını gelişmiş ülkelerde kriz sonrası borç deflasyonunun teorisinin beklentisine paralel olarak azalmıştır. Görece daha az borçlu ekonomiler olan gelişmekte olan ülkelerde ise kredi büyümesi söz konusudur. 2008-2013 döneminde ise hanehalkı kredi gelişimi Türkiye ile gelişmekte olan ülkeler arasında paralellik gösterir iken Türkiye’de 2014’den itibaren alınan makro ihtiyati önlemler ile kredi büyümesinde bir azalma söz konusudur.

Grafik 3.21. Hanehalkı Kredi Gelişimi (Ülke Grupları Bazında)

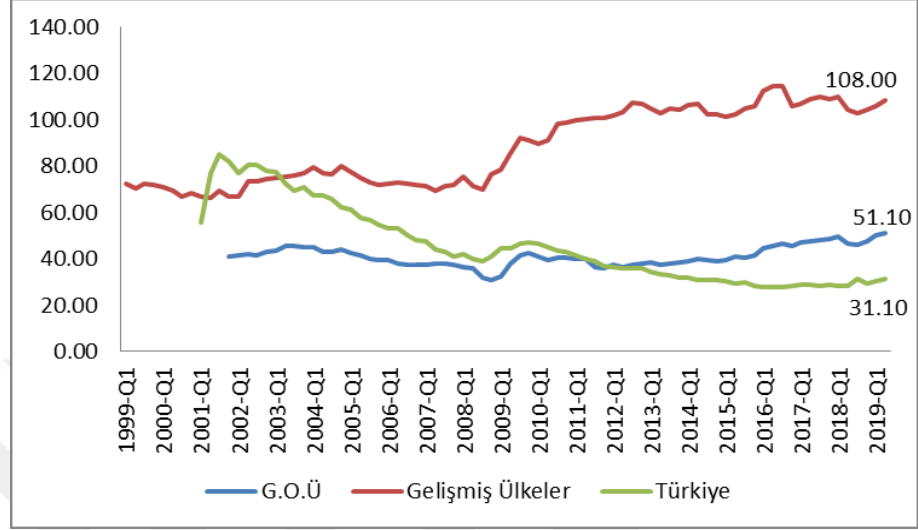


Kaynak: Bank For International Settlements, Statistics * Milli Gelire Oranı

Kriz öncesinde kamu borçluluk oranları gelişmiş ülkelerden farklı olarak gelişmekte olan ülkelerde azalmaya başlamıştır, kriz sonrası gelişmiş ülkelerde devlet borçlanması önemli oranda artarken gelişmiş ülkelerde ılımlı küçük bir artış söz konusudur. Türkiye ise

2000'lerin başından itibaren sürdürdüğü kamu borçlanmasını azaltma stratejisini kriz sonrasında da değiştirmeyip devam ettirmiştir. Gelişmekte olan ülkelere göre ülkemizde kamu borçluluğu düşük seviyededir.

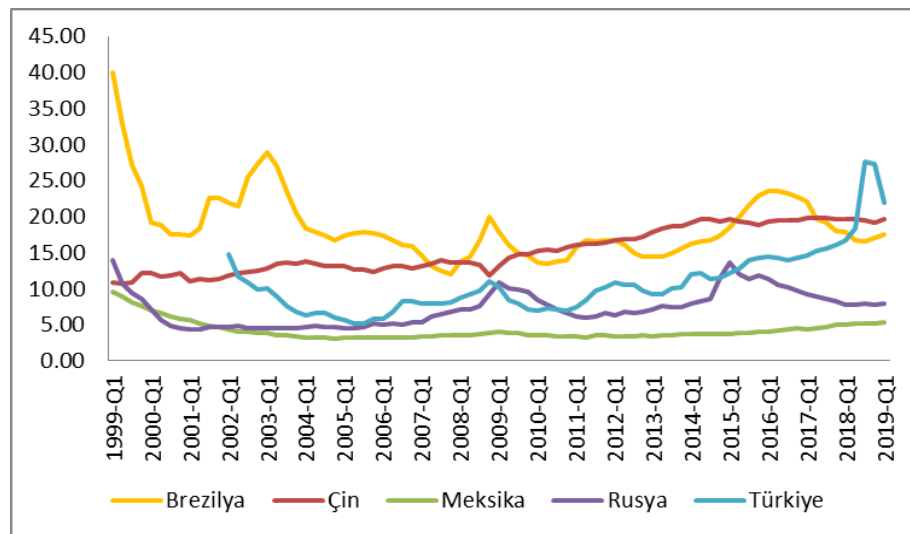
Grafik 3.22. Kamu Borçluluk Gelişimi (Ülke Grupları Bazında)



Kaynak: Bank For International Settlements, Statistics * Milli Gelire Oranı

Kamu borçluluk oranındaki görüntüden farklı olarak Türkiye’de hanehalkı borçluluk oranları artmaktadır. Gelişmekte olan diğer büyük ekonomiler ile kıyaslandığında borç ödemelerinin harcanabilir içindeki payı ülkemizde daha yüksektir. Fakat 2018 sonrasında bir gerileme söz konusudur.

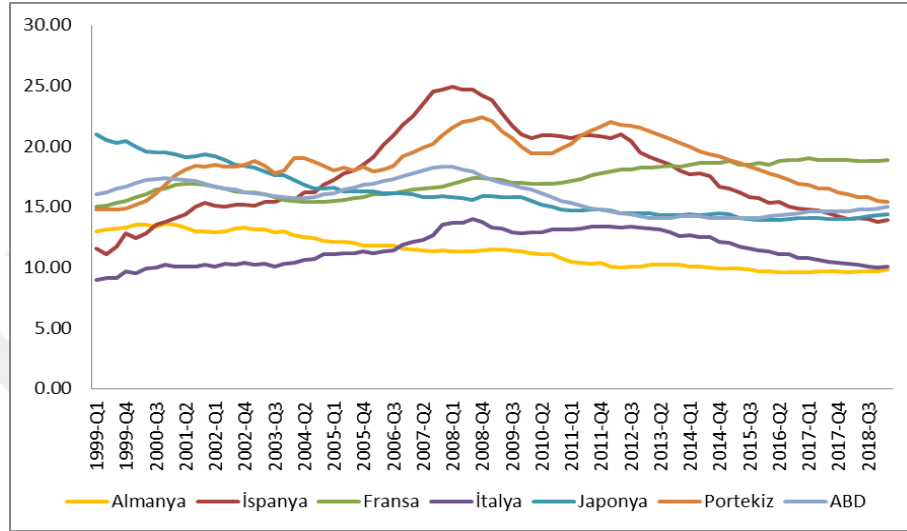
Grafik 3.23. Borç-Servis Rasyosu (Gelişmekte Olan Ülkeler)



Kaynak: Bank For International Settlements, Statistics * Taksit ödemelerinin aylık hanehalkı gelirindeki payı

Borç deflasyonu teorisine uygun olarak kriz ile birlikte genel olarak gelişmiş ülkelerde borçluluk oranlarında (borç/servis rasyosu) bir azalma söz konusudur. Özellikle İspanya’da kriz öncesi borçluluk oranı hızlı bir şekilde yükselmiştir. 2008 krizi sonrası ülkenin borçluluk oranındaki azalma diğer ülkelerden daha şiddetli olmuştur. Benzer durum bir PİİGS ülkelerinden biri olan Portekiz için de geçerlidir.¹⁷⁴

Grafik 3.24. Borç-Servis Rasyosu (Gelişmiş Ülkeler)

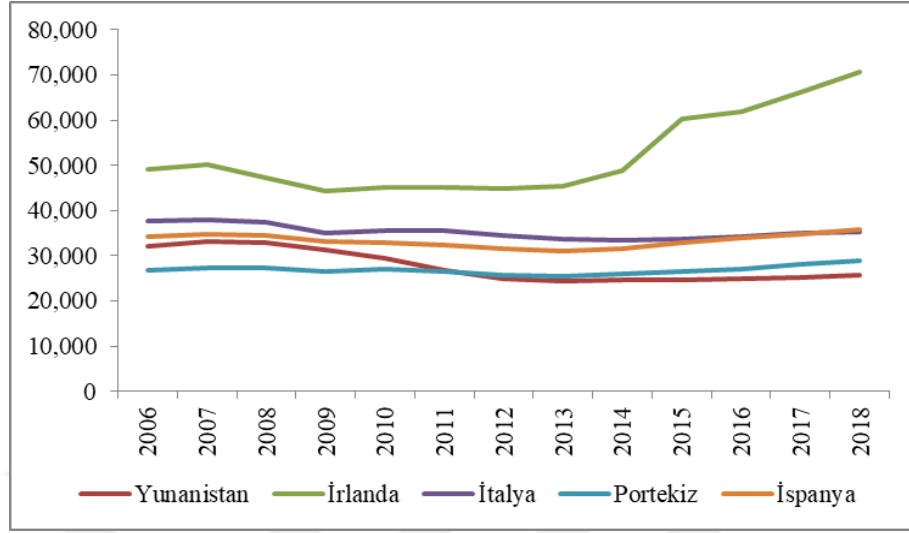


Kaynak: Bank For International Settlements, Statistics * Taksit ödemelerinin aylık hanehalkı gelirindeki payı

PİİGS ülkeleri arasında ekonomik büyümedeki en büyük dalgalanma İrlanda’da görülmüştür. Krizde bazı yıllarda PİİGS ekonomilerdeki yıllık milli gelir büyümesi negatif gerçekleşmiştir. Yunanistan’da ise krizin büyüme üzerindeki bozucu etkisi 2009-2011 döneminde kendisini daha fazla göstermiştir. Burada üzerinde durulması gereken bir diğer nokta ise krizin başlangıcından beri on yıldan daha uzun bir süre geçmesine rağmen hala PİİGS ülkelerinin bazılarında kişi başına düşen milli gelir, hala kriz öncesi seviyelerin altında bulunmaktadır. Bu grupta hızlı toparlanma gösteren tek ülke ise İrlanda olmuştur.

¹⁷⁴ Doğu Avrupa ülkelerinden Estonya, Macaristan ve Slovenya’da da kriz sonrası borç likidasyonu söz konusudur. Fakat bu durum tüm Doğu Avrupa ülkeleri için geçerli değildir

Grafik 3.25. Kişibaşına Düşen Milli Gelir (SGP'ye Göre, \$)



Kaynak: IMF, WEO Database

Kriz öncesi kredi büyümesi en yüksek olan ülke (İrlanda), krizden sonra en ciddi kredi daralmasını yaşamıştır. (Bkz.EK.1:Grafik.3.1). PİİGS ülkelerinden İtalya'da hanehalkı kredi büyüme ve daralması diğer PIİGS ülkelere göre daha ılımlı seyretmiştir.(Bkz. EK.1:Grafik.3.2). Kamu borçluluğu İrlanda'da kriz öncesinde yükselmeye başlamış, Yunanistan'da ise 2008 krizinin hemen başında değil 2011'den sonra kamu borcu artmıştır. (Bkz. EK.1:Grafik.3.3)

Dünya genelinde 2008 krizinde tüketici güven endeksi sert bir şekilde gerilemiş, sonrasında yükseliş göstermekle beraber kriz öncesi seviyesine henüz gelememiştir (Bkz. EK.1:Grafik.3.4). Bununla birlikte, 2008'de yaşanan krize rağmen kredi risk priminde son 20 yıldaki aşağı yönlü trend kırılmamış ve düşüşünü sürdürmüştür (Bkz. EK.1:Grafik.3.5). Ülke borsaları incelendiğinde, kriz öncesinde de PIİGS ülkelerinin borsalarında volatilitenin yüksek olduğu görülmektedir, krizin hemen öncesinde ise arka arkaya yükseliş yılları yaşanmıştır. 2008'de ise borsalardaki yıllık değer kayıpları % 40'lara ulaşmıştır. 2008 sonrası borsalarda dalgalı görünüm devam etmektedir (Bkz. EK.1:Grafik.3.6). Buna karşılık sermaye piyasalarının büyüklüğü ülkeler bazında farklılık göstermektedir dolayısı ile finansal krizden etkilenme düzeylerinde farklılıklar görülebilmektedir. Örneğin ABD'de de hisse senedi piyasasının milli gelire oranı % 150 seviyelerinde iken bir diğer gelişmiş ülke olan Almanya'da % 50'ler düzeyindedir. Türkiye'de ise bu oran % 21,6'dır (Bkz. EK.1:Grafik.3.7).

Borç deflasyonu sürecinde özellikle bankaların rolü de kilit bir öneme sahiptir. Ülkelerin bankacılık sektörü görünümü incelendiğinde Z skor ölçümüne¹⁷⁵ göre krizin başladığı ülke olan ABD’de 2017 verilerine göre bankacılık sisteminin güçlendiği görülmektedir. Benzer güçlü görünüm Almanya ve Fransa için de söz konusudur. Bunun yanı sıra gelişmekte olan ülkelere Arjantin, Macaristan, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Yunanistan’da ise bankacılık sektörünün Z skor ortalaması grup ortalamasının altında bulunmaktadır (Bkz. EK.1:Grafik.3.8).

Borç deflasyonu teorisine göre piyasalarda yaşanan panik sonrası yaşanan rasyonel olmayan fiyatlamalar ve şirket temerrütleri, bankaların karlılığı üzerinde olumsuz etkiye neden olmaktadır. Veriler incelendiğinde, genel olarak gelişmekte olan ülkelerde özsermaye karlılığı, gelişmiş ekonomilere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. PIIGS ülkelerinden Portekiz ve Yunanistan ‘da bankacılık sektöründe karlılık anlamında sıkıntılar devam etmekte olup 2017 verileri itibariyle özsermaye karlılığı negatiftir (Bkz. EK.1:Grafik.3.9). PIIGS ülkeleri finansal sektörün aktif karlılığında 2008 krizinde çok ciddi bir daralma yaşanmış ve bankalar önemli zararlar yazmıştır. En büyük zararı ise Yunan bankaları yaşamıştır. 2011 yılında Yunan bankalarının aktif karlılık oranı - %10 seviyesine kadar ulaşmıştır (Bkz. EK.1:Grafik.3.10 & 3.11). Diğer ülkelere bakıldığında ise 1998 krizinde Rusya’da finansal kurumların zararları çok ciddi düzeydedir. Türkiye de 2001 krizinde bu oranda olmasa da aktif karlılığında önemli bozulma yaşamıştır. 2008 krizi sonrasında Türk bankacılık sektörünün aktif karlılığında azalma devam etmektedir. Bunun yanı sıra, kredi/mevduat oranının giderek Türkiye’de yükselmesi Türk bankacılık sektörünün yurtdışı sermayeye daha fazla bağlı kalmasına neden olmaktadır, kredi derecelendirme kuruluşları kredi değerlendirmelerinde bu durumu artan bir risk olarak değerlendirmektedir. Söz konusu oran 2017’de % 133 düzeyine ulaşmıştır (Bkz. EK.1:Grafik.3.12).

Devlet tahvil faizi oranları analiz edildiğinde, buradaki en büyük yükselişin Yunanistan’da yaşandığı görülmektedir. PIIGS ülkelerinde, kriz sonrası hala devlet tahvili faizleri kriz öncesi seviyelerinin oldukça gerisindedir, bu durum krizin etkilerinin hala sürdüğünü, resesyon endişesinin devam ettiğini göstermektedir (Bkz. EK.1: Grafik.3.13).

¹⁷⁵ (ROA + (özsermaye / varlıklar)) / sd (ROA) formülü ile hesaplanmaktadır. Bir ülkenin bankacılık sisteminin temerrüt olasılığını ölçer. Diğer bir ifade ile bankacılık sektörünün muhasebe bazlı bir risk ölçüm rasyosudur. Yüksek Z skoru, sektörün daha sağlam/dayanıklı olduğunu ifade eder.

M1 para arzı paranın işlevlerinden emisyonu kapsar iken, M2 paranın saklama değerini içerir, M3 ise paranın mübadele değerini barındırır. Geniş kapsamlı para arzı(M3), dar kapsamlı para arzı (M1) ve yurtiçi kredi büyümesi kriz dönemlerinde genellikle ayrışır. 2008’de merkez bankaları varlık satın alımı ile M1 para arzını büyütürken M3 para arzı M1’deki artıştan önce azalmaya başlamış ve M1 artar iken azalmasını sürdürmüştür. PIİGS ülkelerinden M3 para arzı en çok İrlanda’da gerilemiştir (Bkz. EK.1: Grafik.3.14).

Borç deflasyonu sürecinin önemli basamaklarından biri de konut fiyatlarındaki sert gerilemedir. Kriz öncesinde yaşanan konut fiyatlarındaki yükselme başta İrlanda olmak üzere Yunanistan ve İspanya’da kendini göstermiştir. Bu ülkelerde krizin üzerinden 10 yıl geçmesine rağmen konut fiyatları hala kriz öncesi düzeyine gelememiştir (Bkz. EK.1: Grafik.3.15). Yaşanan kriz sonrası ortaya çıkan güven kaybının da etkisi ile tasarrufların-yatırım oranı arasında krizin hemen öncesinde daralan makas tekrar açılmıştır. Fark tasarruf oranından ziyade yatırım oranındaki daralmadan kaynaklanmaktadır. Krize ilk tepki olarak hanehalkları ihtiyatlılık güdüsüyle tasarruf oranlarını arttırmıştır (Bkz. EK.1: Grafik.3.16). AB hanehalkının varlık yapısı incelendiğinde mevduat, türev varlıklar, sigorta ve hisse senedinin dengeli bir dağılımı söz konusudur. Tahvil yatırımı ise önemi giderek daha fazla kaybetmiştir. Türkiye ise mevduatın payı bakımından birinci sıradadır (Bkz.EK.1:Grafik.3.17). AB hanehalkının yükümlülük yapısı incelendiğinde krediler, yükümlülüklerin çok önemli bir bölümünü oluşturmaktadır (Bkz. EK.1:Grafik.3.18).

2008 krizinde ABD’de en önemli bozuma özellikle konut piyasası ve işsizlik oranlarında yaşanmıştır. Kriz sonrası alınan önlemlerinde etkisi ile bu piyasalarda toparlanma görülmüş fakat enflasyon hala kriz öncesi seviyelerine çıkamamıştır (Bkz. EK.2.2:Grafik.3.19). Krizde düşen tüketici güven endeksine paralel olarak tüketim harcamaları gerilemiş, borç deflasyonu teorisinin öngördüğü üzere reel sektör ve hanehalkı borçluluğunda sert bir gerileme yaşanmıştır. S&P 500 borsası ise % 40'lara varan ciddi yıllık getiri kaybı yaşamıştır.¹⁷⁶ (Bkz. EK.2.2:Grafik.3.20).

Japonya ise 1990’larda yaşanan krizde ekonomik büyümede hızlı bir daralma yaşanmıştır. 2008 krizinde ise ekonomi, risklerin devam etmesi nedeniyle küçülmüştür. Büyüme 1990’lardan beri eski uzun dönemli ortalamalarına dönememiştir.1990 krizinde

¹⁷⁶ 2008 krizinde borsada yaşanan kayıp, 1929 Büyük Buhran dönemindeki kadar uzun süreli ve derin olmamıştır. 1930-32 arasında Dow Jones borsası 350 seviyesinden 50’ye düşmüştür.

konut fiyatlarındaki sert gerileme ve işsizlik oranlarındaki dramatik artış uzun yıllar boyunca sürmüştür. Enflasyon ise 1980-90'da düşmüş ve ilerleyen dönemlerde deflasyon görülmüştür (Bkz. EK. 2.2: Grafik.3.21). Ülkede artan aşırı borçluluk nedeniyle artan riskler borç deflasyonu mekanizmalarını çalıştırmış, borç likidasyonu yıllara yayılan bir şekilde uzun süre devam etmiş, tüketim harcamaları, tüketici güveni gerilemiş ve borsa sert kayıplar yaşamıştır (Bkz. EK. 2.2: Grafik.3.22).

3.3 Ekonometrik Analiz

Bu çalışmada üç tür etki mekanizması analiz edilmiştir. İlk olarak borç deflasyonu olgusunda literatür de dikkate alınarak ekonomik büyüme üzerinde ilişkisi olduğu tahmin edilen makro ve finansal değişkenler panel veri analizi yöntemi ile PIIGS (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) ülkeleri baz alınarak incelenmiştir. İkinci olarak hanehalkı borçluluğu belirleyen faktörler ve borç türlerinin büyümeye etkileri Türkiye, ABD ve Japonya için analiz edilmiştir.¹⁷⁷ Bu iki analiz ile bağlantılı olarak ARIMA modeli aracılığı ile Türkiye için oldukça kritik öneme sahip özel sektör borçluluğunun 2023 yılına kadar ki tahminleri belirlenmiştir.

3.3.1 Ekonomik Büyüme Etkileyen Makro ve Finansal Değişkenler (PIIGS Ülkeleri) : Panel Veri Analizi

Çalışma kapsamında, ilk olarak birbirleri ile ilişkisi olduğu tahmin edilen çıktı açığı, toplam yatırımlar, tasarruf oranı, enflasyon, ithalat/ihracat, işsizlik, hükümet harcamaları, cari açık, tüketici güveni, toplam özel sektör borçluluk oranı, hanehalkı borçluluk oranı, kamu borçluluk oranı, borsa, m3 (geniş tanımlı para arzı), sorunlu krediler, konut fiyatları, aktif karlılık ve tahvil faiz oranları gibi makro ve finansal değişkenlerden oluşan korelasyon tablosu PIIGS ülkeleri (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya) 1998-2018 verileri baz alınarak hazırlanmıştır Bkz. EK. 2.1: Tablo.3.1). Bu tabloya göre,

- Çıktı açığı (mevcut üretim düzeyi - potansiyel üretim düzeyi) ile işsizlik arasında güçlü bir negatif korelasyon bulunmaktadır.

¹⁷⁷ Çalışmadaki analiz sonuçlarına yer verildikten sonra hemen arkasından literatürdeki benzer çalışmaların bulgularına da yer verilmiştir.

- Tüketici güveni ile hükümet harcamaları arasında negatif bir ilişki söz bulunmaktadır.
- Hanehalkı borçluluğu ile tüketici güveni arasında negatif korelasyon söz konusudur.
- Kamu borcu arttıkça özel sektörün yatırımları azalmaktadır (dışlama etkisi)
- Çıktı açığı arttıkça (ekonomi potansiyel büyümesinden uzaklaştıkça) sorunlu kredi oranında artış görülmektedir.
- Sorunlu kredilerdeki artış ile toplam yatırımlar arasında negatif ilişki söz konusudur. Bankaların kredi verme risk iştahı tahsili gecikmiş alacaklar arttığında azalmakta olup bunun sonucunda yatırımlarda daralma yaşanmaktadır.
- Tahvil faizleri oranları ile tüketici güveni arasında negatif ilişki bulunmaktadır.
- Sorunlu krediler ile kamu borcu arasında pozitif bir ilinti söz konusudur.
- İşsizlik oranı arttıkça tahsili gecikmiş alacakların oranı yükselmektedir.

3.3.1.1 Ekonometrik Metodoloji: Panel Veri Analizi

Panel veri, zaman serisi ile yatay kesit verilerin birleşiminde oluşmakta olup panel veride bağımlı değişkenin zaman içindeki değişimleri ile çalışılırken, birimler arasında değişen ancak zaman içinde sabit kalan değişkenlerin etkisini gidermek mümkün olabilmektedir (Stock & Watson: 2011:351)

Baltagi (1995), panel verilerin üstünlüklerini şu şekilde sıralamıştır:

- “Panel veriler, bireyleri, firmaları, ülkeleri vb. zaman içerisine ele aldığından bu birimlerde mutlaka heterojenlik söz konusu olur ve genellikle gözlemlenemez. Panel veri yöntemleri, birimlere özgü değişkenlere yer vererek bu heterojenliği doğrudan hesaba katabilmektedir.
- Panel veri, yatay kesit gözlemlerin zaman serilerini biraraya getirerek daha çok aydınlatıcı veri, değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı ve daha çok etkinlik verir.
- Tekrarlanan yatay kesit gözlemler üzerinde çalışılabildiği için panel veri, değişim dinamiklerinin incelenmesinde daha uygundur.
- Salt yatay kesit veya salt zaman serisi verilerinde gözlenemeyen etkileri panel veri daha iyi şekilde bulabilir ve ölçülebilir” (aktaran: Gujarati,2016: 405-406).

Bu çalışmada ilk olarak, panel veri analizinin üstünlükleri dikkate alınarak bu analiz yöntemi ile PIIGS ülkelerinin kriz öncesi 1998-2007 dönemi incelenmiş ve model aşağıdaki gibi kurulmuştur:

Model:

$$GSYİH_{it} = \beta_0 + \beta_1 KBGSYİH_{it} + \beta_2 ENF_{it} + \beta_3 FO_{it} + \beta_4 DTA_{it} + \beta_5 TAS_{it} + \beta_6 YAT_{it} + \beta_7 HB_{it} + \beta_8 RB_{it} + \beta_9 KB_{it} + u_{it}$$

Burada; i kesit boyutunu, t zaman boyutunu göstermektedir.

i:1,2,3,4,5 (Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz, İspanya)

t:1,2.....10 (1998,1999,.....2007)

β_0 : Sabit parametre

$\beta_{1,.....9}$: İlgili bağımsız değişkenlere ait katsayıları

u_{it} : Hata terimini ifade etmektedir.

İlk olarak hangi modelin seçileceğini belirlemek üzere klasik modelin rassal (tesadüfi) etkiler ve sabit etkiler modeline karşı testi yapılmıştır. LR test istatistiğine göre zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu şeklindeki H_0 hipotezi, olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu için reddedilememektedir. Dolayısı ile zaman etkileri bulunmamaktadır (Bkz. EK. 2.1: Tablo.3.2). LR test istatistiğine göre birim etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu şeklindeki H_0 hipotezi, olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu için reddedilememektedir Bkz. EK. 2.1: Tablo.3.3). Dolayısı ile birim etkileri bulunmamaktadır. Bu durumda birim ve zaman etkileri bulunmadığı için klasik model analiz için daha uygun bir seçimdir. Hem sabit hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamanlara göre sabit olduğu modeller, klasik model olarak adlandırılmakta olup havuzlanmış EKK yöntemi ile analiz edilir. F olasılık değeri 0,05'den küçük olduğu için modeldeki açıklayıcı değişkenler beraberce büyümeyi açıklamada anlamlıdır ve R^2 değeri 0,9876 olup büyümedeki değişimin % 98,8' ini açıklamaktadır Bkz. EK. 2.1: Tablo.3.4).

3.3.1.2 Ampirik Bulgular

Model sonuçlarına göre bağımsız değişkenlerden, kişi başına düşen milli gelir (KBGSYİH), tasarruflar (TAS), yatırımlar (YAT) %1 güven düzeyinde, enflasyon (ENF),

tahvil faizi (FO), dış ticaret açıklık oranı (DTA) % 5 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı iken, hanehalkı borçluluk oranı (HB), kamu borçluluk oranı (KB) bağımsız değişkenleri de % 10 güven aralığında anlamlı etkiye sahiptir¹⁷⁸ (Bkz. EK. 2.1: Tablo.3.5).

Modele göre, kişi başı milli gelirdeki 1 birimlik değişim, yıllık ekonomik büyüme üzerinde 0,92 birim pozitif yönlü değişim yaratmaktadır. Faiz oranlarında 1 birimlik artış, ekonomik büyümeyi 0,24 oranında azaltmaktadır. Enflasyondaki 1 birimlik artış yönlü değişim büyümeyi 0,11 birim arttırmaktadır. Dış ticaret açıklık oranındaki % 1'lik artış, ekonomik büyümede 0,53 birim yükseliş yaratmaktadır. Yatırımlar ve tasarruflardaki artış büyümeyi olumlu etkilemektedir. Buna karşılık hanehalkı borçluluk ve kamu borçluluk oranlarındaki %1 oranındaki bir artış iktisadi büyümeyi sırasıyla 0,49 ve 0,55 düzeyinde negatif etkilemektedir. Reel sektör borçluluk oranı her ne kadar istatistiki olarak anlamlı olmasa da hanehalkı ve kamu borç oranı değişkenlerinden farklı olarak büyümeyi pozitif etkilemektedir. Reel sektör firmalarının aldıkları krediyi yatırım harcamalarında kullanıyor olması nedeniyle yatırımların büyüme üzerindeki pozitif katkısının benzeri bir durum burada da gözlenmektedir.

Borç deflasyonu teorisine ilişkin olarak kriz öncesi on yıllık dönemi (1998-2007) kapsayan makro ve finansal değişkenler arasında ilişkiler incelendiğinde, işsizlik ve sorunlu krediler arasında Yunanistan, İtalya ve İspanya'da net bir pozitif korelasyon bulunmaktadır. İrlanda ve Portekiz'de ise bu ilişki belirgin değildir. Aktif karlılık oranı ile sorunlu krediler arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Aktif karlılık oranı ile işsizlik arasında ise sadece Portekiz'de doğrusal bir ilişki söz konusudur (Bkz. EK.2.2: Grafik.3.23). İlgili ülkeler için konut fiyatlarındaki artış ile tüketici güveni arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur (Bkz. EK.2.2: Grafik.3.24). Yunanistan'da geniş tanımlı para arzı (m3) ile borsa getiri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre m3 para arzı büyürken Yunan borsasının getirisi azalmaktadır (Bkz. EK 2.2: Grafik.3.25).

2008-2018 verileri ile yapılan analizde ise LR test istatistiğine göre zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu şeklindeki H_0 hipotezi, olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu için reddedilememektedir. Dolayısı ile zaman etkileri bulunmamaktadır (Bkz. EK.2.1: Tablo. 3.6). LR test istatistiğine göre H_0 hipotezi, olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu için reddedilir. Dolayısı ile birim etkileri bulunmaktadır (Bkz. EK.2.1: Tablo. 3.7).Bu durumda klasik model analiz için daha uygun değildir, sabit etkiler veya tesadüfi

¹⁷⁸ Otokorelasyon ve değişen varyanstan arındırılmış direçli standart hata kullanılmış olup yorumlar dirençli standart hata (robust error) kullanılarak yapılan analiz bulgularına göre yapılmıştır.

etkiler modelinden biri kullanılarak analiz yapılacaktır. Bu modellerden hangisinin seçileceği ile ilgili olarak Hausmann testi yapılır. H_0 : açıklayıcı değişkenler ile birim/zaman etki arasında korelasyon yoktur şeklinde kurulur. Ki kare olasılık değeri 0,05'den küçük olduğundan H_0 reddedilir, yani rassal (tesadüfi) etkiler tahmincisi tutarsızdır ve bu nedenle sabit etkiler tahmincisi geçerlidir (Bkz. EK.2.1: Tablo.3.8).

Sabit etkiler modeli, hata terimi ile birim etki arasındaki korelasyona izin vermektedir. Bu korelasyon katsayısı modelde 0,34 olarak ölçülmüştür. Rho değeri 0,95 olup oldukça büyüktür, bu durum birim etkinin varlığını göstermektedir. Yine en altta tüm birim etki hata ögelerinin sıfıra eşit olduğu yani birim etkinin olmadığı şeklindeki H_0 hipotezi reddedilmektedir yani birim etki vardır. Modelin R^2 değeri 0,98 olup açıklama gücü yüksektir. Açıklayıcı değişkenlerin beraberce bağımlı değişken üzerindeki anlamlılığını sınavan F istatistiği anlamlıdır. Tanısal testler öncesi yapılan panel veri analizi sonucuna göre, açıklayıcı değişkenlerden kişi başına düşen milli gelir (KBGSYİH) %1 güven düzeyinde, hanehalkı borçluluk oranı (HB) ve kamu borçluluğu (KB) %5 güven düzeyinde, enflasyon (ENF) ve dış ticaret açıklığı (DTA) ise %10 güven düzeyinde anlamlıdır (Bkz. EK.2.1: Tablo.3.9).

Tanısal testlerden, Durbin-Watson testi sonuçlarına göre ilgili hesaplanan değer 1,11 olup sabit etkiler modeli için otokorelasyon bulunmaktadır. Değişen varyans için ise Wald testi yapılmıştır. Testin sonucuna göre, H_0 : Sabit varyans vardır hipotezi reddedilir yani değişen varyans vardır. Fakat, Friedman'ın otokorelasyon testi sonucuna göre ise olasılık değeri 0,24 olduğu için ve bu değer 0,05'den büyük olması nedeniyle H_0 reddedilemez yani birimler arası korelasyon yoktur (Bkz. EK.2.1: Tablo.3.10). Değişen varyans ve otokorelasyon için dirençli Arellano tahminci kullanılmış ve standart hatalar düzeltilmiştir. Dirençli (robust) standart hatalar parametrelerin katsayılarında bir değişiklik yaratmayıp sadece standart hata ve dolayısı ile t değerlerini değiştirmektedir.

Açıklayıcı değişkenlerden, kişi başına düşen milli gelir (KBGSYİH) %1 güven düzeyinde, enflasyon (ENF) ve kamu borçluluk (KB) oranları ise %5 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır (Bkz. EK.2.1: Tablo.3.11). Buna göre kişi başı milli gelirdeki 1 birimlik değişim, yıllık ekonomik büyüme üzerinde 0,99 birim pozitif katkı yaratmaktadır. Enflasyondaki 1 birimlik yukarı yönlü değişim büyümeyi 0,40 birim arttırmaktadır. Kamu borcundaki 1 birimlik artış ise büyümeyi 0,55 birim aşağıya çekmektedir.

Kriz öncesi dönemdeki analizde anlamlı etkiye sahip olan yatırımlar ve tahvil faizi ise istatistiksel olarak kriz ve sonrası için oluşturulan modelde anlamlı değildir. Kriz sonrası görülen aşırı parasal genişleme, tahvil faizleri üzerinde suni bir düşüş yaratmış ve büyüme ile olan ilişkisi istatistiki olarak geçerliliğini yitirmiştir. İstatistiki olarak anlamlı olmasa da ilgili dönemde yatırımların büyüme üzerinde negatif bir etkisi bulunmaktadır. Tasarruflardaki % 1'lik bir artış ise büyümeyi 0,28 birim düşürmektedir. Bu dönemde tasarrufların ihtiyat/korunma amacıyla yapıldığı ve krediye, yatırıma dönüşmediği ve dolayısı ile büyümeyi azaltıcı bir faktör olduğu bilinen bir gerçektir.

Model sonuçlarına göre, hanehalkı ve kamu borçluluk oranlarındaki yükselme ekonomik büyümeyi negatif etkiler iken reel sektördeki borçluluk artışı büyümeye pozitif katkı sağlamaktadır. Son olarak, tahvil faizleri ile büyüme arasında ise kriz sonrası oldukça önemsiz sayılabilecek düzeyde düşük oranlı negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiden hareket ile tahvil faizlerinde kriz ve sonrası önemli düşüşler yaşandığı göz önünde bulundurulduğunda, faizlerdeki düşüşün büyümeye etkisinin oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir.

İşsizlik ve sorunlu krediler arasında İspanya ve İtalya'da net bir pozitif korelasyon bulunmaktadır. Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'de ise bu ilişki belirgin değildir. Aktif karlılık oranı ile sorunlu krediler arasında kriz öncesi olduğu gibi kriz sonrasında da anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Aktif karlılık oranı ile işsizlik arasında ise sadece Portekiz ve İspanya'da ters yönlü bir ilişkinin varlığından bahsedilebilir (Bkz. EK.2.2: Grafik.3.26). Kriz öncesi konut fiyatlarındaki artış ile tüketici güveni arasında ters yönlü bir ilişki beş ülkede de belirgin olarak söz konusu iken bu ilişki kriz ve sonrasında gücünü kaybetmiştir. Sadece Yunanistan'da bu ilişki önemli ölçüde varlığını sürdürmüştür (Bkz. EK.2.2: Grafik.3.27). Kriz öncesi sadece Yunanistan'da geniş para arzı (m3) ile borsa getiri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Kriz öncesi bu ülkede görülen lineer trend ilişkisi kısmen parabolik bir ilişki şeklini almıştır (Bkz. EK.2.2: Grafik.3.28).

Literatürde konu ile ilgili olarak benzer çalışmalar incelendiğinde;

- Yüksek düzeyde kamu borçlanmasının büyüme üzerindeki etkisini, Barro (1988), Schclarek (2004), Reinhart ve Rogoff (2010), Cecchetti vd. (2011), Checherita-Westphal ve Rother (2012), Baum vd. (2012), çalışmamızla benzer şekilde negatif, yüksek hanehalkı borçluluğunun etkisini Cecchetti vd. (2011), Deutsche

Bundesbank (2019) çalışmamızın bulgularına paralel şekilde negatif olarak tespit etmişlerdir.

- Reel sektör borçluluğunun büyüme üzerinde etkisine ilişkin olarak Kessy (2007) , Pala ve Teker (2014), Afonso ve Aubyn (2019), çalışmamızın sonuçları ile uyumlu bir şekilde pozitif olarak belirlemişlerdir.
- Tasarruf artışının büyümeyi, Kessy (2007), Nazir vd. (2017), Alptekin vd. (2018), Nitescu ve Murgu (2019) ve Altıntaş ve Koçbulut (2019) çalışmamızla benzer şekilde pozitif etkilediğini belirlemişlerdir.
- Yatırımların iktisadi büyüme etkisi ise çalışmamızda pozitif olup Knight vd. (1993), Zou (2006), Nitescu ve Murgu (2019), Afonso ve Aubyn (2019)'nın çalışmalarında elde ettiği sonuçlar ile uyumludur. Faiz oranlarında artışın büyüme üzerindeki negatif etkisini belirlediğimiz çalışmamızdaki söz konusu bulgu, Yamak ve Tanrıöver (2009) ve Deutsche Bundesbank (2019)'ın çalışmaları ile benzerlik taşımaktadır.
- Enflasyonun büyüme üzerindeki etkisi çalışmamızdaki ülkeler için pozitif olarak gerçekleşmiştir. Bu ülkelerde gerek kriz öncesi gerekse kriz sonrası görülen düşük enflasyon düzeylerindeki bir yükselişin büyüme pozitif katkı vermesi literatürdeki çalışmalar ile genel olarak uyumludur. Phillips (1958), Mundell (1963) çalışmalarında enflasyonun büyüme pozitif katkısı olduğunu belirtmiş olup Fischer (1993), yüksek olmayan düşük dozda bir enflasyonun büyüme pozitif katkıları olduğunu savunmuştur. Yakın dönemdeki çalışmalarda, Kumar vd. (2010), Aydın vd. (2016), Nazir vd. (2017) ve Altıntaş ve Koçbulut (2019) 'in bulguları belirli bir eşik düzeyin altında enflasyondaki yükselişin büyüme pozitif katkısı olduğu şeklindedir.
- Çalışmamızdaki kriz öncesi analize ilişkin bir diğer bulgu, analiz kapsamındaki ülkeler için dış ticaret açıklığının (ithalat+ihracat) büyümeyi pozitif etkilediği şeklinde olup Knight vd. (1993), Sachs ve Warner (1995), Kumar vd. (2010), Huchet-Bourdon vd. (2018)'in çalışmalarının bulguları benzer sonuçlar içermektedir.

3.3.2 Türler Bazında Borç Analizi ve Hanehalkı Borçluluğunu Etkileyen Faktörler (Türkiye, ABD ve Japonya)

2008 yılındaki küresel ekonomik kriz sonrası Avrupa’da borç krizi yaşayan ve PIIGS ülkeleri olarak belirtilen Portekiz, İrlanda, İspanya, Yunanistan ve İspanya ülkeleri için ekonomik büyüme üzerinde etkisi olan makro ve finansal değişkenleri belirlemek üzere yapılan panel veri analizi sonrasında, borç deflasyonu ile ilişkili olarak hanehalkı borçluluğu belirleyen faktörler Türkiye için ve borç türlerinin büyümeye etkisi ise Türkiye, 2008 krizinin çıkış noktası olan ABD ve 1990’lardan sonra kronik düşük büyüme ve fiyatlar genel seviyesi problemi yaşayan Japonya için analiz edilmiştir.

3.3.2.1 Ekonometrik Metodoloji: ARDL Sınır Testi Analizi & VAR Analizi

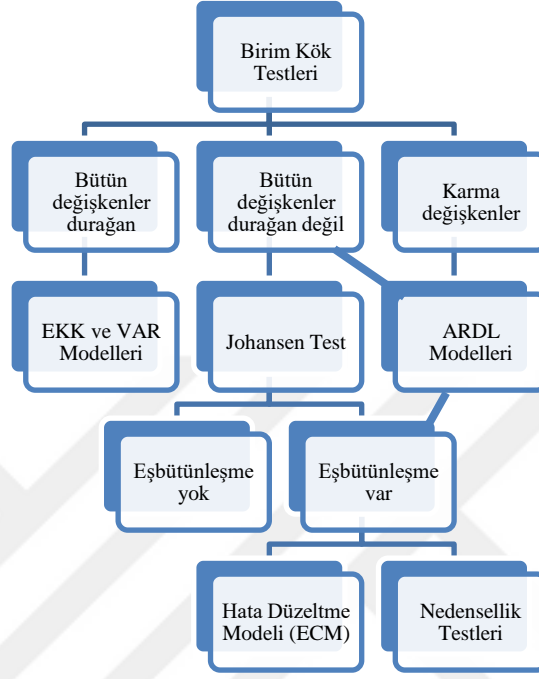
Zaman serisi analizi, değişkenlerin davranışlarını ve zaman içinde birbirleriyle etkileşimlerini anlamak amacıyla kullanılmaktadır. Değişkenlere ilişkin olarak bu verilerin temel karakteristik özelliklerinin anlaşılması ve uygun olarak ele alınması durumunda bu verileri kullanan regresyon analizi ile ilgili değişkenler arasındaki ilişkilerin örüntüsü hakkında bilgi temin edilebilmektedir. Zaman serisi analizinde uygun metodolojinin seçimi, analizinin en önemli aşamasıdır. Birim kök testinin sonuçlarına dayanarak, analiz için uygun yöntemler ve modeller seçilmelidir. Modelin yanlış spesifikasyonu veya yanlış yöntem kullanılması önyargılı ve güvenilir olmayan tahminlere yol açar. Zaman serileri analizi için yöntem seçimi, değişkenin durağanlığını belirleyen birim kök test sonuçlarına dayanır.¹⁷⁹. Literatürde yaygın olarak başvuru alan birim kök testi ADF (Augmented Dickey Fuller, 1976) testi¹⁸⁰ olup bir diğer sık kullanılan test ise alternatif olarak da PP (Phillips Perron, 1988) testidir.¹⁸¹ Bunun dışında yaygın olarak kullanılmasa da bir diğer durağanlık testi ise KPSS (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin,1992) testidir.

¹⁷⁹ Sabit zaman serilerini analiz etmek için yaygın olarak kullanılan yöntemler, sabit olmayan serileri analiz etmek için kullanılamaz.

¹⁸⁰ Her iki testde de H_0 hipotezi “birim kök vardır yani seri durağan değildir” şeklinde kurulur.

¹⁸¹ Bu iki testin farkı; ADF testi, hata terimlerinin rassal yürüyüş yani stokastik yapıda olması ve değişen varyans olmaması gibi bazı temel varsayımlara dayanmaktadır. Buna karşılık PP test ise bu varsayımlara uyulmadığında ya da seri yapısal bir kırılmaya sahip olduğu durumlarda daha uygundur, çünkü PP testi ardışık bağımlılığa ve değişen varyansa izin veren bir ARMA sürecine dayanmaktadır. PP testi Newey-West dirençli standart hata mekanizması kullandığından dolayı otokorelasyonu ve değişen varyans problemini ortadan kaldırmaktadır. PP testinin hipotez test prosedürü ADF testi ile benzerdir.

İlgili tüm değişkenler durağan ise metodoloji daha basit bir hal alarak en küçük kareler yöntemi (EKK) veya vektör otoregresif (VAR) modelleri ile tutarlı ve tarafsız tahminler üretilebilmektedir. Tüm değişkenlerin durağan olmaması halinde ise EKK veya VAR modelleri ilişkiyi analiz etmek için uygun modeller olmayabilmektedir.



Şekil 3.1. Birim Kök Testleri

Kaynak: Shrestha, M.B & Bhatta, G.R. (2018)

Eşbütünleşme testleri, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak kullanılmaktadır. Literatürde genellikle Engle-Granger (1987), Johansen (1988) gibi eşbütünleşme testleri kullanılmakta olup bu testler, belirli seviyelerde durağan olmayan iki değişkenin birlikte eşbütünleşik olabildiği göstermektedir. Bu testlerde söz konusu değişkenlerin aynı düzeyde bütünleşik olması gerekmektedir. Buna karşılık, modelde kullanılan serilerin farklı seviyelerde durağan olması durumunda ise Peseran vd. (2001), diğer eşbütünleşme testlerinden farklı olarak ARDL modelini oluşturmuştur. Diğer bir ifade ile bazı serilerin düzey (orijinal) değerlerde bazı serilerin ise birinci farkları durağan olsa dahi bu serilere Engle-Granger (1987), Johansen (1988) uygulanamaz iken ARDL modeli uygulanabilmekte olup değişkenlerin düzeyde durağan $I(0)$ ya da birinci farkta durağan $I(1)$ olması ARDL sınır testini uygulamaya engel teşkil etmemektedir. Karışık değişkenler, yani bazı değişkenler durağan, diğerleri durağan olmayan durumlarda, Johansen eşbütünleşme yöntemi kullanılamaz. Böyle bir durumda, ARDL modelleri

uygundur. ARDL modelleri (Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model) aynı zamanda, durağan olmayan değişkenler için de kullanılabilir.

