

Finansal Krizler ve Ekonomi

Ali Emrah Şahin, Dr. Öğrencisi, Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İktisat Bölümü, maesahin@hotmail.com, ORC-ID: 0000-0001-6872-1398.

Arzu Berber, Doç. Dr., Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi, İktisat Bölümü, arzu.kan@ahievran.edu.tr, ORC-ID:0000-0003-0788-6281.

Öz

Finansal krizler, ekonomik dalgalanmaların önemli bir kaynağıdır. Tüm derin durgunluk ve bunalımlar büyük finansal krizlerle bağlantılıdır. Finansal kriz, ticari başarısızlıklar ve varlıkların fiyatlarındaki keskin düşüşler ile karakterize edilen mali piyasalardaki büyük ölçekli bozulma olmakla birlikte finansal piyasalardaki bilgi akışlarında özellikle büyük bir aksaklık yaşanması durumunda ortaya çıkmaktadır. Finansal kriz devamında finansal sıkıntılar ve kredi marjları keskin bir şekilde artmakta, finansal piyasaların işleyişi durmakta ve nihayetinde ekonomik faaliyetler çökmektedir. Finansal kriz dinamikleri, finansal krizin başlatılması, bankacılık krizleri ve borç deflasyonu olmak üzere üç aşamadan oluşmaktadır. Kriz dinamiklerinin açık bir şekilde görüldüğü 2007-2009 küresel finans krizinin nedenleri olarak, mortgage piyasalarında finansal yenilikler ve vekâlet sorunları, asimetrik bilgi ve kredi derecelendirme kuruluşları sayılabilir. Finansal piyasalardaki kaos, çeşitli ekonomik programların açıklanmasının ardından azalmakta, Covid-19 Pandemisi'nin negatif etkileri zaman içerisinde normale dönmüş, büyüme ve istihdam oranları yükselmiş ve işsizlik oranları düşmüştür. Günümüzde Türkiye'de yüksek enflasyon halen bir sorun olmakla birlikte, hem talep hem de maliyet enflasyonun yaşandığı görülmektedir. Finansal krizden çıkış noktası sadece ekonomik, mali müdahalelerle yeterli kalmamalı, her alanda yapısal reformların uygulanması gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: *Finansal Kriz, Mortgage, FED, Bankacılık, Borç*

JEL Kodları: *E20, B22, E44*

Financial Crises and the Economy

Abstract

Financial crises are a major source of economic fluctuations. All deep recessions and depressions are linked to major financial crises. A financial crisis is a large-scale disruption in financial markets characterized by business failures and sharp declines in asset prices, and it occurs when there is a particularly large disruption in information flows in financial markets. In the aftermath of a financial crisis, financial distress and credit spreads increase sharply, financial markets cease to function, and economic activity eventually collapses. The dynamics of a financial crisis consist of three stages: the initiation of a financial crisis, banking crises, and debt deflation. The causes of the 2007-2009 global financial crisis, in which crisis dynamics were clearly seen, include financial innovations and agency problems in mortgage markets, asymmetric information, and credit rating agencies. The chaos in financial markets decreased after the announcement of various economic programs, and the negative effects of the Covid-19 pandemic returned to normal over time, growth and employment rates increased, and unemployment rates decreased. Today, high inflation is still a problem in Turkey, and both demand and cost inflation are experienced. The exit point from the financial crisis should not be limited to economic and financial interventions alone, and structural reforms should be implemented in all areas.

Keywords: *Financial Crisis, Mortgage, FED, Banking, Debt*

JEL Codes: *E20, B22, E44*

Giriş: Finansal Kriz Tanımına Kısa Bir Bakış

Finansal krizler, ekonomik dalgalanmaların önemli bir kaynağıdır. Tüm derin durgunluk ve bunalımlar büyük finansal krizlerle bağlantılıdır. Finansal kriz, ticari başarısızlıklar ve varlıkların fiyatlarındaki keskin düşüşler ile karakterize edilen mali piyasalardaki büyük ölçekli bozulma olmakla birlikte finansal piyasalardaki bilgi akışlarında özellikle büyük bir aksaklık yaşanması durumunda ortaya çıkmaktadır. *Para krizi*, döviz hücum şeklinde bir spekülasyon atak sonucu döviz kurunun yükselmesi ve döviz kuru rejiminin çökmesiyle, Finansal kriz, finansal sektörde bir deprem yaşanması ve sonucunda bazı finansal kurumların batması, kalanların da sermayelerinin önemli ölçüde erimesidir. Finansal kriz devamında finansal sıkıntılar ve kredi marjları keskin bir şekilde artmakta, finansal piyasaların işleyişi durmakta ve nihayetinde ekonomik faaliyetler çökmektedir. Dünya ekonomi tarihinde derin izler bırakan 2008 Mortgage Krizinin neden çıktığı, ABD'den dünya ülkelerine nasıl sıçradığı ve ekonomide neden ciddi daralmalara yol açtığı birçok çalışmada ortaya konulmuştur.

