

Artan Ekonomik Belirsizlik Ortamında, Keynesyen Likidite Tuzağı'nda İhtiyati Programların Değerlendirilmesi

Ömür Saltık, Dr. Öğr. Üyesi, Konya Gıda ve Tarım Üniversitesi, omur.saltik@gidatarim.edu.tr,
ORCID ID: 0000-0001-8507-8971

Süleyman Değirmen, Prof. Dr., Konya Gıda ve Tarım Üniversitesi, ORCID ID: 0000-0001-8750-652X

Özet

Çalışmada, sistemik risklerin sistematik risklere dönüştüğü dönemde, para otoritelerinin uluslararası para politikası koordinasyonunda geliştirdikleri ülke dinamiklerini dikkate almayan “paket kriz çıkış stratejilerini” tartışılmıştır. Ayrıca, politika geliştirme ve uygulama sürecini, Keynes’in (1936) likidite tuzağı ve Hicks’in (1937) bu likidite tuzağı sırasında geleneksel para politikasının etkisizliği konusundaki iddiası bağlamında ele alınmıştır. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri ve merkez bankaları maliye ve para politikası oluştururken oldukça kapsamlı ve yenilikçi adımlar atıp “Kalkınmacı Merkez Bankacılığı” olarak adlandırılan (ekonomik büyümeyi, istihdamı, yatırımı, finansal istikrarı ve yapısal dönüşümü eşanlı olarak önemseyen) yeni bir görüşü ortaya çıkarırken, krizi nispeten hafif hasarla atlatan kimi ülkelerde ise Neoliberal dönemden alışlagelen enflasyon hedeflemesine dayalı fakat büyüme, istihdam ve reel ekonomiyi ikincil planda tutan merkez bankacılığı alışkanlıklarına geri dönmüştür. Bu gelişmeler, Neoklasik ve Monetarist paradigmaların bu tür kronik sorunlara yönelik geliştirdikleri çözüm önerilerinin etkinliği dikkate alındığında, Yeni Keynesyen ihtiyati tedbirlerin gerekliliğini kaçınılmaz kılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: *Yeni Keynesyen, Likidite Tuzağı, Uluslararası Para Politikası Koordinasyonu, Ekonomi Politikası Belirsizlik Endeksi*

JEL Kodları: *E12, E52, E63*

Assessment of Precautionary Programs in the Keynesian Liquidity Trap in an Environment of Increasing Economic Uncertainty

Abstract

In the study, during the period of systemic risks evolved into systematic risks, we discussed the monetary authorities' “package crisis exit strategies” developed under the international monetary policy coordination without considering their country's dynamics. We tackled the policy development and implication process in the context of Keynes's (1936)'s liquidity trap, and Hicks (1937)' assertion over the ineffectiveness of traditional monetary policy during this liquidity trap. In particular, while the governments and central banks of developing countries take comprehensive and innovative steps in formulating fiscal and monetary policy, and bring out a new view called “Developmental Central Banking” (which simultaneously cares about economic growth, employment, investment, financial stability and structural transformation), the habits of central banking in some countries that survived the crisis with relatively slight damage were reversed based on inflation targeting, which were customary from the Neoliberal period, but kept growth, employment and real economy in the secondary plan. Considering these developments and the effectiveness of the solution proposals developed by the Neoclassical and Monetarist paradigms for such chronic problems, the necessity of New Keynesian precautionary measures have been seemed inevitable.

Keywords: *New Keynesian, Liquidity Trap, International Monetary Policy Coordination, Economic Policy Uncertainty Index*

JEL Codes: *E12, E52, E63*

Giriş

“Faiz oranı belli bir seviyeye düştükten sonra herkesin çok düşük bir faiz oranı getiren bir borcu elde tutmaya nakit tercih etmesi anlamında likidite tercihi neredeyse mutlak hale gelebilir. Bu durumda, para otoritesi faiz oranı üzerindeki etkin kontrolünü kaybedecekti. Ancak bu sınırlayıcı durum gelecekte pratik olarak önemli hale gelse de şimdiye kadar bunun bir örneğini bilmiyorum” (Keynes, 1936, s.188).

Yukarıda Keynes (1936)’da 1929 Büyük Buhranı sonrası ekonomileri likidite tuzağı’na karşı uyardığı ifadelerinden 62 yıl sonra, Krugman (1998), Keynes’in likidite tuzağı ve Hicks (1937)’in para politikasının potansiyel etkinliğine yönelik açıklamalarına ek olarak şunları ifade etmiştir:

“Nominal faiz oranları sıfır veya sıfıra yakın olduğu için geleneksel para politikasının etkisiz hale geldiği bir durum: parasal tabanı ekonomiye enjekte etmenin hiçbir etkisi yoktur, çünkü [parasal] taban ve tahviller özel sektör tarafından mükemmel ikameler olarak görülüyor” (Krugman v.d., 1998, s. 141).

Menkul kıymet veya varlık piyasalarında, genel kabul gördüğü üzere bir varlığın fiyatının artması ile o varlığa ait beklenen değer ile ilgili yatırımcıların genelinin kafasında ki beklenen değer getirisinin sapması da artacaktır. Dolayısıyla, Knight (1921) ve Hicks (1931)’in risk ve belirsizliğe dair vermiş olduğu kesin tanımlamalarında olduğu üzere, risk gelecekte olacak bir durumun bilinmediği ama olasılık dağılımının bilindiği bir durumu ifade ederken, belirsizlikte gelecekte olasılık dağılımına dair bile bir bilgi söz konusu değildir. Bu anlamda bol para, aşırı iyimserlik ve düşük düzeyde bilgiye sahip yatırımcı grupları varlık fiyatlarını sebepsiz yere tarihsel yüksek seviyelerine götürebilmektedir. Miller (1977), belirsizlik ve sistematik riskin beraber olup olmayacağını tartışmıştır. Miller (1977)’ye göre bir varlık hakkında iyimser ve kötümser duygular taşıyan yatırımcıların yoğunluk farklarının varlık fiyatları üzerinde yaratacağı devir etkisi ile piyasa riski olan *beta* arasında yüksek korelasyon bulunmaktadır. Bu sebeple bu iyimser ve kötümser yatırımcıların yoğunluğuna dair devirsel hareketlerin, varlığın beklenen getirisine dair sahip oldukları fikir ayrışmaları, belirsizliğe neden olacaktır. Bu durum, çalışmada sistematik risk ile

aşağıda Şekil 7’de politika ilişkili ekonomik belirsizlik kullanımında, tanım ve kavramsal tartışma anlamında bir uyumsuzluk olmayacağını garantisini sunmaktadır. Dolayısı ile gerek para politikasında gerekse de ekonominin genelinde ölçülen *belirsizlik indeksleri* ile çalışmanın ortaya koymaya çalıştığı “*sistemik riskin, sistematik riske evrilmesi*” ve [krizlere karşı ülkelerin] “*paralellik*” gösteren hareketlerinin açıklanması mümkün olmaktadır.

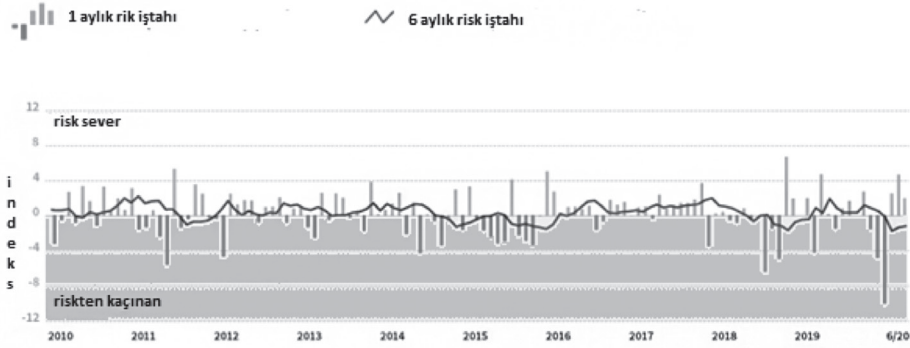
Finansal krizler öncesinde Merkez Bankalarının faiz oranlarını çok düşük seviyelerde tutmak için bol para ya da parasal genişlemeye (QE-Quantity Easing) başvurmasının tekrar krizlere sebep olduğu tartışılmaktadır. 1970’lerin sonlarında ve 1980’lerin başlarında, farklı bir görüş ile ortaya çıkan başta John Taylor olmak üzere bir grup ekonomist, geliştirdikleri daha dinamik bir bakışa açısına sahip modellerinde, ücret ve fiyatlardaki yapışkanlığı göz ardı eden gecikmeli adaptif bir yapıyı kullandıkları için eleştirilmişlerdir. Ancak, bu ekonomistler, firmaların ve hanehalkının kararlarında rasyonel beklentilere sahip ve ileri görüşlü olduklarını kabul ederek, reel değişkenler ile nominal değişkenler arasında etkileşime olanak sağlayan ve krizler esnasında geleneksel olmayan para politikası olarak nitelenen parasal genişlemenin, (QE), miktarsal düzeyi ve süresine dair politikaların geliştirilmesinde Taylor modelinden faydalanmışlardır. Taylor (1993), 1970 ve 1980’lerde ortaya çıkan enflasyonu kontrol altına almak için uygulanan politikaların “*cebirsel mekanik bir kuralı*” olmadığını savunmakla birlikte, fiyat ve reel gelirden gözlemlenen değişimlere faiz oranları ile tepki verilmesi gerekliliğini savunmaktadır.