Zaman serisi modelinin otoresif (AR) karakteri, herhangi bir değişkenin mevcut değerinin geçmiş değeri ve bazı ayarlama faktörleri tarafından belirlendiğini gösterir. Bu gibi ayarlama faktörleri, mevcut değer geçmişiyle olan ilişkisinden tahmin edilmektedir. Eğer akım değeri sadece hemen önceki değere dayanıyorsa, birinci dereceden otoresif yani AR (1) olarak adlandırılır. Sınır testi ile değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı araştırılmaktadır. Eğer F testi değeri, kritik sınırın dışında ise kısa ve uzun dönem katsayıları tahmin edilebilmektedir.

ARDL Model Kısa Dönem Denklemi:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + \delta z_t + e_t$$

ARDL Model Hata Düzeltme Mekanizması – Uzun Dönem Denklemi:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta x_{t-i} + \sum_{i=1}^p \varepsilon_i \Delta z_{t-i} + \lambda_1 y_{t-1} + \lambda_2 x_{t-1} + \lambda_3 z_{t-1} + u_t$$

Modelde, p gecikme sayısını, Δ fark terimini, β_i ve δ_i katsayıları, t zamanı ve i= 0, 1, 2, 3, n ifade etmektedir, et ise otokorelasyonlu olmayan hata terimlerini göstermektedir.

Zaman serisi verilerinde bulunan bazı özellikler, ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz ederken yöntem seçiminde zorluklara neden olabilmektedir. Otokorelasyon, durağanlık, trendler, mevsimsellik ve yapısal kırılmalar zaman serilerinde en yaygın görülen özelliklerdir. Analizde problem yaratabilecek olan bu özellikler, daha gerçekçi sonuçlar elde edebilmek ve sahte regrasyondan kaçınmak için çalışmada dikkate alınarak veriler üzerinde tanı testleri yapılmıştır.

3.3.2.1.1 Türkiye

Çalışmada, Türkiye için 2012-2018 dönemi aylık verileri kullanılarak, hanehalkı borçluluğunu belirleyen faktörler değişkenleri farklı dereceden durağan olmaları nedeniyle buna izin veren ARDL modeli ile analiz edilmiştir. Birim kök testleri, sınır testi, ARDL uzun ve kısa dönem testleri Eviews 10 paket programı ile gerçekleştirilmiştir. Bağımsız değişkenler işsizlik oranı (İÖ), faiz oranı (FO), nüfus (NUF), kişi başına düşen gayrisafi

yurtiçi hâsıla(KBGSYİH), enflasyon (ENF), konut fiyatları (KONF) ve tüketici güveni (TG) olup bağımlı değişken ise borç-servis oranı (BSR)'dır. Çalışmada ölçekleri sıkılaştırmasından dolayı tüm değişkenlerin logaritmaları alınmıştır, dolayısı ile model tam logaritmik bir model olarak belirlenmiştir. Modelde en uygun gecikme uzunluğu modeli olarak en düşük AIC değerine sahip ARDL (4.0.4.1.2.1.4.4) belirlenmiştir (Bkz. EK. 2.2: Grafik. 3.29).

Türkiye için yapılan ikinci analizde ise borç türlerinin büyüme üzerinde etkisini ölçmek amacıyla VAR modeli kullanılmıştır. VAR modeli, çeşitli değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu model, tüm değişkenlerin endojen (bağımlı) olarak değerlendirildiği çok denklemlilik bir sistemdir. Her değişken için bağımlı değişken olarak bir denklem vardır. Her denklemin sağ tarafı, sistemdeki tüm bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerini içerir.

$$Y_t = a + A_1Y_{t-1} + A_2Y_{t-2} + \dots + A_pY_{t-p} + \varepsilon_t$$

Y_t : Değişkenler vektörü A_1 ve A_2 : Katsayılar matrisi
 a : Sabit terim vektörü ε_t : Hata terimi

VAR modeli, çok değişkenli zaman serilerinin analizi için kullanılan esnek modellerden biridir. Özellikle, ekonomik ve finansal zaman serilerinin dinamik davranışını tanımlamak için yararlıdır. VAR, gözlemlenen verilerin korelasyon bilgilerini kapsar ve bu korelasyon bilgilerini gelecekteki hareketleri veya ilgili değişkenin değişikliklerini tahmin etmek için kullanır (Zhu,2018). VAR modellerine durağanlığın elde edildiği serilerde başvurulmaktadır. Eğer değişkenler arasında eş bütünleşme var ise aynı zamanda VEC modeli olarak da adlandırılan hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir (Ceyhan ve Gündüz (T.Y:5)

VAR modeli tahmin için kullanılabilirse de, elde edilen tahminler ARIMA modeli kadar kullanışlı değildir. Bunun yerine, VAR analizi şu üç konuda katkı sunmaktadır:

- Nedensellik
- Etki-Tepki Fonksiyonları
- Varyans Ayrışması

Çalışma kapsamında 1986-2018 dönemi için Türkiye’de borç türlerinin milli gelire etkisi VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada, etki-tepki fonksiyonları oluşturulmuş, bir değişkenin diğer değişkendeki ani şoklara nasıl tepki verdiği gösterilmiştir. Ayrıca varyans ayrıştırması yapılarak tahmin hatasının ne kadarının değişkenlerin kendisinden kaynaklandığı belirlenmiştir.

VAR analizinin eşbütünleşme testinden farkı, uzun dönemi incelemek yerine şok tipi ilişkileri analiz etmesidir. Değişkenlerin durağanlık derecelerinin aynı olması gerekmemektedir ama teori durağan serilerin kullanımını gerekli kılmaktadır. “VAR modelinde, t istatistik değerlerinin önemliliğine bakılmaz çünkü amaç parametre tahmini ya da öngörü değildir” (Tarı,2018: 454). Çalışmada, gerek açıklayıcı değişkenler gerekse bağımlı değişken için ölçekleri sıkılaştırmak amacıyla serilerin logaritmik değerleri kullanılmıştır.

Analizde öncelikle, açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Açıklayıcı değişkenler arasında % 90’a yakın bir korelasyon, çoklu doğrusallık problemi yaratacağından dolayı % 89 korelasyon oranına sahip hanehalkı ve reel sektör borçluluk oranı yerine özel sektör borçluluk oranı bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir.¹⁸² VAR modeli tahmin edilirken dikkat edilmesi gereken önemli hususlardan biri daha önceden de belirtildiği üzere, kullanılacak gecikmenin uzunluğunun belirlenmesidir. VAR analizinde gecikmeler, olması gerekenden daha uzun bir şekilde belirlenir ise ilgili değişkenler olması gerekenden daha yüksek şekilde gerçekleşmektedir.

Modelde, bilgi ölçütlerinden en düşük değeri en fazla sayıda veren gecikme sayısı 1’dir (EK.2.1:Tablo.3.15). $H_0: ACF(1)=ACF(2)=ACF(3)=\dots\dots\dots= ACF(k)= 0$ – tüm otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır şeklinde olup modelde hesaplanan olasılık değeri 0,05’den büyük olduğundan dolayı H_0 hipotezi kabul edilir (EK.2.1: Tablo.3.16). Yani tüm otokorelasyon katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifade ile hatalar temiz dizi (beyaz gürültü-white noise) sürecine sahiptir yani durağandır. AR karakteristik polinomunun ters köklerinin tamamının birim çember içimde yer alması kurulan VAR sisteminin istikrarlı bir yapı gösterdiğini doğrulamakta ve farklı varyanslar görülmemektedir (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.36). Modelde ki-kare olasılık değeri 0,5240 olarak

¹⁸² Korelasyon katsayına bakarak nedensellik ile ilgili bir açıklama yapılamaz. Sadece değişkenlerdeki değişmelerin aynı yönde olup olmadığı ve bu değişimin oransal olarak kuvveti öğrenilebilir.

hesaplanmıştır. Bu değer, 0.05'den büyük olduğu için modelde değişen varyans sorunu bulunmamaktadır.

VAR analizi için uygun gecikme uzunluğu bulunduğundan sonra etki-tepki analizi yapılmıştır. Etki-tepki fonksiyonları şokların değişkenler üzerindeki etkilerini ve hangi zamanda etkisinin ne olduğunu gösterir. Etki-tepki fonksiyonlarının analizinden sonra varyans ayrıştırması yapılmıştır (EK.2.1: Tablo.3.17). “Kullanılan değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösteren varyans ayrıştırması analizi (variance decomposition analysis), aynı zamanda değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi vermektedir” (Enders, 1995).

Son olarak Türkiye için borçluluk değişkenlerinin, büyüme serisi ile eşbütünleşik olup olmadığı incelenmiştir (EK.2.1: Tablo.3.18). Akaike bilgi ölçütüne göre; 2 nolu model (lineer ve sabit, trendsiz) seçilmiştir. Johanssen eşbütünleşme testinde, değişkenlerin k. dereceden bir VAR modeli şu şekilde gösterilir:

$$y_t = \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 y_{t-2} + \dots + \beta_k y_{t-k} + u_t$$

y_t : Durağan olmayan değişkenler vektörü

u_t : Hata terimleri

β : Hesaplanan katsayılar

H_0 hipotezi: Değişkenler arasında eşbütünleşme yok şeklinde olup H_0 hipotezinin reddedilebilmesi için hesaplanan Trace ya da Max. Eigen değerinin (maksimum özdeğer) %5 kritik güven aralığındaki değer üzerinde olması gerekmektedir.

$$\lambda_{iz}(r) = -T \sum_{i=r+1}^g 1n(1 - \lambda'_i)$$

$$\lambda_{mak}(r, r+1) = -T 1n(1 - \lambda'_{r+1})$$

“İz istatistiği denkleminde, λ_i , π matrisinin i. en büyük özdeğerini göstermekte olup denkleminde verilen maksimum özdeğer istatistiği ise r kadar eşbütünleşme ilişkisine karşılık r+1 kadar eşbütünleşme ilişkisinin varlığını araştırmaktadır” (Akel,2015: 83-84). Denkleminde gösterilen T ise örneklem boyutunu ifade etmektedir.

Eşbütünleşme testi sonrasında, hata düzeltme modelinin çalışıp çalışmadığı kontrol edilerek, ne kadar sürede denge değerine ulaşıldığı hesaplanmıştır. Hata düzeltme modelinin gösterimi ise şu şekildedir.

$$\Delta y_t = \Pi y_{t-k} + \Gamma_1 \Delta y_{t-1} + \Gamma_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta y_{t-(k-1)} + u_t$$

“VECM modelinde eşitliğin sol tarafında, değişkenlerin farkı, sağ tarafında da bağımlı ve bağımsız değişkenlerin farklarının gecikmeli değerleri ile uzun dönemli hata katsayısını gösteren Γ değişkenler yer almaktadır. Π ise katsayı matrisini ifade etmektedir.” (Akel,2015: 84).

3.3.2.1.2 ABD

Bu analizde 1970-2018 dönemi 3 aylık ABD verileri kullanılarak borç türlerinin büyüme üzerinde kısa ve uzun dönem etkisi incelenmiştir.¹⁸³ Modelin açıklayıcı değişkenleri, hanehalkı borçluluğu, reel sektör borç oranı ve kamu sektörü borçluluğu olup bağımlı değişken ise milli gelir olarak belirlenmiştir. Çalışmada serilerin ölçeklerini birbirlerine yakınlaştırmak amacıyla tüm değişkenlerin logaritması alınmış olup ayrıca büyüme bağımlı değişkeni trend etkisinden arındırılmıştır. Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yaklaşımı ile, durağanlık derecesi¹⁸⁴ farklı olan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı araştırılabilmektedir (Nkoro ve Uko, 2016: 63-91). Çalışmada yapılan ADF birim kök testi sonuçları, serilerin farklı düzeyde durağan olduğunu göstermektedir.¹⁸⁵ Bu nedenle ilgili analizde ARDL modelinin kullanımının ilişkilerin yorumlanması açısından daha elverişli bir yöntem olduğuna karar verilmiştir. Modeli analizine geçmeden önce, bilgi ölçütü kriterleri göz önünde bulundurarak uygun gecikme uzunluğu belirlenir. Buna göre, modelde en uygun gecikme uzunluğu modeli olarak en düşük AIC değerine sahip ARDL (4,0,2,1,4) belirlenmiştir (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.38).

¹⁸³ ABD için ilgili veri kümesi bu tarihten itibaren bulunmaktadır.

¹⁸⁴ “Eğer bir seri trende sahip ise bu serinin beklenen değeri ya da bir başka deyişle ortalama düzeyi genellikle zamana bağlı olacak ve serinin gözlemleri arasında da bir ilişki olacaktır. Yani, elde edilen son gözlem bir önceki ya da daha önceki gözlemlerden etkileniyor olacaktır. Dolayısıyla H_0 yokluk hipotezi reddedilecektir. Buradan, gecikmeler arasındaki ilişkiler önemli ise bu serinin durağan olmadığına anlaşılacağı sonucu çıkmaktadır. Bu sonuca göre eğer ACF grafiğinde gecikmelere ait genelde önemli ilişkiler, yani iki güven sınırını geçen ilişkiler var ise “bu seri durağan değildir” denir. Dolayısıyla, uygulamalarda serinin durağan olup olmadığına kontrolü ACF grafikleri ile yapılmaktadır” (Emeç, TY: 1-96)

¹⁸⁵ Kamu, hanehalkı ve reel sektör borçluluk değişkenleri I(1) iken milli gelir ve kişi başı GSYİH serileri I(0) düzeyinde durağandır.

Sonrasında ise kriz sonrası dönemi daha yakından analiz etmek üzere 2008-2018 dönemi incelenmiştir.

3.3.2.1.3 Japonya

Bu çalışmada 1990'ların başından itibaren uzun yıllar durgunlukla mücadele eden Japonya'nın 1988-2018 dönemine ilişkin çeyreksel (üç aylık) verileri kullanılmış ve zaman serisi yöntemi ile analiz edilmiştir. Bağımsız değişkenler hanehalkı borçluluğu, reel sektör borç oranı ve kamu sektörü borçluluğu olup bağımlı değişken ise ekonomik büyüme olarak belirlenmiştir. Çalışmada büyüme trend etkisinden arındırılmış olup serilere ADF birim kök testi uygulanmıştır. Buna göre hanehalkı ve reel sektör borçluluğu serileri I(1) yani birinci dereceden durağan olup kamu borcunun milli gelire oranı serisi I(2) yani ikinci dereceden durağandır. Bu nedenle, hanehalkı ve reel sektör serilerinin birinci, kamu borçluluk oranı serisinin ise ikinci dereceden farkı alınarak seriler durağan hale getirilmiştir. Oluşturulan model en küçük kareler (EKK) yöntemi ile analiz edilmiştir.¹⁸⁶ Model aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$GSYİH = \beta_0 + \beta_1 KB + \beta_2 HB + \beta_3 TÖSB$$

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

KB: Kamu Borçluluk

HB: Hanehalkı Borçluluk

TÖSB: Toplam Özel Sektör Borçluluk

Serileri birim kökten arındırmak amacıyla serilerin farkı alınmaktadır. “Fakat fark alma işlemi, sadece değişkenlerin geçmiş dönemlerde maruz kaldığı kalıcı şokların etkisini yok etmekle kalmayıp, aynı zamanda dönemler arasında bu şoklar dışında var olabilecek uzun dönemli ilişkilerin de ortadan kalkmasına neden olabilmektedir. Durağan olmayan iki seri bütünleşik ise bu durumda iki seri eşbütünleşik olabilir, bu durumda bu iki serinin orijinal(düzey) değerleri arasında bulunacak regresyon sahte olmayıp anlamlıdır” (Tarı,2018: 415). VAR modeli tahmin edilirken dikkat edilmesi gereken diğer önemli bir nokta, kullanılacak gecikmenin uzunluğudur. VAR analizinde gecikmeler, olduğundan uzun belirlendiğinde, değişkenler gerçekte olduklarından daha yüksek değerler almaktadır.

¹⁸⁶ “Regresyon analizi, değişkenler arasındaki bağımlılık ilişkileri ile uğraşmaktadır, ancak değişkenler arasındaki bu bağımlılık mutlaka bir nedensellik ilişkisi ifade etmez. İstatistiksel olarak iki değişken arasındaki sıkı bir ilişki, bir birlikteliğin ifadesidir” (Tarı,2018:436).

Yapılan teste en düşük bilgi ölçütü kriterlerine sahip dört gecikme kullanılmıştır (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.23). Ek olarak, modelde otokorelasyon olup olmadığını belirlemek amacıyla Lagrange Çarpanları (Lagrange Multiplier-LM) testi yapılmıştır (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.25). Gecikme uzunluğu dört olan modelde LM olasılık değerlerinin 0.05'ten büyük olduğu görülmektedir. Yani, otokorelasyonun olmadığı H_0 hipotezi kabul edilmelidir. AR karakteristik polinomunun ters köklerinin hepsinin birim kök içerisinde yer alması, kurulan VAR sisteminin istikrarlı bir yapıda bulunduğunu göstermekte olup farklı varyanslar görülmemektedir (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.40)

Eşbütünleşme olup olmadığını incelemek için Johansen (1990) eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Bu test, değişkenlerin birinci dereceden ya da ikinci dereceden durağan olması varsayımına dayanmaktadır. Bu amaçla öncelikle serilerin bütünleşme dereceleri belirlenir. “Eşbütünleşmenin varlığı halinde her bir seri ayrı ayrı kendi ortalama değeri etrafında dalgalanırken, bu dalgalanmalar birlikte olmaktadır. Granger, iki serinin bütünleşik olması halinde bu serilerin arasında en az bir yönde bir nedensellik ilişkisi bulunması gerektiğini belirtmektedir” (Tarı,2018: 416). Model seçimi Akaike bilgi ölçütüne göre yapılmıştır. En düşük Akaike değerini alan trendsiz ve sabitsiz model seçilmiştir. H_0 hipotezi: Değişkenler arasında eşbütünleşme yok şeklinde olup H_0 hipotezinin reddedilebilmesi için hesaplanan Trace ya da Max. Eigen değerinin %5 kritik güven aralığındaki değerin üzerinde olması gerekir.¹⁸⁷ Diğer bir ifade ile test istatistiği>kritik değerden büyük ise H_0 hipotezi reddedilir.

3.3.2.2 Ampirik Bulgular

Çalışmada Türkiye, ABD ve özellikle 1990'lı yıllardan itibaren deflasyon problemi yaşayan Japonya ülke bazlı olarak zaman serisi yöntemiyle ayrı ayrı incelenmiş ve elde edilen bulgular bu ülkeler bazında verilmiştir.

3.3.2.2.1 Türkiye

Çalışma kapsamında Türkiye ile ilgili ilk olarak hanehalkı borçluluğunu belirleyen faktörler, ARDL Sınır Testi (ARDL Bound Test) ile analiz edilmiş, sonrasında ise borç

¹⁸⁷ “Genel olarak bu testlerde bir çelişki ortaya çıkmaz ama sonuçlar arasında herhangi bir tezatlık durumunda Max. Eigenvalue testi daha kesin sonuç verdiği için tercih edilmelidir” (Tarı,2018: 427).

türleri bazında (hanehalkı, kamu ve özel sektör borcu) VAR analizi ile etki-tepki fonksiyonları oluşturularak varyans ayrıştırması yapılmıştır. Böylece etki-tepki fonksiyonları aracılığı ile serinin varyansında ortaya çıkan değişmeye, şok süresince her bir değişkenin katkısı ölçülmüştür.

3.3.2.2.1.1 Hanehalkı Borçluluğunu Etkileyen Faktörler (ARDL Sınır Testi Modeli)

Hesaplanan F istatistik değeri, kritik değerlerin üzerinde olup model bir bütün olarak anlamlıdır. Modelin sonuçlarına göre, işsizlik oranı, faiz düzeyi, nüfus, enflasyon, tüketici güveni ve konut fiyatı hanehalkı borçluluğunu belirleyen faktörler olarak istatistiksel açıdan anlamlı çıkmıştır. Buna göre Türkiye’de uzun dönemde işsizlik oranı, faiz oranı, nüfus, kişi başına düşen GSYİH, enflasyon, konut fiyatları ve tüketici güveni, hanehalkı borçluluğunu arttırmaktadır (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.12). Hata düzeltme terimi (ect) istatistikî olarak anlamlıdır ve beklendiği gibi negatiftir¹⁸⁸ (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.13). Dolayısıyla modelin hata düzeltme terimi (-0.71) çalışmaktadır. Yani uzun vadede seriler birlikte hareket ederken kısa dönemde görülen sapmalar yok olmakta ve seriler yeniden uzun dönem denge düzeyine yaklaşmaktadır. Varyans ayrıştırması analizi sonuçlarına göre, borçluluk oranındaki artışın büyük bir bölümü bağımlı değişkenin kendi gecikmelisi ile açıklanmaktadır, bağımsız değişkenler arasında öne çıkanlar ise nüfus, konut fiyatları ve işsizlik oranlarıdır (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.14).

Etki-tepki analizi sonuçlarına göre tüketici güveninde yaşanan bir şok öncelikle borç ödemesinin gelir içerisindeki payını artırmaktadır, 7. aydan itibaren denge düzeyine doğru yönelmektedir. İşsizlikte yaşanan bir standart sapmalı şok, ilk olarak borçlulukta artışa yol açmakta, 6. aydan itibaren ise uzun dönemli denge seviyesine gerilemektedir. Faiz oranlarında yaşanan bir şok öncelikle maliyet artışından dolayı borçluluğu artırmaktadır. 7.aydan itibaren denge düzeyine doğru yönelmektedir. Nüfus oranında yaşanan bir standart sapmalı şok karşısında borçluluk oranında ilk tepki artış şeklinde gerçekleşmektedir. Kişi başına düşen gelirden yaşanan bir şok borçluluğu artırmaktadır.¹⁸⁹ Nüfus oranında yaşanan bir standart sapmalı şok karşısında borçluluk oranında artış yaşanmaktadır. Borç

¹⁸⁸ Hata düzeltme teriminin katsayı değeri, standart sapması, t istatistik değeri sırasıyla -0.710, 0.094710, -7.585532 olarak hesaplanmıştır.

¹⁸⁹ Benzer şekilde, Chiarella vd. (2017: 24), Monte Carlo analizi kullanarak yaptıkları çalışmada yüksek gelir seviyelerinin kredi talebini daralttığını belirtmişlerdir.

deflasyonu teorisine göre deflasyon, borcun reel değerini arttırdığından dolayı borçlu aleyhine çalışır, enflasyon ise borcun reel değerini düşürdüğünden dolayı borçlu lehine çalışır ve borçlanma talebini artırır (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.37).

Literatürde konu ile ilgili olarak benzer çalışmalar incelendiğinde;

- **Enflasyon:** Analizimiz sonucuna göre, enflasyon artışı Türkiye’de hanehalkı borçluluğunu arttırmaktadır. Borç deflasyonu teorisine uygun olarak, cari gelir ve gerçekleştirilen borçlanmanın enflasyondan kaynaklı olarak reel değerinin azalması, hanehalkının borçlanmasını pozitif etkilemektedir. Bu sonuç Hayek (1980), Reinhart ve Rogoff (2010), Meng vd. (2013), Aytun ve Akın (2019)’ın çalışmalarının bulguları ile örtüşmektedir.
- **İşsizlik Oranı:** Çalışmada elde edilen sonuç, işsizlik oranının hanehalkı borçluluğu arttırmakta olduğu şeklinde olup Meng vd. (2013), Keese (2010), Jappelli vd. (2013) ile benzerlik taşımaktadır. Nitekim işsizlik, hanehalkında beklenmeyen bir gelir kaybına neden olduğu için cari zorunlu tüketimlerini sürdürebilmek için borçlanma taleplerini arttırabilmektedir.
- **Faiz Oranı:** Faiz oranının hanehalkı borçluluğu üzerine etkisi hakkında literatürde net bir mutabakat bulunmamaktadır.¹⁹⁰ Bu sonuç, Aktaş (2010), Anderson vd. (2014) ve Catherine vd. (2016) ’nin bulguları ile uyumludur. Faiz oranındaki artış geliri, borçludan alacaklıya olacak şekilde transfer eder. Çalışmada, faiz oranının borçluluğu (borcun gelire oranını) borçlanma maliyetlerini yükseltmesinden dolayı arttırdığı tespit edilmiştir. Ekonomi iyi performans gösterdiğinde, tüketici harcamaları enflasyonist etki yaratarak faiz oranlarını artmasına ve dolayısıyla hanehalkı borçlarının artmasına neden olabilir. Ters yönlü bir ilişkinin varlığına yönelik çalışmalar da literatürde yer alsa da, burada ülkemize özel bir takım faktörlerin de sözkonusu olduğu görülmektedir. Türkiye’de 2019 sonu itibariyle konut kredilerinin toplam kredilere oranı % 35 olup önemli bir paya sahiptir. Türkiye’de faiz oranlarındaki değişimler konut fiyatlarına yansımaktadır,

¹⁹⁰ Yaşam boyu hipotezine göre bireyler, genç yaşlarda net borçlu durumunda iken emeklilik dönemindeki hanehalkları geçmiş dönemlerde elde ettiği birikim/tasarruflar nedeni ile net alacaklıdır. Düşük faiz oranları gençler için borçlanma maliyetlerini ve dolayısı ile borç-servis rasyolarını azaltırken, yüksek yaş grubundakilerin tasarruflarına daha az faiz geliri almasına yol açmaktadır.

ayrıca faiz oranlarındaki artış konut fiyatlarının düşmesine yol açarak konut ve dolayısı ile kredi talebini (borçlanmayı) canlı tutabilmektedir. Yine ülkemizde konut sahipliği enflasyondan korunma aracı olarak algılanmakta, enflasyon ve faizler artsa bile daha fazla yükseleceği endişesi ile konut talebi canlı kalmaktadır. Benzer şekilde, Öztürk ve Fitöz (2009: 19) Türkiye'nin 1968-2006 dönemini inceledikleri çalışmalarında EKK yöntemini kullanmış; yazarların ifadesi ile "faiz oranı ve konut talebi arasında iktisadi olarak ters yönlü bir ilişki beklenirken, tam tersi yönde pozitif bir ilişki tespit edilmiştir." Ek olarak, ülkemizde hanehalkı borcunun yüksek olmaması (milli gelire oranı: % 15) nedeniyle faiz oranlarına duyarlılık, yüksek borçlu ülkelere göre daha düşüktür, dolayısı ile faiz oranlarındaki kısmi artışlar kişileri borçlanma taleplerinden güçlü bir şekilde vazgeçirmemektedir.

- **Tüketici Güveni:** Analizimiz sonucuna göre, tüketici güvenindeki artış Türkiye'de hanehalkı borçluluğunu arttırmaktadır. Geleceğe dair daha güvenli bakan bireyler, daha fazla borçlanma talep etmektedirler. Kolçak vd. (2018), Turinetti ve Zhuang (2011)'in çalışmalarının bulguları bu sonuç ile tutarlıdır.
- **Kişibaşına düşen GSYİH:** Amprik çalışmalar, hanehalkı gelirinin borçlanmaya her iki yönlü etkisinin de bulunabildiğini göstermektedir. Buna göre, temel gereksinimlerin karşılanmasında eksiklik yaşanması halinde bu durum hanehalklarını borçlamaya mecbur bırakabilir. Bunun yanısıra artan gelir, gelecekteki gelir beklentisinin verdiği artan güven ile birlikte ertelenmiş talepleri öne çekerek borçlanmayı arttırabilir. Aytun ve Akın (2019), Kolçak vd. (2018) çalışmalarında benzer sonuca ulaşmışlardır.
- **Konut Fiyatı:** Çalışmada, konut fiyatlarının borçluluğu yükselttiği tespit edilmiştir. Konut fiyatlarındaki sert artışlar kişilerin konut sahibi olmak için olması gerekenden daha fazla borçlanmasına neden olmaktadır. Turinetti ve Zhuang (2011), Jacobsen ve Naug (2004), Rahman ve Masih (2014), Meng vd. (2013)

- **Nüfus:** Çalışmada nüfus artışının borçlululuğu arttırdığı belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları, Khan vd. (2016) , Meng (2013) ile uyumludur. Hanehalklarının borçluluğunun azalarak tasarruflarının artması, kişi başı GSYİH büyüme oranının, nüfus artış hızından daha yüksek oranda artması ile ilişkilidir. Artan nüfus, hanehalklarının kaynaklarını eriterek borçlanmasına neden olmakta, böylece tasarrufların yatırımlara dönüşmemesine ve dolayısıyla iktisadi büyümeyi negatif etkilemesine yol açabilmektedir. Bununla birlikte ılımlı bir nüfus artış hızının talep canlılığı, inovasyon, ölçek ekonomisi vb. gibi faktörler aracılığı ile ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğuna ilişkin çalışmalar da mevcuttur. Yine, nüfusun yaş dağılımı hanehalkı borçluluğunu üzerinde belirleyici olabilmektedir. Genç kesimin, orta-üst yaş grubuna göre tasarruf imkânlarının daha az olması nedeniyle borçlanma ihtiyaçları daha fazla olabilmektedir. Türkiye, gelişmiş ülke ekonomilerinden farklı olarak daha genç bir ülke olması nedeniyle artan nüfusun borçluluğu arttırması beklenen bir sonuçtur.

3.3.2.2.1.2 Türler Bazında Borç Analizi (VAR Modeli, Etki-Tepki Fonksiyonu ve Varyans Ayrıştırma) : Bulgular

Türkiye’de kamu borcu, 2001’de bir önceki yıla göre yaklaşık iki kat (% 37’den %72’ye) artmış sonrasında hızlıca gerilemiştir. Hanehalkı borçluluğunda ise 2004 yılından itibaren hızlı bir yükseliş görülmektedir. Benzer durum reel sektör borçlanması için de geçerlidir. 2015 yılından itibaren özel sektör borçluluk oranlarında gerileme gözlenirken, hızı azalmakla birlikte reel sektörün borçluluk oranlarında artış devam etmektedir (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.35).

Elde edilen sonuçlara göre;

- Kamu borçlarındaki bir standart sapmalık şok artışın, büyümeye ilk iki yıl etkisi pozitif olmakta sonra uzun dönem dengesine gelmektedir.
- Özel sektör borcundaki şok artış, ekonomik büyümeyi ılımlı düzeyde pozitif etkilemektedir.
- Milli gelirden yaşanan bir şok karşısında kamu borçluluğu artmaktadır.

- Ekonomik büyümede yaşanan bir şok durumunda özel sektör (hanehalkı + reel sektör borçluluk oranı) borçluluğu özellikle ilk üç dönem belirgin olarak azalmakta sonraki yıllarda düşük eğimli bir toparlanma görülmektedir.
- Kamu borçlarındaki bir şok artış dışlama etkisi(crowding out) yaratarak özel sektörün borçluluğunu azaltmaktadır. Dördüncü yıldan itibaren ise uzun dönem dengesine yakınsamaktadır (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.37).

“Kullanılan değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösteren varyans ayrıştırması analizi, aynı zamanda değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi vermektedir” (Enders, 1995). Varyans ayrıştırma analizinin bulgularına göre, büyüme üzerinde kamu borçluluğu, özel sektör borçluluğuna oranla daha önemli bir değişken olarak dikkati çekmektedir (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.17). Bu sonucun çıkma nedeni olarak özellikle 1986-2001 dönemindeki yüksek kamu borçluluğunun özel sektöre göre daha yüksek ve ön planda olması gösterilebilir.

Yapılan eşbütünleşme testi sonucuna göre %5 güven aralığında 1 tane, %10 güven aralığında ise 2 tane eşbütünleşme bulunmuştur (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.18). Serilerin kointegre (eşbütünleşik) olması halinde, hata düzeltme modelinin çalışıp çalışmadığı yani serilerin kısa dönemli dinamikleri incelenebilir. Bu doğrultuda eşbütünleşmenin varlığının tespiti sonrası hata düzeltme modelinin geçerliliği test edilmiştir (Bkz.Ek.2.1:Tablo.3.19). Model sonuçlarına göre hata düzeltme modeli çalışmaktadır.¹⁹¹ Buna göre uzun dönem ve kısa dönem büyüme arasındaki farklılığın % 1,9’u bir dönem sonra düzelmektedir. Uzun dönem dengeye gelme yavaş bir hızda seyretmektedir.

Literatürde konu ile ilgili olarak benzer çalışmalar incelendiğinde, çalışmadan elde edilen sonuçlar aşağıdaki yazarların elde ettikleri bulgular ile benzerlik göstermektedir.

- Kamu: Ergen (2016), Kaya (2013), Ferreira(2014), Checherita-Westphal ve Rother (2012), Patillo vd. (2004), Cecchetti vd. (2011)
- Hanehalkı: İmer-Ertunga (2017), Cecchetti vd. (2011), IMF (2017),
- Reel Sektör: Dücan (2016), Cecchetti vd. (2011)

¹⁹¹ Hata düzeltme teriminin katsayı değeri, standart sapması, t istatistik değeri sırasıyla -0.019, 0.00747, -2.48624 olarak hesaplanmıştır.

3.3.2.2.2 ABD Borç Analizi: Bulgular

Modelde en uygun gecikme uzunluğu modeli olarak en düşük AIC değerine sahip ARDL (4,0,2,1,4) belirlenmiştir (Bkz.Ek.2.2: Grafik.3.38). Hesaplanan F istatistiğinin, tablo üst sınır değerinden büyük olduğu görülmüştür. Dolayısıyla H_0 hipotezi (seriler arasında uzun dönemli ilişki yoktur) reddedilmiş, seriler arasında eşbütünlük ilişkisinin varlığına karar verilmiştir (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.20).

1970-2018 dönemine ilişkin olarak, uzun dönemde hanehalkı ile kamu borçluluğu ve kişi başına düşen gelirin büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu görülmektedir. Olasılık değerleri istatistikî olarak anlamlıdır. Reel sektörün de istatistikî olarak anlamlı olmasa da uzun vadede büyüme üzerinde pozitif etkisi vardır. Borç türleri arasında büyüme üzerinde en fazla etkiye hanehalkı borçlanması sahiptir. Hanehalkı borçlanmasını sırasıyla kamu ve reel sektör borçlanması izlemektedir. ABD’de reel sektörün finansmanında bankacılık yanında sermaye piyasalarından borçlanma önemli bir paya sahiptir. Banka krediler üzerinden reel sektör borcunun büyümeye etkisinin düşük olması bu nedenle beklenen bir sonuçtur. Bununla birlikte, hata düzeltme terimi (ect) istatistikî olarak anlamlıdır ve beklendiği gibi negatiftir. Dolayısıyla modelin hata düzeltme terimi çalışmaktadır.¹⁹² Yani uzun vadede seriler birlikte hareket etmekte, kısa dönemde görülen sapmalar yok olmakta ve seriler yene uzun dönem denge düzeyine yaklaşmaktadır (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.21). Yapılan CUSUM testi sonucuna göre, 1970-2018 dönemi arasında herhangi bir yapısal kırılma bulunmamaktadır¹⁹³ (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.39).

2008-2018 dönemine ilişkin olarak ise hanehalkı, kamu borçluluk oranları bu süreçte büyümeye üzerinde negatif, reel sektör borçluluk oranları ise pozitif etkide bulunmuştur.¹⁹⁴ 2008 krizi öncesinde ABD’nin kamu borcu oldukça uzun bir süre % 80’lerin altında seyretmiştir. Literatürde kamu borcunun % 80-90 seviyesine kadar pozitif sonrasında negatif etki yarattığına ilişkin genel bir mutabakat söz konusu olup kamu borcunun düşük olduğu 1970-2018 analizinde kamu borcunun büyümeye olumlu katkı sağlaması beklenen

¹⁹² Hata düzeltme teriminin katsayı değeri, standart sapması, t istatistik ve olasılık değeri sırasıyla -0.006, 0.001246, -5,220653, 0.0000 olarak hesaplanmıştır. Modeldeki değişkenlerin bir bütün olarak anlamlılığını ifade eden F testinin olasılık değeri, 0.0000 olup model bir bütün olarak anlamlıdır.

¹⁹³ Modelde, Değişen Varyans (Breusch-Pagan-Godfrey): Ki-Kare Olasılık: 0,2816 Otokorelasyon (Breusch-Godfrey):Ki-kare Olasılık: 0,0000 olarak hesaplanmış olup Newey-West HAC yöntemi uygulanmıştır.

¹⁹⁴ Çalışmada en düşük AIC değerine sahip model ARDL (4,1,3,1,4) olarak belirlenmiştir.

bir sonuçtur. 2008 sonrasına ilişkin analizde ise kamu borcu söz konusu eşiği aşarak %100'lere ulaşmıştır. Bu seviyelerde bozucu etki yaratması beklenen bir durumdur. Nitekim bu çalışmanın bulgusuna göre 2008 sonrası analizde kamu borcu büyümeyi negatif etkilemiştir. 2008 krizine kadar reel sektör borcunun milli gelire oranı ABD'de % 70'lerin altında seyretti, çok yüksek olmayan bu borç ekonomik büyümeye 1970-2018 döneminde pozitif katkı yapmış, kriz sonrasında da uzun vadeli trendine benzer şekilde ilerlemiş ve iktisadi büyümeye pozitif katkı vermeyi sürdürmüştür. Hanehalkı borçluluk oranlarında ise ABD'de 1970-2000 arası genel ortalama yaklaşık % 53 iken bu oran 2000' de %71'e 2008 krizinin hemen öncesinde ise % 96'ya kadar çıkmıştır. Çalışmamızda 1970-2018 dönemi hanehalkı borçluluğu bu ılımlı büyümesinden dolayı milli gelir büyümesini pozitif etkilediği tespit edilmiştir, fakat 2008 sonrası analizde hanehalkında geline yüksek seviye ve bu seviyeden borç azaltımı iktisadi büyümeyi borç deflasyonu teorisinin de öngördüğü üzere negatif etkilemiştir.

Literatürde konu ile ilgili olarak benzer çalışmalar incelendiğinde, çalışmadan elde edilen bulgular aşağıdaki yazarların ulaştıkları sonuçlar ile benzerlik taşımaktadır.

- Kamu Borçluluğu: Zou (2006), Fincke ve Greiner (2014), Mian vd. (2015),
- Hanehalkı Borçluluğu: Baker (2015), İmer-Ertunga (2017) Deutsche Bundesbank (2019)
- Reel Sektör Borçluluğu: Kessy (2007) , Pala ve Teker (2014), Afonso ve Aubyn (2019)

3.3.2.2.3 Japonya Borç Analizi: Bulgular

Modelin sonuçlarına göre tahmin edilen modelin uyum iyiliğinin bir ölçüsü olan R^2 değeri 0,62, düzeltilmiş R^2 ise 0,57 olarak hesaplanmıştır¹⁹⁵ (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.22).

¹⁹⁵ " R^2 , Y_i 'nin örneklem varyansının X_i tarafından açıklanan kısmına oranıdır. Matematiksel olarak açıklanan kısmın karelerinin toplamının, toplam karelere oranı olarak formüle edilmektedir. R^2 'nin 1'e yakın olduğu durum bağımsız değişkenlerin Y_i 'nin kestirimini iyi yaptığını gösterir. Diğer bir ifade ile, bağımsız değişken, bağımlı değişkendirdeki değişimin büyük bir kısmını açıklıyor anlamına gelir. Yapılan tahminlerin başarılı olabilmesi için R^2 değerinin yüksek ve standart hataların da düşük olması gerekmektedir. Eğer tahmin edilen modelin hem R^2 değerinin yüksek ve standart hataların da düşük ise sorun yoktur. Fakat uygulamada genellikle böyle olmamaktadır. Genellikle yüksek R^2 değerine yüksek standart hatalar eşlik etmektedir. Literatürde yüksek R^2 ve düşük standart hata arasındaki tercihte net bir uzlaşma bulunmamaktadır. Eğer model, öngörü için kullanılacak ise, ekonometrisyenlerin çoğu R^2 'nin daha önemli bir kriter olduğu konusunda uzlaşıyor, araştırmanın amacı iktisadi olayların açıklanması ve parametrelere güvenilir değerler tahmin etmek olduğunda, standart hataların daha önemli olduğu görüşünde birleşmektedirler" (Tari, 2018: 52).

Japonya’da sanayi ve dolayısı ile ihracatın büyümede önemli rolü bulunmaktadır. Fakat çalışmanın kapsamının dışında olmasından dolayı ihracat ve ithalat değişkenlerinin modele eklenmemesinden dolayı R^2 orta düzey bir açıklama gücüne sahiptir. Bununla birlikte parametrelerin tümünü diğer bir ifade ile bağımlı değişken ile bağımsız değişken içeren parametreler arasında sıfırdan farklı bir ilişkinin olup olmadığını inceleyen F testi sonucunun olasılık değeri 0,05’den küçük olduğu için modelin açıklayıcı değişkenleri bir bütün olarak anlamlıdır.¹⁹⁶ Yine, modeldeki açıklayıcı değişkenlerin hepsinin olasılık değerleri 0,05’den düşük olduğu için bağımsız değişkenlerin hepsi model içerisinde anlamlıdır. Hanehalkı borçluluğundaki %1’lik artış, ülke milli gelirini % 0,9 azaltmaktadır. Reel sektördeki %1’lik bir borç artışı, ülke milli gelirini % 0,78 azaltmaktadır. Kamu borcundaki artışın büyüme üzerinde çok küçük bir miktarda pozitif etkisi bulunmaktadır.

VAR Modeli tahmin edilirken göz önünde bulundurulması gereken kritik husus kullanılacak gecikmenin uzunluğudur. Eğer VAR analizinde gecikmeler, olması gerekenden uzun belirlenir ise, değişkenler gerçekte olduklarından daha yüksek şekilde gerçekleşmektedir. Yapılan analizde en düşük bilgi ölçütleri en fazla sayıda dördüncü gecikmede görülmektedir (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.23). Gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre gerek maximum özdeğer(Maximum Eigenvalue) gerekse Trace istatistiği, kritik değerden büyük olup buna göre seriler kointegredir, diğer bir ifade ile eşbütünlüktedir (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.24). Modelde ayrıca çoklu doğrusallık bağıntısının olup olmadığı incelenmiş olup VIF (Varyans Büyütme Faktörü - Variance Inflation Factor) testi yapılmıştır (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.26). Varyans şişirme faktörü (VIF), 10’dan büyük ise çoklu doğrusallık problemi vardır.¹⁹⁷ Modelimizde ilgili değerler 10’un altında olduğu için

¹⁹⁵ “ R^2 ’nin yüksek olması arzu edilirken bu yükseklik ölçüsü konusunda tam bir konsensus bulunmamaktadır. Genellikle 0.50’nin altındaki bir R^2 değeri zayıf, 0,50-0,70 arası orta, 0,70’in üzeri iyi bir uyum ölçüsü olarak kabul edilmektedir” (Tarı, 2018: 77).