1. Finansal Krizin Dinamikleri

Bir finansal krizin dinamikleri üç aşamada anlatılabilir.

1. Aşama: Finansal Krizin Başlatılması

- a) Kredi Patlaması ve İflas
- b) Varlık-Fiyat Patlaması ve İflas
- c) Belirsizliğin Artması

2. Aşama: Bankacılık Krizleri

- a) Bankacılık Paniği
- b) Zararına Varlık Satışları

3. Aşama: Borç Deflasyonu

1.1. Birinci Aşama: Finansal Krizin Başlatılması

Finansal krizin başlatılması üç aşamadan ibarettir: a)Kredi patlaması ve iflas, b) Varlık-fiyat patlaması ve iflas c)Belirsizliğin artması

a) Kredi Patlaması ve İflas: Finansal liberizasyon uzun vadede finansal gelişmeyi ve sermayeyi etkin bir şekilde dağıtan iyi bir finansal sistemi teşvik eder. Kısa vadede ise finansal kuruluşları kredi patlaması ile kredi talebinde bulunmaya zorlayabilir. Sonunda, kredilerdeki kayıplar yükselmeye başlar ve kredilerin değeri (aktif) yükümlülöklere nazaran düşer ve böylece bankaların ve diğler finansal kurumların net değerini (sermaye) düşürür. Finansal kurumlar bilgi toplmayı ve kredileri vermeyi durdurduğunda finansal sistemin ters seçim ve ahlaki tehlikenin asimetrik bilgi sorunlarına cevap verme yeteneğini sınırlarlar ve böylece finansal sıkıntılar artar.

b) Varlık-Fiyat Patlaması ve İflas: Varlık fiyatlarının temel ekonomik değerlerinin üzerine çıkması bir varlık fiyat balonudur. Varlık fiyat balonlarına verilecek örnekler 1990ların sonundaki teknoloji borsa balonu ve son konut fiyat balonudur.

Varlık-fiyat balonlarının yüksek maliyeti şu soruyu gündeme getirir: Politikacılar gelecekteki bu sorunları (fon akışının engellenmesi, ekonomik kriz, işsizliğin artması, haciz işlemleri vs.) önlemek için ne gibi önlemler almaktadırlar? (Kindleberger,2005).

Varlık-Fiyat Balonlarına Politika Tepkisi iki şekilde görülebilir: 1-Kredi Kaynaklı Balonlar ve 2-Balon Kaynaklı İyimser Beklentiler

Kredi kaynaklı balonlarda öncelikle kredi patlaması başlar. Bireyler kredilere yönelir, fiyatlar yükselir... Teminatların değeri artar, finansal kurumların sermaye değeri artar, bilançoları düzeltir ve ödünç verme kapasitesi artar. Borçlanma talebi daha da artar, fiyatlar artar. Bu döngü varlık fiyatlarının gerçek değerinin yükselmesiyle bir balon oluşturabilir. Kredi kaynaklı balonlar çok tehlikelidir. Balonlar patladığında varlık fiyatlarındaki balonların çöküşü geri besleme döngüsünün tersine dönmesine yol açar. Krediler değerini yitirir, borç verenler kredi arzını düşürür, varlık talebi daha da azalır ve varlık fiyatları düşer. Bu balonları patlatmak için para politikasının sıkılaştırılmasına karşın üç güçlü argüman vardır. Bunlar Yüksek reel faiz oranları, para politikasının kör aracı, reel faiz oranlarını yüksek düzeyde arttırarak toplam talebin azaltılması.

Balon Kaynaklı İyimser Beklentilere bakıldığında ise A.Greenspan tarafından «Rasyonel olmayan coşku» olarak tanımlanan aşırı iyimser kaynaklı balonlar, finansal sistemde kredi kaynaklı balonlardan daha az risklidir. Örneğin teknoloji piyasasındaki 1990ların sonundaki balonlar için kredi kaynaklı hareket edilmemiş ve teknoloji piyasasındaki balonlar finansal kurumların bilançolarında bozulmaya neden olmamıştır. Böylece teknoloji piyasasındaki balonların patlamasının ekonomide çok ciddi etkileri olmamış ve takip eden durgunluk oldukça hafif atlatılmıştır.