1990’lı yılların başında dünya genelinde başlayan enflasyon hedeflemesi (ya da fiyat istikrarı) politika misyonu, Türkiye için 2000’li yıllar itibariyle, kısa vadeli faiz oranları üzerinden işler hale gelmiştir. Para politikası otoritelerine yüklenen bu misyonun gerçekleştirilmesinde en önemli rol, Klasik, Keynesyen, Reel İş Çevrimleri ve Monetarist görüşlerin bir sentez altında harmanlanmasına imkan sağlayan Yeni Neoklasik Sentez’in ileri görüşlü, dinamik ve kapsayıcı yapısında gizlidir. Yeni Neoklasik Sentez, başta çalışmanın dayanak noktası olan [Yeni Keynesyen] Taylor Kuralı’nda kabul edildiği üzere, reel ve nominal büyüklükler arasındaki geçişkenliklere faiz oranı kanalıyla izin vererek, makro iktisadi modellere, mikro düzeyde iktisadi ajanların (Yeni Keynesyen bir yaklaşımla) tercihlerinin, rasyonel beklentilerinin ve ileri görüşlü (forward looking) yapıların dahil edilmesini sağlamıştır. Yeni Neoklasik Sentez altında, rasyonel beklentilere sahip, parasal değişimleri tahmin edebilen bireylere yönelik, paranın yansızlığı açıklamalarının (klasik dikotomi) eksik olacağı, tam rekabet varsayımlarından sapmaların olduğu durumlarda ve eksik bilgi altında parasal değişkenlerin reel değişkenleri etkileyebileceği gösterilmiştir. Tüm bu kapsayıcılığı itibariyle Yeni Neoklasik Sentez anlayışıyla geliştirilen stokastik dinamik genel denge modelleri, Merkez Bankaları’nın para politikası modellerinde başvurulan kuram ve analiz yöntemleri arasına girmiştir. Küresel Krizin, para politikaları üzerindeki en ciddi sonucu, politika faizine dayalı geleneksel politikaların etkili olamayacağı bir konjonktür yaratmış olmasıdır (Üzar ve Başoğlu, 2017). Bu tartışmaların bir konsensusa ulaşması sonucu “*krizlere yönelik benzeşik para politikası tepki fonksiyonlarının geliştirilmesi*”, Yeni Neoklasik Sentez’in kapsamlı yapısı açısından anlaşılır olmakla beraber, ülkelere özgü dinamiklerin krizlerde göz ardı edilmesi, para politikalarının uygulamada istenilen sonuçları doğurmaması gibi önemli sorunlara yol açmıştır.

Sistemik Riskin Sistematik Riske Evrilmesi

Miller (1977)’ye göre, sistematik risk ve belirsizliğin birlikte oluşmasının sonucu olarak, yatırımcılar herhangi bir varlık üzerinde en iyi tahminlerinden yola çıkarak varlık fiyatının yükselmesine neden olmaktadır. Bu durumda parasal genişlemeler ile açıklanabilen nominal refahta gözlemlenen değişimler, Arrow (1965, 1971) ve Pratt (1964)’in *tek düze fayda fonksiyonuna* dayandırarak riskten kaçınma teorisine ve riskten kaçınma teorisinin servet ile olan ilişkisine bakılmasını gerekli kılmaktadır.

Şekil 1: Putnam Küresel Risk İştahı Endeksi

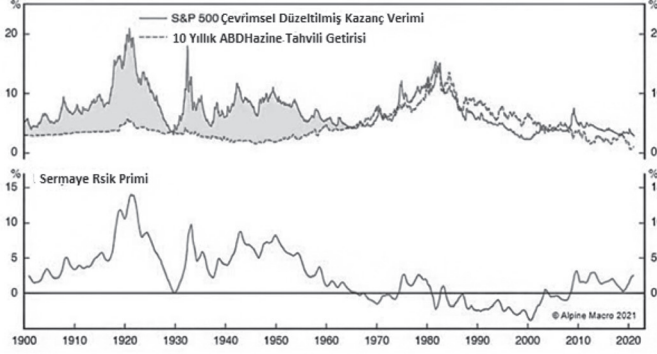


Kaynak: Putnam

Erişim Adresi: <https://www.putnam.com/institutional/content/macroReports/380-putnam-global-risk-appetite-index-31#:~:text=The%20Putnam%20Global%20Risk%20Appetite,bonds%2C%20and%20other%20spread%20sectors.>

Yukarıdaki Şekil 1’de, Putnam Küresel Risk İştahı Endeksi (Putnam Risk Appetite Index, RA)’nin 2010 yılından 2020’nin ikinci yarısına kadar küresel anlamda, yatırımcıların hisse senetleri, emtialar, yüksek getirili tahviller ve diğer finansal sektörler dahil olmak üzere riskli varlıklara yatırım yapma istekliliğini ölçmeyi amaçlayan tescilli bir nicel modeldir. Aşağıda ekonomik belirsizlik indeksinden de teyit edilebileceği üzere, küresel risk iştahı endeksinde belirsizliğin kaynağının ve sebebinin ne olduğunun ötesinde sistematik risk ve belirsizliğe bağlı olarak sert düşüşler gözlenmektedir. Son 10 yılda büyük negatif şokların ardından, bol paranın etkisi ile risk iştahlarında refah etkisi ile düşük riskten kaçınmanın neden olduğu sert ve hızlı geri dönüşler yaşanmaktadır. Örneğin, Eylül-Kasım 2011 döneminde AB devlet borç krizi, ABD borç tavanı ve Çin ekonomisinin sert daralma korkusu ile ilgili endişelerin giderilmesi ile büyük riskler yaratılmış ve piyasalarda rallilere neden olmuştur. Mart 2016 - Ocak 2018 döneminde riskli varlıklar, yükselen emtia fiyatları, Çin’in makro verilerinde istikrar beklentisi ve tedrici Fed politikası beklentileri arasında yine menkul kıymet piyasalarında rallilere neden olmuştur. Aynı durum, Mart Nisan 2019 ve sonrasında günümüze kadar ralli yapan hisse senedi piyasalarındaki gelişmeler ile de ortak değerlendirme zeminine sahiptir.

Şekil 2: Hisse senedi risk primleri –S&P 500 Çevrimsel- Düzeltilmiş Kazanç Verimi ve 10 Yıllık Hazine Tahvilleri



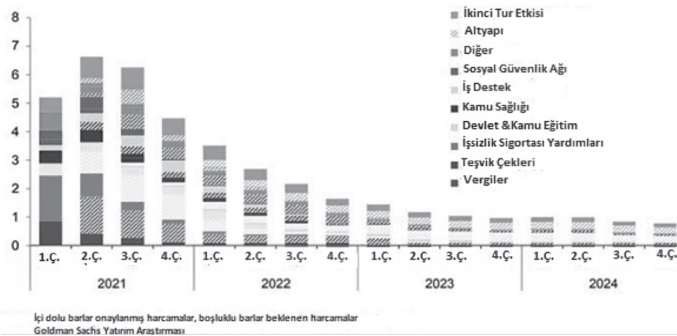
Kaynak: Alpina Macro

Erişim Adresi: <https://www.isabelnet.com/equity-risk-premium-sp-500-cyclically-adjusted-earnings-yield-and-10-year-treasury-yield/>

Yukarıdaki Şekil 2’de 1900’lü yılların başından günümüze ABD S&P 500 borsasına ait 1980 yılından günümüze kadar sıfırın altında seyreden risk primleri (*beklenen değer çizgisi ile beklenen fayda eğrilerinin [risk sever veya riskten kaçman] nakit eşdeğer çizgisi arasındaki kalan mesafe ile temsil edilmektedir*) 2007-2008 sonrasında tekrardan sıfırın üzerinde kalıcı olarak hareket etmesi, esasında hemen hemen tüm dünyada bu şekilde bir eğilim mevcuttur ve bu, hisse senedi piyasalarının görece olarak devlet tahvillerine göre daha çekici olduklarının ve risk iştahının trendindeki gücün büyüklüğünü göstermektedir.

İsviçre bankası UBS’nin raporuna göre, Covid-19 döneminde dünyanın en zenginleri bu yıl Nisan ayından Temmuz ayına kadar servetlerinin %27,5 artışla 10,2 trilyon dolara (7,9 trilyon sterlin) yükseltmiştir. Rapora göre, bu durum, 2017 sonunda 8,9 trilyon dolarlık bir önceki zirveden daha yüksekte olup ve büyük ölçüde artan küresel hisse fiyatlarından kaynaklanmaktadır. Yine aynı rapor’a göre 2017 yılında 2.158 olan milyarlar sayısının, 2020 Covid-19 krizinde 2.189’a yükseldiği görülmektedir (Read, 7 Ekim 2020).

Şekil 3: Goldman Sachs ABD’nin Mali Teşvik Paketinin 2021 Sonrası ABD GSYİH’sı üzerindeki Tahmini % Etkisi (2021 1.Ç.-2024 4.Ç.)