¹⁹⁶ “F testi, bütün eğim katsayılarının aynı anda sıfıra eşit olduğu H_0 hipotezini test etmek amacıyla kullanılır. Yani modeldeki bütün bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken üzerinde etkisinin olup olmadığı anlamına gelir. F istatistiğine ait p (olasılık) değeri çok küçük ise H_0 red edilir yani en az bir bağımsız değişkenin, bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi vardır anlamına gelir.¹⁹⁶ Diğer bir ifade ile F istatistiği, her bir bağımsız değişkenin istatistiki olarak anlamlı olduğu anlamına gelmez” (Gujarati, 2016: 149)

¹⁹⁷ Varyans büyütme faktörü (VIF) çoklu doğrusal bağlantının bir ölçüsü olarak kabul edilir. VIF, tahmin edilen bir katsayının, çoklu doğrusal bağlantı nedeniyle gerçek değerinden uzaklaşmasının bir ölçüsüdür. Doğrusal bağlantı olmaması halinde VIF = 1 olur. Tarı (2018)’e göre VIF değerinin 5’den büyük olması çoklu doğrusal bağlantının varlığını göstermektedir (s.162). Fakat Gujarati (2016:134) ise buradaki eşik VIF faktörünü 10 olarak belirtmektedir, eğer 10’dan büyük ise yüksek dereceden doğrusal bağlantı vardır teşhisi konulabilir

çoklu doğrusal bağıntı bulunmamaktadır.¹⁹⁸ Modelde değişen varyans olup olmadığı incelenmiş ve bunun için Breusch-Pagan (BP) testi¹⁹⁹ yapılmıştır (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.27). BP testi ters hipotez şekline oluşturulmakta olup ki kare olasılık değeri $> 0,05$ olduğu için değişen varyans sorunu bulunmamaktadır. Bir diğer tanınmış test olan otokorelasyon²⁰⁰ testi sonuçlarına göre hesaplanan olasılık değeri $0,05$ 'in altında olduğu için H_0 reddedilir, yani modelde otokorelasyon bulunmaktadır (Bkz. Ek. 2.1: Tablo. 3.28).²⁰¹ Modelde, otokorelasyon olduğu için ardışık bağımlılık etkisini ortadan kaldırmak amacıyla HAC standart hata düzeltme yöntemi²⁰² uygulanmıştır. Bu yöntem ardışık bağımlılık nedeni ile daha yüksek görünen t istatistiğinin gerçekçi sonucunu vermektedir. Modelin normal dağılıp dağılmadığını incelemek için modelin histogramı çıkarılmıştır, buna göre Jarque-Bera

¹⁹⁸ “Eğer bağımsız değişkenler arasında bu çeşit bir ya da birden fazla sayıda bir ilişki söz konusu ise buna çoklu doğrusal bağlantı adı verilir. Diğer bir ifade ile bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişki olması çoklu doğrusal bağlantı olarak adlandırılır. Yazarlara göre, değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin ölçüsü, doğrusal korelasyon katsayısı olacaktır. Korelasyon katsayısının büyüklüğü, ortaya çıkacak çoklu doğrusal bağımlılığın sonuçlarını da etkileyecektir. Yani, eğer X ve Z açıklayıcı değişkenleri arasındaki korelasyon 1'e eşit ise bu durumda tam doğrusal bir ilişki söz konusu olur ve model tahmin edilemez. 0,8-1,0 arasında bir değer alıyor ise tam olmayan çoklu doğrusallık probleminin varlığına işaret eder. Modelin bağımsız değişkenleri arasındaki ilişkinin zayıf olması önemli bir problem yaratmaz iken bu ilişki kuvvetlendikçe ortaya çıkan sorunlar artacaktır” (Güriş, Çağlayan, Güriş, 2013: 293).

¹⁹⁹ “Breusch-Pagan (BP) testinde EKK regresyonu tahmin edilir ve regresyondan EKK kalıntı kareleri (e_i^2 , bağımlı değişken: Residuals²) bulunur. e_i^2 'nin modele dâhil edilen k açıklayıcı değişkene göre regresyonu alınır. Buradaki düşünce kalıntı karelerinin (gerçek hata terimi karelerinin bir temsilcisi) bir veya daha fazla X değişkeni ile ilişkili olup olmadığını görmektir. Burada H_0 hipotezi, hata teriminin sabit varyanslı olduğunu yani eşitlikteki tüm eğim katsayılarının aynı anda sifıra eşit olduğu şeklindedir.¹⁹⁹ Bu hipotezi test etmek için pay ve payda serbestlik dereceleri sırasıyla $(k-1)$ ve $(n-k)$ olan regresyon F istatistiği kullanılabilir. Eğer F istatistiği istatistiksel olarak anlamlı ise yani F istatistiğinin prob. değeri çok küçük ise $(0,05)$ sabit varyans hipotezi (H_0) reddedilir. Alternatif olarak aynı testin içinde hesaplanan ki-kare istatistiği de kullanılabilir. Eğer hesaplanan ki-kare değeri küçük bir p (olasılık) değerine sahip ise sabit varyans vardır şeklindeki H_0 hipotezi reddedilebilir” (Gujarati, 2016 : 150-152)

²⁰⁰ U_t hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin korelasyonlu olmaması klasik doğrusal regresyon modelinin temel varsayımlarından biridir. Otokorelasyon, hata terimleri ve gecikmeli değerleri arasında ilişki olması durumudur, özellikle zaman serilerinde görülür. Tarı (2018:192), zaman periyodunun uzunluğu ya da kısalığına göre otokorelasyonun değiştiğini belirtmektedir. Buna göre periyot, bir aylık bir veriye dayanıyor ise ardışık bağımlılık büyük, çeyreklik ise daha biraz daha küçük, yıllık ise daha da küçüktür.

²⁰¹ “Otokorelasyon var ise, varyanslar olduğundan küçük bulunur. Bunun sonucunda t test istatistiği değeri büyük çıkar. Böylece anlamsız bir katsayının anlamlı olma olasılığı artar. R^2 de yükselir. Dolayısıyla F değeri olduğundan büyük bulunur. Sonuç olarak t ve F testleri güvenilirliğini yitirip yanıltıcı sonuç verebilirler.” (Gujarati, 2016 : 153)

²⁰² “Newey ve West tarafından geliştirilmiş bir yöntem ile, tahmin edilen katsayıların standart hataları düzeltilir. Bu yöntemle düzeltilen standart hatalar HAC (değişen varyans ve otokorelasyon tutarlı) standart hatalar olarak da bilinir. Genel anlamda, eğer otokorelasyon var ise HAC standart hatalarının her zamanki EKK standart hatalarından daha büyük olduğu bulunmuştur. HAC yöntemi sadece standart hataları ve dolayısıyla t istatistiklerini ve bunların p değerlerini değiştirir, katsayı değerlerine dokunmaz.” (Gujarati,2016: 180-181).

testinin²⁰³ olasılık değeri 0,51 olup olasılık değeri $> 0,05$ olduğu için hatalar normal dağılmaktadır (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.41). Modelde son olarak incelen dönemde herhangi bir yapısal kırılma olup olmadığı CUSUM testi ile incelenmiştir (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.42). CUSUM testi, katsayıların kararlılığını test eden bir test olup, yapısal değişiklik öncesi katsayılar, yapısal değişiklikten sonra etkilenir ise yapısal değişiklik olduğuna karar verilir. Bu testte ardışık kalıntılar kullanılmaktadır. H_0 : Yapısal değişiklik yoktur şeklinde olup eğer kalıntılar çizilen sınırın içinde kalıyor ise H_0 kabul edilir. Yani yapısal değişiklik yoktur. Test sonucuna göre modelde kalıntılar sınır içinde kaldığından herhangi bir yapısal kırılma bulunmamaktadır.

Literatürde konu ile ilgili olarak benzer çalışmalar incelendiğinde, çalışmadan elde edilen bulgular aşağıdaki yazarların ulaştıkları sonuçlar ile benzerlik göstermektedir.

- Kamu Borçluluğu: Zou (2006), Mian vd. (2015), Fincke ve Greiner (2014)
- Hanehalkı Borçluluğu: Mian vd. (2015), Cecchetti vd. (2011), Deutsche Bundesbank (2019)
- Reel Sektör Borçluluğu: Law ve Singh (2014), Ferreira(2014), Hayaloğlu vd. (2017)

3.3.3 Türkiye Özel Sektör Borçluluğu Öngörü Projeksiyonu

Türkiye’de son 15-20 yılda gerek reel sektör gerekse hanehalkı borçluluk oranlarında önemli artış görülmektedir. Bu çalışmada Türkiye’nin toplam özel sektör borçluluğunun (hanehalkı + reel sektör) 2023 yılına kadar olan dönem için öngöründe bulunmak amacı ile ARIMA modeli baz alınarak 1986-2018 dönemi toplam özel sektör borçluluk serisinin yıllık verileri kullanılmıştır.

3.3.3.1 Ekonometrik Metodoloji: ARIMA (Oto regresif Tümlleşik Hareketli Ortalama) Modeli

ARIMA modelleri logaritmik dönüşüm ya da fark alınarak durağan hale getirilen bir zaman serisini tahmin etmek için kullanılan genel modellerdir. Durağan bir zaman serisi için

²⁰³ “İki rassal değişkenin kovaryansının sıfır olması bu iki değişkeninin bağımsız olduğunu gösterir. Merkezi limit teoremine göre, değişken sayısı çok fazla olmasa da ya da değişkenler tam bağımsız dağılımlar bile toplamları normal dağılılabılır. Bu varsayımın geçerliliğinin incelenmesi için Jarque-Bera testi kullanılır” (Berra & Jarque, 1980: 257).

ARIMA tahmin denklemi, tahmincilerin bağımlı değişken gecikmelerinden ve/veya tahmin hatalarının gecikmelerinden oluştuğu doğrusal bir denklemdir. Bu modellerinin felsefesinin temelinde “verilerin kendi adlarına konuşmalarına izin verelim” düşüncesi yatmaktadır. Diğer bir ifade ile iktisadi zaman serilerinin stokastik özelliklerini kendi açılarından analiz etmek gerektiğini ifade eden bir anlayıştır (Gujarati,2016: 379). Bu modeller regresyon modellerinden farklı olarak bir bağımsız değişkenler veri seti kullanmamaktadır. Bunun yerine serinin kendi geçmiş değerleri ve cari ile gecikmeli rassal hata terimlerinin ağırlıklı toplamı ile ilişkilendirilerek açıklanmaktadır (Tarı, 2018: 445). ARIMA modelleri verilerdeki otokorelasyonları tanımlamayı amaçlamaktadır. Sabit bir zaman serisi, özellikleri serinin gözlemlendiği zamana bağlı olmayan bir seridir. Serileri ne zaman gözlemlediğiniz önemli değildir, önemli olan herhangi bir zamanda aynı görünmeleridir.

Mevsimsel olmayan bir ARIMA modeli, "ARIMA (p, d, q)" modeli şeklinde sınıflandırılır, burada:

p: otoregresif terimlerin sayısını

d: durağanlık için gereken mevsimsel olmayan farklılıkların sayısını

q: tahmin denklemindeki gecikmeli tahmin hatalarının sayısını ifade etmektedir.

ARIMA modeli AR, I ve MA süreçlerinden oluşur. Bunlar kısaca şu şekilde tanımlanmaktadır:

AR: Otoregresyon (Auto Regression) - Bir gözlem ile bazı gecikmeli gözlemler arasındaki bağımlı ilişkiyi kullanan bir model.

I: Entegre (Integrated) - Zaman serilerini durağanlaştırmak için serilerin farklarının alınması.

MA: Hareketli Ortalama (Moving Average) - Hareketli bir ortalama modelden gecikmeli gözlemlere uygulanan gözlem ve hata terimi arasındaki bağımlılığı kullanan model (Zhang, 2018: 25).

AR ve MA süreçleri stokastik süreçlerdir. Stokastik kavramı, değerlerin istatistiksel olarak analiz edilebilen ancak kesin olarak öngörülemeyen rastgele bir olasılık dağılımından geldiğini ifade eder. ARIMA (p,d,q)modelini uygulamadan önce seri durağan hale getirilmelidir. Çalışmada, serinin düzey değerinde p olasılık değeri, 0.05’den büyük olduğu

için birinci farkları alınmıştır. $I(1)$ düzeyinde seri durağan hale gelmiştir.²⁰⁴ AR'ı belirlemek için borçluluk oranı serisinin kısmi otokorelasyon (PACF) korelogramına bakılmıştır. MA'yı belirlemek için ise otokorelasyon (ACF) korelogramı incelenmiştir (Bkz. Ek. 2.2: Grafik. 3.43). Uygun ARIMA modeli belirlendikten sonra, tahmin edilen modelin uygun olup olmadığını anlamak için hata terimlerinin korelogramları yeniden incelenmiştir. Otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon çubuklarının hepsi çizginin içinde kaldığı için model uygundur.

3.3.3.2 Ampirik Bulgular

Modelin her iki korelogramı incelendiğinde $k:1$ ve $k:1$ için olanların çizgi dışında kalmış olduğu gözlenmiştir. Buna göre model ARIMA (1.1.1) olarak belirlenmiştir. Belirlenen model sonrasında hata terimlerinin korelogramları incelendiğinde, otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon çubuklarının hepsi çizginin içinde kaldığı görüldüğünden modelin uygun olduğuna karar verilmiştir (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.44). ARIMA modelini uyumu gerçekleştirildikten sonra öngörü/tahmin aşamasına geçilmiştir. Çalışmada dinamik öngörü tercih edilmiş olup, birinci dönem tahmininden sonra, tahmin değişkeninin önceki öngörü değeri kullanılmıştır. Buna göre 2023 yılında toplam özel sektör borçluluk oranının % 95 güven aralığında % 90,43 düzeyine yükseleceği tahmin edilmiştir (Bkz.Ek. 2.2: Grafik. 3.45).

²⁰⁴ ADF testi sonuçlarına göre seri $I(0)$ yani düzey değerinde 0.9859 olasılık değerine sahip iken, $I(1)$ düzeyinde yani birinci farkı alınmış seride ADF testi sonucuna göre olasılık değeri 0.0198 olarak hesaplanmıştır.

4. TARTIŞMA VE SONUÇ

Makroekonomik değişkenlerin dinamiklerini belirlemede ekonomik aktörlerin (kamu, hanehalkı, reel ve finansal sektör) rolü son derece önemlidir. Borç iktisadi büyümeyi güçlendirmede kritik öneme sahip olmakla beraber belirli bir eşik düzeyi aşar ise bir yük haline dönüşebilir. Yüksek borç düzeyleri, yarattığı finansal istikrarsızların bir sonucu olarak yol açtığı negatif dışsallıklar ile reel ekonomiyi önemli derecede etkilemektedir. Borç deflasyonu, ekonomilerde bir borç balonunun patlaması sonucu yaşanan panik havasının tetiklediği borç likiditasyon (azaltım) sürecinin varlık satışına ve bu varlıklarda rasyonalist olmayan fiyat düşüşlerine neden olarak finans sisteminin işlerliğini kaybetmesi ve talebi baskılayarak deflasyonu derinleştirmesidir. Literatürde Fisher kanalı olarak bilinen etkiye göre enflasyon borçlular yararınadır. Bunun yanı sıra, para politikası belirli bir enflasyon yaratırsa, borçluların alacaklılardan daha yüksek bir marjinal tüketim eğilimi olmasından dolayı, enflasyon nedeniyle reel borç yükünde görülen bir azalma, toplam tüketimi arttırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bu nedenle kontrol edilebilir düzeyde bir enflasyon aynı zamanda yüksek hanehalkı borçluluğuna sahip ekonomilerde, milli gelirin büyümesine katkı sağlamaktadır. Enflasyon, orijinal borcun reel değerini aşındırdığından dolayı borçlu lehine iken deflasyonda ise bu durum tam tersidir ve borçlunun aleyhine bir süreç oluşturur, bu nedenle aynı zamanda gelir dağılımını bozucu bir etkisi bulunmaktadır. Dolayısıyla, deflasyon yarattığı uzun süreli ve derin olumsuz etkilerden dolayı enflasyona kıyasla daha tehlikeli bir olgudur.

Bu çalışmada ekonomik krizler, borç deflasyonun nedenleri, etkileri ve bu süreçte kurumsal aktörlerinin rollerine değinilmiş, bu olgu ile mücadele kapsamında reflasyonist para ve maliye politikaları, etkin risk-borç yönetimi ve yapısal düzenlemelere yer verilmiştir. Çalışmada ayrıca konu ile ilgili olarak seçilmiş ülke örneklerinden oluşan karşılaştırmalı makro ve ekonometrik analizler gerçekleştirilmiştir.

Ekonometrik analizlerde ilk olarak, Avrupa'da borç krizine neden olan PIIGS (Portekiz, İspanya, İtalya, Yunanistan ve İrlanda) ülkelerinde, hanehalkı borçluluğunun yanı sıra kamu ile reel sektör borçluluğunun ve borç deflasyonu teorisi ile ilişki olarak büyümeyi etkileyen faktörler panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Buna göre, 2008 krizinden önceki dönemde kamu ve hanehalkı borçluluğunun ekonomik büyümeye etkisinin negatif, reel sektör borçluluğunun ise pozitif olduğu; enflasyon, kişi başına düşen GSYİH, yatırım,

tasarruf oranı ve dış ticaret açıklığı değişkenlerinin büyümeyi pozitif, faiz oranı değişkeninin ise negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. 2008 sonrasında ise tasarruf oranı ve dış ticaret açıklığı değişkenlerinin büyümeyi negatif etkilediği diğer değişkenlerin etki yönünde ise herhangi bir değişiklik olmadığı görülmüştür. Borç türlerinin büyüme üzerine etkisi ise Türkiye, ABD ve 1990'lı yıllardan itibaren deflasyon problemi yaşayan Japonya incelenerek ekonometrik yöntemlerle analiz edilmiştir. Türkiye'de kamu ve özel sektör (hanehalkı + reel sektör) kredilerinin iktisadi büyümeye katkısının pozitif olduğu, benzer şekilde ABD'de kriz öncesinde üç borç türünün (özellikle de hanehalkı borçluluğunun) büyümeye olumlu katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Fakat kriz sonrası dönemde hanehalkı ve kamu borçluluk oranlarının, ülkenin milli gelir büyümesini negatif etkilediği görülmüştür. Reel sektör kredileri ise gerek kriz öncesi gerekse kriz sonrası ABD'de iktisadi büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Japonya'da ise hanehalkı borçluluğu ile reel sektör borçluluğu büyümeyi azaltıcı bir rol oynar iken kamu borçluluğunun büyümeye düşük düzeyde de olsa pozitif katkı sağladığı tespit edilmiştir. Nitekim 1990'lı yılların ortasından itibaren Japonya'da özel sektör borcunun azaltılarak kamu borcunda artışa gidilme stratejisi, çalışmanın bulgusu ile örtüşmektedir.

İkinci olarak, borç deflasyonu teorisinin öngördüğü üzere hanehalkı borçlanmasının, ekonomik büyümede kritik öneme sahip olmasından dolayı Türkiye ile ilgili olarak hanehalkı borçluluğunu etkileyen faktörlerin neler olduğu incelenmiş ve işsizlik oranı, faiz oranı, nüfus, enflasyon, konut fiyatları ve tüketici güveninin borçluluğu belirleyen faktörler olduğu tespit edilmiştir. Buna göre söz konusu değişkenlerin hepsi, borçluluğu (borç ödemesinin gelire oranını) yükseltmektedir. Çalışmada, bu analiz ile bağlantılı olarak Türkiye için oldukça kritik öneme sahip özel sektör borçluluğunun (hanehalkı+ reel sektör) gelecek döneme ilişkin projeksiyonu ARIMA modeli kullanılarak yapılmış olup 2023 yılında toplam özel sektör borçluluk oranının % 95 güven aralığında % 90,43 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Tez çalışması kapsamında elde edilen analiz sonuçlarının, iktisadi açıdan genel bağlamsal değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiş olup son olarak bu bölümün sonunda politika ve çözüm önerilerine değinilmiştir.

2019 yılı verilerine göre hanehalkı tüketim harcamasının milli gelire oranı OECD ülkeleri için % 60 olup ekonomilerdeki milli gelir büyümesinde kritik bir öneme sahiptir. Toplam tüketim harcamalarında yaşanacak bir şoka karşı dayanıklılık göstermesi ve para politikalarının etkinliği açısından hanehalkı borç seviyesi, ülkeler tarafından dikkatle

izlenmesi gereken bir göstergedir. Yüksek bir borç düzeyi, bireylerin faiz oranlarına ve gelirlerine yönelik olası şoklara karşı daha kırılgan olmalarına, bu kesime yönelik kredi kısıtlamalarına ve böylece tüketim harcamalarındaki değişime daha açık olmalarına neden olmaktadır. Aşırı borçluluk durumunda, olası bir kriz karşısında tüketim harcamalarının devam ettirilmesi için gerekli krediye ulaşacak hanehalkı miktarı daralmakta ve para politikalarının etkisi azalmaktadır. Para politikaların etkinliği aynı zamanda bu borcun kompozisyonu ve ödeme şekli ile de ilişkilidir. Ülkeler arasında bu konuda önemli farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, Almanya, İspanya, İtalya, Fransa gibi ülkelerde konut kredilerinin payı, toplam tüketici kredileri içerisinde % 90'a yakın iken, ABD'de bu oran % 72, Japonya'da % 67, Türkiye'de ise % 35 seviyesindedir. Bu ülkelerden Türkiye, Almanya, Fransa'da konut kredileri ağırlıklı olarak sabit faizli kredi şeklinde iken ABD, İtalya, İspanya ve Japonya gibi ülkelerde ise değişken faizli krediler daha fazla paya sahiptir. Hanehalkı borcunun yükselen faizlere duyarlılığı, değişken faizli kredi kullanan ülkelerde daha fazla olmaktadır. Sabit faizle borçlanan ülkelerde ise politika faizlerindeki dalgalanma riski daha az olmakta, yüksek hanehalkı borçluluk oranları diğer gruptakiler kadar endişe kaynağı olmamaktadır. Bununla birlikte, borç seviyesi yüksek olan hanehalkının, uzunca süreli düşük faiz oranlarından sonra faizlerde normalleşmesi görülmesi durumunda borç geri ödemesi artar ise hanehalkı harcama seviyelerini korumakta zorlanabilir.

Hanehalkı yükümlülükleri kadar hanehalkı varlıkları ve bu varlıkların kompozisyonu da, kriz dönemlerindeki finansal şoklara karşı bu kesimlerin dayanıklılıklarını değerlendirmede bir diğer kilit unsurdur. Bu bağlamda, bu çalışmada ülke hanehalklarının varlık dağılımı incelenmiştir. ABD'deki hisse senedi ağırlıklı yapıdan farklı olarak AB'de mevduat, türev varlıklar, sigorta ve hisse senedinin dengeli bir dağılımı söz konusu olup hanehalkı varlıkları içinde doğrudan tahvil yatırımı ise önemi giderek kaybetmiştir. Bunun yanı sıra Japonya'da başta mevduat olmak üzere daha güvenli yatırım araçları ağırlıklı paya sahiptir. Türkiye ise hanehalkı varlıklarında mevduatın payı (% 76) bakımından Avrupa'da birinci sırada olup ortalama vadenin üç ay gibi kısa bir süreden oluşmasından dolayı sermaye piyasasındaki finansal şoklar karşısında bu açıdan önemli bir dayanıklılığa sahiptir. Ekonomik kriz, depresyon dönemlerinde, finansal piyasalarda yaşanan volatilitenin nedeniyle varlıklardaki değer kaybı olarak tanımlanabilecek piyasa riski çok ciddi boyutlara varabilmektedir. Bu çalışmada piyasa riski, farklı senaryolar altında riske maruz değer (RMD) analizi yöntemi ile ölçülmüştür. Bu analiz aynı zamanda finansal kuruluşlar tarafından ellerinde tuttukları varlıkların piyasa ve likidite riskini ölçmede kullanılmaktadır.

RMD, bir portföyün belirli bir güven aralığında maksimum olası değer kaybını ifade etmekte olup çalışmanın bulgularına göre; yüksek volatiliteye sahip yatırım araçları ve bu yatırım araçlarını elde tutma süresinin artması, varlıklar arasındaki fiyat korelasyonun negatif yerine pozitif olması bu değeri diğer bir ifade ile olası zararı yükseltmektedir. Analizin sonuçları göstermektedir ki, özellikle sermaye piyasalarında yoğun finansal varlığa sahip hanehalkları, yatırımlarında risk-getiri dengesini uygun bir şekilde oluşturamazlar ise kriz dönemlerinde ABD örneğinde olduğu gibi oldukça büyük varlık kayıpları yaşayabilirler.

Yüksek hanehalkı borçluluğu aynı zamanda finansal kurumların bu kredi riskine doğrudan ve dolaylı olarak maruz kalmalarına yol açarak bilanço problemleri yaratabilmektedir. Bankalarda sorunlu kredi oranı arttığında tasarruf sahiplerin bankalardan uzaklaşması fonların önemli bir kısmının reel ekonomiye kazandırılmaması anlamına gelmektedir. Bu durum deflasyonist bir eğilim için gerekli altyapıyı hazırlayarak, iktisadi durgunluğun derinleşmesine yol açabilir. Bu noktada hanehalkı güveni son derece önemlidir. Finansal kurumlar, ülke ekonomileri için kritik aktörlerdir. Örneğin, AB’de 2019 sonu itibarıyla kamu borçlarının milli gelire oranı yaklaşık % 80 iken bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin milli gelire oranı İspanya, Portekiz’de % 300, Almanya ve Fransa’da % 400, İngiltere’de % 900’ ler seviyesindedir. Ekonomik aktiviteler, finansal ve reel birikimin birbirleriyle olan karşılıklı etkileşimden ortaya çıkar ve bu aktiviteler o ülkedeki ekonomik büyüklüğü oluşturur. Bu nedenle eğer bu iki unsur arasında yeterli seviyede bir karşılıklı ilişki kurulamaz ise o ülkede krizin ortaya çıkması kaçınılmaz bir sonuçtur.

Borç deflasyonu teorisinin önemli noktalarından biri borç likidasyon (borç azaltım) sürecidir. Borç azaltımı, uzun vadede reel iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyebilir ve para politikası önlemlerinin etkisini azaltabilir. Önceki geçmiş krizlerden edinilen tecrübeler ve bu çalışmada uluslararası ekonomilere ilişkin veriler ile yapılan makro analizlerde, aşırı borç yükü altında gerçekleşen bir borç azaltımının Fisher’ in borç deflasyonu teorisinde öngördüğü üzere daha kalıcı ve derin olumsuz ekonomik etkilere neden olduğu gözlenmiştir. Bu süreçte reel sektör firmalarının borçlarını geri ödemek için ticari faaliyetlerden elde ettikleri gelirlerini daha fazla kullandıkları; borçlu hanehalklarının ise alacaklılara göre daha yüksek marjinal harcama eğilimine sahip olmalarına rağmen borç ödemesinden kaynaklı olarak harcamalarını daralttıkları görülmüş olup bu etkilerin gerek tüketimi gerekse yatırımı önemli oranda baskıladığı belirlenmiştir. Bununla birlikte bu borç azaltım süreci doğru bir şekilde ve zamanlama ile yürütülebilir/yönetilebilir ise iktisadi

açından verimlilik yaratabildiği gibi aynı zamanda kurumsal ve politik çerçevenin gelişimine katkı sunabilecektir. Nitekim 2000'li yılların başında para birliği kurulduğunda birlik ülkelerin arasında en fazla borçlu olan Alman hanehalkları borçlarını kademeli olarak azaltmış (% 70'den % 55'e) ama bu süreçten olumsuz etkilenmemiştir. Bununla birlikte İspanya'da 2010-2018 dönemi arasındaki 25 puanlık düşüş ciddi problemlere yol açmıştır. Son 2008 krizi, veriler incelendiğinde AB ve ABD arasındaki borç azaltımındaki dominant borç türünün farklı olduğunu göstermektedir. ABD'de Avrupa bölgesindekilerin aksine borç artışında olduğu gibi tersi süreçte de yani borç likidasyonunda, daha yoğun olarak hanehalklarında gerçekleştiğini ortaya koymaktadır. Avrupa borç krizini yaşayan ülkelerde borçluluk düzeylerinde kriz döneminde önemli gerileme yaşanır iken bu ekonomilerin bazılarında sorunlu kredi oranlarının toplam kredilere oranı hala yüksek olup (Yunanistan: % 39; Portekiz: % 8, İtalya: % 7) ve bu oranların azaltılması gereklidir.

Çalışmada yapılan karşılaştırmalı makro analizde, hanehalkı kredi kullanımının gelişmiş ülkelerde kriz sonrası, borç deflasyonun teorisinin beklentisine paralel olarak azaldığı görülmektedir. Bu dönemde, görece daha az borçlu gelişmekte olan ülkelerde ise kredi büyümesi söz konusudur. Reel sektör kredilerinde de düşük faiz oranlarına rağmen 2008-2014 döneminde gelişmiş ülkeler için bir azalma söz konusudur, gelişmekte olan ülkelerde ise büyüme devam etmiştir. Kriz öncesinde kamu borçluluk oranları gelişmiş ülkelere farklı olarak gelişmekte olan ülkelere azalmaya başlamıştır, kriz sonrası gelişmiş ülkelerde devlet borçlanması önemli oranda artarken gelişmiş ülkelerde ılımlı küçük bir artış söz konusudur. Avrupa'da borç krizi yaşayan ülkelere daha yakından bakıldığında, özellikle İspanya'da kriz öncesi borçluluk oranı hızlı bir şekilde yükselmiştir. 2008 krizi sonrası ülkenin hanehalkı borçluluk oranındaki azalma diğer ülkelere göre daha şiddetli olmuştur, benzer durum bir diğer sorun yaşayan ülke olan Portekiz için de geçerlidir. Reel sektöre verilen krediler incelendiğinde, kriz öncesi kredi büyümesi en yüksek olan ülke (İrlanda), krizden sonra en ciddi kredi daralmasını yaşamış, bu ülkeyi İspanya ve Portekiz takip etmiştir. Tüketici güven endekslerinde kriz ile birlikte önemli gerilemeler yaşanmış, bu ülkelerin borsalardaki düşüşler yıllık bazda % 35- 40'lara kadar ulaşmıştır. Finansal sektörün aktif karlılığında 2008 krizinde çok ciddi bir daralma yaşanmış ve bankalar özellikle başta Yunanistan olmak üzere, İtalya ve Portekiz'de krizi takip eden 6-7 yıl boyunca aktif karlılıkta negatif bölgede kalmış ve reel sektör ile hanehalkı kredi temerrütlerinden dolayı önemli zararlar yazmıştır.

Borç deflasyonu sürecinin en önemli basamaklarından biri de konut fiyatlarındaki sert gerilemedir. Kriz öncesinde yaşanan konut fiyatlarındaki yükselme başta İrlanda olmak üzere Yunanistan ve İspanya'da kendini göstermiştir. Bu ülkelerde krizin üzerinden 10 yıl geçmesine rağmen konut fiyatları hala kriz öncesi düzeyine gelememiştir. Avrupa'da hanehalkı varlıkları içerisinde konut varlıklarının en yüksek olduğu iki ülke İspanya (% 45) ve İtalya (% 40) olup konut fiyatlarının gelişimi bu sorunlu ekonomiler için oldukça önemlidir. Konut piyasalarının önemi ve etkisi ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmektedir. Az gelişmiş mortgage piyasasının da etkisiyle konut stokunun ömrü ABD'de yaklaşık 90, İngiltere'de 140 yıl iken Japonya'da sadece 30 yıldır. Dolayısı ile konut, Japonya'da ABD ve İngiltere'de olduğu gibi bir yatırım aracı değildir. Nitekim Credit Suisse 2019 Global Varlık Raporu verilerine göre, Japonya'da finansal varlıkların toplam varlıklar içindeki oranı (% 61) konut vb. varlıkları içeren finansal olmayan varlıklardan daha yüksektir. Benzer şekilde ABD'de finansal varlıkların oranı %74 düzeyindedir. Almanya, G.Kore, Hindistan, Rusya gibi ülkelerde ise durum tam tersi olup finansal olmayan (reel) varlıkların oranı finansal varlıklara göre daha büyüktür.

Çalışmada incelenen diğer bir ülke olan ABD'de ise 2008 krizinde ABD'de en önemli bozuma özellikle konut piyasası ve işsizlik oranlarında yaşanmıştır. Kriz sonrası alınan önlemlerinde etkisi ile bu piyasalarda toparlanma görülmüş fakat enflasyon hala kriz öncesi seviyelerine çıkamamıştır. Krizde düşen tüketici güven endeksine paralel olarak tüketim harcamaları gerilemiş, borç deflasyonu teorisinin öngördüğü üzere reel sektör ve hanehalkı borçluluğunda sert bir gerileme yaşanmıştır. S&P 500 borsası ise % 40'lara varan ciddi yıllık getiri kaybı yaşamıştır. Japonya'da ise 1990'larda yaşanan krizle birlikte ekonomik büyümede hızlı bir daralma yaşanmıştır. 2008 krizinde ise ekonomi, risklerin devam etmesi nedeniyle krizin ilk yıllarında % 5'e yakın küçülmüştür. Büyüme 1990'lardan beri eski uzun dönemli ortalamalarına dönememiştir. 1990 krizinde konut fiyatlarındaki sert gerileme ve işsizlik oranlarındaki dramatik artış uzun yıllar boyunca sürmüştür. Enflasyon ise 1980-90'da düşmüş ve ilerleyen dönemlerde deflasyon görülmüştür. 1990 kriziyle birlikte ülkede artan aşırı borçluluk nedeniyle yükselen riskler borç deflasyonu mekanizmalarını çalıştırmış, borç likidasyonu yıllara yayılan bir şekilde uzun süre devam etmiş, tüketim harcamaları ve tüketici güveni gerilemiş ve Nikei borsası sert kayıplar yaşamış, üzerinden 30 yıl geçmiş olmasına rağmen kriz öncesi gördüğü seviyeyi bir daha görememiştir.

Hanehalkı borçluluğunun yanı sıra kamu borç stokunun gelişimi de dikkatle takip edilmesi gereken bir diğer önemli göstergedir. 1980-2008 döneminde yaşanan küresel liberalleşme nedeniyle maliye politikaları, para politikalarına göre daha az tercih edilirken, kriz sonrası bu politikaların önemi yeniden anlaşılmıştır. Kamu borçları ekonomik büyümeyi yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar aracılığı ile etkilemektedir. Büyük montanlı bir kamu borcu yurtiçi tasarruf ve yatırım için dışlama etkisinden dolayı bir tehdit oluşturabilmektedir. Bununla birlikte, geçmiş yıllardaki bütçe açıklarının bir sonucu olarak ortaya çıkan kamu borç stoku, yapılan borçlanmaların verimli kamu yatırımını finanse etmek için kullanılması durumunda iktisadi büyümeye pozitif katkı sağlamaktadır. Nitekim çalışmada yer verilen literatürdeki bulgular, kamu borcu/milli gelir oranının yaklaşık % 90'a kadar ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu bu düzeylerden sonra ise büyümeye olumsuz katkı yaptığı şeklindedir. Bununla birlikte borç düzeyi kadar borcun yörüngesi de (borcun gidişatı) önemli olduğu belirtilebilir, konuya ilişkin olarak literatürde, aşırı borçlu ülkelerin borç düzeyinin aşağı yönlü bir trend gelişimi göstermesi durumunda, kendi grubunda daha düşük borca sahip ülke kadar hızlı büyüebildiğini gösteren çalışmalar mevcut olup ekonometrik bulgular bölümünde bunlara yer verilmiştir.

Klasik iktisatçılar, kamu borcunu, bireylere yapılacak olan bir tüketim harcaması yerine, üretim yatırımı için kullanılacak bir sermaye enjeksiyonu olarak değerlendirmektedir. Bu kabul, aynı zamanda devlet harcamalarının, iktisadi koşullardan bağımsız olarak borçlanma yoluyla finanse edilmemesini içerir. Vergi oranlarında artış yapmadan borçlanma yoluyla kamu harcamalarının finansmanı, kamunun büyüklüğü göz önüne alındığında para politikasının etkinliğini baskılayabilmektedir. Nitekim "Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik" teorisine göre reel faizin ekonominin büyümesinden fazla olduğu ülkelerde, eğer bütçe açıkları uzun süre iç borçlanma ile finanse edilir ise, kamu yatırımlarının özel sektör yatırımlarını dışlama etkisinden dolayı üretimde azalmaya yol açar ve merkez bankası durumu düzeltmek için para basmak zorunda kalır; bu durum ise uzun vadede enflasyon oranının daha da yükselmesine yol açar. Kamu tüketim harcamalarına karşı çıkanlar, kriz yaşayan ekonomilerde bile çarpanın sıfır olduğunu savunarak, özel sektörün harcama yapmasına imkân tanıyan vergi indirimlerinin, kamu harcamalarından daha verimli olduğunu belirtmektedirler.

Keynesyen model ise, yüksek borç seviyelerinin, yatırım, tüketim, istihdam ve ekonominin büyüme oranını azaltarak kamu harcamalarının olumlu etkilerini ortadan

kaldıran vergileri artırdığını öngörmüş, bununla birlikte ılımlı düzeydeki kamu borcunun ekonomik büyümeyi pozitif etkisi olacağını vurgulamışlardır. Diğer bir ifade ile Keynesyen görüş, klasik akımdan farklı olarak kamu harcamalarının dışlama etkisinden ziyade piyasa için bir teşvikin olabileceğini belirtmektedir. Ancak ampirik olarak yapılan çalışmalarda 2000 yılı sonrasındaki borç artışlarının ağırlıklı olarak kamu tüketimi ve transferlerle ilgili olduğu görülmektedir. Fakat her ne kadar başta altyapı olmak üzere kamu yatırımlarının çarpan etkisi düşük ve uzun vadeli olsa da, çarpan katsayısı yüksek kamu tüketimi ile belirli bir kombinasyon şeklinde olması daha sağlıklı bir tercih olacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki temel farklardan biri bu ülkelerin uyguladıkları döngüsel (procyclical) ve konjonktürel (countercyclical) maliye politikalarıdır. Döngüsel mali politikalar, gelişmekte olan ülkelerde daha sık görülürken, bu politikalar hükümetlerin ekonomik genişleme sırasında hükümet harcamalarını artırmayı ve vergileri azaltmayı, ancak durgunluk sırasında harcamaları kısarak vergileri artırmayı seçtiği politikalar olarak özetlenebilir. Konjonktürel bir maliye politikası ise genellikle gelişmiş ülkelerde görülmekte olup, buna zıt yaklaşımı benimsemektedir. Diğer bir ifade ile bu yaklaşım, ekonomik canlılık dönemlerinde harcamaları azaltmak ve vergileri artırmak; durgunluk sırasında ise harcamaları arttırmak ve vergileri azaltmak şeklinde özetlenebilir.

Bir ekonomi, kriz dönemlerinde yeterli mali alana sahip ise genişlemeci mali politikalara başlamak aslında zor değildir. Sorun, özel sektörün bilançolarını onarmasını sağlayacak kadar uzun süre bu politikaların uygulanıp uygulanamayacağıdır. Mali alan, ülkelerin mevcut borç düzeyi ile tarihsel olarak uyguladıkları politikaların sonucunda ortaya çıkan borç limiti arasındaki farktır. Mali politika manevra alanını, kamu kesiminin politika uygulayabilme becerisi olarak da tanımlamak mümkündür. Borç sınırının arkasındaki temel gerekçe ise kamu borcu anapara ve faiz ödemeleri gelecekte öyle yüksek seviyede bir faiz dışı bütçe fazlası verilmesini gerektirebilir ki, böyle bir durumda hiçbir hükümet o kadar sıkı bir maliye politikası uygulamayı göze alamaz şeklinde ifade edilebilir. Ayrıca doğrudan kamu kesimi kaynaklı yaşanan borç krizleri, sonraki yıllarda dolaylı olarak özel sektörün yol açabileceği borç krizlerinin yaşanmasına sebep olabilir ve bu durum mali politika manevra alanı üzerinde negatif etkiler yaratabilir. Borç, daha yüksek seviyelere çıktığında ise “mali yorgunluk” durumu ortaya çıkacak ve sabit bir faiz oranında bile, borç oranı çok yükselecektir. Diğer bir ifade ile faiz dışı dengeleri artırma stratejisi artık artan borca ayak uyduramaz duruma gelecektir.

Belirli düzenlemeler ve kurallar eşliğinde yürütülen istikrarlı maliye politikası uygulamaları, ülke milli geliri üzerinde pozitif bir katkı sağlamaktadır. Mali politika manevra alanlarının en başında mali kurallar gelmektedir. Ekonomiler, kendi mali ve ekonomik yapılarına göre bu mali kural türlerini farklı amaçlarla uygulamaktadır. Gelişmiş ülkelerde ulusal düzeydeki mali kural türleri arasında ‘bütçe dengesi kuralı’ öne çıkmış iken düşük gelir grubundaki ülkelerde ise ‘borç kuralı’ daha yaygın olarak ülkeler tarafından kabul edilmiştir.

Reel sektör borçlanmasının büyümeye etkisi genel olarak literatürde pozitif olmakla birlikte genel olarak belirli bir eşik seviyenin üzerinde (OECD ülkeleri için yaklaşık % 90-100) büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığı üzerinde genel bir mutabakat bulunmaktadır. Benzer şekilde, bu çalışmada Japonya ile ilgili olarak yapılan borç analizinde reel sektör borçluluğunun ekonomik büyümeyi negatif etkilediği belirlenmiştir. Nitekim Japonya’da bu oran 1990’lı yılların ortalarında yaklaşık % 150’lere kadar çıkmış ve ülke bu süreçte ekonomide uzun süre durgunluk yaşamıştır.

Borç deflasyonunun nedenlerinden biri spekülasyon varlık balonları olup, Fisher (1935)’a göre para ve kredi fonksiyonları birbirinden ayrılmalıdır, diğer bir ifade ile bankaların kaydi para yaratma ile ilgili tüm kontrolü elinden alınmalı, ancak borç para vermek bankacılara bırakılmalıdır. Böylelikle kredi daralmaların, para arzının kontrolü daha iyi yapılabilecek, kamu borcunda dramatik bir azalma yaşanacak, olası bir panik anında %100 devlet güvencesi olduğunda bankalardan mevduatların çekilmesini önüne geçilecek ve artık para yaratma eş zamanlı borç yaratmayı gerektirmediği için özel borcun önemli ölçüde azalmasına yol açacaktır. Fisher’a göre “*burada amaç bankacılığı kamulaştırmak değil, parayı kamulaştırmaktır.*” Nitekim IMF ekonomisti Benes ve Kumhof (2012: 7-8) yaptıkları modellemede bu dört etkiyi ABD için test etmiş; Fisher’ın etkilerinin geçerli olduğunu, yani bu dört etkinin de yapılan çalışmada gözlemlendiğini ve ek olarak enflasyon yaratmadan uzun vadeli çıktı kazancının % 10’a ulaştığını tespit etmişlerdir.

İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu’nun eski başkanı Turner (2012) “2007/08 mali krizi, özel finansal sistemin özel kredi ve para yaratmasını kısıtlamadığımız için gerçekleşti” şeklinde açıklama yaparak kaydi para üretiminin aşırı büyümesinin yarattığı risk ve tehlikelere dikkat çekmiştir. Özellikle Büyük Buhran ve II. Dünya Savaşı sonrasında, kredi ve milli gelir arasındaki uzun dönemli ilişki giderek birbirinden kopmuştur. Günümüzde ticari bankalar kaydi para üretirken buldukları ülkelerin ekonomilerinin büyüme oranını

veya GSMH'lerini dikkate almamaktadır. Dolayısı ile, son 60-70 yılda kredi sistemi parasal büyüklüklerden giderek ayrıışmış durumdadır.

Bu çalışmada, kamu borçluluğu ve borç yönetimi ile ilgili olarak yapılan senaryo analizlerinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

- i. Reel faiz haddi, GSYİH büyümesinden büyük olduğu sürece kamu borç stokunun milli gelire oranı azaltılamaz.
- ii. Ülkedeki GSYİH büyüme oranı yükseldikçe, kamu borç stokunun milli gelire oranı azalır.
- iii. Ülkedeki reel faiz düzeyi yükseldikçe, kamu borç stoku/GSYİH oranı yükselir. Deflasyon, reel faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu için borç stokunun artmasına neden olur.
- iv. Belirli bir reel faize rağmen senyoraj geliri, borç stok oranını zaman içerisinde azaltmaktadır. Ama belirli bir eşiğin üzerinde bir reel faiz durumunda ise reel faizin bozucu etkisi, senyorajdan gelen olumlu katkıyı domine etmeye başlamaktadır.
- v. Devletin senyoraj gelirleri faiz dışı açıktan fazla ise borç stoku oranı başlangıç dönemine göre azalmaktadır. Fakat faiz dışı bütçe açığı senyoraj gelirlerinden daha fazla ise borç oranı başlangıç dönemine göre daha fazla olacaktır.

Bu bulgular ışığında şu soru gündeme gelmektedir. Devletler, uzun dönemli büyüme ortalamaları yakaladıkları dönemde borçlarını azaltmayı kolaylaştırmaya yardımcı olacak çok düşük bir faiz oranına güvenebilir mi? Enflasyon, faiz oranlarının enflasyondaki artışa ve enflasyon beklentilerine cevap veremediği durumlarda borçların likidite edilmesinde oldukça etkili bir araçtır. Hükümetler, borçları azaltmak için yalnızca bütçeyi sıkılaştırmak zorunda değildir; beklenmeyen bir enflasyonun oluşturulması bu seçeneklerden biridir. Dolayısıyla devletler için bunun tam tersini ifade eden deflasyon, borç yükünün azaltımını engellediği için de uzak durulması gereken bir olgudur. Tarihsel bir örnek vermek gerekirse, İngiltere'de kamu borcu 1947-1967 döneminde % 238'den %100'e gerilemiş, fakat bu dönemde ülke ekonomisi sadece yılda ortalama % 2,5 olarak büyümüştür. Dolayısı ile bu düzeyde hızlı ve yüksek borç azaltımı normal bir büyüme oranı ile açıklanamaz. Benzer şekilde 1940-1970 döneminde dünyadaki birçok ekonomide düşük nominal faiz oranları, borç servisi maliyetlerini düşürmeye yardımcı olurken, negatif reel faiz oranlarının yüksek olması devlet borçlarının gerçek değerini düşürmüş diğer bir ifade ile aşındırmıştır. Dolayısıyla, sabit bir enflasyonun dozunun eşlik ettiği finansal baskı (financial repression),

borç azaltımında etkin yöntemlerden biridir ve tarihsel süreçte de bu konuda önemli rol oynamıştır.