Varlık balonları hakkında son olarak düzenleyici politika tepkilerini söylemek yerinde olacaktır. Makro düzenleme olarak adlandırılan toplumda kredi piyasalarının etkileyen düzenleyici politika, varlık-fiyat balonlarını belirlemede sıkı para politikasından daha az tartışmalı bir seçenektir. Uygun makro içerikli tedbirler, kredi kaynaklı balonların sınır-

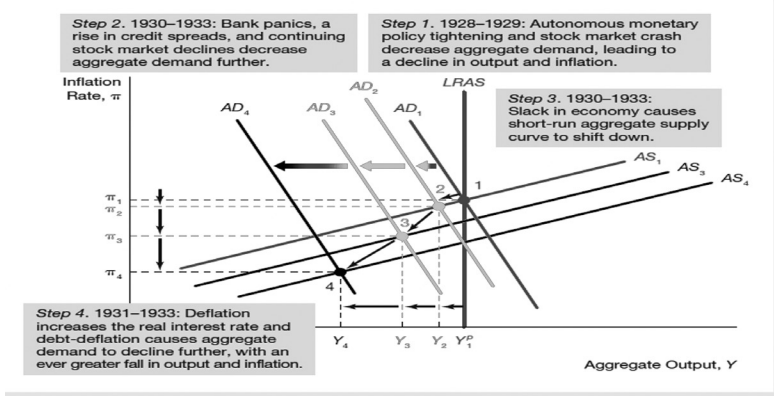
lanmasına yardım edebilir ve hem finansal sistemin hem de ekonomi performansını düzeltebilir (Mishkin, 2013).

c) Belirsizliğin Artması: ABD finansal krizleri genellikle bir resesyon başlaması, bir hisse senedi piyasasının çökmesi ya da büyük bir finansal kurumun başarısızlığı gibi belirsizliklerin yüksek olduğu dönemlerde başlar (Mishkin, 2018).

1.2. İkinci Aşama: Bankacılık Krizleri

Azalan bilançolar ve daha zorlu ticaret koşulları, bazı finansal kurumların iflas etmesini, net değerlerin negatif hale gelmesine neden olmaktadır. Mevduat sahiplerini ya da diğer alacaklıları ödeyemeyen bazı bankalar kepenk indirebilir. Yeterince ciddi olduğunda bu faktörler birden fazla bankanın eş zamanlı başarısız olduğu bankacılık paniğine yol açabilir. Zararına varlık satışları, fiyatların çok düşmesine ve böylece bankanın iflas etmesine neden olabilir ve bu kötü etki, birden fazla banka başarısızlığına ve tam teşekküllü bir banka paniğine yol açabilir. Sonunda, kamu ve özel yetkili makamlar, iflas eden firmaları kapatır/satar/tasfiye eder. Finansal piyasalardaki belirsizlik artar, borsa düzeler, bilançolar iyileşir. Ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları azalır, finansal kriz de azalır. Mali piyasalarda iyi bir performans sergileyebildiğinde ekonomik iyileşme sağlanır.

Şekil 1. Finansal Krizin Toplam Arz ve Talep Analizi



Kaynak: Mishkin (2018).

1. Adım: Finansal kurumların bilançolarındaki bozulma varlık fiyatlarındaki düşüşler ve belirsizliklerin artışı çıktılarda ve enflasyonda düşüşe yol açarak AD'yi sola kaydırır. 2. Adım: Bir bankacılık krizi AD'yi daha sola kaydırır. 3. Adım: Ekonomideki yavaşlama çıktı ve enflasyonda daha fazla düşüşe yol açarak AS'nin aşağı kaymasına neden olur. 4. Adım: Deflasyon meydana gelirse borç deflasyonu AD'yi daha sola kaydırırken AS'yi aşağı kaydırır, çıktı ve enflasyonda daha fazla düşüş ortaya çıkar: Uzun süreli ekonomik daralma oluşur

1.3. Üçüncü Aşama: Borç Deflasyonu

Fiyat seviyesinde beklenmedik bir düşüşün başlamasıyla , firmaların net değerinin artan borç yükünden dolayı daha da bozulmasıyla borç deflasyonu meydana gelir. Bu düşüş borçluların net değerindeki belirgin düşüş ve borç verenlerin ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının artmasıyla karşı karşıya kalmasına neden olur. Borçlanma daralır, toplam talep eğrisi sola kayar. Borç verme ve ekonomik faaliyet uzun süre geriler.