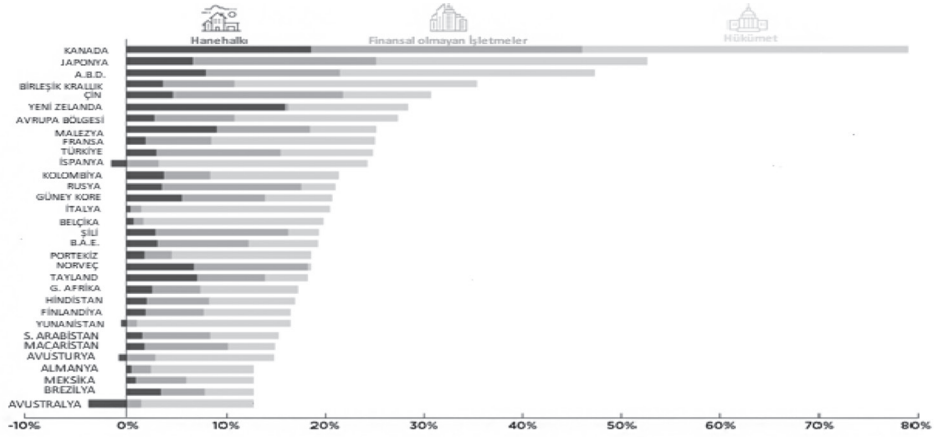


Kaynak: Goldman Sachs Küresel Yatırım Araştırması

Erişim Adresi: <https://www.isabelnet.com/effect-of-fiscal-spending-on-level-of-gdp/>

Yukarıda Şekil 3’te Goldman Sachs’ın Küresel Yatırım Raporu’nda, ABD hükümetince hazırlanan mali teşvik paketlerinin GSYİH’sı üzerindeki etkisinin 2021-2.Ç. sonrasında önemli ölçüde gerilemeye başlayacağı öngörülmektedir (ki bu duruma, Keynes’in kamu çarpanları ve özel sektörün dışlanma etkisi anlamında bakabiliriz). Dünya genelinde daha sınırlı anlamda hazırlanan ve piyasalara sunulan bu tür paketlerin etkisinin sınırlı kalmasındaki önemli nedenlerden bir tanesinin Ricardian Denklik ve hükümetlerin borç çevirme süreçlerinde artan kaygıların olduğu düşünülmektedir. Yine, etkisinin sınırlı kalmasındaki en önemli etkenlerden bir tanesinin de ağır borç yükü altında olan ülkelerin özel ve kamu sektörlerin borçlarının olmasıdır (Bakınız Şekil 4).

Şekil 4: 2019 4.Ç. ve 2020.3.Ç. Boyunca Hanehalkı, Özel Sektör ve Hükümet Borç/GS-YİH Değişimleri



Kaynak: Lu, 2020

Tablo 1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Borç (Hanehalkı, Özel ve Kamu) Düzeyleri, 2019 1.Ç. ve 2020 3.Ç.

	2019 1.Ç. (Trilyon \$)	2020 3.Ç. (Trilyon \$)	%Değişim
Gelişmiş Ülkeler	181.8	196.3	8%
Gelişmekte Olan Ülkeler	70.9	76.4	7.70%
Global Toplam	525.7	272.7	7.90%

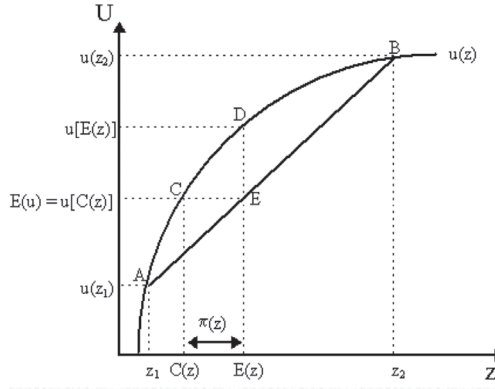
Kaynak: Lu, 2020

Daha fazla para basmanın maliyeti, ülkeleri 1929 Büyük Buhranı sonrası I. Fisher (1933) tarafından ortaya atılan Borç Deflasyonu (Debt Deflation)’na sürüklediği aşikardır. *Merkez bankalarının düşük faiz oranları ile borç alma imkanlarında yarattıkları kolaylıklar sonrasında, düşük faiz oranlarının arbitraj mekanizması ile varlık fiyatlarına sirayet etmesi durumu söz konusu olmaktadır.* Bir sonraki aşamada, merkez bankalarının hem borç deflasyonu hem de aşırı şişmiş sermaye piyasaları ile “el elde baş başta” kalması muhtemeldir. Böylesine bir sonucun, yeniden orta ve alt gelir gruplarını derinden

etkileyeceği, üst gelir seviyesindeki bireylerin servetlerinin yeniden artmasına paralel, risk alma eğilimlerinde, sistematik risk ve belirsizlikte yeni rekorlar gelebilir (Fisher, 1933).

Bernoulli (1738) St. Petersburg paradoksu ile başlayan ve günümüze kadar olan süreçte risk altında karar verme, önemi bir çalışma alanı oluşturmuştur. Bu çalışma kapsamında, riskten kaçınma davranışını, servet ile olan ilişkisi yukarıda çizilen hatlar çerçevesinde ele alınmaktadır.

Şekil 5: Beklenen Fayda, Beklenen Değer, Nakit Eşdeğer ve Risk Primleri Altında Riskten Kaçınma



Kaynak: Foncesa, 2015

Yukarıda ki Şekil 5'de, U fayda fonksiyonunu değerlerini, Z servet, C(z) kesinlik (nakit) eşdeğeri, E(x) beklenen değeri ve $\pi(z)$ risk primini temsil etmektedir. Bir bireye ait beklenen değer doğrusunu temsil eden (AB doğrusu) çizginin üzerinde konkav biçimde azalan marjinal fayda ilkesine göre hareket eden eğri riskten kaçınma eğilimi sergilediğini göstermektedir. Riskten kaçınmanın nasıl ölçüleceği sorusu, ikili fayda fonksiyonlarının konkavlığının hesaplanmasında diferansiyel alma işlemlerinde tekillik sebebiyle problem teşkil etmektedir. Bu soruna en yaratıcı çözümü, Pratt (1964) ve Arrow v.d. (1963) Arrow (1965) yakınsamasında bireyin riskten kaçınma davranışını ölçmek için risk primlerinin servet cinsinden ifade edilmesini önererek geliştirmişlerdir (Pratt, 1964; Arrow, 1963, 1965; The Theory of Risk).

Pratt (1964) ve Arrow (1963, 1965, 1971) yakınsamasından hareketle $A_A(\cdot)$ ve $A_R(\cdot)$ sırasıyla bireyin mutlak ve görel riskten kaçınma düzeyini temsil etmek üzere

$$A_A(z) = \frac{-u(z)''}{u(z)'}$$

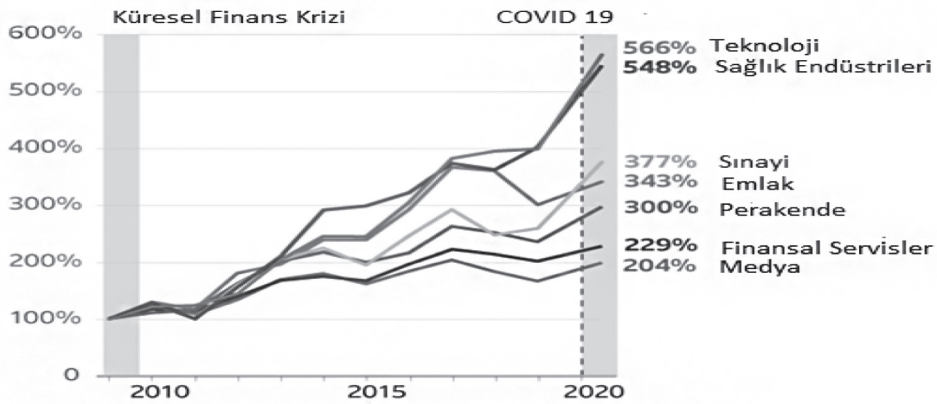
$$A_R(z) = \frac{-zu(z)''}{u(z)'}$$

Riskten kaçınma davranışı altında, yukarıda risk primleri servete göre ifade edilmiş fayda fonksiyonlarının ikinci ve birinci türevlerine ait A fonksiyonu pozitif olması durumunda riskten kaçınan bir bireyden bahsedebilirken, sıfır olması durumunda risk nötr ve negatif olması durumunda risk sever bir bireyden söz edebiliriz (Arrow v.d., 1963; Arrow, 1964, 1971; Pratt, 1964; Levy, 1994; Parmigiani ve Inoue, 2009). Çalışmanın servet ile riskten kaçınma davranışı, belirsizlik ve sistematik risk ile olan ilişkisinin en can alıcı noktasını bu kısım oluşturmaktadır. Zira, Arrow (1965) çalışmasında, refah düzeyi yüksek olan bireylerin daha düşük refah düzeyine sahip bireylere göre daha çok risk alma eğilimi sergileyeceğini göstermiştir. Bu anlamda, riskten kaçınma servet düzeyine göre Azalan Mutlak Riskten Kaçınma (Decreasing Absolute Risk Aversion, DARA) ve Artan Görelî Riskten Kaçınma (Increasing Relative Risk Aversion, IRRA) şeklinde farklılaşabilmektedir. Bu anlamda gelirin artması ile alınan risk arasında pozitif bir ilişkiden bahsetmek mümkündür (Arrow, 1965; Guiso ve Paiella, 2008; Courbage v.d., 2018)