Finansal baskının temel amaçlarından biri, reel faiz oranlarını diğer göstergelere göre olabildiğince düşük tutmaktır. Bu etki hükümetlerin belirli bir borç stoku için faiz giderlerini azaltır ve açığın azalmasına katkıda bulunur. Finansal baskı, negatif reel faiz oranları ürettiğinde, bu aynı zamanda mevcut borçları da azaltır. Böylece alacaklılardan (mevduat sahiplerinden) borç alanlara yapılan bir transfer (deflasyonist durumun tam tersi) gerçekleşmiş olur. Nitekim 1980-1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde görülen aşırı yüksek enflasyon oranları yerel para birimi cinsinden iç borç stokunun önemli oranda düşmesini sağlamıştır. Bununla birlikte bu olgu sadece gelişmekte olan ülkelere özgü olmayıp tarihsel süreçte gelişmiş ülkelerde de birçok örneği bulunmaktadır.

Küresel düzeyde yaşanan 2008 krizi, ABD'de kamu ya da reel sektör kaynaklı değil, hanehalkı borçluluğundaki kontrolsüz artıştan kaynaklanmıştır. Bu nedenle hanehalkı borç seviyeleri, ülkeler tarafından yakın bir şekilde takip edilmelidir. PIIGS ülkeleri için yapılan panel veri analizinde faiz oranlarının hanehalkı borçluluğu üzerinde olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir, bu bakımdan politika faiz oranlarında yapılacak ayarlamalar bu borcun yönetilmesinde yarar sağlayacaktır. Bununla birlikte Türkiye ile ilgili olarak yapılan analizde faiz oranlarının hanehalkı borçluluğunu artan faiz maliyeti nedeniyle arttırıcı bir etkisi tespit edilmiştir. Bu nedenle politika faiz oranlarındaki değişikliklerin zamanlaması önem arz etmektedir.

Tüketim harcamaları ve işletme yatırımlarını arttırmak için atılması gereken adımların başında gerek hanehalkı gerekse reel sektörün borç yükünü azaltmak gelmektedir. Bu nedenle her iki kesimin ihtiyaçları halinde borçlarını yeniden yapılandırılmalarına yeterince imkân sağlanmalıdır. Politika faiz oranlarındaki düşüşlerin kredi maliyet oranlarına yansımaları ve düşük faiz ile kredi imkânının genişletilmesi gerek hanehalkı gerekse reel sektör firmaları için önemlidir. Bernanke'nin de belirttiği üzere borç deflasyonu spirale yol açan faktörlerden biri kriz dönemlerinde kredi mekanizmasının yeterince işlememesidir.

Kamu harcamalarının niteliği, toplam talebi etkileme derecelerindeki farklılıklar sebebiyle üzerinde durulması gereken önemli bir diğer husustur. Bu noktada ülke ekonomilerinin evrimsel gelişimi ile bu harcamaların seçimi ve bileşimi arasında bir ilişki kurabilmek mümkündür. Harcamalar iktisadi açıdan değerlendirildiğinde, ekonomik

büyümenin erken dönemlerinde cari harcamalar ile altyapı temelli yatırım harcamalarının, toplam kamu harcamaları içinde önemli bir payı bulunurken, iktisadi büyüme ve refahın gelişim hızına ve ülkenin kalkınma derecesine bağlı olarak, kamu harcamalarında ağırlık merkezinin transfer harcamalarına doğru kayma yönünde bir patika izlediği görülmektedir.

Para ve maliye politikalarının eşgüdümü, mali çarpan katsayısının değerini belirlemede önemli bir role sahiptir. Kamu harcamasına eşlik eden bir faiz artışı, bu durumda harcama çarpanının değerini düşürmekte diğer bir ifade ile bu harcama artışlarının büyüme üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Türkiye’de kamu harcamalarının çarpan etkisi yüksek büyüme dönemlerinde düşük iken zayıf ekonomik performansın olduğu dönemlerde daha yüksektir. Benzer sonuçların gelişmiş ülkeler için de geçerli olduğu yapılan araştırmalarda tespit edilmiştir. Harcama türü bazında ise Türkiye’de resesyon ve kriz dönemlerinde kamu tüketim harcamalarının çarpan değeri kamu yatırım harcamalarından daha büyüktür. Bu nedenle durgunluktan çıkılmasında kısa vadede kamu tüketim harcamaları daha etkili sonuç vermektedir. Bunun yanı sıra, düşük gelir gruplarının marjinal tüketim eğilimleri 1’e yakın olduğu için, diğer bir ifade ile yüksek harcama çarpanına sahip olmalarından dolayı transfer harcamalarındaki artışın, kamu tüketim (cari) ve yatırım harcamalarındaki yükselişin yarattığı etki derecesinde bir büyüme söz konusu olacaktır. Transfer harcamalarının düşük gelirli gruplara ağırlık verecek şekilde yapılması halinde resesyondan daha kolay çıkılabilmesi mümkündür.

Çalışmada yer verildiği üzere gerek gelişmekte olan ülkelerde gerekse gelişmiş ülkelerde reel sektör firma karlılık oranları II. Dünya Savaşı’ndan bugüne 15-20 puan arasında gerilemiştir. Bu durum tasarrufların özellikle 1980 sonrasında yatırımlardan sızıntı yaratarak daha yüksek kazanç imkânı sunan sermaye piyasalarına akışı hızlandırmıştır, nitekim son 30-40 yılda görülen krizlerin birçoğu sermaye piyasaları ve sıcak portföy hareketlerinden kaynaklı finansal krizler şeklindedir. Bu süreç aynı zamanda kimi ülkelerde 2000 yılından itibaren konut piyasasında da sermaye piyasalarında olduğu gibi bir varlık balonu oluşturmuştur. Devletler, gerek konut gerekse sermaye piyasalarını düzenleyici ve denetleyici kurumlar aracılığı ile yakından izlemeli, vergi ve teşvikler ile bu piyasaları daha sağlıklı bir şekilde dengeye yöneltmelidir.

Borç deflasyonu, koordineli makroekonomik politikanın olmaması ve toplam talebi azaltan müdahaleler ile daha da kötüleşebilir. Klasik ekol ve Keynesyen iktisat, kamu harcamalarının ekonomiye etkisi konusunda farkı görüşlere sahip olsalar da üzerinde

uzlaştıkları konu hükümetlerin ekonomik teşviklerin, kamu borcunun sürdürülebilirlik sorunu nedeniyle kısa vadede etkili olduğudur. Bununla birlikte mali konsolidasyona özel sektör ve hanehalkı bilançolarını yeterince düzeltmeden başlanması halinde ise yaşanan depresyonun şiddetini ve süresini Japonya örneğinde olduğu gibi arttıracaktır.

Para politikaları, maliye politikalarına kıyasla çok daha hızlı bir şekilde uygulanabilmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde genellikle “mali baskınlık” olarak adlandırılan maliye politikasının ekonomiyi dengeleyici rolü ve sorumluluğu, para politikalarına göre daha fazla ön plana çıkmaktadır. Mali uygulamalar, deflasyonist baskıları ve finansal sistemin kırılma eğilimini azaltmada güçlü bir politika önerisi olmakla birlikte soruna kalıcı bir çözüm değildir; belirli bir süre sonra yüksek kamu borcunun çalışmalarımızın da bulgularında yer verildiği üzere ekonomik büyümeyi negatif etkilemesi nedeniyle mali konsolidasyon (daralma) ihtiyacı söz konusu olacaktır. Bu noktada, borç düzeyleri ve borçlanma limiti arasındaki alanı ifade eden mali alan, ülke ekonomilerinin mali konsolidasyona gereksinim seviyelerini anlamakta önemli bir faktördür. Mali alan, gelecekte karşılaşılabilecek olası krizlere karşı bir kalkan olmakta ve maliye politikalarının sürdürülebilirliği ile iktisadi denge açısından önem taşımaktadır. Mali politika manevra alanlarının en başında ise mali kurallar gelmektedir. Mali kurallar, sadece kamu ekonomisini değil aynı zamanda tüm ekonomik denge üzerinde etkilidir. Bu nedenle olası krizlere karşı asıl kurtuluş reçetesi ekonomik kurumların yönetimi ve yapısal düzenlemelerdir. Nitekim literatürde ekonomik kurumların ekonominin toplam büyüme potansiyelini belirlemesinin yanı sıra toplumdaki kaynakların dağılımını da etkilediği, aldığı kararlar ile ülkelerarası refah farklılıklarının azalmasında önemli etkileri olduğuna dair önemli çalışmalar bulunmaktadır.

Avrupa’daki şirketler, geleneksel olarak sermaye piyasaları yerine banka kanalı ile kendilerini fonlamaktadır. Her ne kadar sermaye piyasaları Kuzey Avrupa ve İngiltere gibi birkaç ülkede daha büyük role sahip olsa da Güney ve Doğu Avrupa’da birçok ülkede sermaye piyasalarının özel sektör finansmanında rolü düşüktür. Avrupa’da yaşanan borç krizi, bankaların reel sektöre bilanço problemleri nedeniyle kredi vermemesine ve böylece krizin derinleşmesine neden olmuştur. Bu noktada sermaye piyasalarından fon temini, banka kredilerinin bir ikamesi olarak değerlendirilmelidir. ABD’de yapılan kimi çalışmalarda, sıkı para politikası ve borç verme standartları altında banka kredilerinden tahvillere yönelik bir ikamenin varlığı tespit edilmiştir. Yine, finansal krizlerin ve sonrasında görülen ekonomik

resesyonların yarattığı ekonomik maliyetlerin, banka odaklı sistemlerde sermaye piyasası odaklı sistemlere göre daha büyük boyutta olduğu gösteren çalışmalar mevcuttur.

Avrupa borç krizi deneyimi göstermektedir ki, özellikle küçük ve orta boy işletmelerin (KOBİ) banka bağımlılığının azaltılması, firmaları mali şoklara karşı daha dirençli bir hale getirecektir. Benzer şekilde, bu işletmelerin alternatif finansman kaynaklarından daha fazla faydalanma imkânının temini, KOBİ'ler Türkiye'deki işletmelerin % 99'unu oluşturmakta olup ülke ekonomisi için hayati öneme sahip olduğundan dolayı ülkemiz için de temel önceliklerden biri olmalıdır. Sermaye piyasalarına erişimde aracılık maliyetlerinin KOBİ'ler için kısmen yüksek olması bu süreci aksatabilmektedir, bu nedenle maliyetler ile ilgili gerekli düzenleme ve iyileştirmelerin yapılmasında yarar bulunmaktadır. Bunun dışında melek yatırımcılar, sermaye girişim ortaklığı gibi diğer alternatif finansman kaynakları da KOBİ'lerin değerlendirmeye alması gereken diğer yöntemler olarak belirtilebilir. Bu noktada KOBİ'lere de görev ve sorumluluklar düşmektedir. Fonlara erişimin daha fazla kolaylaşabilmesi için şirketlerin, finansal tablolarını uluslararası finansal raporlama standartlarına daha uyumlu hale getirmesi önem arz etmektedir.

Yapılan tarihsel veri ve ekonometrik analizler göstermiştir ki, birçok ülkede 2008 krizi borç deflasyonu olgusunun etki faktörleri olan, borç azaltımı, tüketici güveni düşüşü, hisse senedi ve konut piyasasında gerileme, sorunlu kredilerde yükseliş, istihdamda gerileme, firma karlılıklarında düşüş şeklinde kendisini önemli ortaya koymuştur. Bununla birlikte, belirli dönemlerde bu ülkelerde kısmi negatif enflasyon ve büyüme oranları görülse de Japonya örneğinde olduğu gibi negatif enflasyon ve büyüme çok uzun bir sürece yayılmamıştır. Fakat uzun süreli negatif enflasyon görülmesi bile, bir ülkede gerek enflasyonun gerekse ekonomik büyümenin tarihsel ortalamalarının altında uzun süre seyrini devam ettirmesi, borç deflasyonu olgusunun şiddetli olmasa da daha ılımlı fakat hala zarar etkisine sahip güncel bir versiyonu olarak değerlendirilmelidir. Bunun yanı sıra ölçüt olarak kullanılan ve bir iktisadi büyüklük göstergesi olan GSYİH büyümesi yerine bir refah göstergesi olan ortalama hanehalkı gelir büyümesi ölçütünün dikkate alınması halinde, son yaşanan krizin etkilerinin de birkaç yıl ile sınırlı kalmayıp daha geniş tabana ve uzun süreye yayılan bir bozulma süreci yarattığı dikkatlerden kaçmamalıdır.

Finansal piyasalara borç veren son merci olan merkez bankalarının bu süreçte proaktif hareket etmeleri krizin yönetimini kolaylaştırmış ve olası güven kaybının daha fazla kötüleşmesinin önüne geçmiştir. Güven, depresyon ve finansal piyasalardaki oynaklığı

açıklamadaki kilit bir kavramdır. Bu kavram, Akerlof ve Schiller (2009:144) birçok makroekonomik olayı açıklamakta kullandıkları beş “hayvani ruh”tan (animal spirits) biridir ve insanların gelecekle ilgili kendi beklentilerine olan inancını temsil eder. Yazarlara göre, “insanlar temel belirsizliklerle karşılaştıklarında, yatırım kararları analitik olmaktan ziyade sezgisel bir hal alır. Bununla bağlantılı olarak, aşırı güven dönemlerinde riskli yatırım kararlarının ortaya çıkması muhtemeldir. Varlık fiyatları ile reel ekonomi arasındaki olumlu geri bildirimler finansal balonlara ve ekonomik genişlemeye yol açar”

Tarihsel deneyimler, borç deflasyonunun, küresel bir merkez bankasının olmaması ya da aktif olarak varlık gösterememesi durumunda daha da derinleşebildiğini göstermiştir. Bununla birlikte, bu destek merkez bankalarının kendisine başvuran bütün bankalara yardım edeceği anlamına gelmemeli, her ne kadar ödeme güçlükleri ile likidite krizi arasında iç içe geçmiş gri alanlar olsa bile bu ayrım dikkatle yapılarak kurumlara iflas ettiklerinde değil likidite sorunu yaşadıklarında yardımda bulunulmalıdır. Aksi halde nasıl olsa bir şekilde kurtulurum düşüncesi firmaların ahlaki tehlike içine girerek kontrolsüz risk almalarına neden olmaktadır.

Kriz dönemlerinde ihtiyari maliye politikalarının yanısıra otomatik dengeleyiciler de önemli bir role sahiptir. Bu dengeleyicilerin gücünün zayıflatılması ekonomik krizlerin süresinin uzamasına yönelik riski arttırmaktadır. Bireysel gelir ve kurumlar vergisi, elde edilen gelir ile direkt bağlantılı oldukları için gerek varlık balonlarını azaltmak gerekse durgunlukları hafifletmek noktasında daha fazla çözüm sunan bir eğilime sahiptir. Ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde doğrudan alınan bu vergilerin, çok daha esnek bir özellik barındırdığını ve dolaylı vergilerden farklı olarak otomatik bir dengeleyici mekanizmaya sahip olduğu görülmektedir. Doğrudan vergilerin payının artırılarak bütçe dengesinin döngüsel hareketlerden arındırılması, maliye politikasının net duruşunu göstermesi açısından da önem arz etmektedir. Yine, dolaylı vergiler, harcamalar üzerinden alındığı için ve düşük gelir grubundakilerin tüketim harcamaları, bütçelerinin içinde ağırlıklı bir paya sahip olduğundan dolayı, bu vergi türünün toplam vergi gelirleri içindeki payının düşürülmesi (hali hazırda yaklaşık %70), vergi yükünün bu kesimlerdeki görece ağırlığının azaltılmasına ve gelir dağılımının iyileştirilmesine imkân sunacaktır.

Kamu harcamalarında yapılan artışın vergiler ile finanse edilemeyip borçlanma yoluna gidilmesi halinde ise burada ortaya çıkan etki, bu borçlanmanın kimlere yapıldığına bağlı olarak değişmektedir. Eğer kişi ve firmalardan borçlanma söz konusu ise bu kez bu parayı

devlete borç vermek için tahvile yatırmakla hangi alternatif fırsatları kaçırdıklarının ya da neleri yapmaktan vazgeçtiklerinin analizi önem kazanmaktadır. Eğer devlet tahvil alımı için tüketimlerinden ya da özel sektör tahvili alımından vazgeçtiler ise her iki durum nedeniyle de özel yatırım miktarında azalma görülecektir. Ama kişiler devlete ödünç verdikleri bu paraya hali hazırda zaten atıl bir şekilde tutuyordu ise bu genişletici etki öncekilere göre daha fazla olacaktır.

Uzun dönemli sürdürülebilir büyüme ortalamalarının yakalandığı normal dönemlerde ise, büyüme odaklı bir yaklaşımın benimsenerek vergi hasılatının gelir vergisinden, ekonomik gelişimi daha az bozucu vergilere kaydırılması önem arz etmektedir. Bu bağlamda, gelir vergisinin ağırlığının kısmen azaltarak yerine konut vergisi gibi servet vergilerinin payının artırılması (bu verginin büyüme üzerinde düşük bozucu etkisi olmasından dolayı) iktisadi büyümeye olumlu katkı sunacaktır. Yine de unutulmamalıdır ki, devletler için uzun vadede vergi oranlarındaki değişimlerden ziyade asıl önemli olan, vergi tabanını arttırmaktır.

Son söz olarak, borç deflasyonu tehlikesine karşı büyük devlet (kamu desteği) ve büyük banka (son çare borç veren merkez bankası), büyük uluslararası kuruluşlar (IMF vb.), mevduat sigorta güvencesi, düzenleme-denetim mekanizmasının optimizasyonu, algı yönetimi ve kurumsal iletişim, kriz yönetiminde en kilit unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır.

5. KAYNAKLAR

- Acar, O. (2013). Türkiye’de ve Dünyada Tasarruf Mevduatı Sigortası. 10.11.2018. <http://www.okanacar.com/2013/03/turkiyede-ve-dunyada-tasarruf-mevduat.html>
- Acemoğlu, D. & Robinson, J. (2010). The Role of Institutions in Growth and Development. *Leadership and Growth*, 135 (2010).
- Acosta-Ormaechea, S. & Yoo, J. (2012). Tax Composition and Growth: A Broad CrossCountry Perspective, *IMF Working Paper*, WP/12/257
- Açık Radyo. Arjantin Krizi: Dış Borç ile Tango.15.12.2018. <http://acikradyo.com.tr/arsiv-icerigi/arjantin-krizi-dis-borc-ile-tango>
- Adas, C. G. & Tussupova, B. (2016). Effects of the Global Financial Crisis on Chinese Economy. *International Journal of Social Science Studies*, 4, 136.
- Afonso, A. & Aubyn, M. S. (2019). Economic Growth, Public, and Private Investment Returns in 17 OECD Economies. *Portuguese Economic Journal*, 18(1), 47-65.
- Afonso, A. & Jalles, J. T. (2013). Growth and Productivity: The Role of Government Debt. *International Review of Economics & Finance*, 25, 384-407.
- Ağırman, E. & Yılmaz, Ö. (2018). Government Expenditures and Economic Growth: An Analysis of Developed, Developing and Underdeveloped Countries. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(4), 519-529.
- Akel, V. (2015). Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(24), 75-96.
- Akerlof, G. & Shiller, R., (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press,
- Akıncı, Ö. , Özer, Y.B. & Usta, B. (2005). Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’de Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler, *TCMB Çalışma Tebliği*, No:05/17
- Aktan, C. C., Togay, C. ve Utkulu, U. (2005). Merkez Bankası Bağımsızlığının Önemi. 07.11.2018. <http://www.canaktan.org/ekonomi/merkez-bankacilik/onemi.htm>
- Aktaş, Z. ve Ekşi, N.K. (2018). Küresel Yatırımcı Davranışları “Taper” Sonrası Dönemde Nasıl Değişti? . *Merkezin Günceci*. TCMB.
- Aktas, Z., Kaya, N., & Özlale, Ü. (2010). Coordination Between Monetary Policy And Fiscal Policy for an Inflation Targeting Emerging Market. *Journal of International Money and Finance*, 29(1), 123-138.
- Alesina, A. & Summers, L. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2. pp. 151-162.
- Alessandri, P. & Haldane, A. G. (2009). Banking on the State. London: Bank of England.
- Allen, W.R. (1993). Irving Fisher and the 100 Percent Reserve Proposal, *Journal of Law and Economics*, Vol. 36, No. 2, pp. 703-717
- Almeida, V. (2016). Rising Income Inequality and Aggregate Activity. 21.05.2019. <http://www.bsi-economics.org/628-income-inequality-activity>.
- Alper, F.O. (2019). Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri: Yapısal Kırımlar Altında Türkiye Örneği. *Fiscaoeconomia*, 3(1), 202-227.
- Alptekin, V., Kasa, H. & Uygun, E. (2018). Yurtiçi Tasarruflar ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği, *International Journal of Academic Value Studies*, Vol:4, Issue:20; pp:621-630

- Altıntaş, H. ve Koçbulut, Ö. (2019). Enflasyon ve Ekonomik Büyüme: OECD Ülkeleri İçin Dinamik Panel Eşik Etki Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15(3), 629-648.
- Altunöz, U. ve Altunöz, H. (2016). *Davranışsal Ekonomi (Nörofinans)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık
- Altunöz, U. (2013). Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerinde Etkisi: Türkiye Örneği. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2), 25-53.
- Amadeo, K. (2018). Subprime Mortgage Crisis, Its Timeline and Effect. *The Balance*. 03.11.2018. <https://www.thebalance.com/subprime-mortgage-crisis-effect-and-timeline-3305745>
- Amadeo, K. (2019). Consumer Spending Trends and Current Statistics. *The Balance*. 17.12.2019. <https://www.thebalance.com/consumer-spending-trends-and-current-statistics-3305916>
- Amadeo, K. (2019). US Federal Government Tax Revenue. 14.05.2019. <https://www.thebalance.com/current-u-s-federal-government-tax-revenue-3305762>
- American Historama. 2008 Financial Crisis. 16.12.2018. <http://www.american-historama.org/1990-present-modern-era/2008-financial-crisis.htm>
- American Historama. Modern Era. 22.11.2018. <http://www.american-historama.org/1990-present-modern-era/modern-era.htm>
- Anderson, G., Bunn, P., Pugh, A., & Uluc, A. (2014). The Potential Impact of Higher Interest Rates on the Household Sector: Evidence from the 2014 NMG Consulting survey. *Bank of England Quarterly Bulletin, Q4*.
- Arisoy, İ. ve Aytun, C. (2014). Türkiye’de Tüketim Harcamaları, Krediler ve Tüketici Güveni Arasındaki İlişkilerin Analizi. *Business and Economics Research Journal*, 5 (2).
- Ataç, B. (2016). *Maliye Politikası*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Atique, R., & Malik, K. (2012). Impact of Domestic and External Debt on the Economic Growth of Pakistan. *World Applied Sciences Journal*, 20(1), 120-129.
- Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012). Fiscal multipliers in Recession and Expansion. In *Fiscal Policy After the Financial Crisis* (pp. 63-98). University of Chicago Press.
- Aydın, C., Akıncı, M., & Yılmaz, Ö. (2016). Ekonomik Büyüme Dinamizmini Enflasyon Ne Zaman Engeller? Yükselen Ekonomiler Üzerine Bir Dinamik Panel Eşik Modeli. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(3), 748-761.
- Aytun, Cengiz & AKIN, Cemil. (2019). Türkiye’de Borçlanma ile Ekonomik Büyüme ve Enflasyon İlişkisi. UBAK Uluslararası Bilimler Akademisi. 417-425. ISBN: 978-605-80174-0-5
- Ayvalı, M. (2014). 1987 Wall Street Krizi: Kara Pazartesi. Bireysel Yatırımcı. 23.09.2018. <http://www.bireyselyatirimci.com/1987-wall-street-krizi-kara-pazartesi/>
- Babecky, J., Havranek, T., Mateju, J., Rusnak, M., Smidkova, K., & Vasicek, B. (2012). Banking, Debt and Currency Crises: Early Warning Indicators for Developed Countries. ECB Working Paper, No. 1485.
- Baig, T. (2001). Characterizing Post-crisis Exchange Rate Regimes in East Asian Economies. Mimeo.
- Baker, S. R. (2015). Debt and the Consumption Response to Household Income Shocks. Available at SSRN 2541142.
- Bank for International Settlements (BIS). (2016). Triennial Central Bank Survey. Monetary and Economic Department. 09.12.2018. <https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>
- Bank for International Settlements (BIS). Credit Statistics. 13.12.2018. https://www.bis.org/statistics/about_credit_stats.htm

- Bank for International Settlements (BIS). Time Series. 05.12.2018.
<https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/CRE/A.TR.H.A.M.770.A?t=f3.1&c=&p=2017&i=41.5>
- Bank for International Settlements (BIS). Total credit to the non-financial sector. 15.12.2018.
<https://stats.bis.org/statx/srs/table/f1.1>
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (2010). Piyasa Riski Ölçümleme Yöntemlerine İlişkin Analiz, Risk Yönetimi Dairesi, 14.04.2019.
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_basel_0001_40.pdf
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK). Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2018.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu. Aylık Bülten. 09.12.2018.
<http://www.bddk.org.tr/BultenAylık/>
- Bank of England (2009). Financial Stability Report. 15.11.2018.
<https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-report/2009/june-2009>
- Barba, A. & Pivetti, M. (2009). Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications—A Long-Period Analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), 113-137.
- Barro, R. J. (1990). Government Spending in A Simple Model of Endogeneous Growth. *Journal of Political Economy*, 98(5), 103-125.
- Başaran, C.(2017). Seküritizasyon Nedir, Ne Değildir?. Bloomberg HT, 21.10.2018.
<https://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/cuneyt-basaran-2071/2071/25>
- Batini, N., Melina, G., & Villa, S. (2015, November). Interlinkages Between Private and Public Debt Overhangs. In presented on the ECB conference “Debt overhang, macroeconomic adjustment and EMU economic governance: challenges ahead for the euro area” in Frankfurt am Main.
- Batini, N., Eyraud, L., Forni, L., & Weber, A. (2014). Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections (No. 14). International Monetary Fund.
- Bayram, Y. (2014). John Stuart Mill’in Demokrasi Anlayışı Üzerine Bir Değerlendirme. *Sosyal Bilimler Dergisi*,s.7, KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BDDK (2010). Piyasa Riski Ölçümleme Yöntemlerine İlişkin Analiz. 15.12.2019.
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_basel_0001_40.pdf
- BDDK (2018). BDDK-Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2018. 10.01.2019.
- BDDK (T.Y). Aylık Bankacılık Sektörü Verileri. 07.05.2020.
<https://www.bddk.org.tr/BultenAylık/tr/Home/Gelismis>
- Beck, T., & De Jonghe, O. (2014). Lending Concentration and Its Implications for Systemic Risk and Public Policy. Background Paper for the World Development Report, 27-49.
- Beck, T., Buyukkarabacak, B., Rioja, F.K.& Valev, N.T (2012). Who Gets the Credit? And Does It Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries, *The B.E. Journal of Macroeconomics*. Vol. 12: iss. 1 (Contributions), Article 2.
- Becker, B. & Ivashina, V. (2014). Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis, *Swedish House of Finance Research Paper*, No. 14-13; Paris December 2014 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper.
- Benes, J. & Kumhof, M. (2012). The Chicago Plan Revisited. IMF Working Paper No. 12/202.
- Bernanke. B.S (2002). Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Before the National Economists Club, Washington, D.C. 09.10.2018.
<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/>
- Bespoke (2016) . Sector Weights of S&P 500 vs Dow Jones. 22.11.2019
<https://www.bespokepremium.com/think-big-blog/sector-weights-of-sp-500-vs-dow-jones/>

- BIS (2017). Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end June 2017. 12.12.2018.
https://www.bis.org/publ/otc_hy1711.pdf.
- BIS (2011). Principles for the Sound Management of Operational Risk. 07.12.2019.
<https://www.bis.org/publ/bcbs195.pdf>
- Blackrock. Emerging Markets Marker. 07.11.2018.
<https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/data-visuals/blackrock-emerging-market-marker?cid=blog>
- Board of Governors of The Federal Reserve System (FED). Data Download Program. 07.12.2019.
<https://www.federalreserve.gov/datadownload/>
- Bolgün, E. ve Akçay, B. (2003). *Risk Yönetimi*. İstanbul: Scala Yayıncılık
- Borio, C. & Lowe, P.W. (2004). Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness?. *BIS Working Paper*, No. 157.
- Borsa İstanbul. BIST Pay Endeksleri. 02.10.2019. <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri>
- Borsa İstanbul. Günlük Bülten. 21.10.2018. <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/gunluk-bulten>
- Bozan, E. (2017). Mortgage Krizi Öncesinde ve Sonrasında Yaşanan 10 Durum. 05.11.2018. <https://konupara.com/ekonomist/ekonomi/mortgage-krizi-oncesi-yasananlar-6547/>
- Bram, J. & Ludvigson, S.C. (1998). Does Consumer Confidence Forecast Household Expenditure? A Sentiment Index Horse Race. *Economic Policy Review*, Vol. 4, No. 2.
- Britannica (T.Y). Financial Crisis of 2007–08. 15.11.2018.
<https://www.britannica.com/event/financial-crisis-of-2007-2008>
- Britannica (T.Y). Irving Fisher. 10.10.2018. <https://www.britannica.com/biography/Irving-Fisher>
- Brown, A. (2018). Next Credit Crisis Will Hit Consumers Hardest. 23.09.2019.
<https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/next-credit-crisis-will-hit-consumers-hardest/articleshow/66759984.cms>
- Buiter, W.H. , Corsetti G. & Pesenti P. (2001). *Financial Markets and European Monetary Cooperation: The Lessons of the 1992-93 Exchange Rate Mechanism Crisis*. Cambridge University Press, 2001. 15.10.2018. <https://books.google.com.tr/books>
- Bulut, E., Demirel, B. ve Akar, N. Ç. (2017). 2008 Krizi Sonrası FED’in Faiz Artırımının Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Portföy Yatırımları Üzerine Etkileri, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 3(1), 35-58.
- Bulut, Ş . ve Özdemir, A. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve “Dow Jones Industrial” Arasındaki İlişki: Eşbütünleşme Analizi. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 19 (1) , 211-224
- Bundesbank (2017). F. D. International Cash Conference 2017– War on Cash: Is there a Future for Cash?.
- Bunn, D. (2018). Corporate Income Tax Rates around the World. Tax Foundation. 02.06.2019.
<https://files.taxfoundation.org/20190603100114/Tax-Foundation-FF623.pdf>
- Burnside, C. & Eichenbaum, M. & Rebelo, S. (2001). Prospective Deficits And The Asian Currency Crisis. *Journal of Political Economy*, v.109(6, Dec), 1155-1197
- Cantor, R. & Packer, F. (1996). Determinants And Impact of Sovereign Credit Ratings. *Economic Policy Review*, 2(2).

- Carlson, M.A. (2007). A Brief History of the 1987 Stock Market Crash With a Discussion of the Federal Reserve Response. *FED Working Paper*, No. 2007-13.
- Carmen M. R., Vincent R. & Kenneth R. (2014). Dealing with Debt, NBER Chapters, in: NBER International Seminar on Macroeconomics, pp. 43-55, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Carroll, C., Slacalek, J., Tokuoka, K. & White, M. N. (2017). The distribution of Wealth and the Marginal Propensity to Consume. *Quantitative Economics*, 8(3), 977-1020.
- Catherine S. F. H., Jamaliah M.Y., Aminah M. & Arshad A. (2016). Household Debt, Macroeconomic Fundamentals and Household Characteristics in Asian Developed and Developing Countries. *The Social Sciences*, Vol.11, p4358-4362.
- Cboe Global Markets (CBOE). The Relationship of the SPX and the VIX Index.21.10.2018. <http://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/vix-options-and-futures/vix-index/the-relationship-of-the-spx-and-the-vix-index>
- Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S. & Zampolli, F. (2011). The Real Effects of Debt. *BIS Working Paper*, No. 352.
- CEIC (2018). Indicators. 07.12.2018. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/non-performing-loans-ratio>
- CEIC (2019). Government Debt.23.09.2019. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/government-debt--of-nominal-gdp>
- Celasun, O. (1998). The 1994 Currency Crisis in Turkey.(No. 1913), World Bank. Development Research Group.
- Ceyhan, V. ve Gündüz, O. (T.Y.). Vektör Otoregresyon Modelleri. 22.10.2019. <https://avys.omu.edu.tr/storage/app/public/vceyhan/109840/VAR.pdf>
- Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2012). The Impact of High Government Debt on Economic Growth and Its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area. *European Economic Review*, 56(7), 1392-1405.
- Chen, S. & Kang, J.S. (2018). Credit Booms – Is China Different ? 12.09.2018. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537>
- Cholifihani, M. (2008). A Cointegration Analysis of Public Debt Service and GDP in Indonesia. *Journal of Management and Social Sciences*, 4(2), 68-81.
- Choong, C. K., Lau, E., Liew, V. K. S., & Puah, C. H. (2010). Does Debts Foster Economic Growth? The Experience of Malaysia. *African Journal of Business Management*, 4(8), 1564.
- Coenen, G., Straub, R. & Trabandt, M. (2012). Fiscal Policy and the Great Recession in the Euro Area. *American Economic Review*, 102(3), 71-76.
- Cerutti, E., Claessens, S. & Laeven, L. (2015). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *IMF Working Papers*
- Chang, P.L. (2005). *Trade, Foreign Direct Investment and Regional Competition: The Case of Singapore*. In *The Economic Prospects of Singapore*. edited by W.T.H. Koh and R.S. Mariano. Boston: Addison Wesley.
- Chappelow, J. (2018). Capitalism. 12.10.2018. <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalism.asp>
- Chen, J. (2018). Monetary Conditions Index. Investopedia. 09.10.2019. <https://www.investopedia.com/terms/m/mci.asp>
- Chiarella, C. & Di Guilmi, C. (2017). Monetary Policy and Debt Deflation: Some Computational Experiments. *Macroeconomic Dynamics*, 21(1), 214-242.

- Chirinko, R. S. (1993). Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications. *Journal of Economic literature*, 31(4), 1875-1911.
- Cho, H., & Kalinowski, T. (2010). Bank Nationalization, Restructuring and Reprivatization: The Case of Korea since the Asian Financial Crisis. *Korea Observer*, 41(1), 1-30.
- Chowdhury, A. (2001, August). Foreign Debt and Growth in Developing Countries: A Sensitivity and Causality Analysis Using Panel Data. In *WIDER Conference on Debt Relief*, Helsinki (pp. 17-18).
- CNN Editorial Research. European Debt Crisis Fast Facts. 11.11.2018.
<https://edition.cnn.com/2013/07/27/world/europe/european-debt-crisis-fast-facts/index.html>
- Cole, R.T. (2007). Subprime mortgage. Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. 09.10.2018.
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/cole20070322a.htm>
- Corrigan, E. G. (1990). The Role of Central b-Banks and the Financial System in Emerging Market Economies. *Quarterly Review*, (Sum), 1-7.
- Crane, D. B., Froot, K. A., Mason, S. P., Perold, A., Merton, R. C., Bodie, Z. & Tufano, P. (1995). *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston: Harvard Business School Press, 1995.
- Credit Suisse (2015). Global Wealth in 2015: Underlying Trends Remain Positive. *Global Wealth Report-2015*.
- Credit Suisse (2018). Research Institute. *Global Wealth Report-2018*.
- Çebi, C. (2017). The Government Spending Multiplier in Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(5), 1184-1198.
- Çelik, S., Demirtaş, G. & Isaksson, M. (2020). Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy. *OECD Capital Market Series*, Paris,
- Çetin, A. (2019). *Nomisma*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım
- Çetin, H. (2019). The Impact of External Debt and Economic Growth On BRICST Countries Inflation Rates. *Research & Reviews In Social, Human and Administrative Sciences*, summer 2019, 201.
- Çufadar, A. & Özatay, F. (2017). Sovereign Risk, Public Debt, Dollarization, and the Output Effects of Fiscal Austerity, *Journal of International Money and Finance*, vol. 72, April, pp. 75-92.
- Datamarket. General Government Revenue. 07.11.2018.
<https://datamarket.com/data/set/1h7u/general-government-revenue-percent-of-gdp>
- De Bock, R. & Demyanets, A. (2012). Bank Asset Quality in Emerging Markets: Determinants and Spillovers. *IMF Working Paper*, No: 71, Monetary and Capital Markets
- Deloitte (2019). Banking and Capital Markets Outlook. Deloitte Center for Financial Services. 02.02.2020. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-dcfs-2019-banking-cap-markets-outlook.pdf>
- Deloitte (2019). Banking and Capital Markets Outlook- Reimagining Transformation. 01.02.2020. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-dcfs-2019-banking-cap-markets-outlook.pdf>
- Demiral, M. (2008). Türkiye'de Sıcak Para Hareketleri ve Ekonomik Krizlere Etkisi (1990-2006 dönemi). *Doktora Tezi*, İktisadi Araştırmalar Vakfı.
- Demirel, B. (2016). Türk Bankacılık Sisteminde Kredi Riski ve Modellenmesi. *Sosyoekonomi*, 24(3).

- Demirel, B., Barışık, S. & Karanfil, N. (2016). Türk Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksini Belirleyen Faktörler. *Bankacılar Dergisi*, 99, 16-36.
- Demirel, B.ve Bulut, E. (2015). *Uluslararası Parasal İktisat*. İstanbul: Pelikan Yayınları
- Demirezen, Ö. (2015). Türkiye’de Kredilerin Özel Tüketim Harcamalarına Etkisi. Kalkınma Bakanlığı. *Uzmanlık Tezi*. Yayın 2941.
- Demirgüç-Kunt, A. , Kane, E.& Laeven, L. (2014). Deposit Insurance Database. *IMF Working Paper Series*. WP /14/118.
- Den Haan, W. J., Rendahl, P., & Riegler, M. (2018). Unemployment (fears) and Deflationary Spirals. *Journal of the European Economic Association*, 16(5), 1281-1349.
- Deutsche Bundesbank (2019). The Impact of an Interest Rate Normalisation the Private Non-Financial Sector in the Euro Area From A Balance Sheet Perspective. *Monthly Report*. 71(1), 13-30.
- Deutsche Bundesbank (2017). The Recent Developments in the Indebtedness of the Private Non-Financial Sector in Selected Euro-Area Countries. *Monthly Report*. 47 (1). 41-58
- Deutsche Bundesbank (2015). Monthly Report - March 2015.14.11.2019.
<https://www.bundesbank.de/en/publications/reports/monthly-reports/monthly-report-march-2015-666806>
- Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.
- Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2003). Global Evidence on the Equity Risk Premium. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 27-38.
- Domanski, D., Scatigna, M. & Zabai, A. (2016). Wealth Inequality and Monetary Policy. *BIS Quarterly Review* (March)
- Domar, E.D. (1947). Expansion and Employment. *The American Economic Review*, 37(1), 34-55.
- Donduran, M. (2015). Mikro İktisat. 07.10.2018. <https://acikders.tuba.gov.tr/course/view.php?id=62>
- Dreger, C., & Reimers, H. E. (2016). Does Public Investment Stimulate Private Investment? Evidence for the Euro Area. *Economic Modelling*, 58, 154-158.
- Druck, P., Magud, N. & Mariscal, R. (2015). Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets’ Growth. *IMF Working Paper*, IMF , WP/15/179
- Du Caju, P., Rycx, F., & Tojerow, I. (2016). Unemployment Risk and Over-indebtedness. *ECB Working Paper*, No. 1908.
- Duman, A. (2013). Household Debt Dynamics in Turkey: The Critical Threshold for the Next Crisis. Turkish Economic Association / *ICE-TEA 3rd International Conference Proceedings*
- Dumenil, G., & Levy, D. (2004). The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952–2000). *Review of Radical Political Economics*, 36(1), 82-110.
- Dücan, E. (2016). Özel Sektör Yurtdışı Kredilerinin Reel Sektöre Etkisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 8(2), 27-43.
- Dünya Bankası. Beşeri Sermaye Endeksi-2017.
22.11.2018.<https://datacatalog.worldbank.org/dataset/human-capital-index>
- Dwane, N. (2018). How Will This Economic Goldilocks Story End? 2018 Allianz Global Investors.
- Dwane, N. (2018). The Unintended Consequences of Saving the World from the Financial Crisis. Allianz Global Investors. 04.12.2018. <https://www.allianzgi.com/en/insights/view-from-the-global-strategist/unintended-consequences-of-saving-the-world>

- Dziobek, C., Gutierrez Mangas, C. A., & Kufa, P. (2011). Measuring Fiscal Decentralization- exploring the IMF's Databases. *IMF Working Papers*, 1-30.
- EBA (2019). EBA Report on Non-Performing Loans-2019. 03.03.2019.
<https://data.europa.eu/euodp/data/dataset/eba-report-on-non-performing-loans>
- ECB (2018). Supervisory Banking Statistics. 04.01.2019.
https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_third_quarter_2018_201901.en.pdf
- ECB (2018). The Implementation of the ECB's Monetary Policy. 15.12.2019.
https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-12_The_implementation_of_the_ECB-s_monetary_policy_-_Kerner.pdf
- ECB (2017). What is Seigniorage?. 08.12.2019. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/seigniorage.en.html>
- ECB (2011). Financial Stability Review. 12.10.2018.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201106en.pdf>
- ECB (2006). Central Bank Communication. 12.11.2019.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/researchbulletin05en.pdf?b4dc73ced27c4981a53e7574ce0148d0>
- Economic Times. Nine of the 29 NBER Credit Events Had Banking Crises. 12.10.2019.
<https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/next-credit-crisis-will-hit-consumers-hardest/articleshow/66759984.cms?from=mdr>
- Economics Help. Deflation. 15.10.2018. <https://www.economicshelp.org/blog/glossary/deflation/>
- Economics Help. Inflation. 15.10.2018.
<https://www.economicshelp.org/macroeconomics/inflation/definition/>
- Eğilmez, M. (2012). Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları, Kendime Yazılar. 12.02.2019.
<http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>
- Eğilmez, M. (2012). Kur Rejimleri ve Türkiye Uygulaması. Kendime Yazılar. 21.05.2019.
<http://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-ve-turkiye-uygulamas.html>
- Eğilmez, M. (2012). Reflasyon ve Reflasyon Politikası. Kendime Yazılar. 20.04.2019.
<http://www.mahfiegilmez.com/2015/09/reflasyon-ve-reflasyon-politikas.html>
- Eğilmez, M. (2015). Reflasyon ve Reflasyon Politikası, Kendime Yazılar. 12.02.2019.
<http://www.mahfiegilmez.com/2015/09/reflasyon-ve-reflasyon-politikas.html>
- Eğilmez, M. (2017). *Ekonomide Analiz*. İstanbul: Remzi Kitapevi, 1.baskı
- Eickmeier, S., Gambacorta, L., & Hofmann, B. (2013). Understanding Global Liquidity, *BIS Working Paper*, No. 402
- Ekodialog (T.Y). Deregülasyon, Menkulleştirme, Özelleştirme ve Türevleştirme Nedir ? . 21.10.2018. <https://www.ekodialog.com/Konular/deregulasyon-menkullestirme-ozellestirme-turevlestirme-nedir.html>
- Ekodialog (T.Y). Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları. 11.10.2019.
<https://www.ekodialog.com/Konular/turkiyede-para-politikasi-uygulamalari.html>
- Ekonomi-Hukuk. Toplam Arz-Talep Analizi. 02.10.2018. <https://ekonomihukuk.com/makro-iktisat/toplam-talep-toplam-arz-analizi/>
- Ekşi Sözlük, Cumhuriyet Tarihinin En Büyük Krizi Olan 2001 Krizinin Perde Arkası ve Devasa Etkileri. 16.12.2018. <https://seyler.eksisozluk.com/cumhuriyet-tarihinin-en-buyuk-krizi-olan-2001-krizinin-perde-arkasi-ve-devasa-etkileri>