Bu aşamaların birebir yaşandığı en büyük finansal kriz, ABD tarihinin en kötü ekonomik daralmasıyla, borç deflasyonunu gösteren Büyük Buhran'dır. Büyük Buhran'ın aşamaları beş başlıkta açıklanabilir:

Borsanın Çökmesi

1928 ve 1929'da ABD borsasında fiyatlar iki katına çıktı. Bunu engellemek için Fed faiz oranlarını yükseltti, toplam talebi azaltmak için para politikasının özerk bir şekilde sıkılaştırmayı sürdürdü.

Banka Paniği

1930ların ortalarında, hisse senetleri, kayıplarının yaklaşık yarısını geri kazandı ve kredi piyasa koşulları istikrara kavuştu. Çiftlik ipoteklerinde ortaya çıkan temerrütler, tarım bölgelerinde banka bilançolarında büyük kredi zararlarına yol açtı. Ekonomi ve bankaların zayıflığı Kasım ve Aralık 1930'da her alanda paniğe kapılarak bankalar önemli miktarda para çekti ve borsa keskin bir düşüş gösterdi. ABD ticari bankalarının üçte birinden fazlası başarısız oldu.

Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike Sorunları

Hisse senedi fiyatları düşmeye devam etti. Ekonomik daralma, belirsiz iş koşulları ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını kötüleştirdi. Ödenmemiş ticari kredilerin miktarı 1929 yılından 1933 yılına kadar yarıya düştü, yatırım harcamaları çöktü. Toplam talep daraldı, reel GSYH hızlıca düştü ve fiyat seviyesi yıllık -%10'luk oranda düşmeye başladı: Deflasyon

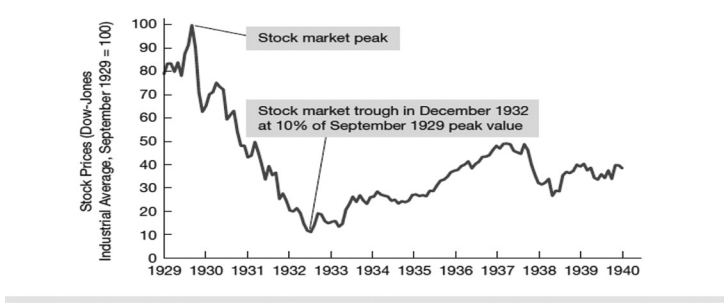
Borç Deflasyonu

Fiyat seviyesinde %25 düzeyinde düştü. Firmaların borç yükü artarken işsizlik toplam işgücünün %25'ine yükseldi (Calomiris, 1993).

Ekonomik Canlanma

Başkanlık değişimiyle finansal piyasalar canlandı. Borsadaki menkul değerler yükseldi, finansal sıkıntılar ve işsizlik azaldı. Toplam talep arttı ve enflasyon artmaya başladı.

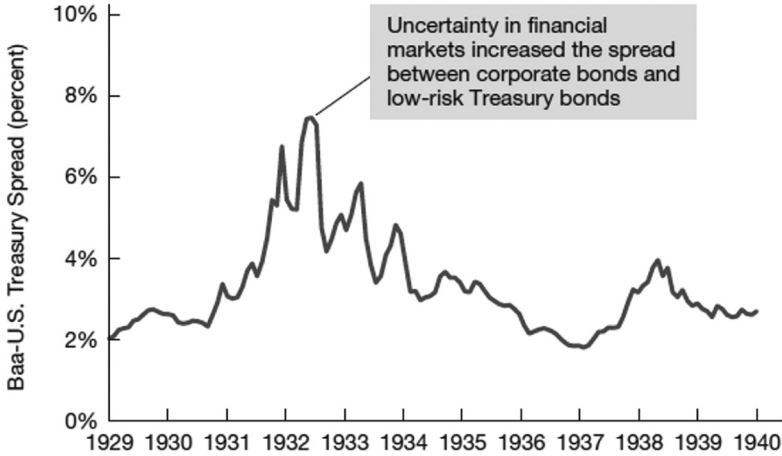
Şekil 2. Büyük Buhranda Hisse Senedi Fiyat Verileri



Kaynak: (DJIA)

Şekil 2 hisse senedi fiyat verilerini gösterir. Hisse senetleri piyasa zirvesini gördükten sonra düşüşe geçer. Aralık 1932de dip noktadır.

Şekil 3. Büyük Buhranda Hisse Senedi, Kredi Marjları



Kaynak: (Fed)

Şekil 3 kredi marjlarını gösterir. Finansal piyasalardaki belirsizlik şirket tahvilleri ve düşük riskli hazine tahvilleri arasındaki marjları arttırmıştır.