$$\frac{\partial A_A(z)}{\partial z} = \frac{-u(z)''}{u(z)'} \leq 0$$

$$\frac{\partial A_R(z)}{\partial z} = \frac{-zu(z)''}{u(z)'} \geq 0$$

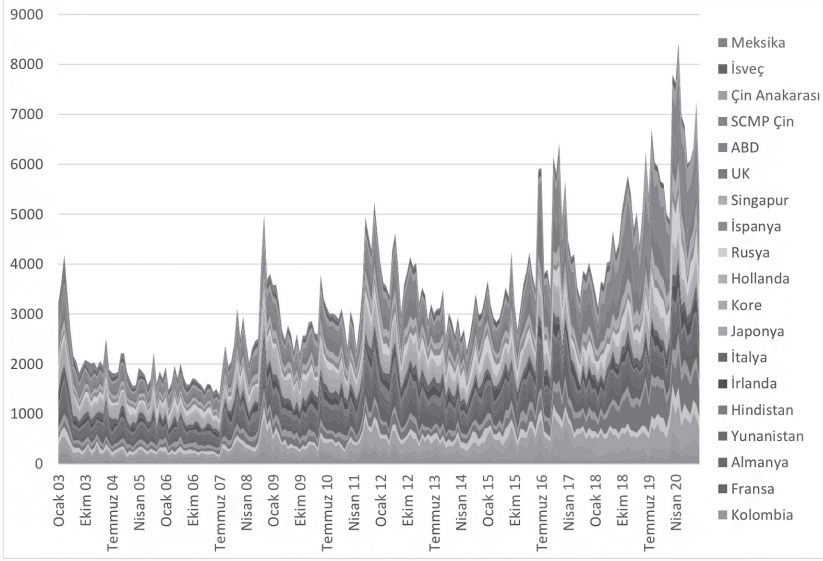
Şekil 6: Global Milyarder Servetlerindeki Yüzdesele Artışın Sektörel Dağılımı (2010-2020)



Kaynak: Read, 2020

Yukarıda Şekil 6, küresel çapta son 11 yılda özellikle teknoloji ve sağlık alanında milyarderlerin servetindeki artışlar ve bu grafiğin küresel risk iştahına katkısı ile sistemik risklerin yayılma hızı, kredi ve ticaret kanalları ile yayılma kanalları ve kalıcılığının nedenlerini gözler önüne sermektedir.

Şekil 7: Ekonomi Politikası Belirsizlik Endeksi



Kaynak: *Ekonomik Politika Belirsizlik Endeksi*. Baker v.d. (2016), Cerda v.d. (2016), Baker v.d. (2013), Gil and Silva (2018), Davis (2016), Hardouvelis v.d. (2018), Zalla (2016), Arbatli v.d. (2019), Kroese v.d. (2015), Davis (2019), Ghirelli v.d. (2019), Armelius (2017). https://www.policyuncertainty.com/all_country_data.html

11 Eylül 1999 sonrası ABD'nin değişen Ortadoğu Politikası ve 2003 Ocak ayı belirsizlik endeksinde görülen sert yukarı hareketlerde 2. Körfez Savaşı olarak adlandırılan süreçte ABD ve Birleşik Krallık'ın oluşturduğu Çok Uluslu Koalisyon kuvvetleri (49 Ülke), ülkemizde 1 Mart Tezkeresi gelişmeleri olarak bilinen olaylar sonrasında, 20 Mart 2003'de Irak'a askeri hareket başlatılmıştı. 2007-2008 döneminde ki yine tarihi zirveler Küresel Finans Krizi olarak bilinen bir dönemi kapsamaktadır. 2016-2017 yılında endekste gözlemlenen artış Brexit Referandumu, Kasım 2016 Trump'ın başkan seçilmesi, Trump'ın Çin ile olan dış ticaret açığını sebep göstererek ABD'yi Trans Pasifik Ortaklığı'ndan çıkması, 2020 başında Korona virüsü ile belirsizlik endeksi tarihte görülmemiş seviyelere çıkmıştır. Ekonomik Belirsizlik Endeksi 2003 yılından bu yana neredeyse tüm ülkeler için iki katına yakın artış göstermektedir.

Kriz, Risk ve İhtiyati Tedbirler: Keynes/Yeni Keynesyenler/Post-Keynesyenler Haklı mı?

Yukarıda açıklandığı gibi sistemik riskin sistematik riske dönüşmesi bir ekonomi için önemlidir ve bu tür risklere karşı alınacak/alınması gereken önlemler de önemlidir. Bu açıdan, toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak temelde ikiye ayrılmaktadır. Konu ülke bağlamından herhangi bir menkul kıymet bağlamında ele alındığında, varlık fiyatlandırma modelinde (Capital Asset Pricing Model, CAPM) sistematik risk, piyasa getirisi (R_m) ile riskli varlığın ortalama (beklenen) getirisi (R_m) arasındaki regresyon doğrusunun eğimi olan *beta* ile ifade temsil edilmektedir (Markowitz, 1952; Sharpe 1964; Logue ve Merivil, 1972; Lee ve Jang, 2006) .

Modern portföy teorisinde, belirli risklerden çeşitlendirme ile kaçınılabilmek mümkün iken, sistematik risk, piyasa riski olarak, herhangi bir portföy çeşitlendirme ile kaçınılabilecek bir risk türü değildir (Markowitz, 1952). Sistematik risk, piyasa riski, politik risk, enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski olarak alt dallarına ayrılabilir. Sistematik olmayan riskler ise portföy çeşitlendirmesi ile azaltılabilen veya ortadan kaldırılabilen, belirli bir firma veya iş kolunu etkileyen risk türleridir. Sistematik olmayan riskler, finansal risk, endüstri riski, yönetim riski olarak sayılabilir (Dağlı, 2004; Ceylan ve Korkmaz, 2012; Gümüş 2018).

Sistemik risk üzerinde kabul edilmiş tanımlarına bakıldığında, yazarların önemli bir kısmının finansal sistemi etkileyecek ve güven kaybına neden olacak gelişmelerden bahsetmektedir. Başka bir tanımlama itibariyle sistemik risklerin en önemli unsurunun şokların sistemin unsurları arasında hareket etmesi ve neticede reel ekonomide yaşanan olumsuzlukları dikkate almaktadır. Sistemik riskin kaynakları incelendiğinde, finansal sistemin dışında veya içinde finansal bir kurum, enstrüman, piyasa veya bu piyasanın para veya sermaye piyasası ayağındaki bir bölümünden kaynaklanabilmektedir. Sistemik risk türleri: varlık fiyat balonları, tacirler ve yatırımcılar arasındaki bonus ödemeleri ve diğer ödemeler sebebiyle oluşturulan planlamalar likidite karşılıklarını ve varlık fiyatlarını etkileyebilmektedir (Smaga, 2014; Baghestanian, 2015). Bir diğer sistemik kriz türü olarak finansal piyasalarda çoklu denge ve panik durumudur. Finansal piyasalardaki çoklu denge altında politika yapıcılara varlık fiyatlarındaki oynaklıkların makro iktisadi temellerden uzak gelişmelerin sebeplerinin kendi politikalarından kaynaklanmadığı, spekülörlerin bu duruma sebep olduğunu açıklayacak bir zemin hazırlamaktadır (Masson, 1999). Bir diğer sistemik tür ise ticari ve kredi kanalları ile oluşan yayılım mekanizmasıdır (Radev, 2013; Hurd, 2016). Yine bir ülkenin temerrüde düşme durumu da sistemik risk türü olarak kabul edilmektedir (Avrupa bölgesinde Güven Krizi esnasında başta Yunanistan, İspanya ve İtalya'nın bütçe kısıtı altında buldukları durum) (Ahmet ve Georg, 2018; Allen ve Carletti, 2010). Son olarak, düşük politika faiz oranları ve devasa parasal genişlemeler yabancı varlık satın almaları ile gelişmekte olan ülke firmaları ile tahvil geri alım programlarının söz konusu olduğu gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançolarının şişmesi ile, özellikle gelişmekte olan ülkelerin özel sektöründe dış ticaret geliri (döviz türü varlıklar) ile döviz yükümlülükleri arasındaki uyumsuzluğun yarattığı kur uyuşmazlıkları bir tür sistemik risk oluşturmaktadır. Esasında bu durum, 2003-2008 arasında Küresel Finans krizinin temelini hazırlayan (Chui v.d., 2016) kolay borçlanma ve gelişmekte olan ülke firmalarının gelişmiş ülke bankalarından azalan getiri sebebiyle daha da düşen faiz oranlarından dolayı daha rahat borç bulmaları ile oluşan bol para durumudur.