- Emec, H. (T.Y). Zaman Serisi Analizinde Temel Kavramlar. 12.10.2019.
<http://kisi.deu.edu.tr/hamdi.emec/UygEko>
- Emil, F., ve Yılmaz, H. (2006). Avrupa Birliği Türkiye Arasında Yerel Yönetimlerin Finansman ve Yönetim Uyumlaştırılması. *Türkiye’de Yeniden Mali Yapılanma*, 20. Maliye Sempozyumu, 23-27.
- Encyclopædia Britannica. Financial Crisis of 2008. 16.12.2018.
<https://www.britannica.com/topic/Financial-Crisis-of-2008-The-1484264#ref280411>
- Encyclopædia Britannica. Irving Fisher. 07.09.2018. <https://www.britannica.com/biography/Irving-Fisher>
- Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*. New York: Iowa State University.
- Erçel, G. (1996, Kasım). Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri. Konuşma. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi
- Ergen, E. (2016). Kamu Harcamaları Çarpanı Üzerine Bir İnceleme: Türkiye Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli
- Eschelbach, M. (2017, April) Pay Cash, Buy Less Trash? – Evidence From German Payment Diary Data. Verbal Announcement. *International Cash Conference 2017 – War on Cash: Is there a Future for Cash?*, Island of Mainau, Germany
- Essays, UK. (2018). Fiscal Dominance and Monetary Dominance. 03.03.2019.
<https://www.ukessays.com/assignments/economics-fiscal-monetary-dominance.php?vref=1>
- Esteban O. & Max R. (2020). Government Spending.17.04.2019.
<https://ourworldindata.org/government-spending#government-spending-in-early-industrialised-countries-grew-remarkably-during-the-last-century>
- Euro Area Statistics. Positive trend in euro area bank loans to corporates continues.11.12.2018.<https://www.euro-area-statistics.org/classic/positive-trend-in-euro-area-bank-loans-to-corporates-continues?lg=en>
- European Central Bank (2011). Financial Stability Review. 21.10.2018.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201112en.pdf>
- European Central Bank (ECB), Statistics. Key euro area indicators. 07.11.2018.
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/key_euro_area_indicators/html/index.en.html
- Eurostat Institutional sector accounts. Contributions of Each Institutional Sector to Macroeconomic Developments -2018. 12.10.2018. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/detailed-charts/contributions-sectors>
- Eurostat. Evolution of the main components of tax revenue in the EU-28. 21.04.2019.
https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php?title=File:Evolution_of_the_main_components_of_tax_revenue_in_the_EU-28,_%25_of_GDP,_2002-2017.png
- Eurostat. Food Price Monitoring Tool. 09.12.2018.
<https://ec.europa.eu/eurostat/cache/infographs/foodprice/content.html?id=trans&sc=pp2cp>
- Eurostat. G20 CPI all-items - Group of Twenty - Consumer price index.09.12.2018.
https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_ipc_g20_esms.htm
- Eurostat. Harmonised index of consumer prices (HICP). 09.12.2018.
https://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node_code=prc_hicp_ctrb
- Evirgen, D. (2004). Arjantin Krizinin Nedenleri, Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması. *Mevzuat Dergisi*, S.77.
- Evlimoğlu, U. ve Gümüş, U. (2018). İtibari Paranın Kullanımdan Kaldırılmasına Yönelik Teorik Bir Değerlendirme. *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (2) , 167-183

- Evlimoğlu, U. ve Bozdağlıoğlu, Y. (2014). Küresel Kriz Sonrası Uluslararası Para Birimi Olarak Euro ve Geleceği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(23), 269-292.
- Fama, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417
- Fatas, A, & Mihov, I. (2003). The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion, *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1419–1447.
- FED (2013). Bank Rating System. 12.12.2018. <https://www.fedpartnership.gov/bank-life-cycle/topic-index/bank-rating-system>
- FED (T.Y) Interest on Required Reserve Balances and Excess Balances. 17.11.2019. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm>
- FED (T.Y). Reserve Requirements. 14.10.2019. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>
- FED (T.Y). Finance and Economics Discussion Series. 24.09.2018 <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/index.htm>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), Penn World Table 9.0. 08.12.2018. <https://fred.stlouisfed.org/categories/33402>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. University of Michigan: Consumer Sentiment. 21.10.2018. <https://fred.stlouisfed.org/series/UMCSENT>
- Felix, A.T & Claudine, T.N (2008). Bank Performance and Credit Risk Management. *Masters Dissertation in Finance*, University of Skovde.
- Ferreira, C. (2014). Debt and Economic Growth in the European Union: What Causes What?. *Working Papers*. Lisboa School of Economics and Management of the University of Lisbon
- First Samuel (2017). Investment Matters. John Maynard Keynes and the Chest Fund.19.08.2019. <https://www.firstsamuel.com.au/what-are-you-looking-for/investment-matters/no-17-fy-18/john-maynard-keynes-and-the-chest-fund>
- Fincke, B. & Greiner, A. (2015). Public Debt and Economic Growth in Emerging Market Economies. *South African Journal of Economics*, 83(3), 357-370.
- Finocchiaro, D., Nilsson, C., Nyberg, D., & Soutanaeva, A. (2011). Household Indebtedness, House Prices and The Macroeconomy: A Review Of The Literature. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1, 6-28.
- Finocchiaro, D. (2011). Inattention, Wealth Inequality and Equilibrium Asset Prices. *Journal of Monetary Economics*, 58(2), 146-155.
- Fischer, S. & Easterly, W. (1990). The Economics of the Government Budget Constraint. *The World Bank Research Observer*, 5(2), 127-142.
- Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, no. 3 (1993): 485-512
- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 337-357. Stable URL: <http://www.jstor.com/stable/1907327>
- Fisher, I. (1935). *100% Money*. New York, NY: Adelphi Company. 17.10.2018. <https://dspace.gipe.ac.in/xmlui/bitstream/handle/10973/22300/GIPE-010451.pdf?sequence=3>
- Fisher, I. (1997) [1932]. *Booms and Depressions*. New York: Adelphi. Reprinted in ‘The Works of Irving Fisher Vol 10’. ISBN-10: 1138764140

- Fisher, I. (2006) [1911]. *The Purchasing Power of Money: Its' Determination and Relation to Credit Interest and Crises*. Cosimo, Inc.
- Forbes (2017). Loan-To-Deposit Ratios For Largest U.S. Banks Show Signs of Recovery In Q1. 12.10.2018. <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2017/06/13/loan-to-deposit-ratios-for-largest-u-s-banks-show-signs-of-recovery-in-q1/#540c603212f4>
- Forbes (2018). Largest U.S. Banks To Benefit From Improving Loan-To-Deposit Ratios. 24.10.2018. <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2018/06/25/largest-u-s-banks-to-benefit-from-improving-loan-to-deposit-ratios/#d3be4a76f035>
- Frankel, J. & Saravelos, G. (2012). Can Leading Indicators Assess Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Financial Crisis. *Journal of International Economics*, 87(2), 216-231.
- Frankel, J. A., Vegh, C. A. & Vuletin, G. (2013). On Graduation from Fiscal Procyclicality. *Journal of Development Economics*, 100(1), 32-47.
- Fратиanni, M. & Spinelli, F. (2001). Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record. *Explorations in Economic History*, Vol. 38, pp. 252-272
- FRED (2018). University of Michigan: Consumer Sentiment. 11.11.2018. <https://fred.stlouisfed.org/series/UMCSENT/>
- FRED (T.Y). Return on Average Assets for all U.S. Banks. 15.11.2019. <https://fred.stlouisfed.org/series/USROA>
- Friedman, M. & Schwartz, A.J. (1963). *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press for NBER.
- Gale, W.G. (2009). The Tax Cuts Will Make Fighting Future Recessions Complicated. The Brookings Institution. 21.05.2019. <https://www.brookings.edu/opinions/the-tax-cuts-will-make-fighting-future-recessions-complicated>
- Gambacorta, L., Yang, J. & Tsatsaronis, K. (2014). Financial Structure and Growth, *BIS Quarterly Review*
- Gartner, K. (2013). Household Debt and Economic Recovery Evidence from the US Great Depression (No. 0036). European Historical Economics Society (EHES).
- Gazete Bilkent. Tekila Krizi. 03.10.2018. <http://www.gazetebilkent.com/2015/09/16/dolara-tepkisizligin-tarihi-tekila-krizi/>
- Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB). Konsolide Bütçe Gelirleri Tahsilatı. 21.12.2019. https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/user_upload/VI/CVI/Tablo_70.xls.htm
- Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D. & Qureshi, M. S. (2013). Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies. *The Economic Journal*, 123(566), F4-F30.
- Giavazzi, F. & Pagano, M. (1990). Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of two small European countries. *NBER Macroeconomics Annual*, 5, 75-111.
- Gilbert, R. A., Meyer, A.P. & Vaughan, M. D. (2002). “Could A Camels Downgrade Model Improve Off-Site Surveillance?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84(1), p. 47-63.
- Gittleman, M., Ten Raa, T. & Wolff, E. N. (2006). The Vintage Effect in TFP-Growth: An Analysis of the Age Structure of Capital. *Structural Change and Economic Dynamics*, 17(3), 306-328.
- Groeneveld, H. & Visser, A. (1997). Seigniorage, Electronic Money and Financial Independence of Central Banks. *PSL Quarterly Review*, 50(200).
- Gopinath, G. (2015). The international Price System. *NBER Working Paper*, No. 21646. National Bureau of Economic Research

- Gujarati, D. (2016). *Örneklerle Ekonometri*. (Çev. Nasip Bolatoğlu). İstanbul: BB101 Yayınevi.
- Guttman, R. (2008). A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis. Institutions. 10.4000/regulation.5843.
- Gürgür, T. & Kılınç, Z. (2015). In Search of the Drivers of the Turkish Consumer Confidence (No. 1538). *TCMB Working Paper*, No: 15/38
- Güriş, B. , Çağlayan, E. ve Güriş, S.(2013). *EViews ile Temel Ekonometri*. İstanbul: DER Yayınları
- G4S (2018). World Cash Report-18. 21.11.2019. <https://www.g4scashreport.com/>
- Haberler, G. (1952). The Pigou Effect Once More. *Journal of Political Economy*, 60(3), 240-246.
- Haldane, A.G. (2018). BIS Management Speeches. 12.10.2018. https://www.bis.org/list/speeches/author_andrew+g+haldane/index.htm
- Haldane, A.G. (2018). How Monetary Policy Affects Your GDP. Bank of England Speech, Finch Lecture, University of Melbourne
- Harrod, R. (1939). An Essay in Dynamic Theory. *The Economic Journal*, 49(193), 14-33. 3
- Haspolat, F. B. (2015). Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi: *Uzmanlık Tezi*. TC Kalkınma Bakanlığı.
- Hayek, F. A. (1931). Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. JM Keynes. *Economica*, 11(33), 270-295.
- Hayek, F.A. (1980). *Individualism and Economic Order*. University of Chicago Press.
- Hayes, A. (2017). Dotcom Bubble. 12.10.2018. <https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>
- Hays, C. (2018). A Global View of Household Debt. 14.11.2019. https://bloom.co/berd/a_global_view_of_household_debt.pdf
- Hera, R. (2010). Forget About Housing, The Real Cause of the Crisis was OTC Derivatives. 07.10.2018. <https://www.businessinsider.com/bubble-derivatives-otc-2010-5>
- Hernández, L. & Esselink, H. (2017). The Use of Cash by Households in the Euro Area. *ECB Occasional Paper Series*, No:201, Nov.17
- Higher Rock Education (T.Y). Credit Easing. 10.09.2019. <https://www.higherrockeducation.org/glossary-of-terms/credit-easing>
- Hill, H., & Jongwanich, J. (2009). Outward Foreign Direct Investment and the Financial Crisis in Developing East Asia. *Asian Development Review*, 26(2), 1.
- Hill, R. J. (2004). Constructing price indexes across space and time: the case of the European Union. *American Economic Review*, 94(5), 1379-1410.
- Hirtle, B. & Lopez, J. A. (1999). Supervisory Information and the Frequency of Bank Examinations. *Economic Policy Review*, 5(1).
- Hoosain, A. (2013). Relationship Between Consumer Credit and Consumption Spending In South Africa, *Doctoral dissertation*, University of Pretoria
- Huber, J. (2017). Geldsicherheit und stabilere Finanzen durch Vollgeld (No. 17-17). *IBF Paper Series*.
- Huber, J. (2016). *Sovereign Money: Beyond Reserve Banking*. Springer.
- Huchet-Bourdon, M., Le Mouel, C., & Vijil, M. (2018). The Relationship Between Trade Openness and Economic Growth: Some New Insights on the Openness Measurement Issue. *The World Economy*, 41(1), 59-76
- Hull, J. C. (2003). *Options Futures and Other Derivatives*. India: Pearson Education

- Iansiti, M. & Lakhani, K.R. (2017). The Truth About Blockchain. *Harvard Business Review*. January–February 2017 Issue. 12.10.2018. <https://hbr.org/2017/01/the-truth-about-blockchain>
- Iansiti, M., & Lakhani, K. R. (2017). The Truth About Blockchain. *Harvard Business Review*. Harvard University, 11.12.2018. <http://hbr.org/2017/01/the-truth-about-blockchain>
- IHS Markit & J.P. Morgan. J.P.Morgan Global Manufacturing PMI.02.06.2019. <https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/b2eb8a67afb44a4299eff370169f603e>
- IFF (2020). Global Debt Monitor. 16.05.2020. <https://www.iif.com/Publications/ID/3839/April-2020-Global-Debt-Monitor-COVID-19-Lights-a-Fuse>
- IMF. Global Debt Database. 23.09.2019. <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>
- IMF. Finance & Development. 07.11.2018. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/current.htm>
- IMF. Financial Development Index. 11.10.2019. <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B&sId=1485894037365>
- IMF. Macroeconomics & Financial Database. 07.05.2019. <http://data.imf.org/>
- IMF. News Search. 17.11.2018. <https://www.imf.org/en/News/Search?Type=Speech>
- İmer-Ertunga, E. (2017). Ekonomik Büyüme, Finansal Gelişme ve Hanehalkı Borçluluğuna İlişkin Bir Değerlendirme. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 54(629), 77-86.
- İnan, E. A. (2002). Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi. *Bankacılar Dergisi*, 42, 57-74.
- Institute of International Finance (IIF). Global Debt Monitor Sustainability Matters. 20.02.2020. https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_January2020_vf.pdf
- International Budget Partnership. The Open Budget Survey. 21.05.2019. <http://survey.internationalbudget.org/#download;>
- International Budget Partnership. The Open Budget Survey. 21.05.2019. <https://www.internationalbudget.org/open-budget-survey/open-budget-index-rankings/>
- International Encyclopedia of the Social Sciences. Irving Fisher. 22.09.2018. <https://www.encyclopedia.com/people/social-sciences-and-law/economics-biographies/irving-fisher>
- International Monetary Fund (IMF). Global Financial Stability Report October 2017, Chapter II. 19.12.2019. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>
- International Money Fund. Global Debt Database. 01.12.2018. <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>
- Işık, H.E. ve Çiçek, D. (2019). QNB Finansbank-Finansal Koşullar Endeksi. *Ekonomi Notu*.10.11.2019. <https://www.qnbfinansbank.com/medium/document-file-2446.vsf>
- Jacobsen, D. H. & Naug, B. E. (2004). What Influences the Growth of Household Debt ? . *Economic Bulletin*. Norges Bank
- Jappelli, T., Pagano, M., & Di Maggio, M. (2013). Households' Indebtedness and Financial Fragility. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 1(1), 23-46.
- Jappelli, T. & Pistaferri, L. (2014). Fiscal policy and MPC heterogeneity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(4), 107-36.
- Jarque, C. M & Bera, A. K. (1980). Efficient Tests For Normality, Homoscedasticity and Serial Independence of Regression Residuals. *Economics Letters*, 6(3), 255-259.

- Jessop, B. (1993). Towards a Schumpeterian workfare state? Preliminary remarks on post-Fordist political economy. *Studies in Political Economy*, 40(1), 7-39.
- Jobst, C. & Stix, H. (2017). Doomed to disappear? The Surprising Return of Cash Across Time and Across Countries. *CEPR Discussion Paper*, No. DP12327
- Johnson, K. W. & Li, G. (2007, July). Do High Debt Payments Hinder Household Consumption Smoothing? . NBER Conferences.
- Jones, M. (2018). IMF Warns Storm Clouds Gathering for Global Economy. 18.12.2018.
<https://www.reuters.com/article/us-imf-economy-lipton/imf-warns-storm-clouds-gathering-for-global-economy-idUSKBN1OA0SG>
- Jorda, O., & Taylor, A. M. (2015). The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy. *The Economic Journal*, 126(590), 219-255.
- J.P. Morgan (2019). Global Manufacturing PMI. 12.12.2019
<https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/b2eb8a67afb44a4299eff370169f603e>
- J.P. Morgan (2020). J.P.Morgan Global Composite PMI. 15.04.2020.
<https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/fad35491f3f24a4a96c9fb7dabdc2626>
- J.P. Morgan (T.Y). JPMorgan Funds - Emerging Markets Debt Fund. 21.12.2019.
<https://am.jpmorgan.com/lu/en/asset-management/adv/products/jpm-emerging-markets-debt-a-acc-usd-lu0499112034>
- Kaderli, Y. (2016). Halka Arz Seferberliği Sonrasında Borsa İstanbul'da Yapılan Halka Arzların Orta ve Uzun Dönemli Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (1)
- Kaderli, Y., Petek, A., Doğaner, M., & Babayigit, G. (2013). Borsa İstanbul' daki Sektör Endekslerinin Pazar Endeksine Duyarlılığının ve Sistemik Olmayan Risklerinin Ölçülmesi *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(3), 55-64.
- Kahneman, D. (2003). A Psychological Perspective on Economics. *American Economic Review*, 93(2), 162-168.
- Kara, H., Özlü, P. & Ünalımsı, D. (2015). Türkiye İçin Finansal Koşullar Endeksi. TCMB, Cilt15, (13), 1-31.
- Karaçor, Z. Ö., Mangır, F., Kodaz, Ş. S. & Kartal, M. (2017). Kamusal ve Özel Sermayeli Bankaların CAMELS Performans Analizi: Türkiye Örneği. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2 (ICEFM 2017 Özel Sayısı/Special Issue of ICEFM 2017)), 47-65.
- Karakaplan, M. U. (2009). The Conditional Effects of External Debt on Inflation. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 203-217.
- Katharina G. (2013). Household Debt and Economic Recovery Evidence from the U.S. Great Depression. *Working Papers*, 0036, European Historical Economics Society (EHES).
- Kaya, A., Gülhan, Ü. & Güngör, B. (2013). Türkiye Ekonomisinde Finans Sektörü ve Reel Sektör Etkileşimi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 5(8), 2-15.
- Kaya, Y. T. (2001). Türk Bankacılık Sektöründe CAMELS Analizi. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, *MSPD Çalışma Raporları*, 6, 1-20.
- Keese, M. (2010). Who Feels Constrained by High Debt Burdens? Subjective vs. Objective Measures of Household Indebtedness. *Ruhr Economic Paper*, (169).
- Kennedy, N. & Andersen, P. (1994). Housing Saving and the Real House Prices: An International Prospective. *BIS Working Paper*, (20).

- Kenton, W. (2020). European Sovereign Debt Crisis. 15.04.2020. <https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp>
- Kessy, P. J. (2007). Bank efficiency and economic growth: An Empirical Analysis of the Economies of the East African Community (EAC) countries (*Doctoral dissertation*, Colorado State University).
- Keynes, J. M. (2018). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Springer. (originally published by Macmillan in 1936)
- Khan, H. H. A., Abdullah, H. & Samsudin, S. (2016). Modelling the Determinants of Malaysian Household Debt. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4).
- Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, s.1
- Kiersz, A. (2018). Is buying a house a better investment than the stock market? We did the math, and the answer is clear. 20.10.2018. <https://www.businessinsider.com/real-estate-vs-stock-market-investment-2018-9#stocks-have-also-understandably-outperformed-house-prices-since-the-top-of-the-housing-bubble->
- Kiersz, A. (2018). Is Buying a House a Better Investment than the Stock Market?. *Business Insider*. 24.11.2018. <https://www.businessinsider.com/real-estate-vs-stock-market-investment-2018-9>
- Kiguel, M. (2011). Argentina's 2001 Economic and Financial Crisis: Lessons for Europe. *Beyond Macroeconomic Policy Coordination Discussions in the G-20*, 6.
- King, M. (1994). Debt deflation: Theory and Evidence. *European Economic Review*, 38(3-4), 419-445.
- King, R.G. & Plosser, C.I. (1985). Money, Deficit, and Inflation. *Carnegie-Rochester Conference Series*, vol 22: 147-196.
- Kiyotaki, N. & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Kiyotaki, N. and Moore, J. (1995). Credit Cycles. , Department of Economics Discussion Paper, University of Edinburgh. 21.10.2018.. <https://impact.ref.ac.uk/casestudies/CaseStudy.aspx?Id=23960>
- Kleinsorge, P.L. , Schmitt, H.O., Boulding, K.E. & Pen, J. (2018) Capital and interest. *Encyclopædia Britannica*. 11.10.2018. <https://www.britannica.com/topic/capital-economics#ref34189>
- Knight, M., Loayza, N., & Villanueva, D. (1993). Testing the Neoclassical Theory of Economic Growth: A Panel Data Approach. *IMF Staff Papers*, 40(3), 512-541.
- Kolçak, M., Akyol, H. & Ağırkaya, M. B. (2018). Tüketici Kredilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Saptanması: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Global Journal of Economics and Business Studies*, 7(13), 21-33.
- Kolsrud, J., Landais, C., Nilsson, P. & Spinnewijn, J. (2015). The Optimal Timing of UI benefits: Theory and Evidence from Sweden. *CEPR Discussion Paper No. DP10701*.
- Kopf, D. (2018). Stop Obsessing about GDP Growth—GDP Per Capita is Far More Important. 17.11.2019. <https://qz.com/1194634/the-world-bank-wont-stop-reporting-gdp-instead-of-gdp-per-capita-and-it-is-driving-me-crazy/>
- Kotz, D. M. (2009). The Financial and Economic Crisis of 2008: A systemic Crisis of Neoliberal Capitalism. *Review of Radical Political Economics*, 41(3), 305-317.
- Kourtellos, A., Stengos, T., & Tan, C. M. (2013). The Effect of Public Debt on Growth in Multiple Regimes. *Journal of Macroeconomics*, 38, 35-43.
- Koyuncu, M. ve Fikret, Ş. (2004). Kısa Dönem Krizlerin Sosyo-Ekonomik Etkileri: Türkiye. Endonezya ve Arjantin Deneyimleri, *Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, S.3, 11-52.

- Kraay, A. (2014). Government Spending Multipliers in Developing Countries: Evidence From Lending by Official Creditors. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(4), 170-208.
- Kredi Garanti Fonu (KGF). Veri Bülteni. 17.05.2019.
http://www.kgf.com.tr/images/rakamlarla/17_05_2019.pdf
- Krugman, P. (2009). How Did Economists Get It So Wrong?. *The New York Times Magazine*, 21.11.2018. <https://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>
- Kuepper, J. (2019). The Eurozone Crisis: Causes and Potential Solutions. 12.12.2019.
<https://www.thebalance.com/the-eurozone-crisis-causes-and-potential-solutions-1978970>
- Kumar, M. & Woo, J. (2010). Public Debt and Growth. *IMF Working Papers*, 1-47.
- Küçükşaraç, D., Özlü, P., & Ünalms, D. (2012). Küresel Kriz, Avrupa Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Piyasalarda Bulaşıcılık Etkisi. *Central Bank Review*, 12(2), 25.
- Laibson, D. & Mollerstrom, J. (2010). Capital Flows, Consumption Booms and Asset Bubbles: A Behavioural Alternative to the Savings Glut Hypothesis. *The Economic Journal*, 120(544), 354-374.
- Lakner, C. & Milanovic, B. (2013). Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession. The World Bank.
- Law, S. H., & Singh, N. (2014). Does Too Much Finance Harm Economic Growth?. *Journal of Banking & Finance*, 41, 36-44.
- Lerner, J. & Tufano, P. (2011). The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 3(1), 41-85.
- Levine, R. & Zervos, S. (1999). Stock Market Development And Long-Run Growth. *The World Bank Paper*.
- Li, X., & Liu, X. (2005). Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship. *World Development*, 33(3), 393-407.
- Li, P. Y. & Liu, G. (2007). A Risk Evaluation of Non-Performing Assets Securitization on the Basis of Analytic Hierarchy Process. *Journal of Harbin Institute of Technology*, 12.
- Liu, E., Mian, A., & Sufi, A. (2019). Low Interest Rates, Market Power and Productivity Growth (No. w25505). *National Bureau of Economic Research*.
- Liu, W. C. & Hsu, C. M. (2006). The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, And Japan. *Journal of Asian Economics*, 17(4), 667-690.
- Lipton, D. (2018). Emerging Sovereign Debt Markets News. 23.12.2018.
http://www.publicdebtnet.org/export/sites/pdm/pdm/newsletter/weekly-newsletter/attachment/Emerging-Sovereign-Debt-Markets-News_week_8-14_December_2018.pdf
- Lombardi, M. J., Mohanty, M. S., & Shim, I. (2017). The Real Effects of Household Debt In the Short and Long Run. *BIS Working Paper*, No. 607.
- Lovell, M. (1975). Why Was the Consumer Feeling So Sad?. *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (1975): 473-479.
- Macroeconomics Page. The consequences of deflation. 07.11.2018.
http://textbook.stpauls.br/Macroeconomics/page_96.htm
- Maito, E. E. (2014). The Historical Transience of Capital: The Downward Trend in the Rate of Profit Since XIX Century. *Munich Personal RePEc Archive*
- Margaret Thatcher Foundation. Monetary policy: "How to deal with inflation" (Hayek article). 15.11.2018. <https://www.margareththatcher.org/document/114503>

- Market Watch. US Dollar Index. 22.12.2018.
<https://www.marketwatch.com/investing/index/dxy/charts>
- Mbaye, S., Moreno-Badia, M., & K. Chae. (2018). Global Debt Database: Methodology and Sources,” *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Mendoza, E.G. & Ostry, J. D. (2008). International Evidence of Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy Responsible? , *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 6, pp. 1081-1093.
- Mendoza, E. G., Milesi-Ferretti, G. M., & Asea, P. (1997). On the Ineffectiveness of Tax Policy in Altering Long-run Growth: Harberger's superneutrality conjecture. *Journal of Public Economics*, 66(1), 99-126.
- Meng, X. , Hoang, N.T. & Siriwardana, M. (2013). The Determinants of Australian Household Debt: A Macro Level Study. *Journal of Asian Economics*, 29, 80-90.
- Mewse, A. J., Lea, S. E., & Wrapson, W. (2010). First Steps Out of Debt: Attitudes and Social Identity As Predictors of Contact By Debtors with Creditors. *Journal of Economic Psychology*, 31(6), 1021-1034.
- Mian, A. R. & Sufi, A. (2012). What Explains High Unemployment ? *The Aggregate Demand Channel* (No. w17830). National Bureau of Economic Research.
- Minsky, H.P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- Minsky, H.P. (1982). *Can It Happen Again? and Other Essays on Instability and Finance*. Armonk, NY: M. E. Sharpe
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Finance. *American Economic Review*, 48(3), 291-297.
- Moody's Investor Service (2004). Recovery Rates on Defaulted Corporate Bonds and Preferred Stocks, 1982–2003. Special Comment.
- Moody's Investor Service (2018). Annual Default Study-Default & Rating Analytics. 15.11.2019.
<https://www.moodys.com/Pages/Default-and-Recovery-Analytics.aspx>
- Mukherjee, S. (T.Y). Financing of Budget Deficit through Printing Money. 05.03.2019.
<https://www.economicdiscussion.net/money/financing-of-budget-deficit-through-printing-money/10151>
- Mundell, R. (1963). Inflation and Real Interest. *Journal of Political Economy*, 71(3), 280-283.
- Murphy, R. G. (1998). Household Debt and Consumer Spending. *Business Economics*, 38-42.
- Murphy, R.P. (2003). Why Do Capitalists Earn Interest Income?. the Mises Institute. 02.11.2018.
<https://mises.org/library/why-do-capitalists-earn-interest-income>
- Musacchio, A. (2012). Mexico's Financial Crisis of 1994-1995. *Harvard Business School Working Paper*, No. 12–101
- Müslümov, A. ve Aras, G. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. *İktisat, İşletme-Finans Dergisi*, 2004, 222: 55-65.
- Nazir, S., Saeed, S. & Muhammad, A. (2017). Threshold Modeling for Inflation and GDP Growth. *Munich Personal RePEc Archive*
- Nkoro, E. & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Cointegration Technique: Application and Interpretation. *Journal of Statistical and Econometric Methods*, 5(4), 63-91.
- Nkoro, E. & Uko, A. K. (2016). The Johansen-Juselius Multivariate Cointegration Technique: Application and Interpretation. *Advances in Social Sciences Research Journal*, 3(4).
- Nițescu, D. C., & Murgu, V. (2019). The Economic Growth Catalyzers at the European Level, in the Context of the 2008 Financial Crisis. *Amfiteatru Economic Journal*, 21(50), 241-257.

- OBrien, Y. (2007). Reserve Requirement Systems in OECD Countries, *Finance and Economics Discussion Series*
- Okçuoğlu, G. ve Önder, İ. (2011). Âşarın Kaldırılması. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 45 (1-4)
- OECD. Tax Revenue. 07.05.2019. <https://data.oecd.org/tax/tax-revenue.htm>
- OECD (2019). Household Financial Assets. 23.09.2019. <https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm>
- OECD (2019). Household Spending. 23.11.2019. <https://data.oecd.org/hha/household-spending.htm>
- Orhangazi, Ö. (2008), Financialisation and Capital Accumulation in the NonFinancial Corporate Sector, A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003”, Cambridge Journal of Economics, Advance Access Published on April 9, 2008, 32: 3
- Öğünç, F., ve Sarıkaya, C. (2015). Enflasyonu Açıklamada Kredilerin Bilgi Değeri (No. 1512). Araştırma ve Para Politikaları Departmanı, TCMB
- Öncel, Ü.(2014). Dot-Com Balonunun Tarihiçesi. 22.10.2018. <https://webrazzi.com/2014/06/28/dot-com-balonunun-tarihcesi/>
- Özatat, F. (2019). Maliye Politikasında Manevra Alanı Var mı ? *Ekonominin Seyir Defteri*, TEPAV
- Özatat, F.(2015). Parasal İktisat: Kuram ve Politik. İstanbul:Efil Yayınevi, 4.baskı
- Özcan, A. (2011). Türkiye İmalat Sanayinde Toplam Faktör Verimliliği ve Beşeri Sermaye İlişkisi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(2), 223-242.
- Özdemir, A. ve Dalkılıç, R. (2016). Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 53 Sayı: 613
- Özdemir, A. ve Çakır, M. (2007) Bağımsızlık Sonrası Orta Asya Ülkelerinin Yoksulluk Sorunu. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 5 (8) , 32-41
- Özker, A.(2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Selektif (Tercihli) Kredi Politikalarında Yapısal Uyum ve Sektörel Gelişme. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 6 (10), 124-141.
- Özlale, Ü ve Yüksel, M.K. (2016). Türkiye’de Bütçe Harcamaları: Farklı Dağılımların Ekonomik Büyümeye Etkisi, Koç University-TÜSİAD Economic Research Forum, Working Paper Series,1603, June-2016
- Özsağır, A. (2007). Ekonomide Güven Faktörü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(20), 46-62.
- Öztürk, N. ve Fitöz, E. (2012). Türkiye’de Konut Piyasasının Belirleyicileri: Ampirik Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 5(10), 21-46.
- Öztürk, S. ve Saygın, S. (2017). 1973 Petrol Krizinin Ekonomiye Etkileri ve Stagflasyon Olgusu. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 1-12.
- Pagano, M. & Langfield, S. (2014). Banking in Europe: Too Much of a Good Thing, *Mimeo*.
- Pala, O. ve Teker, D. (2014). AB-27 Ülkeleri ve Türkiye’de Ekonomik Büyümeyi Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Statik Panel Veri Modeli Uygulaması. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 151-162.
- Pattillo, C. , Poirson, H. & Ricci, L. (2004). What are the Channels Through Which External Debt Affects Growth, *IMF Working Paper*, WP 04/15
- Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith, R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of levelrelationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3): 289–326
- Pescatori, A., Sandri, D., & Simon, J. (2014). *Debt and Growth: Is There A Magic Threshold?* (No. 14-34). International Monetary Fund.

- Petek, A. & Özman, H. (2019). Türkiye'de Hanehalkı Kredi Analizi ve Kredi Yaşlandırma Etkisi. *Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Alanında Yenilikçi Yaklaşımlar*, Cilt 1, 225-246
- Pettinger, T. (2011). How can inflation reduce value of personal debt?. 04.10.2018. <https://www.economicshelp.org/blog/3188/inflation/personal-debt-and-inflation/>
- Pettinger, T. (2017). UK Economy in the 1920s. Economics Help. 15.10.2018. <https://www.economicshelp.org/blog/5948/economics/uk-economy-in-the-1920s/>
- Pettinger, T. (2018). The Tortoise Economy. Economics Help. 15.10.2018. <https://www.economicshelp.org/blog/143727/economics/the-tortoise-economy/>
- Philips, A. W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom 1861–1957. *Economica*, 25(100), 283-299.
- Phillips, P. C. & Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*. 75 (2): 335–346.
- Pigou, A. C. (1947). Economic Progress in a Stable Environment. *Economica*, 14(55), 180-188.
- Presbitero, A.F. (2010). Total Public Debt and Growth in Developing Countries. Università Politecnica Delle Marche, Department Of Economics, Money Finance Research Group, *Mofir Working Paper*, No 44, 2010.
- PWC (2019). Standard VAT rates for WWTS territories. 22.02.2019. <https://taxsummaries.pwc.com/quick-charts/value-added-tax-vat-rates>
- PWC Global Economy Watch. Is US Dollar Debt in Emerging Markets A Cause for Concern?. 03.12.2018. <https://www.pwc.com/gx/en/issues/economy/global-economy-watch/december-2018.html#economic-update>
- Rabobank (2013). The Russian Crisis 1998.Economic Report.Rabobank Economic Research. 11.10.2018. <https://economics.rabobank.com/publications/2013/september/the-russian-crisis-1998/>
- Rabobank, The Argentine Crisis 2001/2002.15.12.2018. <https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/>
- Rabobank. Russian Crisis. 07.11.2018. <https://economics.rabobank.com/publications/2013/september/the-russian-crisis-1998/>
- Rafaget, A. & Afzal, M. (2012). Impact of Global Financial Crisis on Stock Markets: Evidence from Pakistan and India. *Journal of Business Management and Economics*. Vol. 3, No. 7, p. 275-282.2012
- Rahman, S. & Masih, M. (2014). Increasing Household Debts and Its Relation to GDP, Interest Rate and House Price: Malaysia's Perspective. *Munich Personal RePEc Archive*
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2), 573-78.
- Reinhart, C.M & Reinhart, V.R. (2010). After the fall. *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 17-60.
- Reinhart, C.M & Sbrancia, M.B. (2011). The Liquidation of Government Debt, *NBER Working Paper*, No. 16893 March 2011
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. & Savastano, M.A. (2003). Addicted to Dollars, *NBER Working Paper*, No: 10015.
- Resmi Gazete (2015) . Risk Ölçüm Modelleri İle Piyasa Riskinin Hesaplanmasına ve Risk Ölçüm Modellerinin Değerlendirilmesine İlişkin Tebliğ. 15.11.2019. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/10/20151023-19.htm>

- Resmi Gazete (2019). Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ (Sayı: 2013/15)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ. 11.12.2019. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/01/20190119-6.htm>
- Reuters (2020). US-China Economy Debt. 14.03.2020. <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-debt/>
- Reynolds, A. (1985). Some International Comparisons of Supply-Side Tax Policy, *Cato Journal*, vol.5, s543- 569
- Roberts, M. (2015, July). Revisiting a world rate of profit. Paper for the 2015 Conference of the Association of Heterodox Economists, Southampton Solent University, 03.10.2019. <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2017/09/revisiting-a-world-rate-of-profit-june-2015.pdf>
- Rodrik, D. (2001). Trading in Illusions. *Foreign Policy*, pp. 55-62. 12.11.2019. http://online.sfsu.edu/jgmoss/PDF/635_pdf/No_17_Rodrik.pdf
- Rodrik, D. (2004). Rethinking Growth Policies in the Developing World. Harvard University. 12.11.2019. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.442.6932&rep=rep1&type=pdf>
- Rodrik, D. (2008). Second-best Institutions. *American Economic Review*, 98(2), 100-104.
- Rogoff, K. S. (2004). New Perspectives on International Debt and Exchange Rates. *NEBR Reporter* (Fall), 11-13.
- Rogoff, K. (2003). Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options. *IMF Occasional Paper*, 1-74
- Roubini, N. & Mihm, S. (2012). *Kriz Ekonomisi*. İstanbul : Pegasus Yayıncılık.
- Sachs, J. D., & Warner, A. M. (1995). Natural Resource Abundance and Economic Growth. *NBER Working Paper*, No: w5398, 1-50.
- Saraç, M. (2017). *Finans Teorisini Yeniden Düşünmek*. İstanbul: İktisat Yayınları. ISBN-10: 6056790029
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı. Verimlilik İstatistikleri. 21.12.2019. <http://vi.sanayi.gov.tr/>
- Sargent, T. & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 (Fall), 1-17.
- Saulnier, R. J. (1950). Scope of Urban Mortgage Lending by Life Insurance Companies. In *Urban Mortgage Lending by Life Insurance Companies* (pp. 1-19). National Bureau of Economic Research.
- Schclarek, A. (2004). Debt and Economic Growth in Developing Industrial Countries, *Mimeo*.
- Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N. & Weber, A. (2012). Fiscal Rules in Response to the Crisis— Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset, IMF Working Paper, WP/12/187
- Schildbach, J., Schneider, S. & AG, D. B. (2017). Large or small? How to Measure Bank Size. Deutsche Bank Research.
- Schneider, F. (2017, April). Restricting or Abolishing Cash: An Effective Instrument for Fighting The Shadow Economy, Crime and Terrorism?, *International Cash Conference 2017 – War on Cash: Is there a Future for Cash?*, Island of Mainau, Germany
- Schneider, F. (2018). Restricting Or Abolishing Cash: An Effective Instrument for Fighting the Shadow Economy, Crime And Terrorism?. *CESifo Working Paper Series*, No. 7143.
- Schularick, M. & Taylor, A. M. (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029-61.

- SEC (2017). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. 15.10.2018. <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2017-annual-report-on-nrsros.pdf>
- Shefrin, H. & Statman, M. (2011). Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes. Santa Clara University
- Shrestha, M. B. & Bhatta, G. R. (2018). Selecting Appropriate Methodological Framework for Time Series Data Analysis. *The Journal of Finance and Data Science*, 4(2), 71-89.
- Siblis Research. How is S&P 500 weighted? . 02.10.2019. <http://siblisresearch.com/data/weights-sp-500-companies/>
- Siems, T. F. & Barr, R. S. (1998). Benchmarking the Productive Efficiency of US Banks. *Financial Industry Studies*, 4, 11-24.
- Sinclair, T. J. (2010). Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis. *Economic Sociology*, 12(1), 4-9.
- Smith, A. (1759). The Theory of Moral Sentiments, ed. DD Raphael & AL Macfie. Liberty Fund.(Original work published in 1759.)
- Söğüt, E. (2008). The Determinants of Financial development and Private Sector Credits: Evidence from Panel Data. *Masters thesis*. Middle East Technical University.
- Spong, K. (2000). *Banking Regulation: Its Purposes, Implementation, and Effects*. Fifth Edition, Federal Reserve Bank of Kansas City, 98.
- S&P CoreLogic Case-Shiller. S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices. 21.12.2018. <https://us.spindices.com/index-family/sp-corelogic-case-shiller/sp-corelogic-case-shiller-composite>
- St. Lois FED (T.Y). How Monetary Policy Works. 15.11.2019. <https://www.stlouisfed.org/in-plain-english/how-monetary-policy-works>
- Steve Keen Debt Watch. 07.10.2018. <http://www.debtdeflation.com/blogs/2008/11/20/has-debt-deflation-begun/>
- Stock, J.H. & Watson, M.W. (2011). *Ekonometriye Giriş*. (Çev. Bedriye Saraçoğlu). İstanbul: Efil Yayınevi
- Sümer, E. ve Aybar, Ş. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 75-84.
- Sylla, R. (2002). An Historical Primer on the Business of Credit Rating. *Rating Agencies and the Global Financial System* (pp. 19-40). Springer, Boston, MA.
- Şenses, F. (2017). *İktisada (Farklı Bir) Giriş*. İstanbul: İletişim Yayınları .ISBN:9750522314
- Tarı, R. (2018). *Ekonometri*. (13. Baskı). İstanbul: Umuttepe Yayınları
- Tatoğlu, F.Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi - Stata Uygulamalı*. (4. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık
- Tax Foundation (2019). Corporate Tax Rates around the World, 2019. 04.02.2020. <https://taxfoundation.org/publications/corporate-tax-rates-around-the-world/>
- TBB (2019). Bankalarımız-2018. 09.09.2019. https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/istatistikraporlar/ekler/1151/Bankalarimiz_2018.pdf
- TCMB (2018). Finansal İstikrar Raporu - Kasım 2018. 25.03.2019. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/finansal+istikrar+raporu/2018/sayi+27>

- TCMB (2011). Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. 07.12.2019.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d7033add-774f-4358-b4f7-1fd227d640d0/11-6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d7033add-774f-4358-b4f7-1fd227d640d0-m3fB7Ju>
- TCMB (T.Y). Çekirdek Yükümlülüklerine Sağlanacak Desteğe İlişkin Ayrıntılar.19.11.2019 .
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2658a7fd-007f-43f7-a846-cd3f0b7dd8fa/Teknik+Ayrıntilar.pdf?MOD=AJPERES>
- TCMB (T.Y). Reeskont ve Avans Faiz Oranları. 19.11.2019.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/P ara+Politikasi/Reeskont+ve+Avans+Faiz+Oranlari>
- TCMB (T.Y). Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar. 15.06.2019 .
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/P ara+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/>
- Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, R. H. & Johnson, E. J. (1990). Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science*, 36(6), 643-660.
- The Banker (2015). Top 1000 World Banks – Global Decline in Loan-to-Deposit Ratio Slows . 12.11.2018. <https://www.thebanker.com/Top-1000/Top-1000-World-Banks-Global-decline-in-loan-to-deposit-ratio-slows?ct=true>
- The Economist. Global House-Price Index. 07.12.2018. <https://www.economist.com/graphic-detail/2018/08/09/global-house-price-index>
- The Economists. Financial Crisis. Essays. 15.12.2018.
<https://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina>
- The Economist (2013). What Can We Learn From the Depression. 23.11.2019.
<https://www.economist.com/free-exchange/2013/11/08/what-can-we-learn-from-the-depression>
- The Economist (2019). 23.11.2019. https://www.economist.com/graphic-detail/2019/06/27/global-house-price-index?date=2000-03&index=real_price&places=USA&places=GBR
- The Library of Economics and Liberty (EconLib). Irving Fisher. 22.09.2018.
<https://www.econlib.org/library/Enc/bios/Fisher.html>
- The Guardian (2012). Black Wednesday 20 Years on: How The Day Unfolded. 20.12.2018.
<https://www.theguardian.com/business/2012/sep/13/black-wednesday-20-years-pound-erm>
- Thoma, M. (2014). Explainer: Why is deflation so harmful?. 07.12.2018.
<https://www.cbsnews.com/news/explainer-why-is-deflation-so-harmful/>
- Tobin, J. (1980). Asset Accumulation and Economic Activity. Chicago: University of Chicago Press, and Oxford: Basil Blackwell, Yrjö Jahnsson Lectures.
- Tobin, J. (2005). Irving Fisher (1867–1947). *American Journal of Economics and Sociology*, 64(1), 19-42.
- Toth, I. J., & Arvai, Z. (2001). Liquidity Constrains and Consumer Impatience (No. 2). Magyar Nemzeti Bank (MNB).
- Törüner, Y. (2005). 24.03.2005 ve 26.03.2005 Tarihli Köşe Yazıları. 12.11.2019.
<http://gazetearsivi.milliyet.com.tr/>

- Tüğen, K. (1991). Bütçe açıkları, Finansmanı ve Sonuçları: Gelişmiş Ülkeler Yönünden Bir Değerlendirme. *EGİAD Ekonomik Raporlar*.
- Trading Economics. Household Debt to GDP. 23.09.2019. <https://tradingeconomics.com/euro-area/households-debt-to-gdp>
- TÜİK (2018). Tüketici Fiyat Endeksleri . 24.11.2018.
<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>
- TÜİK (2019). Hanehalkı Tüketim Harcamaları. 03.12.2019.
http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1012
- Turinetti, E. & Zhuang, H. (2011). Exploring determinants of US household debt. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 27(6), 85-92.
- Turner, A. (2012). Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from Classic Economics Texts. *Speech at South African Reserve Bank*.
- Türkiye Bankalar Birliği (2020). 2019 Yılında Bankacılık Sektörü. 04.02.2020.
https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7651/2019_Yilinda_Bankacilik_Sektoru.pdf
- Türkiye Bankalar Birliği (2020). Temel Ekonomi ve Bankacılık Göstergeleri Türkiye – AB Ülkeleri. *Temel Ekonomi ve Bankacılık Göstergeleri*. 04.02.2020.
<https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7646/TR-AB-2018.pdf>
- Türkiye Bilimler Akademisi (TUBA). Açık Ders. 17.10.2018.
<http://www.acikders.org.tr/course/category.php?id=20>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). *Kasım-2019 Finansal İstikrar Raporu*. No.29
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). *Merkezin Güncesi*. 24.12.2018.
http://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/kuresel_yatirimci_+davranislari
- U.S. Bureau of Economic Analysis (2019). 03.01.2019. <https://www.bea.gov/>
- U.S. Bureau of Economic Analysis (2001). Economic Report of the President. 19.09.2018.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/ERP/2001/ERP_2001.pdf
- U.S. Department of the Treasury. Major Foreign Holders of Treasury Securities.12.04.2020.
<https://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt>
- U.S. Department of the Treasury. Monitoring the Economy.09.12.2018.
<https://home.treasury.gov/data/monitoring-the-economy>
- Üçgöz, T. (2016). Davranışsal Finans. 07.10.2018.
<https://medium.com/@tugrulucgoz/davran%C4%B1%C5%9Fsal-finans-11c9eabfc995>
- Ulusoy, A., Karakurt, B., & Ela, M. (2015). Borç Deflasyonu: Teorinin Gelişimi ve Avrupa’da Borç Deflasyonuna İlişkin Değerlendirmeler. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(26), 1-28.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *World Investment Report-2019*. 12.09.2019.https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_en.pdf
- United Nations Development Programme. Human Development Reports.17.12.2018.
<http://hdr.undp.org/en/countries/profiles/TUR>
- University of Groningen. PWT 9.1. 08.12.2018. <https://www.rug.nl/ggdc/productivity/pwt/>
- Us, V. (2016). A Dynamic Approach to Analyzing the Effect of the Global Crisis on Non Performing Loans: Evidence from the Turkish Banking Sector. *TCMB Working Paper*, 16/12.