2. 2007-2009 Küresel Finans Krizi

Küresel finans krizinin nedenlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

A) Nedenleri

1. İpotek(mortgage) piyasalarında finansal yenilikler

Veri madenciliğindeki ilerlemeler yeni bir riskli konut ipotek sınıfı için kredi riskini arttırdı ve nicel olarak değerlendirilmesine yol açtı. Menkulleştirme karşımıza çıktı. Bankalar eşikaltı krediler sunmaya başladı. Finansal mühendislik belirli risk özellikleri olan yapılandırılmış kredi ürünlerini sundu (örneğin CDO'lar (teminatlandırılmış borç yükü))

2. İpotek piyasalarındaki vekalet sorunları

Kredi aç-dağıt modeli yatırımcılar için asil-vekil problemine yol açtı. Tahvil sahiplerine borcun temerrüde düşmesi durumunda kredi temerrüt swapları (CDS) adı verilen finansal sigorta sözleşmelerinin yazılmasından kaynaklanan büyük ücretler sigorta şirketlerini riskli sözleşmelerin yüz milyarlarca dolarlık değerini yazmaya itti.

3. Asimetrik bilgi ve kredi derecelendirme kuruluşları

Bu kuruluşlar müşterilere CDO'lar gibi karmaşık finansal enstrümanların nasıl yapılandıracağı ile ilgili olarak aynı ürünleri derecelendirdikleri sırada tavsiyelerde bulundu. Sonuçta yatırımcılar tarafından bilinenlerden çok daha riskli olan karmaşık finansal ürünlerin satışını mümkün kılacak derecede şişirilmiş oranlar ortaya çıktı.

4. Konut fiyatlarında ani yükseliş ve düşüş

2000-2001 durgunluğunun bitmesiyle konut fiyat balonu, eşikaltı mortgage piyasasının büyümesini teşvik etmiştir. Yüksek konut fiyatları, riskli borçluların, evleri değer kazandıklarında evlerini daha büyük kredilerle yeniden finanse edebilecekleri anlamına geliyordu. Konut fiyatlarının 2006'da doruğa ulaşmasından sonra düşmesi ile finansal sistemdeki bozulma ortaya çıktı ve sonunda vadeli ipotek kredileri keskin bir artış göstererek milyonlarca ipotek haczine yol açtı.

B) Etkileri

Küresel finansal krizin etkilerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

1. Finansal kuruluşların bilançolarının azalması

ABD konut fiyatlarındaki düşüş, konut piyasasında temerrüde düşen borçların yükselmesine yol açtı. Mortgage destekli menkul kıymetlerin ve CDO'ların değeri çöktü, önde gelen bankalar daha düşük bir değere sahip oldu ve net değer düştü.

2. Gölge bankacılık sisteminde devam

İpotek ve diğer finansal varlıkların değerindeki keskin düşüş, sıkı denetlenmeyen mevduat dışı finansal firmalardan oluşan gölge bankacılık sisteminde bir hareket başlattı. Konut piyasasında temerrüde düşen borçların yükselişi ipotek destekli menkul kıymetlerin değeri daha sonra kesintilerde bir artışa yol açtı. Krizin başlangıcında kesintiler sifıra yaklaştı sonunda yaklaşık %50ye yükseldi. (Gorton & Metrick, 2009).

3. Küresel finansal piyasalar

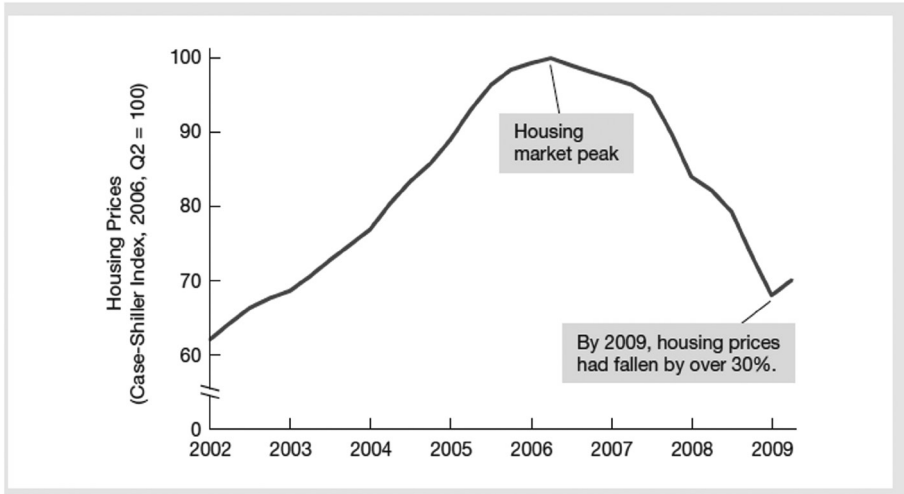
Gölge bankacılık sisteminin başlamasıyla zamanla daha da kötüleşti. Bankalar nakit stok etmeye başladı ve birbirlerine borç vermeyi istediler. Örneğin mevduat yerine kısa vadeli borçlanmaya dayanan Northern Rock, Eylül 2007'de çöktü ve İngiltere'de ilk banka başarısızlığına yol açtı. Sonrasında Avrupa finansal kurumları da başarısız oldu.