Sistemik risk¹ (Mortgage Krizi, Asya Krizi, Körfez Savaşı) yayılım kanalları olan kredi

1 Sistemik risk örneklerini çoğaltabiliriz: 2003 2.körfez savaşı, 2007-2008 Finansal Krizi, 2011-2013 Avrupa Güven Krizi Yunanistan İspanya İtalya bütçe açıkları, 2016-2017 Brexit ve Trump Seçimi ile TPP'den çıkışı ve tek sefer oluşu sistemik kökenli riskler olarak sınıflandırmamıza imkan veriyor.

ve ticaret kanalları ile mal piyasasında talep yönlü şoklar ve para piyasasında borç alan borç veren ülkeler arasında sistematik risklere evrildiği ve ele alınan dönem içinde 2003-2020 itibariyle belirsizlik endekslerinde dönem dönem azalmalar olsa da yükselişler hep bir önceki dönemin rekorlarını kırarak ilerlemektedir. Bunda ülkelerin kendi dinamiklerini dikkate almaksızın, krizden hızlı ve [hızır] paket çıkış stratejilerini FED ve ECB tabanlı uygulamaya almasıdır. Zira, beklenmedik krizlerin yayılım hızı ve boyutuna ek olarak ülkelerin içsel risklerinin, likidite problemlerinin ortaya çıkması, önemli ölçüde daha az likit olan varlıklara yönelik satış dalgası, sistemik riskin sirayet ettiği ve sistematik hale geldiği diğer ülkelerde kredi ve ticaret kanalı ile varlık fiyatlarında bozulmalara yol açmaktadır. Özellikle finansal piyasaların sistemik olarak etkilenmesinde dört önemli neden yer aldığı kabul edilmektedir. Bunlardan ilki, parasal genişleme ile artan fonlama imkanları ve uygun hale gelen vade süreleri, fonlama imkanları ile daha belirsiz ve düşük getirilerden kaçınan bireylerin kurumsal yatırımcıları takip ederek riskli piyasalara sürü güdüsü ile yönelmesi, likit olmayan varlıkların teminatlandırılarak risk alma eğilimlerinin artması ve batma risklerine karşı başta hükümetlerin verdiği garantilerin artmasıyla risk eğilimleri artmakta ve piyasalarda riskin yayılım hızını ve boyutunu genişletebilmektedir (ECB Finansal İstikrar Raporu, 2009).

Nihayetinde bu durum, 2020 yılı boyunca devam eden Pandemi gibi küresel bir krizin dalgalar şeklinde etkisini hissettirmesi, reel piyasaları doğrudan ve daha çok etkisi altına alan bir yapıda daha *sistematik* olarak ortaya çıkması anlamına gelmektedir. Piyasalarda belirsizliğin durağanlığı da daha kısa hafızalı olmakta ve birim kök içermekte, yani belirsizlik azalışları eski seviyelerine d, ortalamaya dönme eğilimi sergilememekte, bu durum merkez bankalarının, Keynesyen’lerin söylediğine göre *tedrici politikalar* izlemesine neden olmaktadır.

Bu tür kriz anlarında, ülkeler makroekonomik anlamda farklılık gösterse bile, genel eğilim üzerinden belirli bir para politikası kanalına yönelmesi [Uluslararası Para Politikası Koordinasyonu], kredi kanalı, beklentiler ve varlık fiyatları (menkul ve gayrimenkul fiyatları) kanalında bozulmalar, varlık getirilerinde de olumsuzluklara yol açmaktadır.

Ülkeler, kriz ortamında para politikalarını belirlerken, kendi dinamiklerine göre karar verselerdi, (sistemik ve sistematik risk açısından) sonuçlar daha farklı olur muydu? Ülkelerin çoğu neden benzer para politikası izlemektedir? gibi sorular sorulabilir. Pandeminin yayılım (Contagion) etkisi, aynen 2007-8 kriz öncesi ve sonrasında da yaşandığı gibi, ülkeleri tekdüze bir politika uygulamaya ittiğini söyleyebiliriz. Çünkü pandemide her ülke

Körfez Savaşı koalisyon güçlerinin başında ABD ve İngiltere var iken, ABD’nin kendi önel enerji arayışı, petrol fiyatlarını OPEC vb üzerinden hareketlendirerek, global ekonomiyi etkiliyor. 2007-2008 ABD’de görülen bir Konut Kredisi krizi “currency mismatch” ile bol döviz ile borçlanmış yurtiçinden borç bulamamış GOÜ firmalarının bilançoları üzerinden dengesizlikler yaratıyor, 2016-2017 Brexit ve Trump Seçimi, Trump’ın Trans Atlantik Ortaklığı’ndan çıkması yine aslında ortaya çıkış süreci ve sıklığı anlamında (tek sefer olması) sistemik bir risk özelliği taşıyor. Ancak, ABD, Çin ve İngiltere’nin küresel ve AB ekonomisi üzerindeki baskınlığı ile Euro/Dolar paritesine yönelik kaygılar, ticaret ve kredi kanalları, Ticaret savaşları, kur savaşları ile başta gelişmekte olan ülkelerde zaman düzleminde grafik incelendiğinde her bir krizin ilk yarattığı etki bir önceki süreçten yüksek olduğu görülmektedir.

benzer tedavi, kapanma, aşılama politikası uygulaması da para ve maliye politikası anlamında benzer hareket etmek durumunda/zorunda kalmıştır. Bunda, ülkelerarası krizin yayılma riskinin yarattığı panik daha geniş çaplı bir neden olabilir. Örnek olarak, 1989’da Brezilya, Latin Amerika Krizine katkıda bulunmuş, 1994 Meksika Krizi, Latin Amerika Krizi’ne, 1994 Tayland Krizi, 1997 Asya Krizi’ne ve 1998 Rusya Krizi’ne neden olmuştur. Yunanistan’ın borç Krizi ise 2012’ye gelindiğinde Avrupa Çapında bir güven krizine temel hazırlamıştır (Welburn ve Hausken, 2015). Yukarıdaki Şekil 7’deki belirsizlik indeksi ülkeler için 2003-01’den başlayıp 2020-12’ye kadar gitmektedir ve belirsizliklerin geçişini göstermesi ve kümelenmenin tespiti için önemli bir veridir.

[Post-Keynesyen ya da finansal Keynesyenizmi savunanlar olarak da tanımlanan] Hyman Minsky ve Wynne Godley² gibi değerli ekonomistlerinde katkılarının olduğu “Modern Monetary Theory-MMT” ya da *Modern Para Teorisi (MPT)* son zamanlarda gündemi işgal etmektedir. ABD’de New York Kongre üyesi Alexandria Ocasio-Cortez tarafından 2019 yılı başlarında bu teorinin önemine dikkat çekilmiş ve kamu harcamalarının sağlık hizmetlerine ve eğitime daha fazla yapılması (Shirai, 2019) yani, geleneksel olmayan (genişlemeci) parasal (unconventional monetary easing) politikasının hayal kırıklığı yaratması [beklenenden daha düşük bir ekonomik büyümeye ve enflasyon performansı ve diğer negatif yan etkileri] nedeni ile genişlemeci bir maliye politikası dikkatleri çekmiştir. Üstelik, küresel ölçekte ekonominin yavaşlaması, nispi olarak yoksulluğun ve gelirin adaletsiz dağılımının giderek artması ve artık, ilave bir parasal genişlemeye [yani QE için] sınırlı bir fırsat kalması nedeniyle mali genişleme politikası ya da genişlemeci maliye politikalarını da gündemde tutmuştur. Bu durum sadece gelişmiş ülkeler bazında değil gelişmekte olan ülkeler açısından da benzer şekilde kendini göstermektedir.

Dolayısı ile gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri ve merkez bankaları maliye ve para politikası oluştururken oldukça kapsamlı ve yenilikçi adımlar atmışlar ve “*Kalkınmacı Merkez Bankacılığı*” olarak adlandırılabilir (ekonomik büyümeyi, istihdamı, yatırımı, finansal istikrarı ve yapısal dönüşümü aynı anda önemseyen) yeni bir görüş ortaya çıkmaya başlamıştır. Krizi nispeten hafif hasarla atlatan kimi ülkelerde ise Neoliberal dönemden alışlagelen enflasyon hedeflemesine dayalı ve büyüme, istihdam ve reel ekonomi yansımalarını ikincil planda gören Neoliberal merkez bankacılığı alışkanlıklarına geri dönmüştür. Monetarist bir ideolojiden beslenen ve özellikle yükselen ekonomilerde büyümeyi frenleyen bu ortodoks yaklaşıma göre, düşük enflasyon hedefi ve fiyat istikrarı sağlandığında makroekonomik istikrar ortamı oluşacak ve diğer makro hedefler de bu ortamda bir şekilde başarılabilecekti (Üzar ve Başoğlu, 2017). Fakat, deneyimler göstermiştir ki, bu durum oluşmamış ve [özellikle gelişmekte olan ülkelerin] [Güney Kore, Çin, Tayvan, Brezilya, Arjantin, Bangladeş ve Hindistan] merkez bankaları yönlerini “ortodoks” enflasyon hedeflemesinden “heteredoks” kalkınmacı merkez bankacılığına doğru değiştirmiştir.

2 Her iki ekonomist standart Keynesyenizmden daha ileri giderek, Monetaristlerin getirdikleri eleştirilere yanıtlar vermişler ve Keynesyenlerin likidite tercihi dışında “akımlara-flows” gereğinden fazla odaklandıklarını kabul etmişler ve “para ve finansal değişkenler arasında uygun bir eşleştirme/uyum süreci geliştiremediklerini” kabul etmişlerdir.