- Utt, R. (2008). The Subprime Mortgage Market Collapse: A Primer on the Causes and Possible Solutions. The Heritage Foundation.12.10.2018. <https://www.heritage.org/report/the-subprime-mortgage-market-collapse-primer-the-causes-and-possible-solutions>
- Versluysen, E. (1988). Financial Deregulation and the Globalization of Capital Markets (No. 40). World Bank Publications.
- Vinayagathan, T. (2013). Inflation and Economic Growth: A Dynamic Panel Threshold Analysis for Asian Economies. *Journal of Asian Economics*, 26, 31-41.
- Von Peter, G. (2005). Debt-deflation: Concepts and a Stylised Model. *BIS Working Paper*, No. 176.
- Vural, U. (2013). Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB
- Wade, K. & May, A. (2013). GDP Growth and Equity Market Returns. Schroder Investment
- Wells Fargo (2018). Which Sectors Have Driven Business Sector Debt Growth? . 17.11.2018. <https://www.fxstreet.com/analysis/which-sectors-have-driven-business-sector-debt-growth-201810291622>
- Wells Fargo. International Economic Reports.09.05.2019 https://www.wellsfargo.com/com/insights/economics/international-reports?utm_source=SFMC&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=&utm_term=7230679&sid=548413
- White, E. N. (2009). Lessons From The Great American Real Estate Boom and Bust Of The 1920s (No. w15573). National Bureau of Economic Research.
- Whitesell, W. (2006). Interest Rate Corridors And Reserves, *Journal of Monetary Economics*, N.53, pp. 1177–1195
- Wikipedia (2018). Black Monday-1987. 21.12.2018. [https://en.wikipedia.org/wiki/Black_Monday_\(1987\)#cite_note-NZSE-5](https://en.wikipedia.org/wiki/Black_Monday_(1987)#cite_note-NZSE-5)
- Winck, B. (2019). The Yield Curve Is Inverted. Here's What That Means, and What the Implications Are For The Economy. 22.11.2019. <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/yield-curve-inversion-explained-what-it-is-what-it-means-2019-8-1028482016>
- Wolfson, M. H. (1996). Irving Fisher's Debt-Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions. *Cambridge Journal of Economics*, 20(3), 315-333.
- World Bank. Global Financial Development Database.03.10.2019. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.EM.01#>
- World Bank. Households and NPISHS Final Consumption Expenditure. National Account Data. 07.12.2019. <https://data.worldbank.org/indicator/ne.con.prvt.cd>
- Wright State University. Asian Crisis. 15.12.2018. <http://www.wright.edu/~tdung/asiancrisis-hill.htm>
- Yamak, R. & Tanrıöver, B. (2009). Faiz Oranı, Getiri Farkı ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği (1990-2006). *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 43-58.
- Yanikkaya, H. (2003). Trade Openness and Economic Growth: A Cross-Country Empirical Investigation", *Journal of Development Economics*, Vol. 72, pp. 57-89.
- Yavilioğlu, C. (2002). Kalkınmanın Anabilimsel Tarihi ve Kavramsal Kökenleri, *Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Cilt 3, Sayı 1
- Yay, T. ve Yay, G. (2007). *İktisat Yazıları*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım. ISBN-10: 9944771696
- Zhang, M. (2018). Time Series: Autoregressive models AR, MA, ARMA, ARIMA. 20.10.2019. <http://people.cs.pitt.edu/~milos/courses/cs3750/lectures/class16.pdf>

Zhu, W. (2018). Vector Autoregression. 23.11.2019. *State University of New York at Stony Brook*.
http://www.ams.sunysb.edu/~zhu/ams586/VAR_Lecture2.pdf

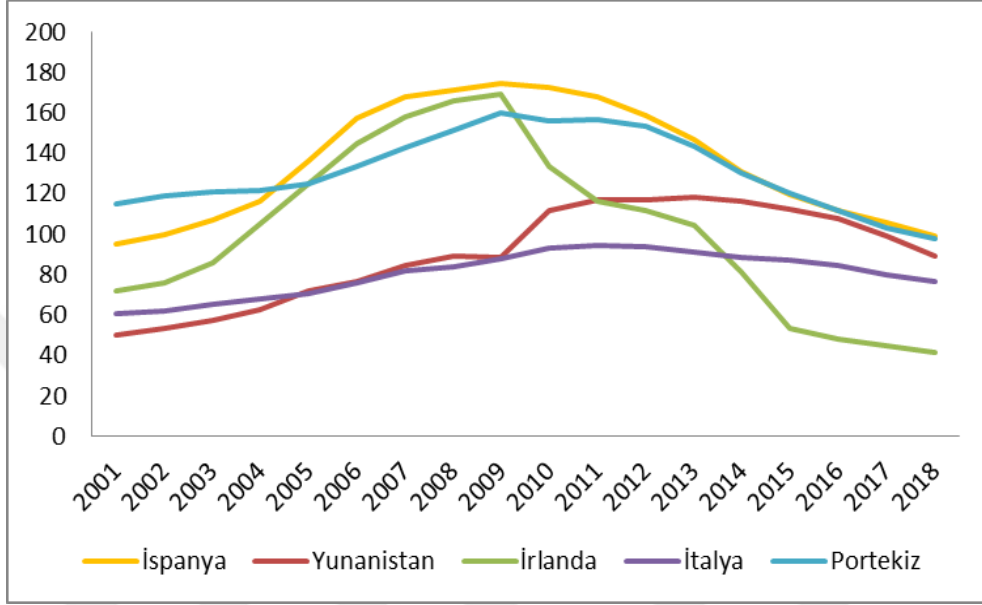
Zou, Y. (2006) Empirical Studies on the Relationship Between Public and Private Investment and GDP Growth, *Applied Economics*, 38: 11, 1259-1270



6. EKLER

EK.1: MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜME İLİŞKİN GRAFİKLER

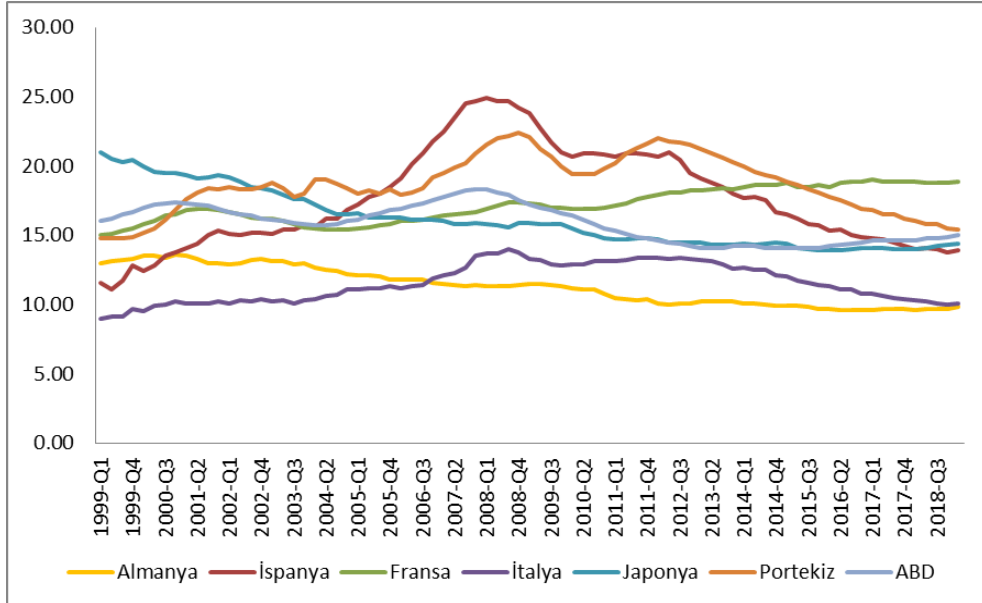
Grafik. 3.1: Özel Sektöre Verilen Toplam Krediler * (PIIGS Ülkeleri)



Kaynak: World Bank, WDI

* Milli Gelire Oranı

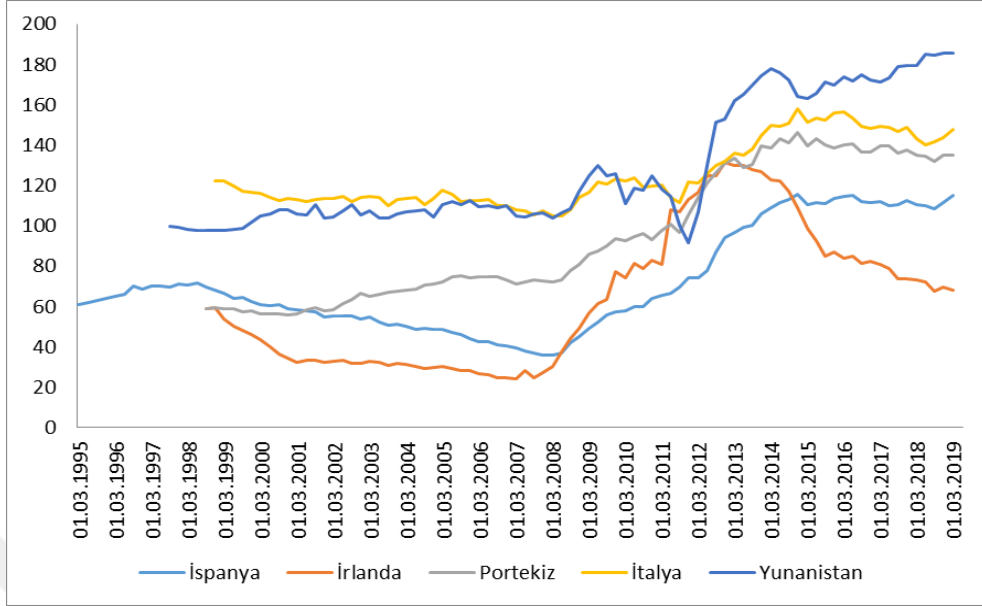
Grafik. 3.2: Hanehalkı Kredi Büyümesi (PIIGS Ülkeleri ve Seçilmiş Ülkeler)



Kaynak: BIS, Statistics

* Milli Gelire Oranı (PIIGS: Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya)

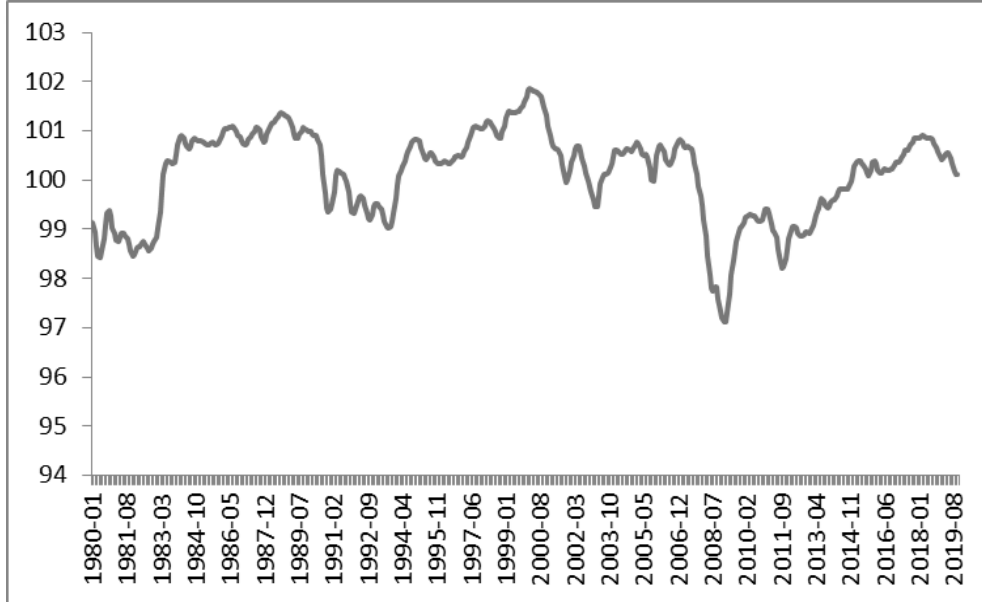
Grafik. 3.3: Kamu Kredi Borçluluğu (PIIGS Ülkeleri)



Kaynak: BIS, Statistics

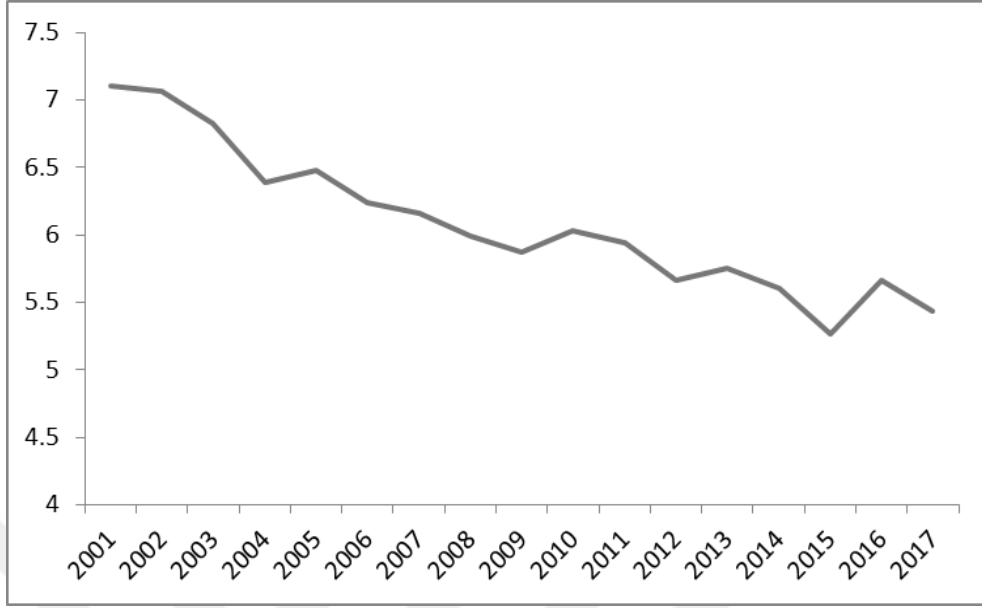
* Milli Gelire Oranla (Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya)

Grafik. 3.4: Tüketici Güven Endeksi (OECD Ülkeleri)



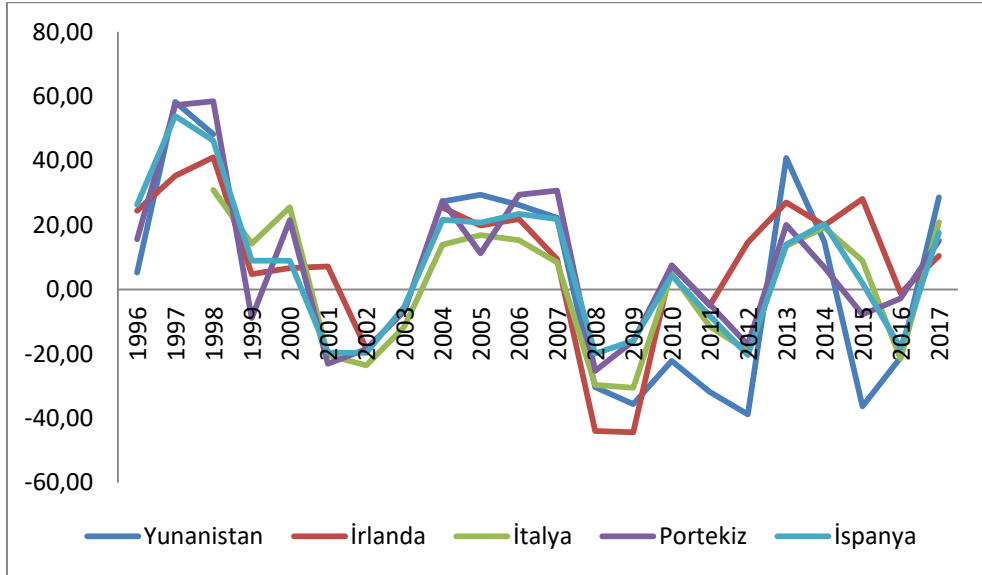
Kaynak: OECD Database, CCI

Grafik. 3.5: Risk Primi (Kredi- Dev. Tahvil Faizi Marjı, Dünya)



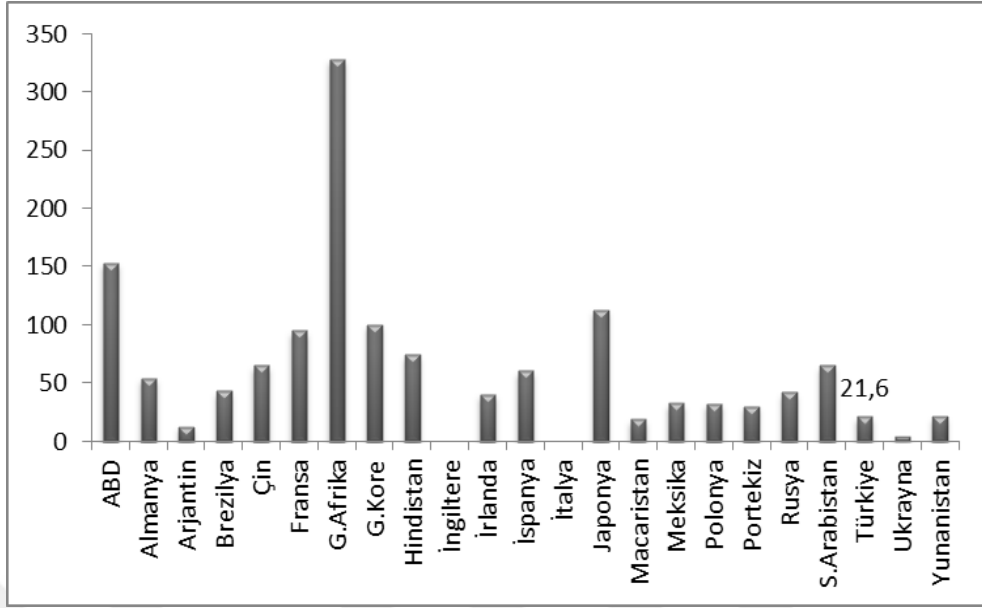
Kaynak: IMF, International Financial Statistics

Grafik. 3.6: Yıllık Borsa Getirileri (PIIGS Ülkeleri)



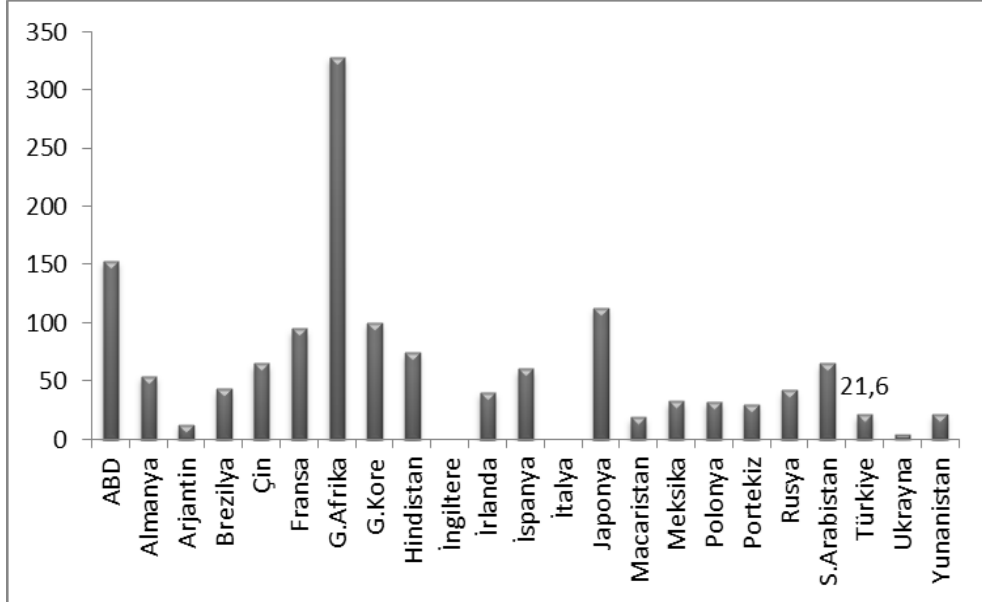
Kaynak: IMF, International Financial Statistics

Grafik. 3.7: Hisse Senedi Piyasası Büyüklüğü (Ülkeler Bazında)



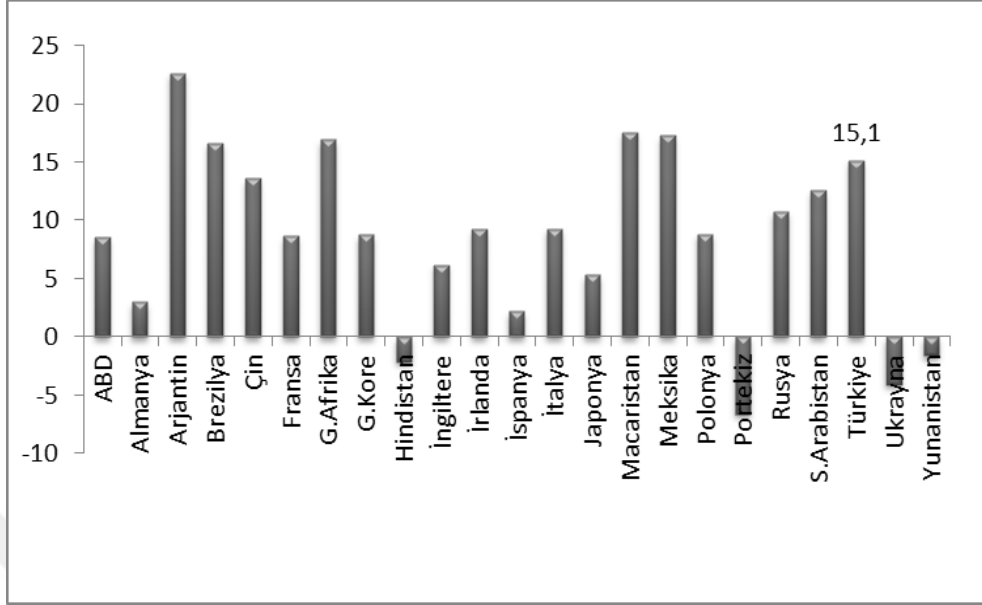
Kaynak: World Bank – FS Database (2017 verileri) *Milli Gelire Oranı

Grafik. 3.8: Bankacılık Sektörü Görünümü - Z Skoru



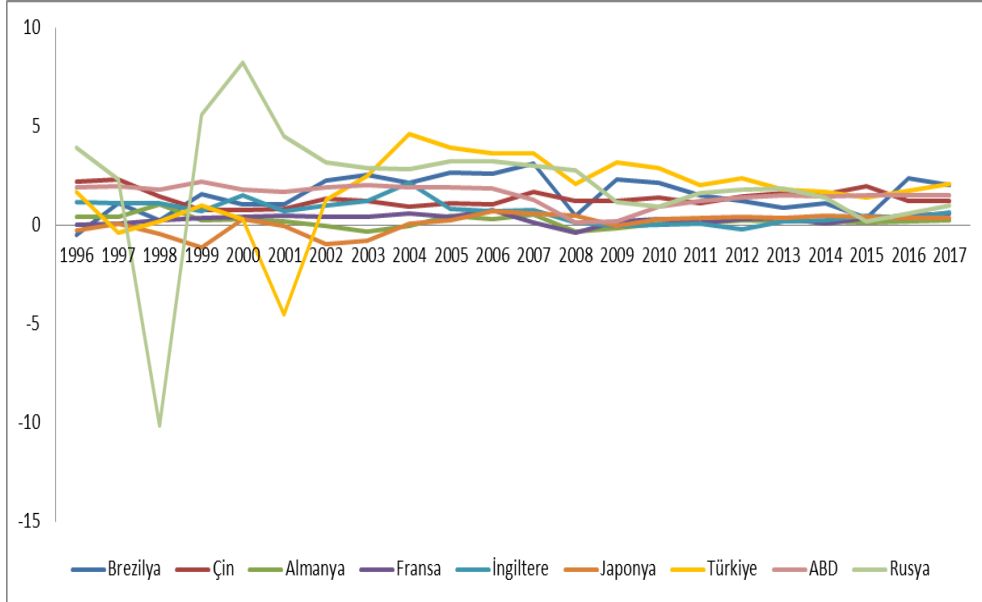
Kaynak: World Bank – FS Database (2017 verileri)

Grafik. 3.9: Bankacılık Sektörü Görünümü - Özsermaye Karlılığı (ROE)



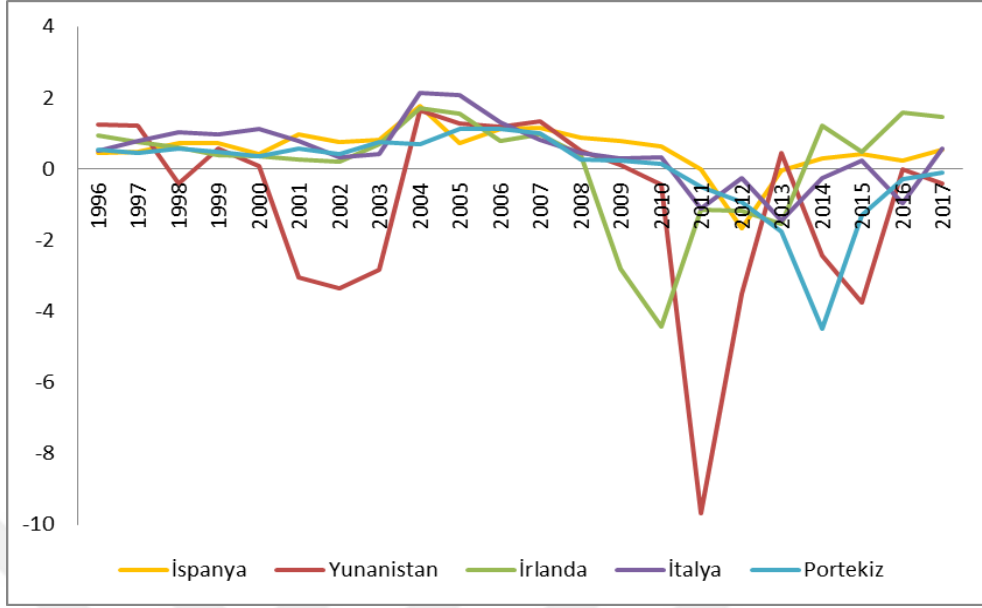
Kaynak: World Bank – FS Database (2017 verileri)

Grafik. 3.10: Bankacılık Sektörü Görünümü - Aktif Karlılık (ROA)



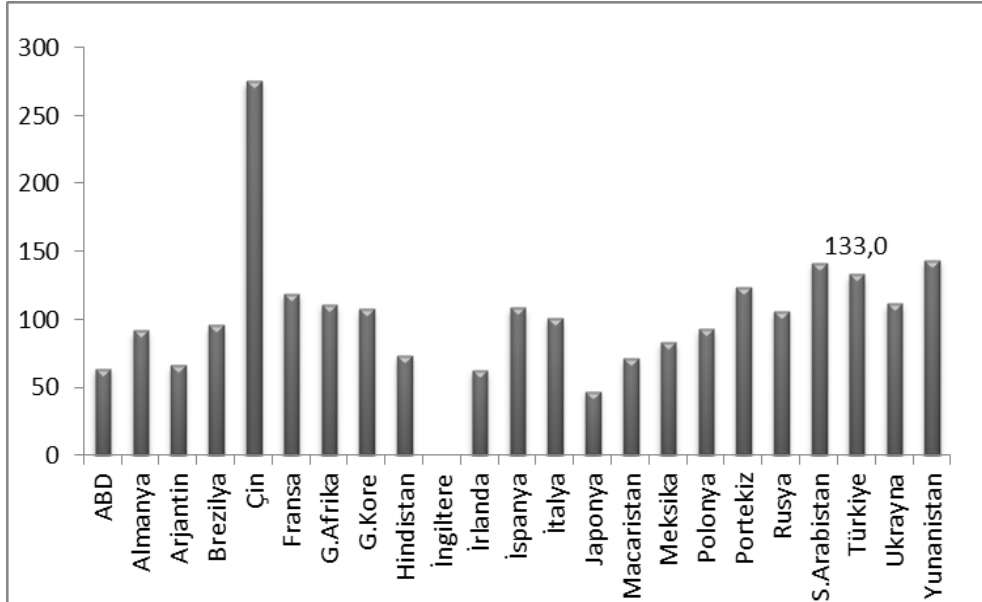
Kaynak: Bankscope, Bureau van Dijk (BvD)

Grafik. 3.11: PIIGS Ülkeleri Bankacılık Sektörü Görünümü - Aktif Karlılık (ROA)



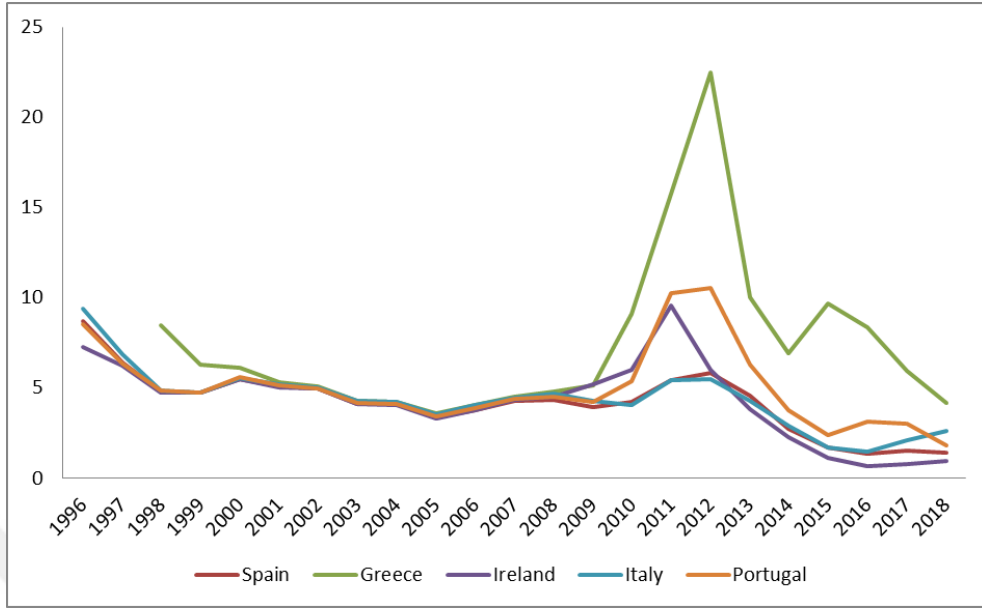
Kaynak: Bankscope, Bureau van Dijk (BvD)

Grafik. 3.12: Bankacılık Sistemi Kredi/Mevduat Oranı



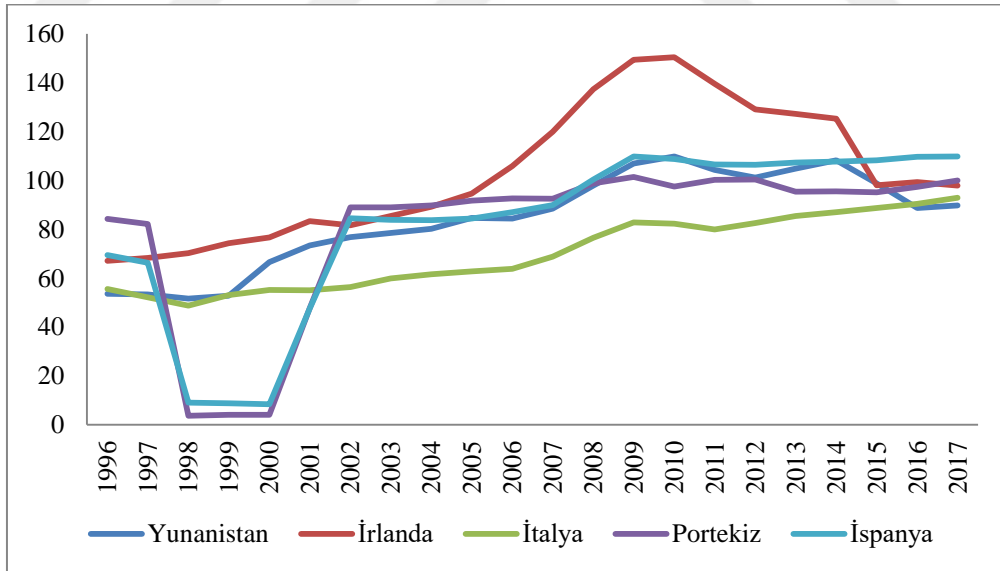
Kaynak: World Bank – FS Database (2017 verileri)

Grafik 3.13: PIIGS Ülkeleri – 10 Yıllık Devlet Tahvili Faizleri



Kaynak: OECD – Main Economic Indicators

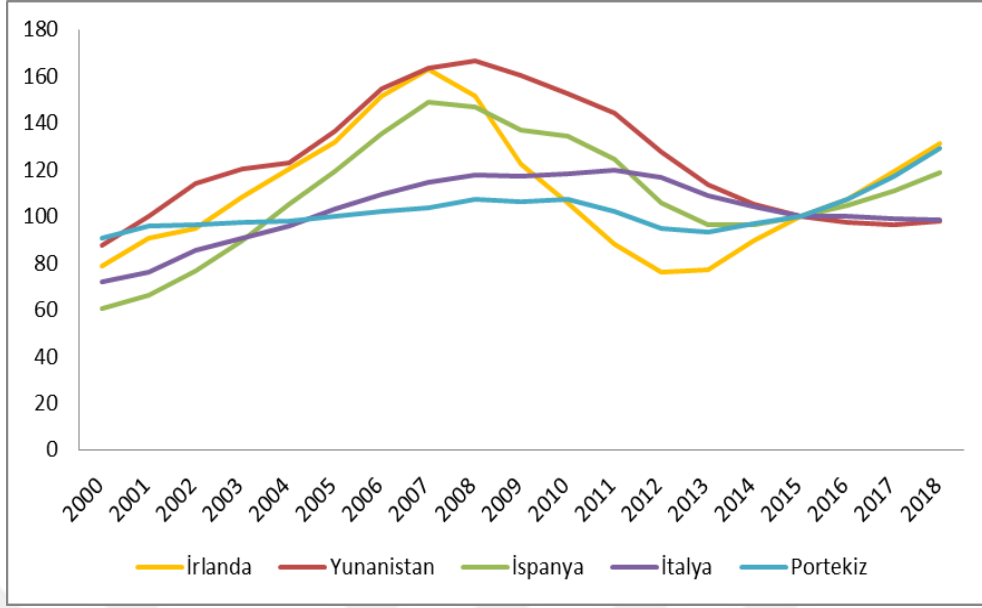
Grafik 3.14: PIIGS Ülkeleri – M3 Para Arzı



Kaynak: IMF - International Financial Statistics

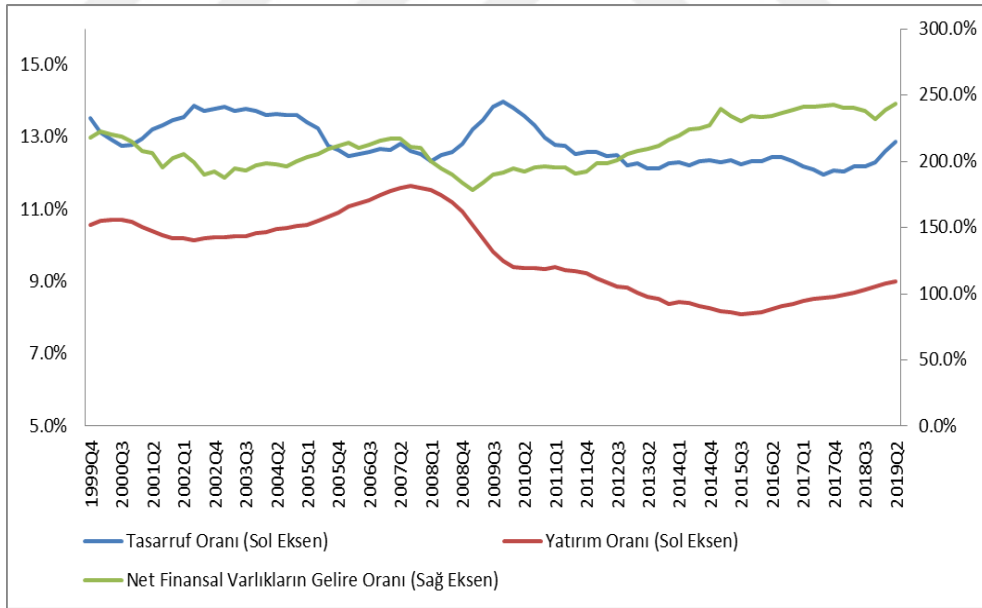
*Milli Gelire Oranı

Grafik. 3.15: PIIGS Ülkeleri Konut Fiyatları Endeksi



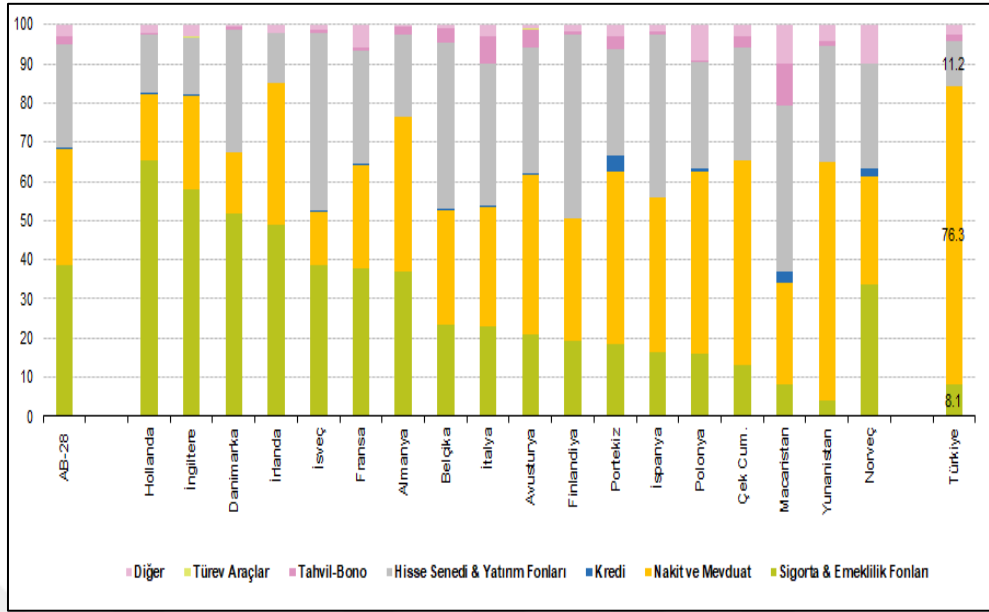
Kaynak: Eurostat

Grafik. 3.16: AB Hanehalkı Tasarruf ve Yatırım Oranı



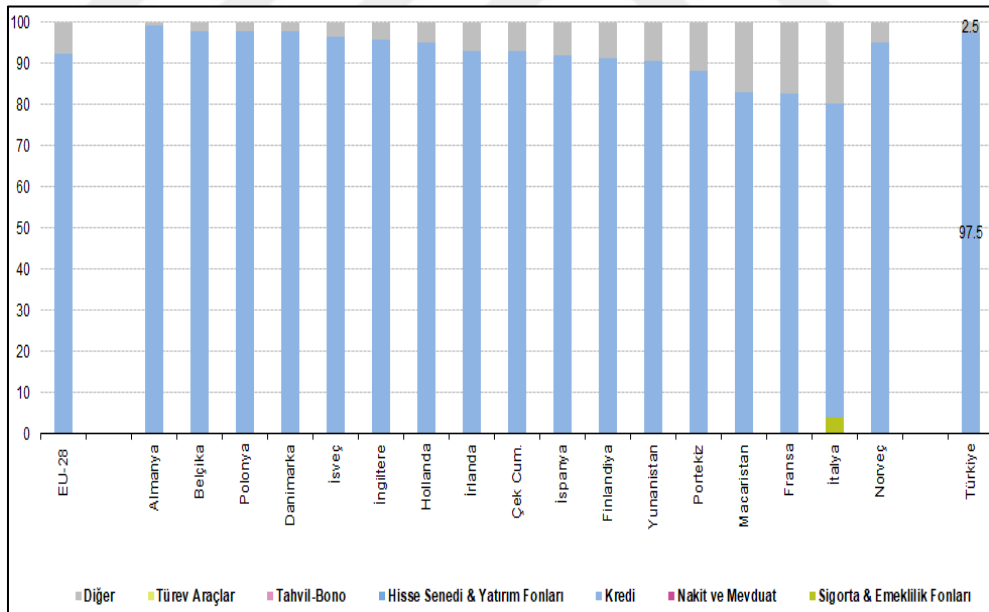
Kaynak: Eurostat

Grafik. 3.17: AB ve Türkiye Hanehalkı Finansal Varlık Kompozisyonu



Kaynak: Eurostat – 2018 verileri

Grafik. 3.18: AB ve Türkiye Hanehalkı Finansal Yükümlülükler



Kaynak: Eurostat – 2018 verileri

EK. 2.1. EKONOMETRİK ANALİZLERİN ÇIKTILARI (TABLOLAR)

Tablo. 3.1: Korelasyon Matrisi (Makro ve Finansal Değişkenler)

	IO	K_HAR	CA	TUK_G	OSB	HB	RB	KB	C_AC	BORSA	M3	TGA	KON_F	AK	FO
IO	1.0000														
K_HAR	0.3887	1.0000													
CA	0.2408	-0.1889	1.0000												
TUK_G	-0.4356	-0.6047	0.2860	1.0000											
OSB	0.0793	-0.2245	0.0494	-0.3232	1.0000										
HB	0.1915	0.0392	-0.2305	-0.5695	0.8420	1.0000									
RB	0.0256	-0.3101	0.1742	-0.1824	0.9646	0.6733	1.0000								
KB	0.5597	0.6644	0.2156	-0.3541	-0.2351	-0.1824	-0.2199	1.0000							
C_AC	-0.7879	-0.4998	-0.3227	0.5130	-0.1063	-0.2060	-0.0500	-0.7371	1.0000						
BORSA	-0.0622	-0.2041	0.0984	0.4864	-0.2140	-0.2955	-0.1509	-0.0651	0.1940	1.0000					
M3	0.2937	0.1073	0.0885	-0.4612	0.6513	0.6605	0.5734	0.1739	-0.3345	-0.2784	1.0000				
TGA	0.5931	0.3592	0.2766	-0.3023	0.0237	-0.0045	0.0444	0.8144	-0.7298	0.0274	0.2600	1.0000			
KON_F	-0.0925	0.0898	-0.3925	-0.3458	0.1849	0.3385	0.1005	-0.0020	0.1250	-0.2564	0.5055	-0.0965	1.0000		
AK	-0.3968	-0.4636	-0.0020	0.4849	-0.0867	-0.1730	-0.0363	-0.4657	0.5637	0.2406	-0.2752	-0.3988	-0.0482	1.0000	
FO	0.3624	0.3994	-0.2221	-0.5587	-0.1189	0.0785	-0.2031	0.3414	-0.5146	-0.2638	0.0125	0.2802	0.0063	-0.5362	1.0000

Not: Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya ülkelerinin 1998-2018 verileri kullanılmıştır.