4. Yüksek kârlı firmaların başarısızlıkları

İki özel şirket eşikaltı menkul kıymetlerden önemli zarar gördükten sonra ABD hazinesi ve Federal Rezerv tarafından desteklendi.

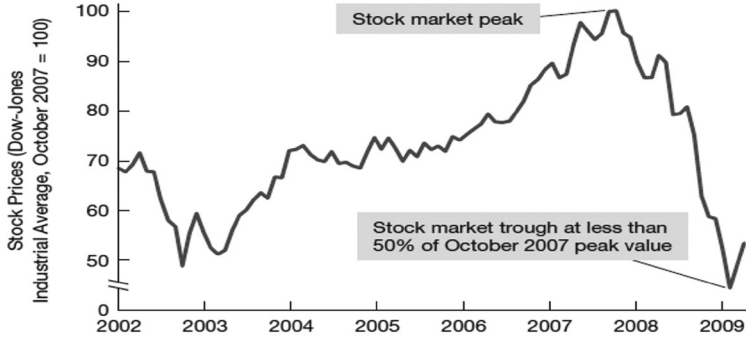
Neden Kriz 2008'de daha da şiddetlendi ? İlk alınan kararlar tam bir yangın söndürme operasyonu kararlarıydı. Likidite bolluğu yaratılmaya çalışılması, nakit sıkışıklığını gidermek için gerekiyordu, ama krizi çözmek için hiçbir şekilde yeterli olmuyordu. Krizin kökeninde yatan konut piyasasındaki sorunlara çözüm getirmiyordu ve finansal kurumların süreç içinde eriyen sermayelerini yerine koymuyordu. Şüphesiz faiz indirimi de gerekliydi ama o da yeterli olmuyordu. Çünkü yine temel sorunlara çözüm getirmiyordu. Mesela faiz indirimi sermaye sorununa eğilmiyordu. Güven bunalımından kaynaklanan nakit sıkışıklığını çözmiyordu. Bu durumda kredi imkanları iyice daraldı. Görece sağlam şirketlerin bir kısmı da zor duruma düştüler. Tüm bu gelişmeler iç talebi kesti, ABD ekonomisi hızla resesyona doğru ilerlemeye başladı. Dünyanın en büyük ekonomisinde yaşanan bu yavaşlama süreci, diğer ülkelerin büyüme hızlarını da etkiledi (Özatat, 2020).

Şekil 4. Konut Fiyatları ve 2007-2009 Mali Krizi



Kaynak: (Mishkin, 2018)

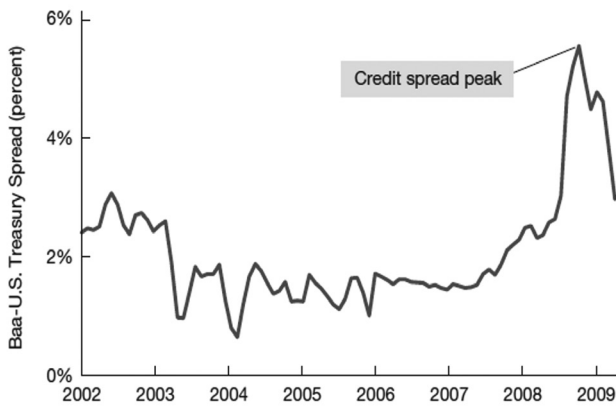
Şekil 5. Borsa Fiyatları ve 2007-2009 Finansal Krizi



Kaynak: (Mishkin,2018)