[2007-8 Küresel Kriz ve Pandemi gibi] krizlerin üstesinden gelmek için, finansal açıdan dünya ve kapitalist sistemin yapısını etkileyen önlemler uygulanmalıdır. Bankacılık işlerinin özel sektörün ellerine bırakılmaması oldukça hayati önemdedir. Tam bu noktada, Kalkınmacı Merkez Bankacılığı yaklaşımı anlamlıdır: (1) sıfıra yakın faiz oranı ve (2) enflasyon oranları olan, (3) işsiz bankacılık sistemine sahip olan, ve (4) merkez bankalarından daha az güvenilen hükümetlere sahip olan ülkeler bu tür politikalarından öncelikli olarak faydalanmalıdırlar. Özellikle bu tür bankacılığın gelişmekte olan ülkelerde verimliliğe ve dolayısı ile ekonomik büyümeye olan katkıları ampirik olarak gösterilmekte ve bu tür yaklaşımın daha da yaygınlaşması için gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir.

Sonuç

Bu çalışmanın amacı, 2003 yılındaki 2.körfez krizinden Pandemi krizine kadar, genellikle bölgesel ve sistemik risk olarak ortaya çıkan krizlerin, varlık, kredi ve ticaret yayılım kanalları ile tüm ülkeleri etkileyen sistematik bir yapıya dönüşmesinin arkasındaki gelişmeler ve ekonomik belirsizliğin uzun hafızalı yapısı (ortalamaya dönme eğiliminden uzak olması) ile buna yönelik çözüm önerilerinin geliştirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, halihazırda Keynesyen ekonomi anlayışına göre likidite tuzağı ile karşı karşıya olan merkez bankalarının, [finansal piyasalar kurumlarını oluşturan bankalar ve sermaye piyasalarını içeren] mikro ihtiyati tedbirlere varlık fiyatları, piyasanın beklentileri ve bireylerin risk eğilimleri açısından yaklaşmasının önemine vurgu yapılmıştır.

Risklerin doğası, oluşum mekanizması ve insan davranışlarının riskten kaçınan, risk nötr ve risk sever özellikleri bir arada incelendiğinde, ana akım iktisadın makro ihtiyati çözüm olarak, belirsizliğin önemli bir kaynağı olan likidite sorununun aşılması amacıyla, hükümetlerin merkez bankaları üzerinden özellikle 2007-8 Küresel Krizi’nden günümüze kısa vadeli faiz oranlarında ayarlamalar yaparak varlık geri alım programları ile piyasaya bol para sunmasının çare olmadığı gözlenmiştir. Bol para, Arrow (1963, 1965, 1971) bireylerin servetlerinde artışa yol açmakta, dolayısıyla riskten kaçınma eğilimlerinde gerilemelere yol açmaktadır. Risk alma eğilimi artan piyasalarda, spekülatif atakların oluşması, sistematik hale dönüşmesi ve her krizin bir öncekine göre daha yüksek oranda belirsizlik yaratmasına neden olmaktadır.

Merkez Bankaları’nın oldukça önem verdiği Taylor Kuralı’ndan bildiğimiz üzere, artık klasik dikotomi anlayışının ötesinde parasal büyüklükler ile reel büyüklüklerin etkilenmesinin mümkün olduğu bir ekosistem içinde bulunmaktayız. Fiyat ve finansal istikrar gayesinde olan merkez bankalarının varlık fiyatlarının ekonomik sistem üzerinde yaratacağı derin etkinin farkında olması, paranın sektörler arasında etkin dağılımını sağlanması bu açıdan önemlidir. Bu durum, piyasada beklentilerin ve risk alma eğilimlerinin doğru anlaşılması yönetilmesinden geçmektedir. Zira, para politikasının arbitraj mekanizması ile varlık fiyatlarını da etkilediği özellikle 2007-8 Finans Krizi sonrası aşık hale gelmiştir. Faiz oranları üzerinden piyasaya verilmek istenen mesajın hızı ve gücünün sorgulanması buradaki temel amaç değildir. Zira merkez bankalarının güçlü araştırma birimleri ve çok

çeşitli politika araçlarının varlığı da tartışmalıdır (Hordahl, P., ve Packer, 2007; Blanchard vd. 2010; Pedrosa ve Farhi, 2015). Ancak yine de ana akım iktisadın konunun çözümünde mikro ihtiyatı olarak finansal piyasalara yönelik çözüm önerileri geliştirmesini de gerekli kılmaktadır. Bu anlamda, yukarıda bahsi geçen MPT ve Kalkıncı Merkez Bankacılığı güzel örnekler olabilecektir.

1929 Büyük Buhranı sonrası öngöremedikleri Likidite Tuzağı ile ilgili bulguları sonrası Keynesyenlere kaptırdıkları ana akım iktisadi öğretinin yolundaki ilerleyişine ek olarak Neoklasiklerin, fayda maksimizasyonu, denge konusuna olan vurguları ve her türlü belirsizliği kesin bir dille reddetmeleri sebebiyle içinde bulunulan sorunun çözümüne sahip bir paradigma olarak görünmemektedir (Dequech, 2000). Ayrıca, Monetaristler’in, Friedman, Meltzer ve Schwartz v.d, getiri eğrileri üzerinden uzun ve kısa vadeli faiz oranlarının hiçbir düzeyinde özel ve kamu sektörü için likidite tuzağını kabul etmemesi de içinde bulunulan durumun çözümünde ve varlık kanalları ile önemli sorun haline gelen likidite tuzağında bol likidite anlayışında Yeni Keynesyen ve/veya Post Keynesyen açıklamalara ihtiyaç duyulmaktadır. Blanchard vd. (2010)’a göre, kısa vadeli faiz oranı [Yeni Keynesyen olan John Taylor’ın] Taylor kuralı düzeyinin altında tutuldu çünkü piyasaya QE ile para sürülmesi nedeniyle likidite tuzağı oluştu ve bu nedenle, hanehalkı/karar vericiler daha fazla risk alma yoluna gittikleri için daha kurumsallaşmış ve regüle edilmiş finansal piyasa ile pasif maliye politikasını içeren Yeni Keynesyen görüşe ihtiyaç duyulduğunu ifade etmişlerdir (p.244).

Kaynakça

- Ahnert, T., & Georg, C. P. (2018). Information contagion and systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 35, 159-171.
- Allen, F., & Carletti, E. (2010). An overview of the crisis: Causes, consequences, and solutions. *International Review of Finance*, 10(1), 1-26.
- Arbatli, E., Davis, S. J., Ito, A. and Miake, N. (2019). Policy Uncertainty in Japan. NBER Working Paper 23411. Revised, August 2019. Forthcoming in *The Economic Challenges of Japan’s Aging and Shrinking Population*, International Monetary Fund, edited by Paul Cashin and Todd Schneider.
- Armelius, H., Hull, I. and Köhler, H. S. (2017). The Timing of Uncertainty Shocks in a Small Open Economy. *Economics Letters*, 155 (June), 31-34.
- Arrow, K. J., Cagan, P., & Friend, I. (1963). Comments on Duesenberry’s the portfolio approach to the demand for money and other assets. *The Review of Economics and Statistics*, 24-31.
- Arrow, K. J. (1965). Uncertainty and the welfare economics of medical care: reply (the implications of transaction costs and adjustment lags). *The American economic review*, 55(1/2), 154-158.
- Arrow, K.J. (1965). *Aspects of the Theory of Risk Bearing*. Yrjo Jahnssonin Saatio, Helsinki.
- Arrow, K. J. (1971). *The theory of risk aversion*, Essays In *The Theory of Risk Bearing*, Chicago: Markham Publishing Company.
- Baghestanian, S., Gortner, P., and Massenot, B. (2017). Compensation schemes, liquidity provision, and asset prices: an experimental analysis. *Experimental Economics*, 20(2), 481-505..

- Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S. J. and Wang, X. (2013). “Economic Policy Uncertainty in China,” unpublished paper, University of Chicago.
- Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis, (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131, no. 4 (November), 1593-1636.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., and Mauro, P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.
- Cerda, R., Silva, A. and Valente, J. T. (2016). Economic Policy Uncertainty Indices for Chile. *Economic Policy Uncertainty Working Paper*.
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T. (2012). Sermaye piyasası ve menkul değer analizi. Ekin Kitabevi. Bursa.
- Chui, M. K., Kuruc, E., & Turner, P. (2016). A new dimension to currency mismatches in the emerging markets-non-financial companies.
- Courbage, C., Loubergé, H., & Rey, B. (2018). On the properties of high-order non-monetary measures for risks. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 43(1), 77-94.
- Dağlı, H. (2004). Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi, 2. Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Davis, S. J., (2016). An Index of Global Economic Policy Uncertainty. *Macroeconomic Review*, October. Also available as NBER Working Paper No. 22740.
- Davis, S. J., Liu, D. and Sheng, X. S. (2019). Economic Policy Uncertainty in China Since 1946: The View from Mainland Newspapers working paper, August.
- Dequech, D. (2000). Fundamental uncertainty and ambiguity. *Eastern economic journal*, 26(1), 41-60.
- Economic Policy Uncertainty Index, https://www.policyuncertainty.com/all_country_data.html
- ECB Finansal İstikrar Raporu, 2009. The Concept of Systemic Risk. Erişim Adresi: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart200912_02.en.pdf?39462a69bb594e-9a7f14091c0085c132
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 337-357.
- Foncesa, G. L. 2015. The History of Economic Thoughts. Essays. Choice Under Risk and Uncertainty: The Theory of Risk Aversion. Erişim Adresi: <https://www.hetwebsite.net/het/essays/uncert/aversion.htm>
- Ghirelli, C., J.J. Perez, and Urtasun, A. (2019). A New Economic Policy Uncertainty Index for Spain. Bank of Spain, WorkingPaper No., 1906.
- Gil, M. & D. Silva, (2018). Economic Policy Uncertainty Indices for Colombia. EPU Colombia Working Paper.
- Guiso, L., & Paiella, M. (2008). Risk aversion, wealth, and background risk. *Journal of the European Economic association*, 6(6), 1109-1150.
- Gümüş, E. (2018). Sektörel bazda sistematik ve sistematik olmayan riskler ve bileşenleri, Borsa İstanbul uygulaması. Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Hardouvelis, G. A., Karalas, G. I., Karanastasis, D. I. and Samartzis, P. K. (2018). Economic Policy Uncertainty, Political Uncertainty and the Greek Economic Crisis,” working paper, May.
- Hordahl, P., & Packer, F. (2007). Understanding Asset Prices and Overview. BIS Monetary and Economic Department, BIS papers no.34:1-38.
- Hicks, J. R. (1931). The Theory of Uncertainty and Profit. *Economica*. No. 32 (May, 1931), pp. 170-189.

- Hicks, J. R. (1937). Mr Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation. *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, April 1937, pp. 147-159
- Hurd, T. R. (2016). Contagion!: Systemic Risk in Financial Networks (pp. 1-17). Berlin: Springer.
- Keynes, J. M. (1936). The general theory of employment, interest and money. New York: Harcourt, Brace.
- Knight, F. (1921). Risk Uncertainty and Profit. Houghton Mifflin Company, The Riverside Press, Cambridge.
- Kroese, L., Kok, S. and Parlevliet, J. (2015). Beleidsonzekerheid in Nederland. *Economisch Statistische Berichten*, No. 4715, pp. 464-467.
- Krugman, P. R., Dominquez, K. M., & Rogoff, K. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137-205.
- Lee, S.J. and Jang, C.S (2006). The systematic risk determinants of US airline industry. *Tourism Management*.No.28, pp. 434-442.
- Levy, H. (1994). Absolute and relative risk aversion: An experimental study. *Journal of Risk and uncertainty*, 8(3), 289-307.
- Logue, D. E., & Merville, L. J. (1972). Financial policy and market expectations. *Financial Management*, 37-44.
- Lu, M. (10 Aralık 2020). Chart: Debt-to-GDP Continues to Rise Around the World. Erişim Adresi: <https://www.visualcapitalist.com/debt-to-gdp-continues-to-rise-around-world/>
- Markowitz, H. (1959). Portfolio selection. *The Journal of Finance* Vol. 7, No. 1 (Mar., 1952), pp. 77-91.
- Masson, P. (1999). Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria. *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 587-602.
- Miller, E. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance* Vol. 32, No. 4 (Sep., 1977), pp. 1151-1168.
- Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro,(2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF SPN/10/03
- Parmigiani, G., & Inoue, L. (2009). Decision theory: Principles and approaches (Vol. 812). John Wiley & Sons.
- Pedrosa, Í., & Farhi, M. (2015). Macroeconomic theory in the aftermath of the crisis: mainstream and new Keynesianism. *Nova Economia*, 25(2), 237-260.
- Pratt, J. W. (1964). Risk Aversion in the Small and in the Large. *Econometrica*, Vol. 32, p.122-36.
- Radev, D. (2013). Systemic risk and sovereign debt in the euro area.
- Read, S. (7 Ekim 2020). Billionaires see fortunes rise by 27% during the pandemic. BBC News. Erişim adresi: <https://www.bbc.com/news/business-54446285>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Shirai, S. (July 2019). Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan, <https://voxeu.org/article/modern-money-theory-and-its-challenges> (Erişim: 20 Ekim 2019).
- Smaga, P. (2014). The concept of systemic risk. SRC Special Paper Series. No:5. Systemic Risk Centre The London School of Economics and Political Science.
- Taylor, C. (1993). To follow a rule. *Bourdieu: critical perspectives*, 6, 45-60.
- Üzar, U. ve Başoğlu, A. (Haziran 2017). Merkez Bankacılığı ve Yeni Arayışlar: Nominal GSYİH Hedeflemesi ve Kalkınmacı Merkez Bankası Tartışmaları. *KTÜ-SBE Dergisi*, Yıl:7 Sayı:13, pp.123-145.

Değirmen, Süleyman ve Ömür Saltık (2021); “Artan Ekonomik Belirsizlik Ortamında, Keynesyen Likidite Tuzağı’nda İhtiyati Programların Değerlendirilmesi”, *Efil Journal*, Cilt 4, Sayı 13, s. 87-103

Welburn, J. W., & Hausken, K. (2015). A game theoretic model of economic crises. *Applied Mathematics and Computation*, 266, 738-762.

Zalla, R. (2017). Economic policy uncertainty in Ireland. *Atlantic Economic Journal*, 45(2), 269-271.

İnternet Kaynakları

Alpina Macro. (Şubat 19, 2021). Equity Risk Premium- S&P 500 Cyclically-Adjusted Earnings Yield nad 10-Year Treasury Yield

Erişim Adresi: <https://www.isabelnet.com/equity-risk-premium-sp-500-cyclically-adjusted-earnings-yield-and-10-year-treasury-yield/>

Putnam Küresel Risk İstahı Endeksi (Mart, 10, 2021)

Erişim Adresi: <https://www.putnam.com/institutional/content/macroReports/380-putnam-global-risk-appetite-index-31#:~:text=The%20Putnam%20Global%20Risk%20Appetite,bonds%2C%20and%20other%20spread%20sectors.>

Goldman Sachs Yatırım Küresel Yatırım Araştırması. Effect of Fiscal Spending on Level GDP (Şubat, 18, 2021)

Erişim Adresi: <https://www.isabelnet.com/effect-of-fiscal-spending-on-level-of-gdp/>



Değerli Efil Ekonomi Araştırmaları Dergisi Okurları, Dergimizi siyah-beyaz olarak basmak durumundayız. Bu sebepten, bazı komplike grafiklerin rahat anlaşılabilmesi adına, bu grafikleri sizinle QR kod aracılığıyla paylaşma kararı aldık. Saltık ve Değirmen (2021)’in çalışmasındaki grafiklere erişmek için lütfen kodu okutunuz.

EFİLJOURNAL YAZIM KURALLARI/ EFILJOURNAL AUTHOR GUIDELINE

Gönderim Süreci

1. Makalenizi göndermek için internet sitemizdeki MAKALE GÖNDER bağlantısını kullanarak ya da info@efiljournal.com adresine doğrudan gönderebilirsiniz.
2. Makale, daha önce hiçbir yerde yayımlanmamış ve aynı anda başka bir dergiye gönderilmemiş olmalıdır.
3. Makale, 30 sayfayı geçmemelidir.
4. Makalede “Giriş” kısmı bulunmalı ve başlıklar numaralandırılmalıdır.

Makale Değerlendirme Süreci

1. Efil Ekonomi Araştırmaları Dergisine gönderilen makalenin yazarı ile, makaleyi değerlendiren hakemin ismi karşılıklı olarak gizli tutulmaktadır.
2. Dergiye gönderilen tüm makaleler önce, editörler tarafından ön değerlendirmeye alınır. İçerik ve şekil şartlarına uymayan yazılar, editörler tarafından hakeme sunulmadan geri çevrilebilir.
3. Dergiye gönderilen makale, editörler tarafından hakeme gönderilmeye değer bulunduğu takdirde iki hakem tarafından incelenmeye alınır.
4. Hakem, yazıları makale hazırlama düzenine uygunluk, bilimsel katkısı, sorunsalın ele alınış biçimi, araştırmada kullanılan yöntem, literatürden yararlanış ve önemli bulunduğu diğer unsurlar açısından değerlendirerek, görüşlerini bildirdiği formu editörlere iletir.
5. Editör, hakemin görüşünü yazara gönderir.
6. Yazar, hakem tarafından talep edilen düzeltmeleri editörün belirlediği süre içerisinde tamamladıktan sonra, makale tekrar hakemin görüşüne sunulur.
7. Hakemin uygun gördüğü makale için son değerlendirme editörler tarafından yapılır.
8. Yayımlanma kararı verilen makale, sıraya alınır ve nihai karar yazara bildirilir.
9. Dergide örnek olay incelemeleri, raporlar, önceden yazılmış bir makaleye eleştiri ve yorumlar, yanıtlar ve yanıtlara yanıtlar, kitap tanıtım ve eleştirileri, yayın duyuruları, konferans ve kongre gibi toplantılar yayımlanabilir. Burada karar, editörlere aittir.
10. Makalenin değerlendirme süresi maksimum 90 gündür.
11. Makalenin değerlendirilme süreci hakkında tarafınıza bilgi verilecektir.
12. Değerlendirme sonucu, tarafınıza e-posta yoluyla bildirilecektir.
13. Makalesi dergide yayımlanan yazara 5 adet basılı dergi ücretsiz olarak gönderilecektir.