Tablo. 3.2: Klasik Modelin Tesadüfi Etkiler Modeline Karşı Testi (Zaman Etkisi)

(1998-2007)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z İstatistik Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.9270	0.2810	32.99	0.0000
ENF	0.1044	0.0531	1.97	0.0490
FO	-0.2245	0.0903	-2.48	0.0130
DTA	0.4503	0.2158	2.09	0.0370
TAS	1.2591	0.4219	2.98	0.0030
YAT	1.9562	0.5651	3.46	0.0010
HB	-0.5502	0.3166	-1.74	0.0820
RB	0.2082	0.3155	0.66	0.5090
KB	-0.7333	0.3894	-1.88	0.0600
C	-5.9733	5.5785	-1.07	0.2850
Wald ki-kare	4281.24			
Ki-kare Olasılık	0.0000			
LR test vs. Lineer model			ki-kare	0.81
			ki-kare olasılık	0.1844

Tablo. 3.3: Klasik Modelin Tesadüfi Etkiler Modeline Karşı Testi (Birim Etki)**(1998-2007)**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z İstatistik Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.9233	0.0287	32.09	0.0000
ENF	0.1072	0.0506	2.12	0.0340
FO	-0.2399	0.0883	-2.72	0.0070
DTA	0.5399	0.2205	2.45	0.0140
TAS	1.2466	0.4401	2.83	0.0050
YAT	2.2501	0.5862	3.84	0.0000
HB	-0.4905	0.3323	-1.48	0.1400
RB	0.2804	0.3307	0.85	0.3960
KB	-0.5483	0.3856	-1.42	0.1550
C	-8.4841	5.5408	-1.53	0.1260
LR ki-kare	192.60			
Ki-kare Olasılık	0.0000			
rho	0.0016739			
LR test			ki-kare	0.02
			ki-kare olasılık	0.440

Tablo. 3.4: Panel Veri Analizi (Havuzlanmış EKK- Pooled OLS)**(1998-2007)**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z İstatistik Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.923308	0.028775	32.09	0.0000
ENF	0.107241	0.050607	2.12	0.0340
FO	-0.239938	0.088365	-2.72	0.0070
DTA	0.539959	0.220542	2.45	0.0140
TAS	1.246632	0.440158	2.83	0.0050
YAT	2.250177	0.5862	3.84	0.0000
HB	-0.490543	0.332354	-1.48	0.1400
RB	0.280443	0.330746	0.85	0.3960
KB	-0.548333	0.385606	-1.42	0.1550
C	-8.484177	5.540855	-1.53	0.1260
F (9,40)	791.05			
F Olasılık	0.0000			
R²	0.9876			

Tablo. 3.5: Panel Veri Analizi (Havuzlanmış EKK- Pooled OLS) D.SH (1998-2007)

Değişken	Katsayı	D. Std. Hata	t	p > t
KBGSYİH	0.9233	0.3400	27.15	0.000
ENF	0.1077	0.0423	2.54	0.015
FO	-0.2407	0.0979	-2.46	0.018
DTA	0.5395	0.2105	2.56	0.014
TAS	1.2523	0.3636	3.44	0.001
YAT	2.2501	0.4713	4.77	0.000
HB	-0.4905	0.2802	-1.75	0.088
RB	0.2779	0.2845	0.98	0.335
KB	-0.5481	0.2900	-1.89	0.066
C	-8.4876	4.0358	-2.1	0.042
F (9,40)	791.05			
F Olasılık	0.0000			
R²	0.9876			

**Tablo. 3.6: Klasik Modelin Rassal Etkiler Modeline Karşı Testi (Zaman Etkisi)
(2008-2018)**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z İstatistik Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.9816	0.0087	111.67	0.000
ENF	0.0403	0.0242	1.67	0.096
FO	-0.0010	0.0116	-0.09	0.928
DTA	0.3943	0.1572	2.51	0.012
TAS	-0.6041	0.1683	-3.59	0.000
YAT	0.3274	0.3170	1.03	0.302
HB	-1.4351	0.2080	-6.22	0.000
RB	0.6988	0.3058	2.29	0.022
KB	-0.9598	0.2199	-4.36	0.000
C	6.3486	2.1396	2.97	0.003
Wald ki-kare	32512.15			
Ki-kare Olasılık	0.0000			
LR test vs. Lineer model			ki-kare	2.20E-13
			ki-kare olasılık	1.0000

Tablo. 3.7: Klasik Modelin Rassal Etkiler Modeline Karşı Testi (Birim Etki)**(2008-2018)**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z İst. Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.9902	0.0089	111.28	0.000
ENF	0.0441	0.0210	2.1	0.036
FO	-0.0056	0.0107	-0.52	0.601
DTA	0.1430	0.2346	0.61	0.542
TAS	-0.5971	0.2099	-2.84	0.004
YAT	0.3945	0.2840	1.39	0.165
HB	-1.0955	0.3095	-3.54	0.000
RB	0.7883	0.3084	2.56	0.011
KB	-0.8148	0.2040	-3.99	0.000
C	4.7262	2.1016	2.25	0.025
LR ki-kare	324.76			
Ki-kare	0.0000			
Olasılık				
rho	0.416521			
LR test			ki-kare	4.95
			ki-kare	0.013
			olasılık	

Tablo. 3.8: Hausmann Testi

Değişken	SE	TE	Fark (SE-TE)
KBGSYİH	1.0007	0.9902	0.0105
ENF	0.9645	0.0441	0.9204
FO	0.0096	-0.0056	0.0152
DTA	0.2654	0.143	0.1224
TAS	-0.3138	-0.5971	0.2833
YAT	0.3469	0.3945	-0.0476
HB	-0.9975	-1.0955	0.0980
RB	0.4624	0.7883	-0.3259
KB	-0.5779	-0.8148	0.2369
Ki Kare	149.58		
Prob> ki	0.0000		
kare			

Tablo. 3.9: Panel Veri Analizi (Sabit Etkiler Modeli)**(2008-2018)**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.9986	0.0094	105.58	0.000
ENF	0.0404	0.0227	1.78	0.084
FO	-0.0002	0.0124	-0.02	0.981
DTA	-0.9907	0.5274	-1.88	0.068
TAS	-0.2884	0.2983	-0.97	0.340
YAT	0.4341	0.3019	1.44	0.159
HB	-0.9720	0.3701	-2.63	0.013
RB	0.4990	0.3602	1.39	0.174
KB	-0.5489	0.2375	-2.31	0.027
C	8.2619	3.6130	2.29	0.028
corr (u_i,X_b)	0.3435		F (9,36)	3342.26
sigma_u	0.7406		F Olasılık	0.0000
sigma_e	0.1744		R²	0.9835
rho	0.9474			

Tablo. 3.10: Tanısal Test Sonuçları

Tanısal Testler	
Durbin Watson Test İst.	1.11
Wald Test	
-ki kare	70.95
-olasılık > ki kare	0.0000
Friedman Test	
-değer	5.465
-olasılık	0.2428

Tablo. 3.11: Panel Veri Analizi (Sabit Etkiler Modeli) D.SH.**(2008-2018)**

Değişken	Katsayı	D.Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
KBGSYİH	0.9986	0.0112	88.94	0.000
ENF	0.0404	0.0137	2.95	0.042
FO	-0.0002	0.0036	-0.08	0.940
DTA	-0.9907	0.7118	-1.39	0.236
TAS	-0.2884	0.2758	-1.05	0.355
YAT	0.4341	0.3006	1.44	0.222
HB	-0.9720	0.5758	-1.69	0.167
RB	0.4990	0.6121	0.82	0.461
KB	-0.5489	0.1876	-2.93	0.043
C	8.2619	3.1787	2.60	0.060
corr (u_i,X_b)	0.3435		F (9,36)	3342.26
sigma_u	0.7406		F Olasılık	0.0000
sigma_e	0.1744		R²	0.9835
rho	0.9474			

EK. 2.1: Tablo. 3.12: ARDL Analizi ve Sınır Testi

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
LİO	0.249846	0.806520	3.09781	0.0032
LFO	0.304436	0.041893	7.271686	0.0000
LNUF	101.7238	21.531100	4.724499	0.0000
LKBGSYİH	0.026485	0.093290	0.283897	0.7776
LENF	1.556243	0.214191	7.265671	0.0000
LKONF	3.103299	0.404526	7.671441	0.0000
LTG	0.423916	0.120022	3.531993	0.0009
F- Sınır Testi				
Test İstatistiği	Değer	Güven Düzeyi	I(0)	I(1)
F-istatistiği	7.848062	10%	2.38	3.45
		5%	2.69	3.83
		1%	3.3	4.63

EK. 2.1: Tablo. 3.13: Hata Düzeltme Modeli (ECT)

Değişken	Katsayı	St. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
D(LBO(-1))	0.9813	0.0981	10.0021	0.0000
D(LBO(-2))	0.8489	0.1750	4.8490	0.0000
D(LBO(-3))	0.7587	0.1883	4.0270	0.0002
D(LFO)	0.0135	0.0568	0.2382	0.8126
D(LFO(-1))	-0.3898	0.0681	-5.7185	0.0000
D(LFO(-2))	-0.0165	0.0452	-0.3546	0.7169
D(LFO(-3))	0.1146	0.0417	2.7477	0.0083
D(LNUF)	252.0339	41.0789	6.1353	0.0000
D(LKBGSYİH)	-0.1032	0.0745	-1.3852	0.1720
D(LKBGSYİH(-1))	0.2417	0.0768	3.1447	0.0028
D(LENF)	0.6476	0.2771	2.3368	0.0234
D(LKONF)	2.1730	0.5932	3.6633	0.0006
D(LKONF(-1))	-1.4896	0.8058	-1.8486	0.0703
D(LKONF(-2))	-1.1118	0.8257	-1.3465	0.1841
D(LKONF(-3))	-2.3865	0.8214	-2.9051	0.0054
D(LTG)	0.0117	0.0410	0.2866	0.7755
D(LTG(-1))	-0.2467	0.0518	-4.7554	0.0000
D(LTG(-2))	-0.2538	0.0481	-5.2764	0.0000
D(LTG(-3))	-0.1228	0.0462	-2.6563	0.0105
ECT (-1)	-0.7184	0.0947	-7.5855	0.0000
C	-836.5800	110.2722	-7.5865	0.0000
@Trend	-0.1076	0.0141	-7.5766	0.0000

EK. 2.1: Tablo. 3.14: Varyans Ayrıştırma

Bağımlı Değişken: BSR									
Dönem	St. Hata	BSR	İO	FO	NUF	KBGSYİH	ENF	KONF	TG
1	0.019	100.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2	0.044	88.110	0.671	0.995	5.991	1.146	0.902	1.501	0.681
3	0.077	78.644	2.544	0.420	11.748	1.412	0.315	4.369	0.544
4	0.112	72.543	3.497	0.393	15.678	1.520	0.154	5.811	0.399
5	0.149	69.788	4.422	0.445	16.532	0.886	0.089	7.309	0.526
6	0.183	67.435	4.691	0.478	16.644	0.593	0.078	9.320	0.756
7	0.211	64.304	4.711	0.522	17.062	0.477	0.067	11.632	1.222
8	0.232	61.643	4.318	0.435	18.215	0.529	0.062	13.540	1.254
9	0.250	60.409	3.749	0.409	19.097	0.680	0.066	14.407	1.178
10	0.269	58.346	3.236	0.435	20.412	0.874	0.057	15.578	1.058

EK. 2.1: Tablo. 3.15: Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-164.900	N.A	32.437	11.992	12.13500	12.036
1	-121.737	73.994	2.843	9.552	10.12300	9.727
2	-119.618	3.178	4.772	10.044	11.04300	10.349
3	-115.088	5.823	7.018	10.363	11.79000	10.799
4	-101.254	14.822	5.670	10.01800	11.87300	10.585

EK. 2.1: Tablo. 3.16: Otokorelasyon Testi

Gecikme	Q İst	Olasılık
1	2.146384	-
2	8.8093	0.4551
3	13.98393	0.7301
4	24.81664	0.5847

EK. 2.1: Tablo. 3.17: Varyans Ayrıştırma

Bağımlı Değişken: GSYİH				
Dönem	St. Hata	GSYİH	KB	TÖSB
1	0.074	95.921	4.078	0.000
2	0.102	95.574	4.402	0.022
3	0.122	96.089	3.837	0.072
4	0.138	96.385	3.511	0.103
5	0.151	96.566	3.312	0.121
6	0.162	96.685	3.180	0.133
7	0.172	96.771	3.060	0.142
8	0.180	96.834	3.016	0.149
9	0.187	96.882	2.963	0.154
10	0.193	96.921	2.921	0.157

EK. 2.1: Tablo. 3.18: Eşbütünlüşme Analizi

Seriler: GSYİH; KB; TÖSB				
Trace Eşbütünlüşme Testi				
Eşbütünlüşme Rankı	Eigen Değeri	Trace İst.	0.05 Kritik Değer	Olasılık
r =0	0.588346	51.24638	35.19275	0.0004
r ≤1	0.369193	23.73162	20.26184	0.0160
r ≤2	0.229746	8.092084	9.164546	0.0796

Maximum Eigen Değeri Eşbütünlüşme Testi				
Eşbütünlüşme Rankı	Eigen Değeri	Max Eigen İst.	0.05 Kritik Değer	Olasılık
r =0	0.588346	27.51477	22.29962	0.0085
r ≤1	0.369193	15.63953	15.8921	0.0547
r ≤2	0.229746	8.092084	9.164546	0.0796

r: eşbütünlüşme vektör sayısı

EK. 2.1: Tablo. 3.19: Hata Düzeltme Modeli

Hata Düzeltme	D (GSYİH)	D(TÖSB)	D(KB)
Eşbütünlüşme Denk.	-0.01857 (0.00747) [-2.48624]	0.835546 (0.28696) [2.91168]	0.961695 (0.89622) [1.07305]

* Standart hatalar () ile, t istatistik değerleri [] ile gösterilmiştir.

EK. 2.1: Tablo. 3.20: F Sınır Testi Tablosu – Uzun Dönem İlişki (1970-2018)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
LHB	0.068068	0.029803	2.283921	0.0236
LKB	0.044592	0.021133	2.110078	0.0363
LRB	0.037028	0.068436	0.541055	0.5892
LKBGSYIH	0.958927	0.109934	8.722784	0.0000

F- Sınır Testi				
Test İstatistiği	Değer	Güven Düzeyi	I(0)	I(1)
F-istatistiği	3.851649	10%	2.2	3.09
		5%	2.56	3.49
		1%	3.29	4.37

R²: 0,9997

DEVAMI: EK. 2.1: Tablo. 3.20: F Sınır Testi Tablosu – Uzun Dönem İlişki (2008-2018)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
LHB	-0.174421	0.068136	-2.559902	0.0192
LKB	-0.057630	0.046272	-1.245443	0.2281
LRB	0.020317	0.036730	0.553149	0.5866
LKBGSYIH	1.360206	0.125924	10.80181	0.0000
F- Sınır Testi				
Test İstatistiği	Değer	Güven Düzeyi	I(0)	I(1)
F-istatistiği	5.236955	10%	2.2	3.09
		5%	2.56	3.49
		1%	3.29	4.37
R ² : 0,9998				

EK. 2.1: Tablo. 3.21: Hata Düzeltme Modeli - Kısa Dönem İlişki- 1970-2018

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
D(LMG(-1))	0.894360	0.038487	23.23779	0.0000
D(LMG(-2))	-0.814359	0.050970	-15.97728	0.0000
D(LMG(-3))	0.791469	0.037417	21.15260	0.0000
D(LKB)	0.001287	0.000916	1.405537	0.1617
D(LKB(-1))	-0.002899	0.000917	-3.162390	0.0019
D(LRB)	-0.002120	0.001128	-1.880103	0.0618
D(LKBGSYIH)	1.000404	0.001354	738.8735	0.0000
D(LKBGSYIH(-1))	-0.895125	0.038517	-23.23956	0.0000
D(LKBGSYIH(-2))	0.815574	0.050897	16.02394	0.0000
D(LKBGSYIH(-3))	-0.788912	0.037383	-21.10330	0.0000
CointEq(-1)*	-0.003504	0.000718	-4.877870	0.0000

DEVAMI: EK. 2.1: Tablo. 3.21: Hata Düzeltme Modeli - Kısa Dönem İlişki 2008-2018

Değişken	Katsayı	St. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
D(LMG(-1))	0.470314	0.093507	5.029745	0.0001
D(LMG(-2))	-0.838149	0.056269	-14.89533	0.0000
D(LMG(-3))	0.504546	0.074179	6.801745	0.0000
D(LHB)	0.001916	0.002627	0.729120	0.4748
D(LRB)	0.001039	0.001097	0.947249	0.3554
D(LRB(-1))	-0.003940	0.001284	-3.068080	0.0063
D(LRB(-2))	-0.003579	0.001174	-3.050075	0.0066
D(LKB)	0.002732	0.001111	2.460293	0.0236
D(LKBSYİH)	1.007205	0.002206	456.6229	0.0000
D(LKBSYİH (-1))	-0.475452	0.092942	-5.115583	0.0001
D(LKBSYİH (-2))	0.831695	0.056342	14.76155	0.0000
D(LKBSYİH (-3))	-0.509516	0.074063	-6.879492	0.0000
CointEq(-1)*	-0.037620	0.005971	-6.300048	0.0000

EK. 2.1: Tablo. 3.22: EKK ANALİZİ

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
KB	0.004386	0.001871	2.343663	0.0270
HB	-0.900225	0.280566	-3.208502	0.0035
RB	-0.782414	0.293316	-2.667477	0.0130
C	13.068740	0.028148	464.2789	0.0000
Trend	0.003478	0.001487	2.339022	0.0273
R²	0.623790		Akaike B.Ö	-
Düz.R²	0.565911		Schwarz B.Ö	3.149354
F İst.	10.77757		Hannan-Quinn B.Ö	-
Olasılık (F İst.)	0.001722		D.W İst.	3.073960
				0.662543

EK. 2.1: Tablo. 3.23: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	306.264	N.A	4.88E-07	-3.181725	-3.11337	-3.15403
1	2531.736	4333.814	3.87E-17	-26.43932	-26.09753	-26.3009
2	2658.906	242.292	1.20E-17	-27.60954	-26.99431	-27.3603
3	2727.125	123.377	7.08E-18	-28.13816	-27.24950	-27.7782
4	2756.320	56.808	<i>6.04E-18</i>	<i>-28.29811</i>	-27.13602	-27.8274
5	2768.917	22.409	6.27E-18	-28.26229	-26.82676	-27.6808
6	2787.187	<i>31.732</i>	6.14E-18	-28.28618	-26.57722	-27.5939

Not: En küçük değeri alan bilgi ölçütü kriterleri, italik yazı ile belirtilmiştir.

EK. 2.1: Tablo. 3.24: Eşbütünleşme Testi

Seriler: GSYİH; KB; HB; RB				
<u>Trace Eşbütünleşme Testi</u>				
Eşbütünleşme Rankı	Eigen Değeri	Trace İst.	0.05 Kritik Değer	Olasılık
r =0	0.162435	52.02659	40.17493	0.0022
r ≤1	0.052297	18.17072	24.27596	0.2422
r ≤2	0.039523	7.911292	12.32009	0.2436
r ≤3	0.000991	0.189371	4.129906	0.7181
<u>Maximum Eigen Değeri Eşbütünleşme Testi</u>				
Eşbütünleşme Rankı	Eigen Değeri	Max Eigen İst.	0.05 Kritik Değer	Olasılık
r =0	0.162435	33.85587	24.15921	0.0018
r ≤1	0.052297	10.25943	17.7973	0.4583
r ≤2	0.039523	7.721921	11.2248	0.193
r ≤3	0.000991	0.189371	4.129906	0.7181

r: eşbütünleşik vektör sayısı

EK. 2.1: Tablo. 3.25: Otokorelasyon Testi

Gecikme	LRE İst.	Olasılık
1	18.699	0.2846
2	32.077	0.0098
3	27.239	0.0389
4	18.398	0.3011
5	19.150	0.2610
6	30.771	0.0144

EK. 2.1: Tablo. 3.26: Çoklu Doğrusallık Testi

Değişken	Varyans Katsayısı	Merkezi VIF Değeri
KB	6.16E-06	6.325315
HB	0.218136	4.940931
RB	0.140021	2.423886
C	0.000278	N.A

EK. 2.1: Tablo. 3.27: Değişen Varyans Testi

F ist.	2.5258
F ist. Olasılık (3,27)	0.0786
Ki-Kare Olasılık	0.0788

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
KB	-0.00028	0.000172	-1.6302	0.1147
HB	0.033019	0.027898	-1.183531	0.2469
RB	0.054835	0.027568	1.989101	0.0569
C	0.003083	0.000907	3.40035	0.0021

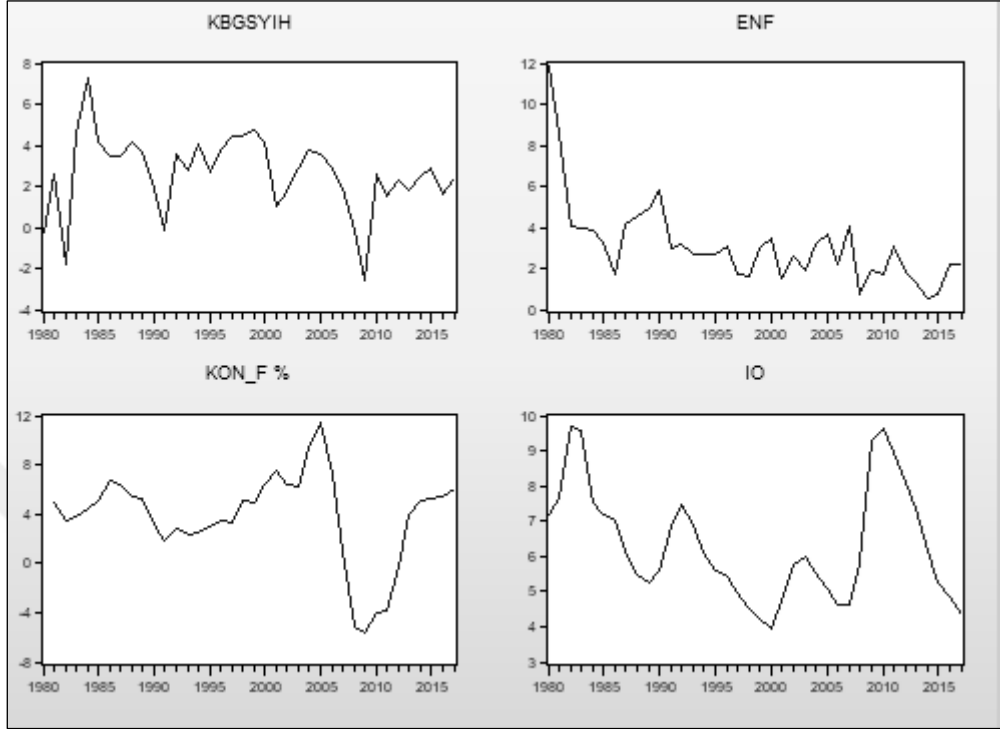
EK. 2.1: Tablo. 3.28: Otokorelasyon Testi

F ist.	14.7894
F ist. Olasılık (1,26)	0.0007
Ki-Kare Olasılık	0.0008

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t İstatistik Değeri	Olasılık
KB	-0.00186	0.001713	-1.085425	0.2877
HB	-0.067203	0.345874	-0.194298	0.8475
RB	0.314581	0.302844	1.038756	0.3085
C	0.004564	0.008378	0.544786	0.5905

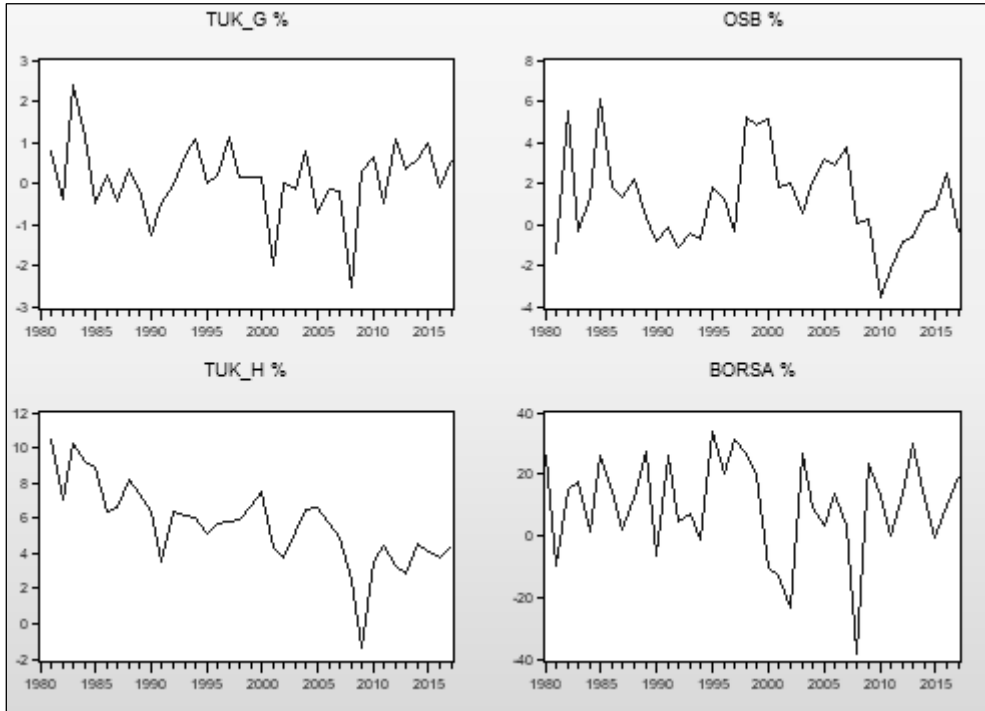
EK. 2.2. EKONOMETRİK ANALİZLERİN ÇIKTILARI (GRAFİK)

EK. 2.2: Grafik. 3.19: ABD Büyüme – Konut Fiyatları – Enflasyon – İşsizlik (Yıllık Değişim)



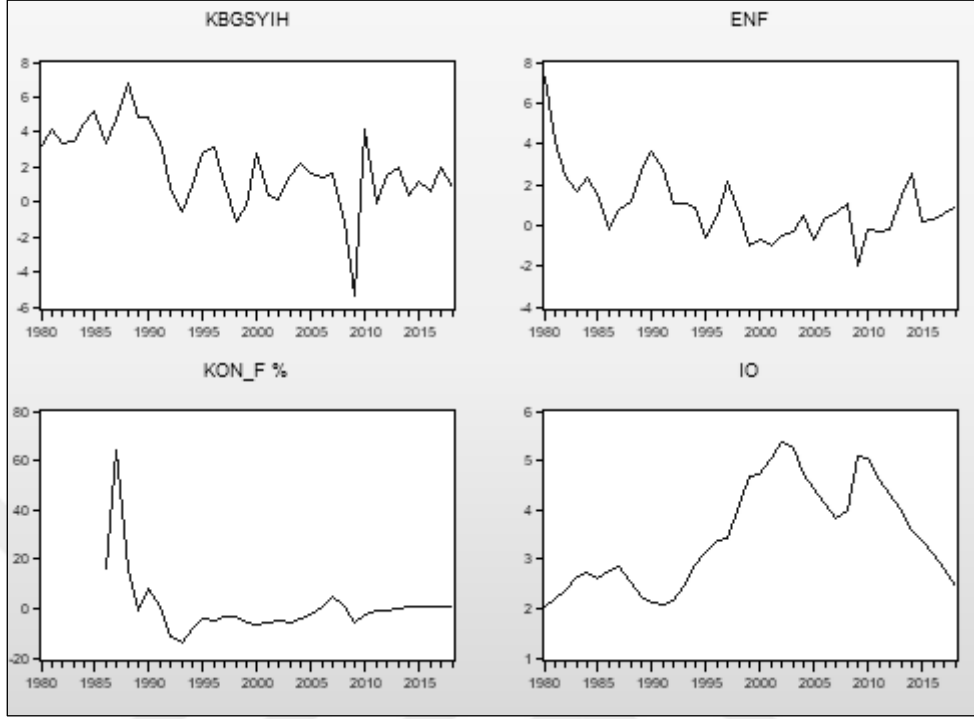
Kaynak: FRED, BIS, IMF

EK. 2.2: Grafik. 3.20: ABD: Tüketici Güven Endeksi – Tüketim Harcamaları – Reel Sektör + Hanehalkı Borçluluk Oranları - S&P 500 Borsa Getirisi (Yıllık Değişim)



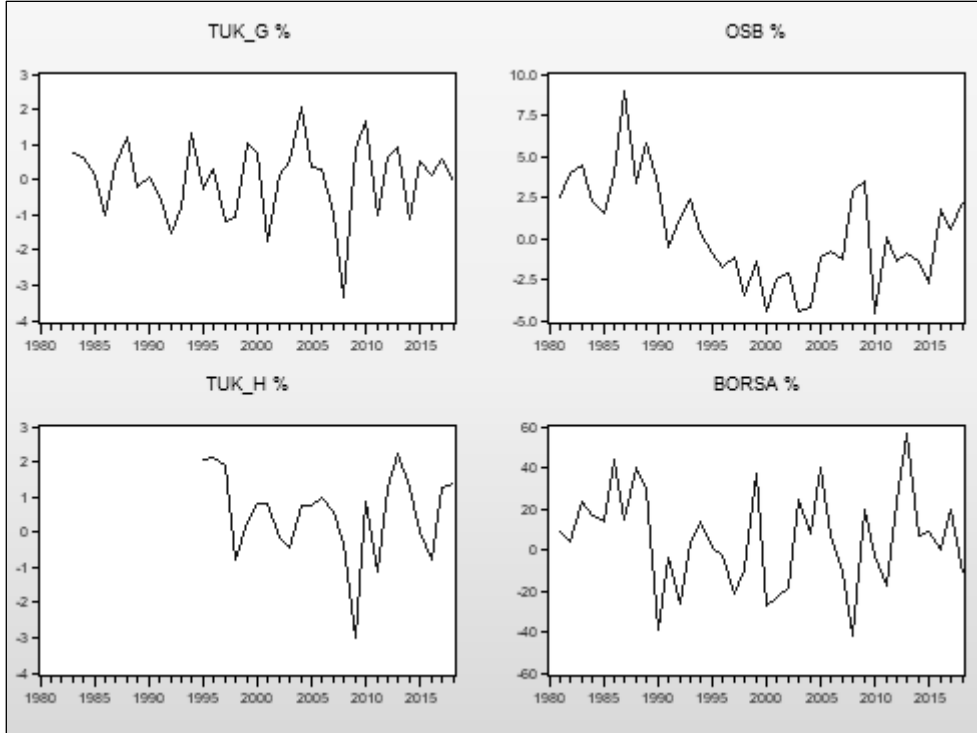
Kaynak: FRED, BIS, IMF

EK. 2.2: Grafik. 3.21: Japonya: Büyüme – Konut Fiyatları – Enflasyon – İşsizlik (Yıllık Değişim)



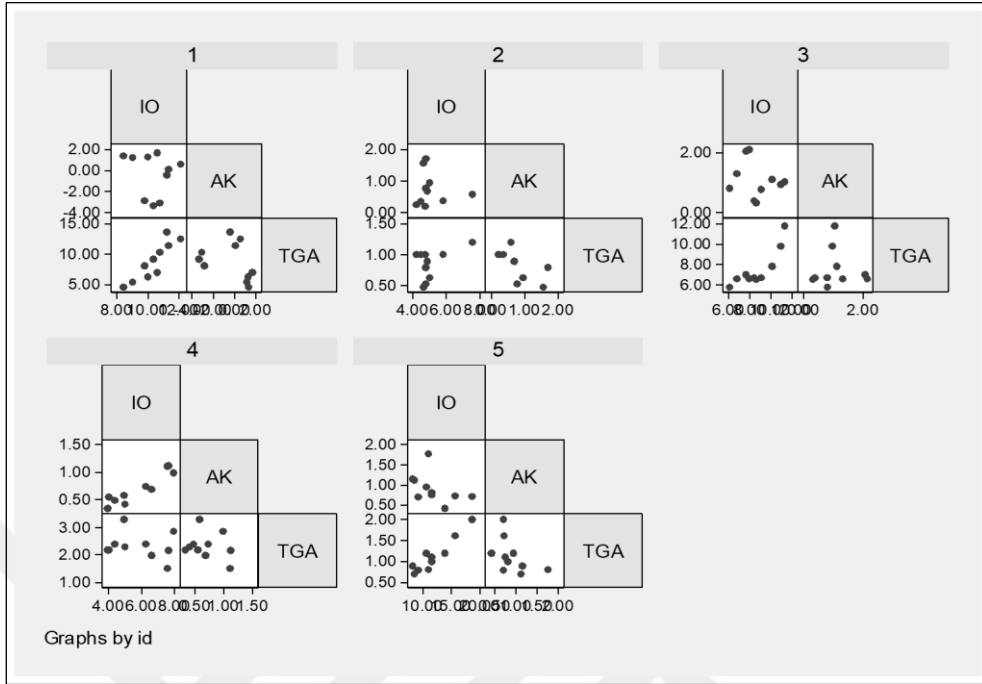
Kaynak: BIS, IMF, World Bank

EK. 2.2: Grafik. 3.22: Japonya Tüketici Güven Endeksi – Tüketim Harcamaları – Reel Sektör + Hanehalkı Borçluluk Oranları - Nikei Borsa Getirisi (Yıllık Değişim)

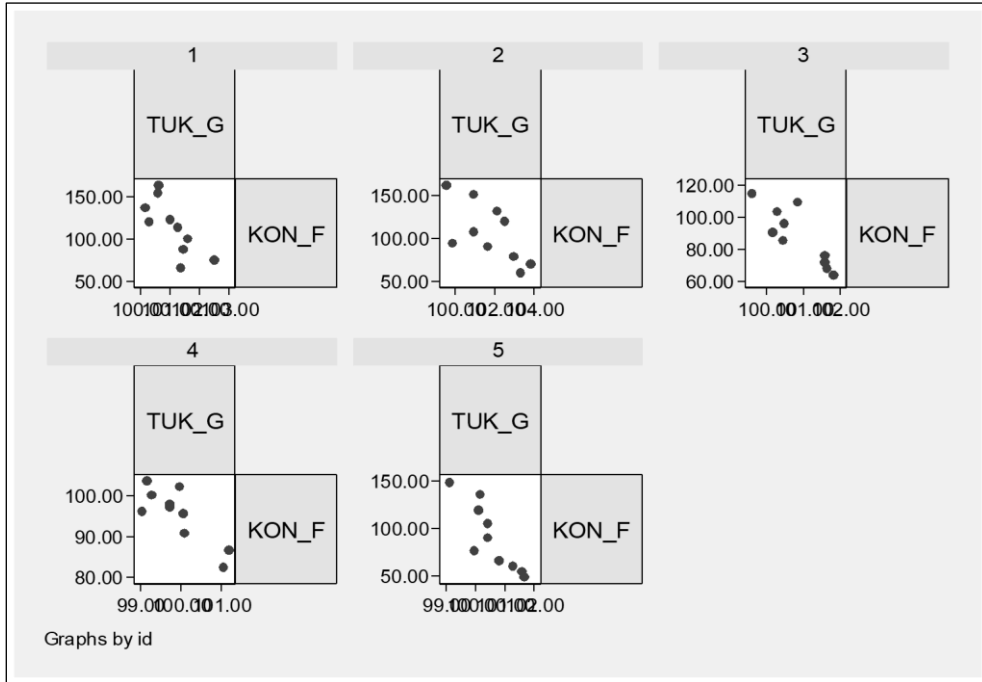


Kaynak: BIS, IMF, World Bank

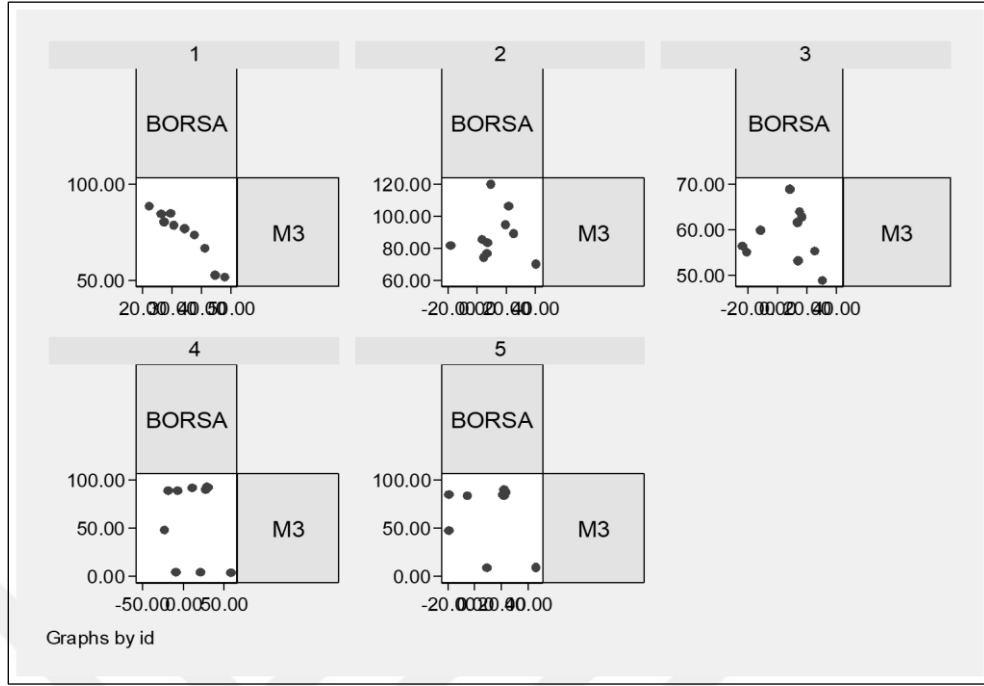
EK. 2.2: Grafik. 3.23: İşsizlik & Aktif Karlılık ve Takipteki Krediler (1998-2007)



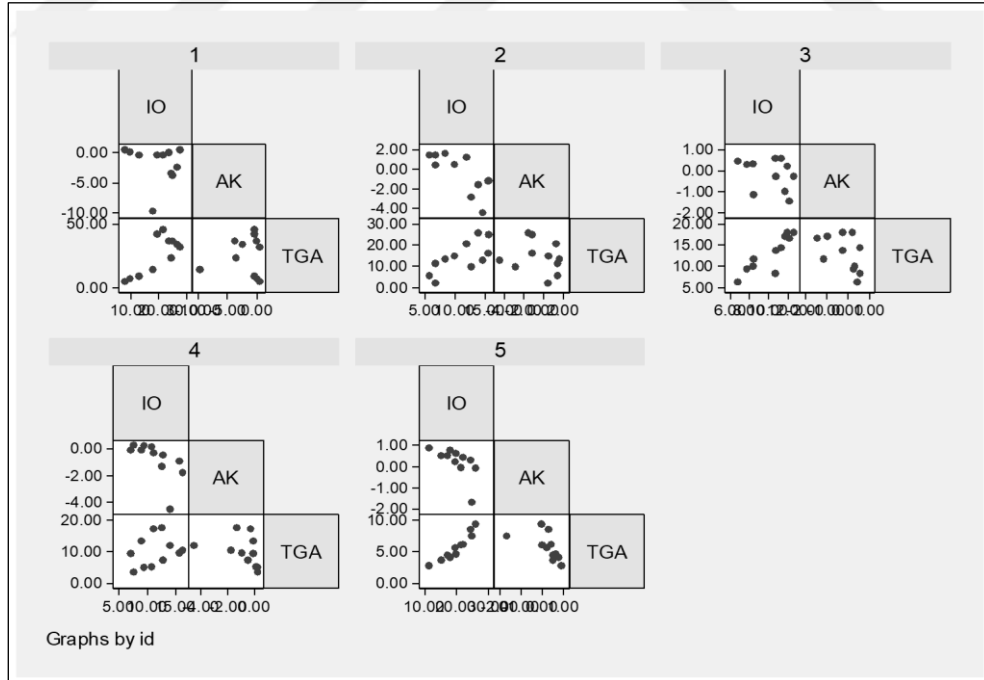
EK. 2.2: Grafik. 3.24: Tüketici Güveni ve Konut Fiyatları (1998-2007)



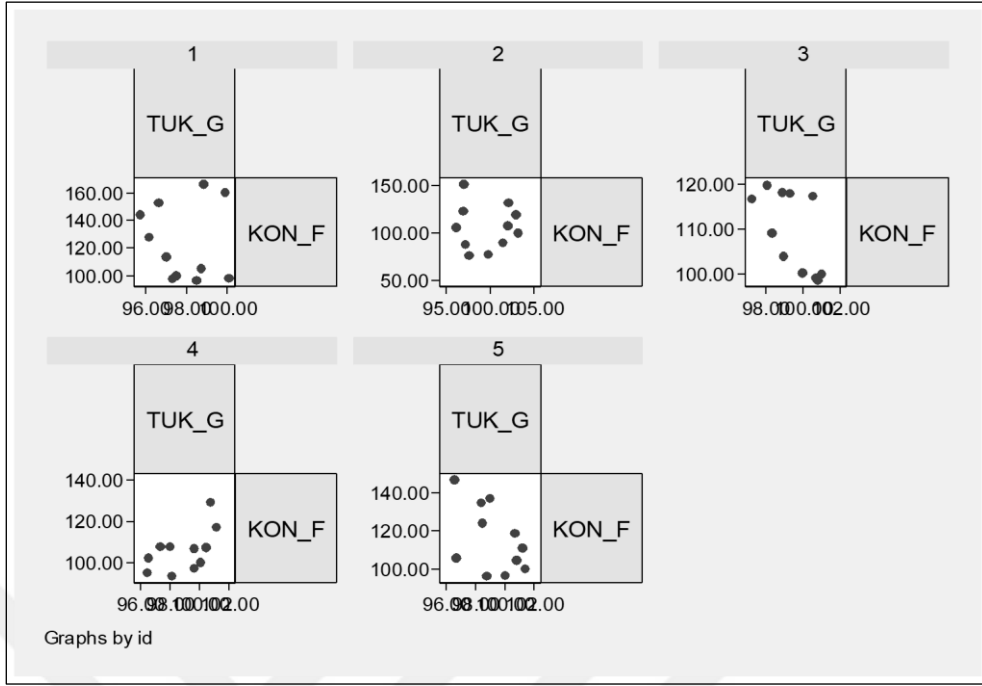
EK. 2.2: Grafik. 3.25: Borsa ve M3 Para Arzı (1998-2007)



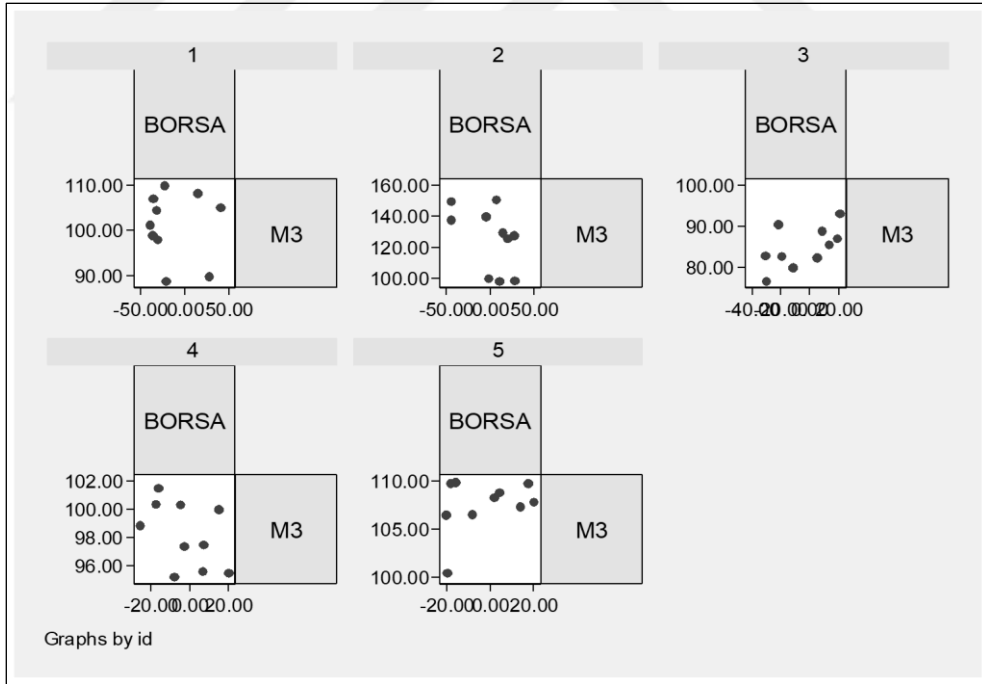
EK. 2.2: Grafik. 3.26: İşsizlik & Aktif Karlılık ve Takipteki Krediler (2008-2018)