Finansal kriz Eylül 2008'de zirveye ulaştı. Acil Ekonomik İstikrar Yasası yaklaşık bir hafta sonra geçti. Borsa krizi hızlanarak 6 Ekim 2008 haftasında başlayan ABD tarihinin en kötü haftalık gerilemesini gösterdi. Kredi marjları yükseldi. Borçluların finansal piyasalarda bozulma ve yükselen faiz oranları ile karşı karşıya kalması durumunda tüketim harcamaları ve yatırımları keskin bir şekilde azaldı. Hem çıktı hem de enflasyon daha da düştü. İşsizlik oranı yükseldi, 2007'de başlayan resesyon 2. Dünya Savaşından beri ABD'de yaşanan en kötü ekonomik daralma haline geldi. Bu durgunluk sonucu enflasyon düştü, 2009'da kısa bir süre negatifleşmeye devam etti. Mart 2009'dan itibaren hisse senetlerinde fiyatların yükselmesi devam etti ve kredi marjı düştü. Finansal piyasalarda toparlanmayla toplam talep artmaya, çıktı ve enflasyon yükselmeye başladı.

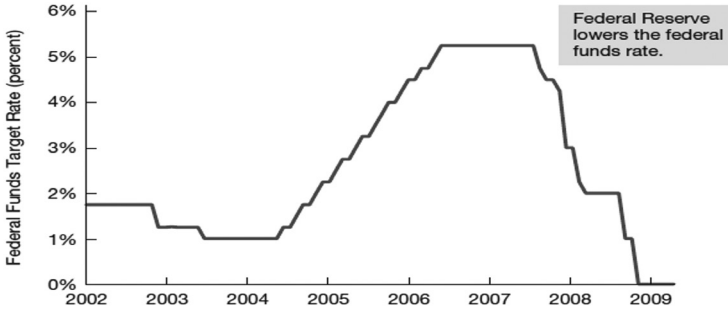
Şekil 6. Kredi Marjları ve 2007-2009 Finansal Krizi



Kaynak: Mishkin (2018).

Neden 2007-2009 Finansal Krizi Bir Depresyona Yol Açmadı? Çünkü ABD hükümeti ile Federal Rezerv'in Büyük Buhran Dönemi'nde olduğu gibi beklemeyip müdahaleci davranmasıdır. Fed'in Müdahaleci Faaliyetlerinden birisi Geleneksel Para Politikası uygulamasıdır. Fed yükselen enflasyon oranına rağmen Federal fon oranlarını yarım puan düşürmeyi hedefleyerek para politikasının bağımsız bir şekilde genişlemesini üstlendi. Para politikasındaki aşağı doğru kayma herhangi bir enflasyon oranında reel faiz oranlarını düşürdü ve toplam talebi arttırdı. Federal Rezerv her seferinde yüzde bir çeyrek puanla hedef Federal fon oranını kesti. Kriz daha da kötüleştiğinde Fed Federal fon oranını 1.5 puan azalttı ve sürekli düşürmeye devam etti. 2008 Aralıkta Federal fon oranı sıfır alt sınırını buldu.

Şekil 7. Faiz Oranları



Kaynak: (Mishkin,2018)

Fed'in müdahale yöntemlerinden diğerleri Sıra Dışı Para Politikası (Likidite Tedariki, varlık alımları, beklenti yönetimi) ve Müdahaleci Mali Politikalarıdır. Dünyada ise: Kurtarma Paketleri ile Dünya Genelinde Hükümet Müdahaleleri görülmüştür.

Bu müdahaleler, hem ABD'de hem de yurt dışında hükümetin finansal piyasalara geniş müdahaleleri finansal piyasaları destekledi ve toplam talebi canlandırdı.

Bu noktada küresel krizin Türkiye bağlamında etkilerini özetlemek yerinde olacaktır. Küresel krizi Türkiye açısından 1994, 1998-1999 ve 2001 krizlerinden farklı kılan iki önemli unsurdan birincisi, 2008 başında Türkiye ekonomisi çok daha az kırılğan bir ekonomiydi, ikincisi ise ihrac edilen mallara olan dış talebin azalmasıdır. 1994 ve 2001 krizlerinden farklı olarak, 1998 Rusya krizine benzer bir şekilde kur ve faiz üzerine çok büyük bir baskı olmadı. Döviz rezervleri 2008'in ortasından itibaren azalmaya başladı.

Küresel krizin Türkiye'ye etki kanalları:

- 1- Dış talepte düşüş
- 2- Dış kredide azalma
- 3- İç kredide azalma

4- Ekonomiye duyulan güvende azalma

5- Küçülen ekonomi ve artan işsizlik

Burada akla gelen ilk soru, eski krizlere kıyasla neden daha fazla etkilendik?