Yazım Kuralları

1. Makale dili Türkçe veya İngilizce olmalıdır.
2. Yüksek lisans veya doktora tezlerinde ya da bilimsel toplantılarda sunulan bildirilere dayanarak hazırlanmış yazılarda bu durum, ilk sayfa altında dipnot olarak belirtilmelidir.
3. Dergiye gönderilecek makalenin yazarına ait bilgiler, ayrı bir sayfaya yazılmalı ve şunları içermelidir:
 - Yazının başlığı
 - Yazının JEL sınıflandırma kodu
 - Yazarın adı soyadı, unvanı
 - Yazarın bağlı oldukları kurum (bölüm, birim)
 - Yazarın kısa özgeçmişi
 - Yazarın açık ve güncel posta adresi, telefon/faks numarası ile e-posta adresi

4. Yazının birinci sayfasında İngilizce ve Türkçe başlık, makalenin yüz kelimeyi geçmeyecek şekilde hazırlanmış İngilizce ve Türkçe özeti, anahtar sözcükler yer almalıdır.
5. Yazılar, Microsoft Word ortamında Times New Roman yazı tipinde, 12 punto ile ve çift aralıkla yazılmalıdır.
6. Basılan makaledeki imlâ ve noktalama hatalarından yazarlar sorumludur. Bu nedenle, gereken kontroller yapılmış olmalıdır.
7. Bütün tablolar ve grafikler, ayrı olarak Microsoft Excel sayfalarda yer almalıdır. Tablo ve şekillere başlık ve sıra numarası verilmelidir.
8. Dergimize gönderilecek makalelerde kaynak gösterme konusunda APA sistemi benimsenmiştir.

Örnekler:

- Kitaplarda:

Metin içinde: (Yeldan, 2009)

Eserin, kaynaklarda yazımı şu şekilde olmalıdır:

Yeldan, E. (2009). *The economics of growth and distribution* (5. bs.). Ankara: Efil Yayınevi.

- Makalelerde:

Metin içinde: (Akyüz, 2009, s. 92-93)

Makalenin kaynaklarda yazımı şu şekilde olmalıdır:

Kalaycıoğlu, E. (2019). Popülizm(ler) ve Temsili-Liberal Demokrasî'nin Bunalımları, *EfilJournal*, Cilt 2, Sayı 8, 8-28.

- Tezlerde:

Metin içinde: (Büyükyazıcı, 2012)

Tezin, kaynaklarda yazımı şu şekilde olmalıdır:

Büyükyazıcı, D. (2016). *Kültür ve sanat ekonomisinde piyasa mekanizmasının etkinsizliği: Gösteri sanatları perspektifinden Türkiye örneği*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.

9. Kullanılan bütün kaynaklar, makalenin sonunda "Kaynaklar" adı altında verilmelidir.

10. Tablo ve Şekiller:

- a. Tablo numaraları ve açıklamaları tablonun üstünde

Tablo 1:

şeklinde, 10 punto ile yazılmalı ve ortalanmalıdır.

- b. Tablo içi metinler 9 punto ile, satır aralığı tek, paragraf aralığı 0 nk olmalıdır.

- c. Tablo sayfaya ortalanmalıdır.

- d. Şekil numaraları ve açıklamaları şeklin altında

Şekil 1:.....

biçiminde 10 punto ile yazılmalı ve ortalanmalıdır.

- e. Şekil, sayfaya ortalanmalıdır.

11. Bu ilkelere uymayan makaleler kesinlikle değerlendirilmeye alınmayacaktır.

12. Yazıların ilk gönderiminde editör değerlendirmesinden sonra hakem değerlendirmesi için 1 ay, revizyon için 1 ay süre öngörülmektedir.

13. Efil Ekonomi Araştırmaları Dergisi, gönderilen makaleleri yayımlayıp yayımlamama, gerekli gördüğü durumlarda makaleler üzerinde düzeltmeler yapma hakkına sahiptir. Gönderilen yazıların yayımlanma hakkı dergi yönetimine aittir. Dergide yayımlanmış bir yazının hukuki sorumluluğu ise yazarına aittir ve dergiyi bağlamaz. Dergide yayımlanan yazılar, dergi yönetimin yazılı izni olmadan hiçbir şekilde çoğaltılamaz ve başka bir yerde (matbu olarak veya internet ortamında) tekrar yayımlanamaz. Dergiye makale gönderen yazar, bu ilkeleri kabul etmiş sayılır.

Submission

1. To send your article, you can use the SUBMIT tab in our website or you can send your article directly to info@efiljournal.com.
2. Articles must be unpublished and they cannot be sent to another journal at the same time.
3. Articles must be max. 30 pages.
4. There should be “Introduction” section and the titles should be numbered.

Process

1. In Efil Journal of Economic Research the author’s and the referee’s name are mutually kept confidential.
2. All articles sent to the journal are pre-evaluated by the editors first. Articles that do not comply with the terms of content can be rejected by the editors without being sent to the referee.
3. The articles submitted to the journal will be reviewed by two referees if they are deemed worthy to be sent to the referees by the editors.
4. The referee evaluates the article in terms of conformity to the article preparation rules, scientific contribution, the way in which the problem is handled, the method used in the research, the use of the literature and other elements they found important, and then submits the form to the editors.
5. The editor sends the evaluation result of the referee to the writer.
6. After the author completes the corrections requested by the referee within the time specified by the editor, the article is sent to the referee again.
7. The final evaluation for the article that the referee finds appropriate is made by the editors.
8. The article that is decided to be published is queued and final decision is notified to author’s.
9. Case studies, reports, criticism and commentary on a previously written articles, answers to answers and responses, book promotions and criticisms, publication announcements, conferences and congresses have the possibility to be published in the journal. The decision here belongs to the editors.
10. The maximum evaluation period of the article is 90 days.
11. You will be informed about the evaluating process of the article.
12. The result of the evaluation will be reported to the author by e-mail.
13. Five free printed copies of the journal will be sent to the author whose article is approved and going to be published in the journal.

Grammar Rules

1. The language of the article should be in English or in Turkish.
2. It should be stated as a footnote in the first page if the article was prepared by the notices presented in the scientific meetings or as master, PhD work.
3. Information belonging to author’s of the article should be written on a separate page and should include:
 - The title of the article
 - JEL code of the article
 - Author’s full name, surname and degree/title
 - Author’s institution (Department, unit)
 - Author’s brief CV
 - Author’s full address, phone/fax number, e-mail

4. In the first page of the article the title in English and in Turkish (if known), max. 100 words of abstract in English and in Turkish (if known), and keywords should be written.
5. The article should be written via Microsoft Word, with 12 type size and with double space.
6. Spelling and punctuation errors in the printed article belong to the author themselves.
7. All the tables and diagrams should separately be in Microsoft Excel. They all should be enumerated.
8. About the references/bibliography we use APAS.

Examples:

- In the books:

In the text: (Yeldan, 2009)

In the references:

Yeldan, E. (2009). *The economics of growth and distribution* (5. bs.). Ankara: Efil Yayınevi.

- In the articles:

In the text: (Akyüz, 2009, s. 92-93)

In the references:

Heise, A. (2019). Post-Keynesian Economics - Challenging the Neo-Classical Mainstream, *EfilJournal*, Vol 2, Issue 8, 8-28.

- In thesis/papers:

In the text: (Büyükyazıcı, 2012)

In the references:

Büyükyazıcı, D. (2016). *Kültür ve sanat ekonomisinde piyasa mekanizmasının etkinsizliği: Gösteri sanatlar perspektifinden Türkiye örneği*. Yayımlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.

9. All the references used should be stated under “Bibliography”, at the end of the article.
10. Tables and Diagrams:
 - a. Table numbers and statements should be written on the top of the table, with 10 type size and should be centered.
Table 1:
 - b. Texts inside the table should be written with 9 type size, single row pitch, 0 paragraph pitch.
 - c. Tables should be centered to the page.
 - d. Diagram numbers and statements should be written under the diagram with 10 type size and centered to the page.
Diagram 1:
 - e. Diagrams should be centered to the page.

11. The articles not carrying these rules will not be taken under review.
12. After the editorial review, it is provided 1 month for the expert and 1 month for the revision.
13. Efil Journal of Economic Research has the rights whether to publish or not to publish and to make corrections on the articles. The right to publish the articles belongs to the journal's management. The legal responsibility of the published article belongs to the author and isn't related to the journal. The articles published in the journal cannot be reproduced in any way without the written consent of the journal management and cannot be reproduced elsewhere (in print or on the internet). The author who submits article to the journal is deemed to have accepted these principles.



SATIN ALMAK İÇİN:

<https://shop.efilyayinevi.com>

1 yıllık abonelik bedeli

	Bireysel	Kurumsal
Yıllık Basılı	200 TL	300 TL
Yıllık Dijital	80 TL	150 TL
Yıllık Basılı ve Dijital	250 TL	400 TL

Bağcılar Mahallesi Şemsettin Günaltay Caddesi 283. Sokak 9/7 Ata Apartmanı 06670 Çankaya/Ankara, Türkiye
Tel: (0312) 442 52 10 ve (0312) 442 52 11 Faks: (0312) 442 52 12