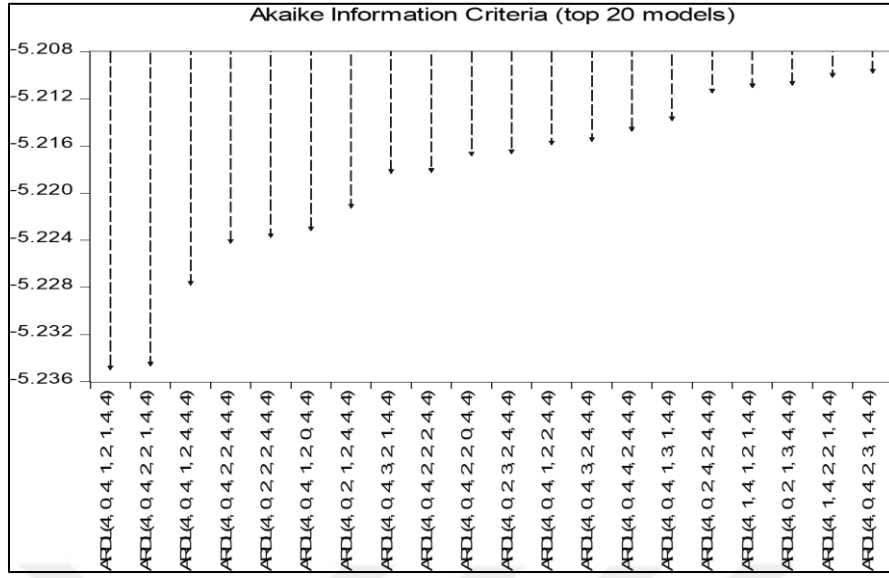
EK. 2.2: Grafik. 3.27: Tüketici Güveni ve Konut Fiyatları (2008-2018)



EK. 2.2: Grafik. 3.28: Borsa ve M3 Para Arzı (2008-2018)

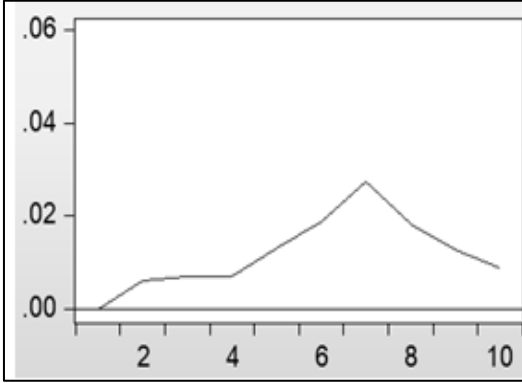


EK. 2.2: Grafik. 3.29: Uygun Gecikme Uzunluğu

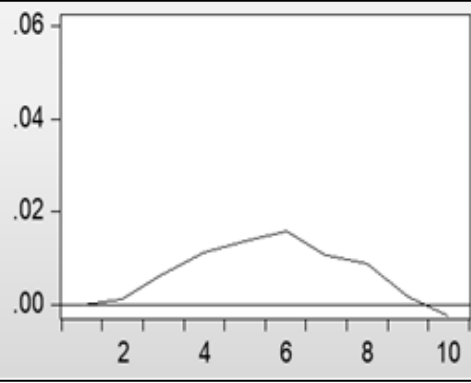


EK. 2.2: Grafik. 3.30: Etki- Tepki Analizi

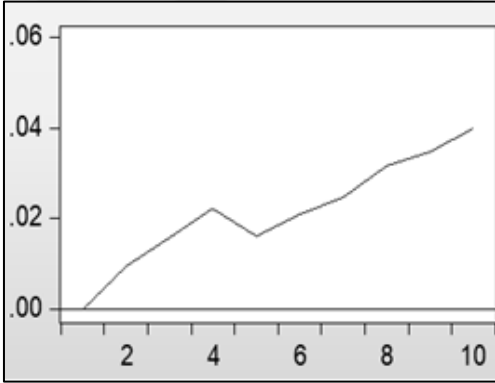
TG'nin BSR'ye Etkisi



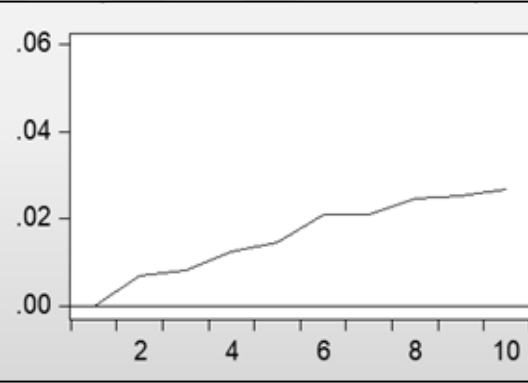
İO'nun BSR'ye Etkisi



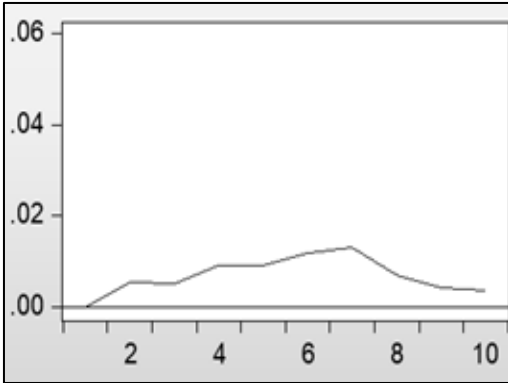
KBGSYİH'nin BSR'ye Etkisi



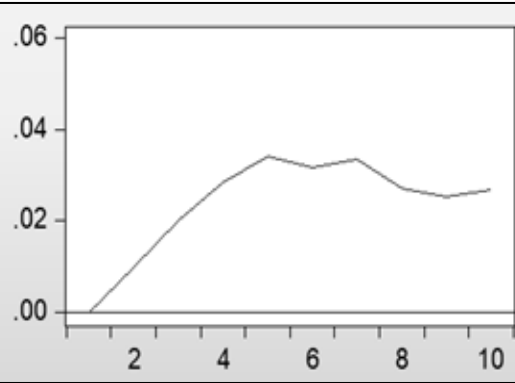
ENF'nin BSR'ye Etkisi



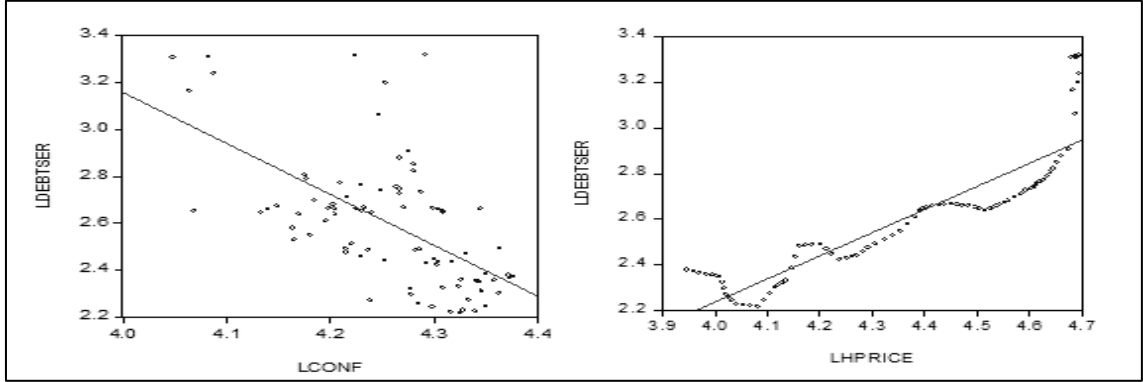
FO'nun BSR'ye Etkisi



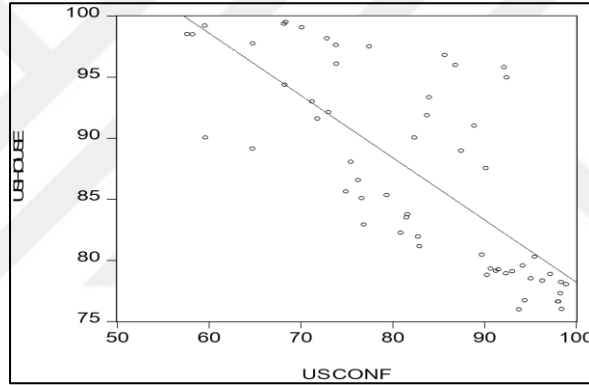
NUF'un BSR'ye Etkisi



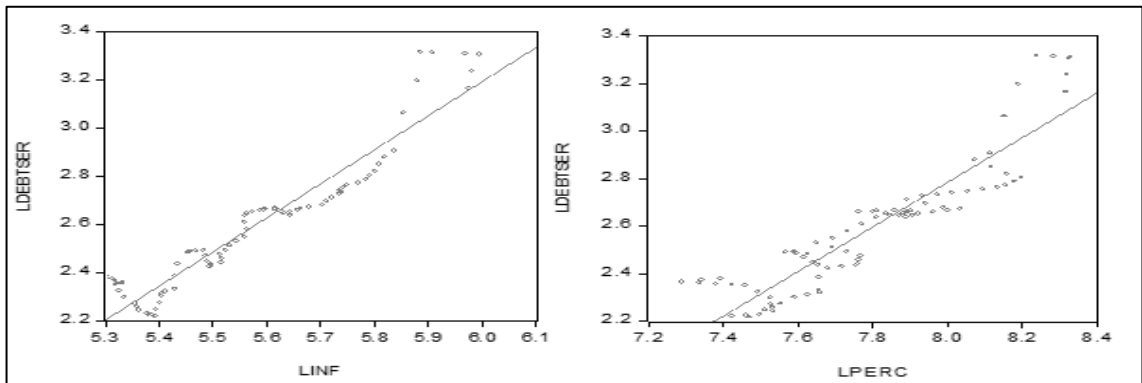
EK. 2.2: Grafik. 3.31: Regresyon Analizi (Borçluluk ve Tüketici Güveni, Konut Fiyatları) - TR



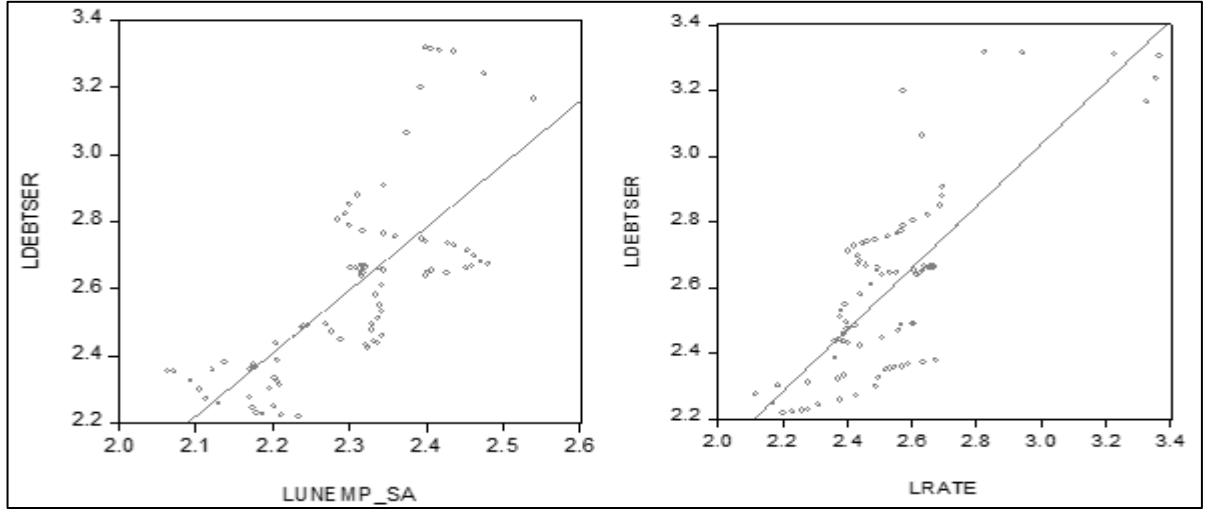
1.7 EK. 2.2: Grafik. 3.32: Regresyon Analizi (Borçluluk ve Tüketici Güveni) - ABD



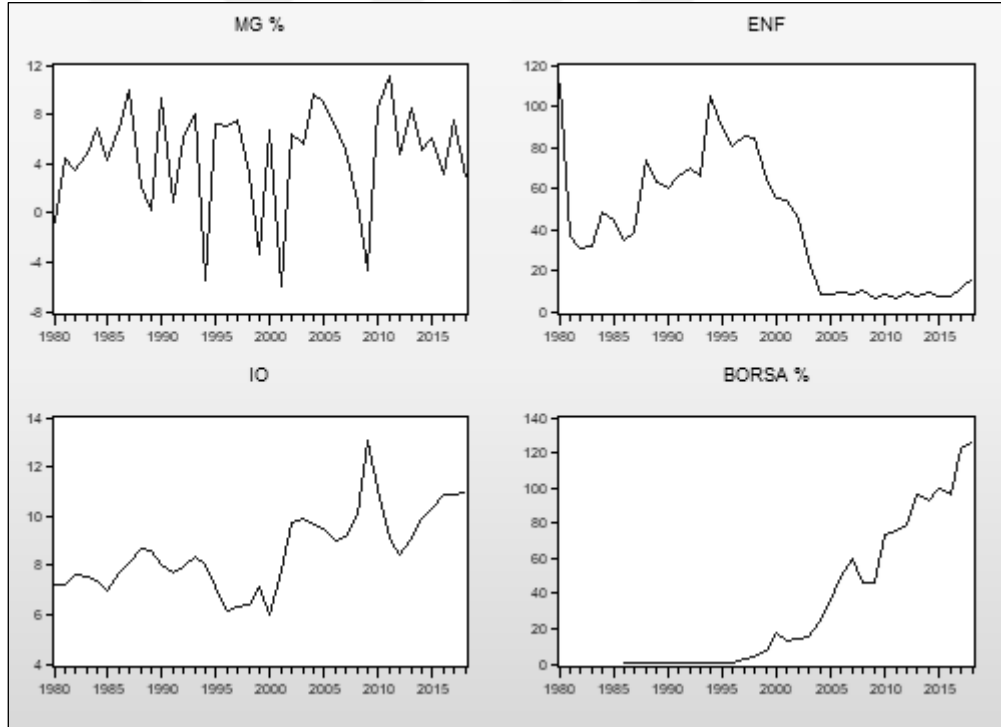
EK. 2.2: Grafik. 3.33: Regresyon Analizi (Borçluluk ve Enflasyon, Gelir)



EK. 2.2: Grafik. 3.34: Regresyon Analizi (Borçluluk ve İşsizlik, Faiz Oranı)

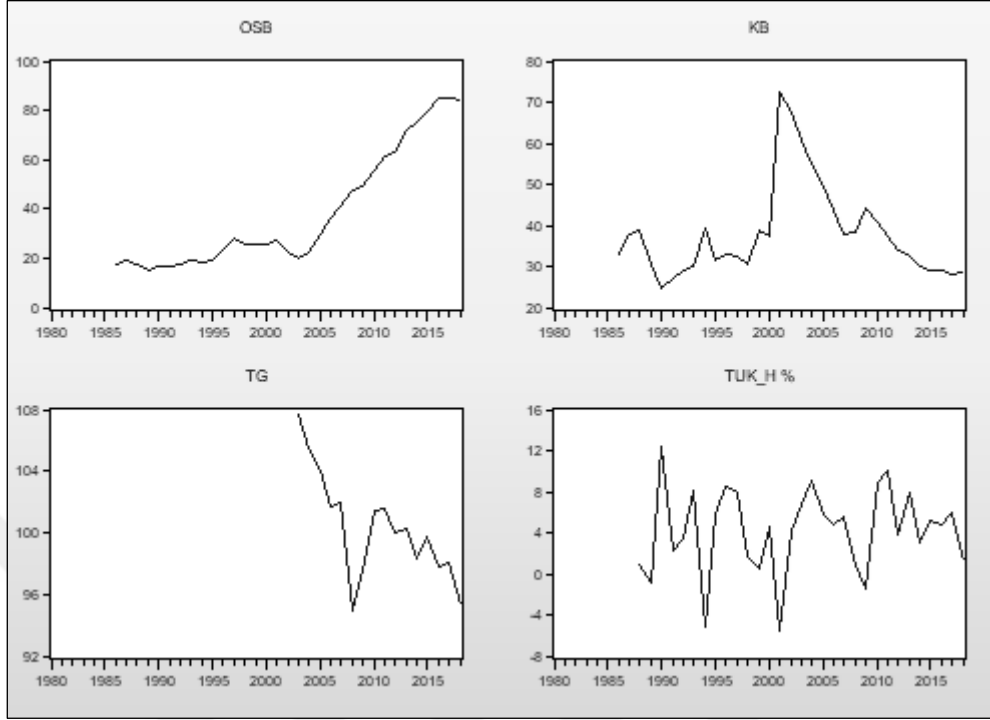


EK. 2.2: Grafik. 3.35: Makro ve Finansal Göstergeler (Türkiye)



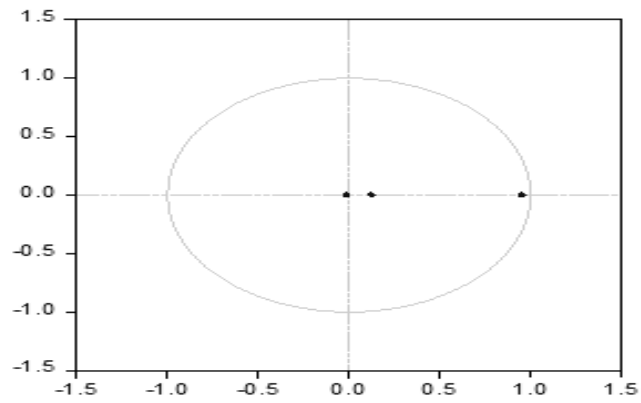
MG: Ekonomik Büyüme Oranı; OI: İşsizlik Oranı

EK. 2.2: Grafik. 3.35: Makro ve Finansal Göstergeler (Türkiye) - Devamı

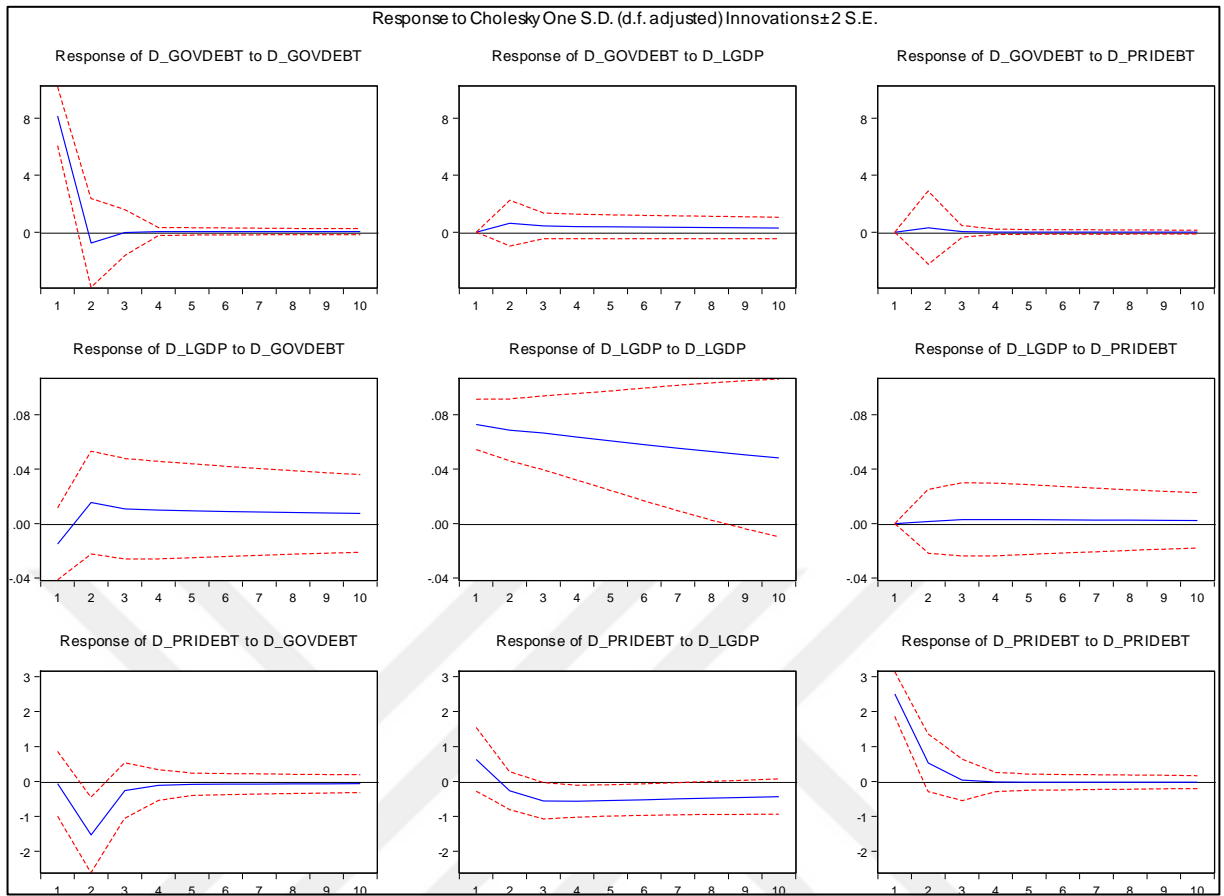


OSB: Özel Sektör Borçluluk Oranı ; KB: Kamu Sektörü Borçluluk Oranı, TG: Tüketici Güven Endeksi, TUK_H: Tüketim Harcamaları

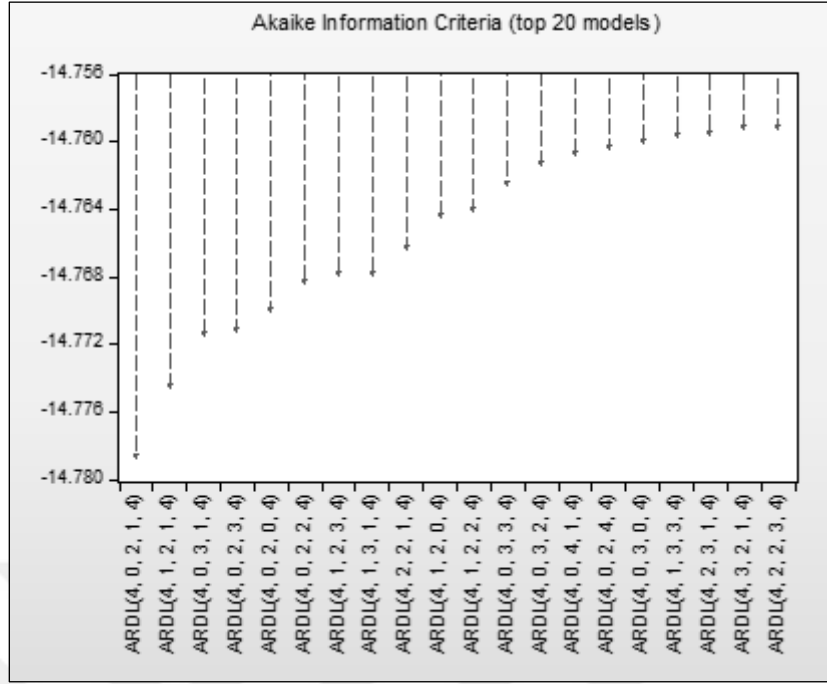
EK. 2.2: Grafik. 3.36: AR (Ters Kök) Polinomu



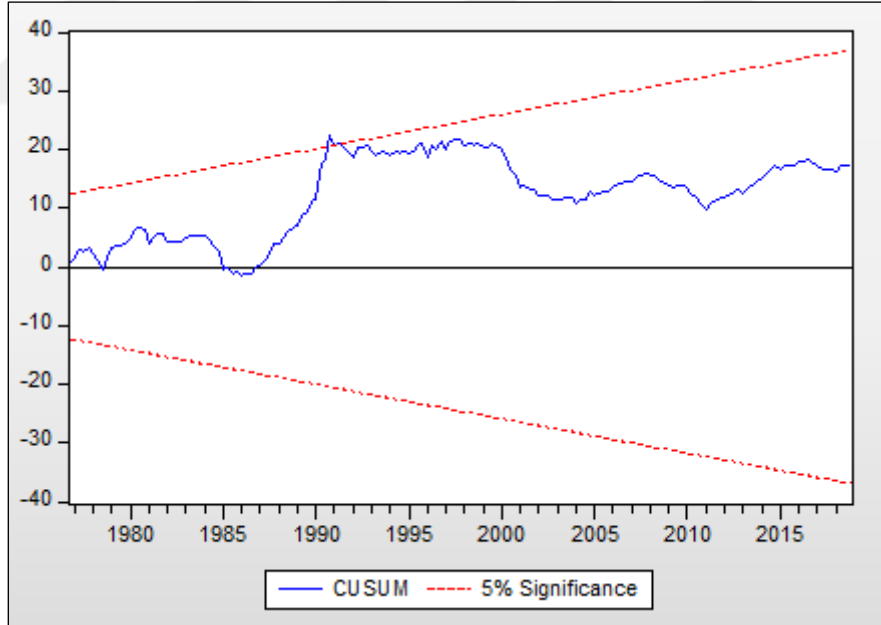
EK. 2.2: Grafik 3.37: Etki- Tepki Analizleri



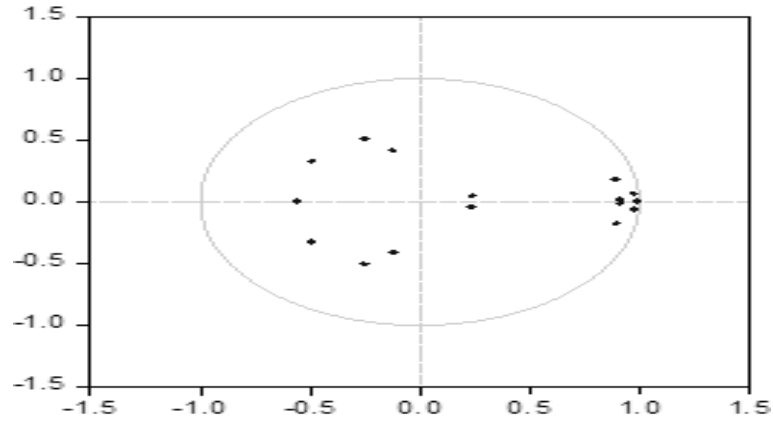
EK. 2.2: Grafik. 3.38: ARDL Model Seçimi / Optimal Gecikme Uzunluğu



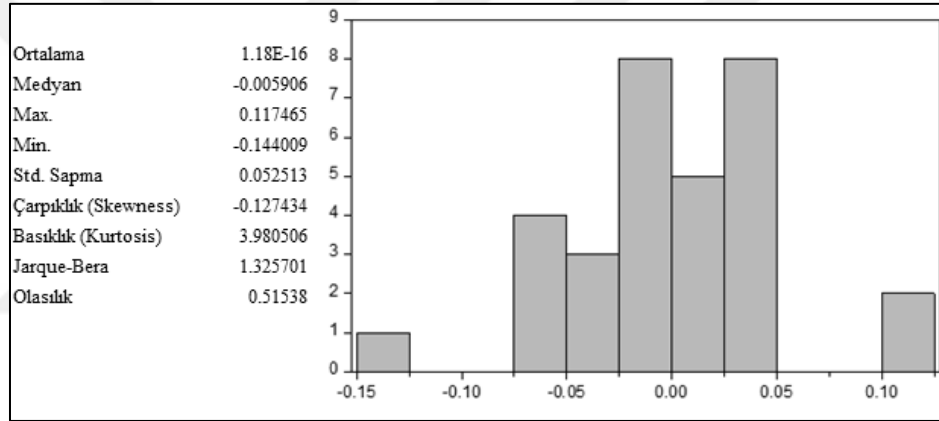
EK. 2.2: Grafik. 3.39: Yapısal Kırılma Analizi (CUSUM)



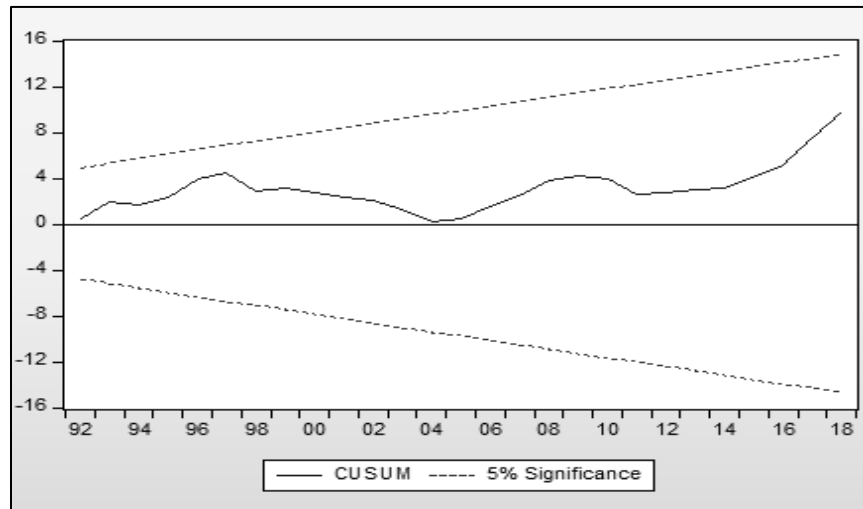
EK. 2.2: Grafik. 3.40: AR (Ters Kök) Polinomu



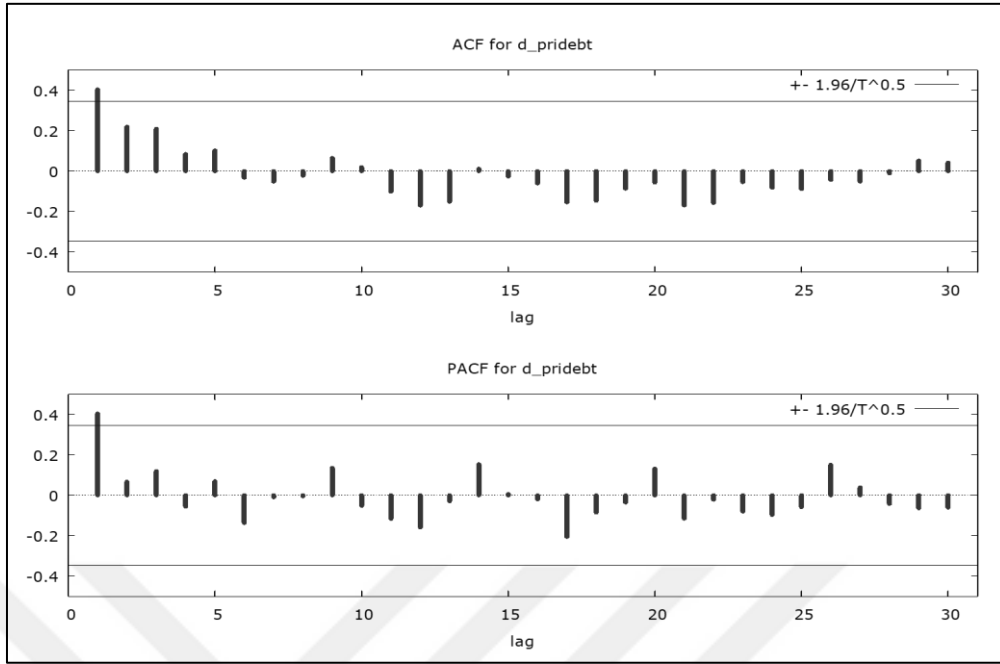
EK. 2.2: Grafik. 3.41: Normal Dağılım Testi



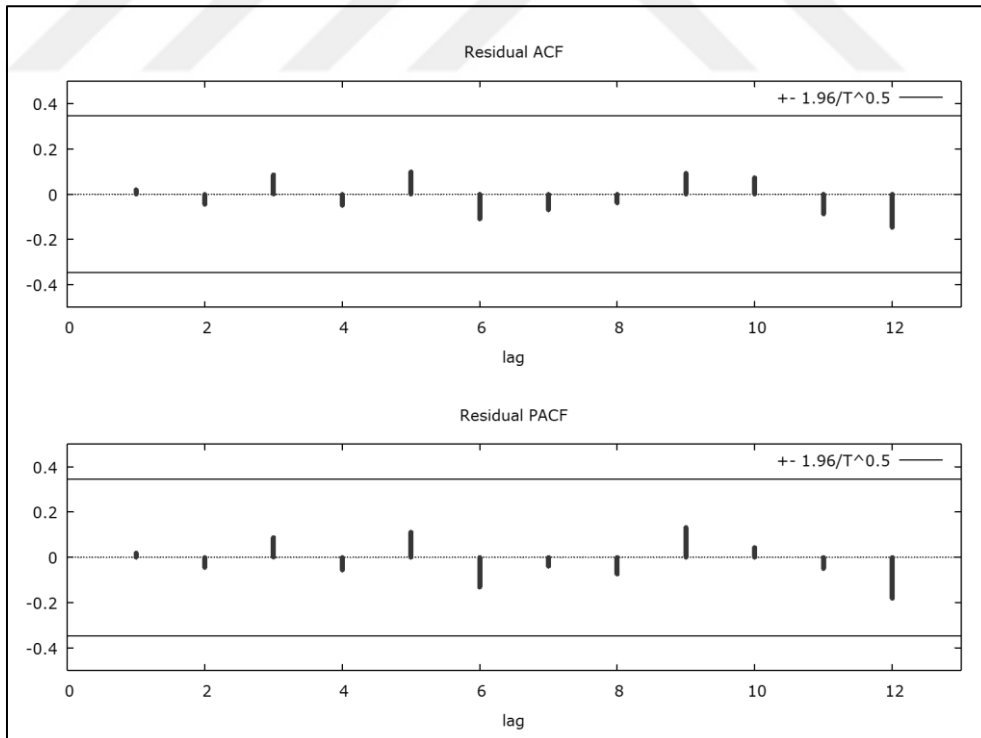
EK. 2.2: Grafik. 3.42: Yapısal Kırılma Testi (CUSUM)



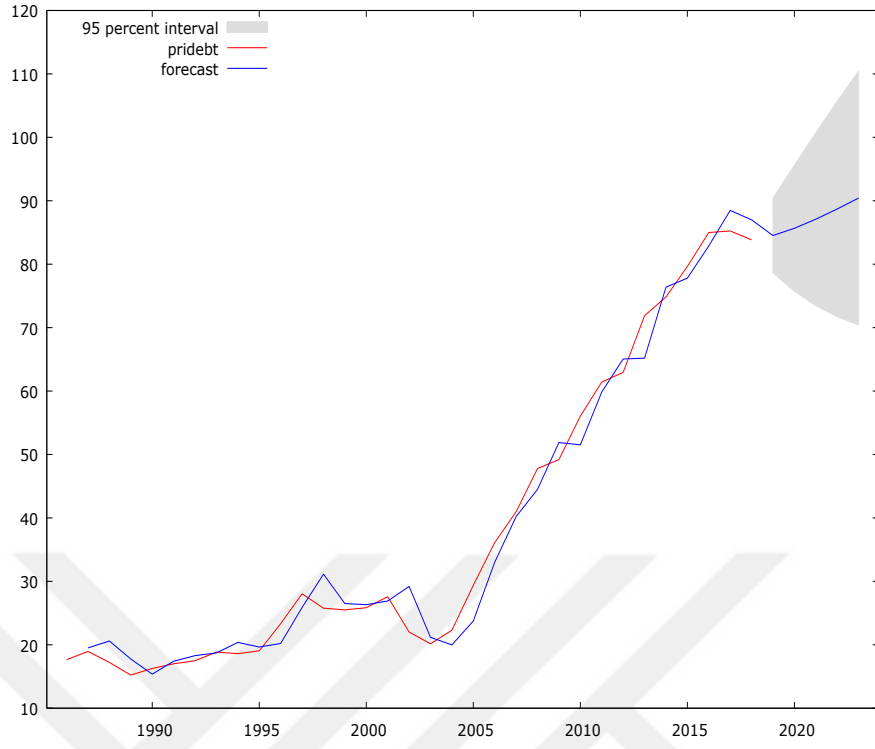
EK. 2.2: Grafik. 3.43: Model Öncesi Serileri Korelogram Analizi



EK. 2.2: Grafik. 3.44: Seçilen Uygun Modelin Kalıntılarının Korelogram Analizi



EK. 2.2: Grafik. 3.45: Toplam Özel Sektör Borcunun 2020-2023 Dönemi Tahmini



EK. 3.1. RMD (RİSKE MARUZ DEĞER) ANALİZİ (VAR MODELİ) - TABLOLAR

EK. 3.1: Tablo. 3.29: RMD (VaR) Analizi – Varyans & Kovaryans Matrisi

	Ağırlık Matrisi (w)	Volatilite	Korelasyon Matrisi			
Varlık I	30%	40%	P	I	II	III
Varlık II	25%	20%	I	1.00	0.60	-0.50
Varlık III	45%	60%	II	0.60	1.00	0.10
			III	-0.50	0.10	1.00
Portföy Değeri	10.000.000					
Güven Aralığı	95%	1.64				
Ağırlık Matrisi	30%	25%	45%			
	Risk Matrisi			Değişkenlik Matrisi (V)		
	0.40	0.00	0.00	0.658	0.000	0.000
	0.00	0.20	0.00	0.000	0.329	0.000
	0.00	0.00	0.60	0.000	0.000	0.987
	VC Matrisi			Varyans Kovaryans Matrisi (VCV)		
	0.66	0.39	-0.33	0.433	0.130	-0.325
	0.20	0.33	0.03	0.130	0.108	0.032
	-0.49	0.10	0.99	-0.325	0.032	0.974
	WVCV Matrisi			WVCVW' Matrisi		
	0.02	0.08	0.35	0.18		

Kaynak: Yazar hesaplamaları

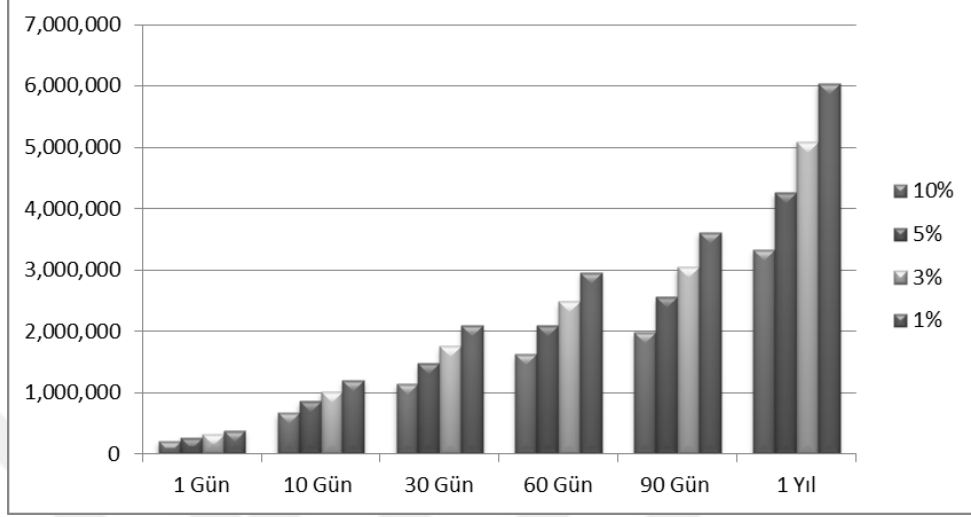
EK. 3.1: Tablo. 3.30: RMD (VaR) Analizi – Elde Tutma Süresi ve VaR Değeri

		10.0%	5.0%	2.5%	1.0%
Elde Tutma Süresi		1.282	1.645	1.960	2.326
1 Gün	1	2.09%	2.69%	3.20%	3.80%
10 Gün	10	6.62%	8.50%	10.13%	12.02%
30 Gün	30	11.47%	14.72%	17.54%	20.82%
60 Gün	60	16.22%	20.82%	24.81%	29.45%
90 Gün	90	19.87%	25.50%	30.39%	36.07%
1 Yıl	252	33.25%	42.67%	50.85%	60.35%
		10.0%	5.0%	2.5%	1.0%
Elde Tutma Süresi		1.282	1.645	1.960	2.326
1 Gün	1	209.432	268.803	320.299	380.174
10 Gün	10	662.283	850.031	1.012.874	1.202.214
30 Gün	30	1.147.107	1.472.296	1.754.349	2.082.296
60 Gün	60	1.622.254	2.082.141	2.481.024	2.944.812
90 Gün	90	1.986.848	2.550.092	3.038.622	3.606.643
1 Yıl	252	3.324.632	4.267.119	5.084.586	6.035.068
VaR (%)	0.4267				
VaR Değeri (TL)	4.267.119				

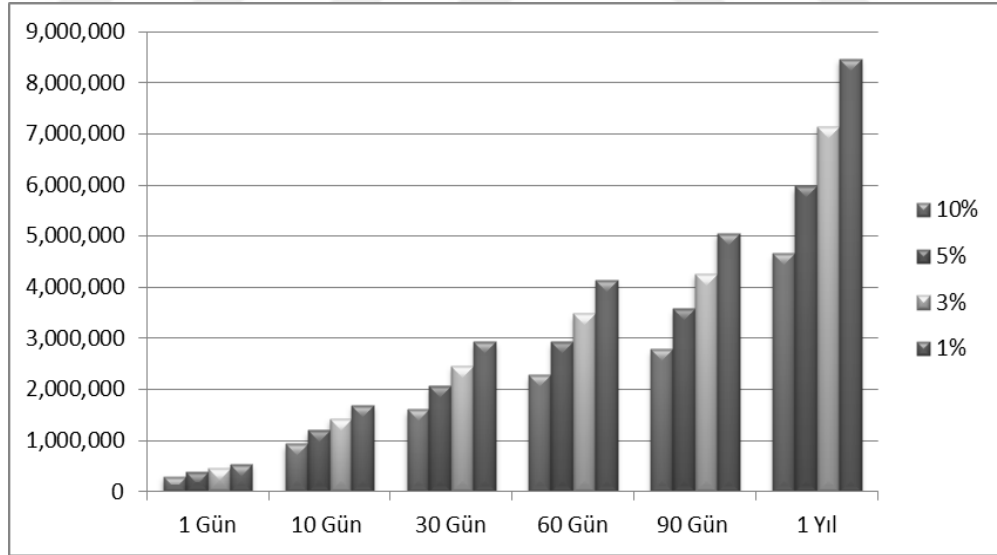
Kaynak: Yazar hesaplamaları

EK. 3.2. RMD (RİSKE MARUZ DEĞER) ANALİZİ (VAR MODELİ)- GRAFİKLER

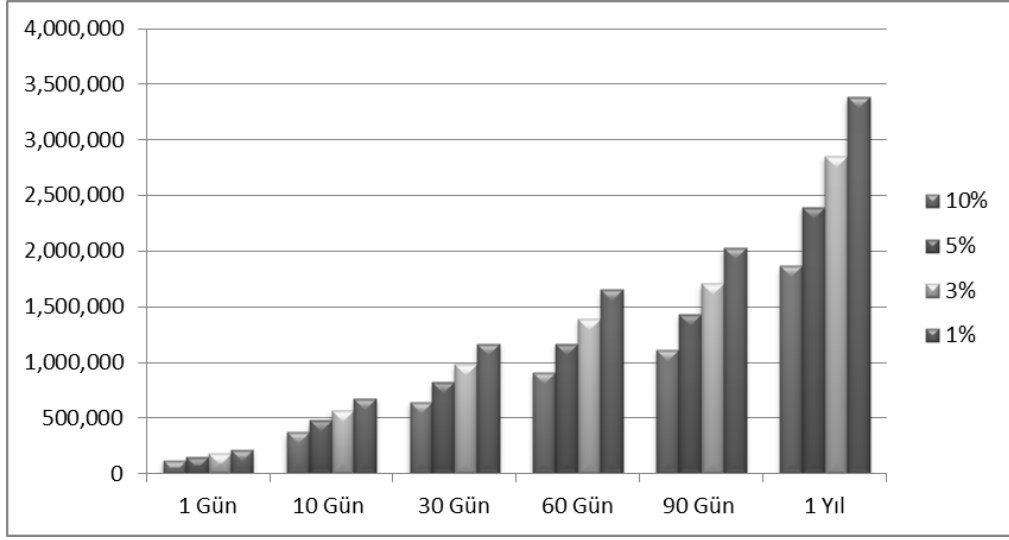
EK. 3.2: Grafik. 3.46: Portföy Elde Tutma Süresine Göre RMD



EK. 3.2: Grafik. 3.47: Risk Çeşitlendirmesine Göre RMD



EK. 3.2: Grafik. 3.48: Volatiliteye Göre RMD



ÖZGEÇMİŞ