1. İhracatın ekonomimiz için artan önemi (Bu önemi kabaca ihracatımızın milli gelirimize oranıyla ölçebiliriz. 1993: %6,6, 1998: %10,1, 2000: %10,4, 2007: %16,6. Son kriz öncesinde bu oran önemli ölçüde artıyor. Bu durumda , dış talepte küresel kriz nedeniyle oluşan bir birim daralma milli gelirimizi eskiye kıyasla daha olumsuz etkilemektedir.)
2. Yapısal sorun: Yurt içi tasarruf oranı düşüktür. Bu durumda daha fazla yatırım yapmak için yabancıların tasarruflarına ihtiyaç duyulmaktadır.
3. Krize karşı ekonomi politikası tepkisinin, yetersiz olması (mali uyarıcıların parasal olarak yetersizliği) ve bazı önlemlerin yanlış hedeflere (bazı sektörlerde daha çok ithalata yarayan vergi indirimleri) yönelmesi (Özatay, 2020).

4. Finansal Kriz ve Kurtarma Paketleri

2008 Ekonomi Kurtarma Paketinin amacı, «Hazine Varlık Kurtarma Fonu»(TARP) yaratarak sorunlu finansal kurumlara sermaye teşvik etmektir. Yasa, Federal mevduat sigortası limitini, bankalardan para çekilmesini sınırlandırmak için geçici olarak 100.000 dolardan 250.000 dolara yükseltti. Kısa süre sonra ABD Federal Mevduat Sigorta Kurumu bankalar tarafından piyasaya yeni sürülen belirli borç türlerini garanti altına aldı. Hazine bir yıl vadeli para piyasası yatırım fonu paylarını nominal değerinde teminat altına aldı.

Tablo 1. 2007-2009 Finansal Krizinde bazı ülkelerde uygulanan hükümet kurtarma paketi

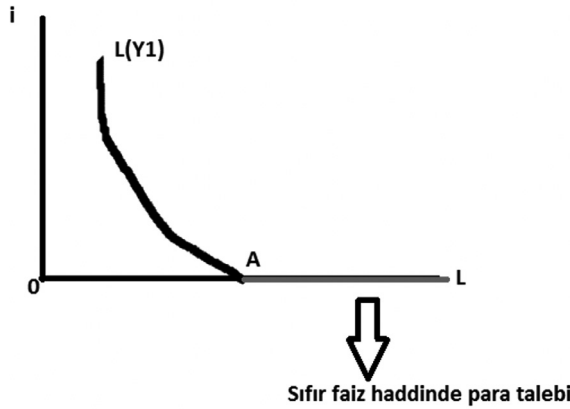
Ülke	Kurtarma Paketi
Fransa	Banka borçlarını garanti etmek ve finansal sisteme sermaye enjektisi için 400 milyar dolar sağladı
Almanya	Hypo Real Estate Holdinge 50 milyar dolarlık destek verdi, 500 milyar dolar banka borçlarını garanti altına aldı
Yunanistan	Ticari bankaları ve uluslararası kredilendirmeyi garanti altına aldı
İzlanda	Ülkenin en büyük üç bankasını devraldı
İrlanda	Ticari bankaları ve uluslararası kredilendirmeyi garanti altına aldı
Hollanda, Belçika, Lüksemburg	Avrupa Fortis Bankasına 16 milyar dolar destek sağladı
Hollanda	Banka ve sigorta şirketi devi ING'ye 13 milyar dolar destek sağladı

Güney Kore	Banka borçlarını garanti etmek ve finansal sisteme sermaye sağlamak için 100 milyar dolarlık destek verdi
İspanya	Bankalara 70 milyar dolar destek sağladı
İsveç	Banka borçlarını garanti etmek ve finansal sisteme sermaye sağlamak için 200 milyar dolarlık destek verdi
İsviçre	UBS bankasına 50 milyar dolar destek sağladı
Birleşik Krallık	Banka borçlarını, hükümet tahvilleri ile fon varlık swapları için 600 milyar dolar destek sağladı

5. Likidite Tuzağında Para Politikaları

Bazı durumlarda para politikası hasıla düzeyini ya hiç etkilemez ya da genişletici, daraltıcı politikalardan daha fazla etkiler. Bunlardan birisi *likidite tuzağıdır*. Kişiler sahip oldukları servetin bir kısmını borç vermek ve bunun karşılığında borç alana nominal faiz ödemek yerine para olarak tutmayı ve böylece sıfır faiz geliri elde etmeyi tercih ederler. Para talep eğrisinin yatay eksenini kesmekle beraber onun altına inmemesi, faiz haddinin sıfır olduğu bir ekonomide para talep eğrisinin, yatay eksenini kestiği noktanın solunda kalan yatay eksenden ibaret olmasıdır.

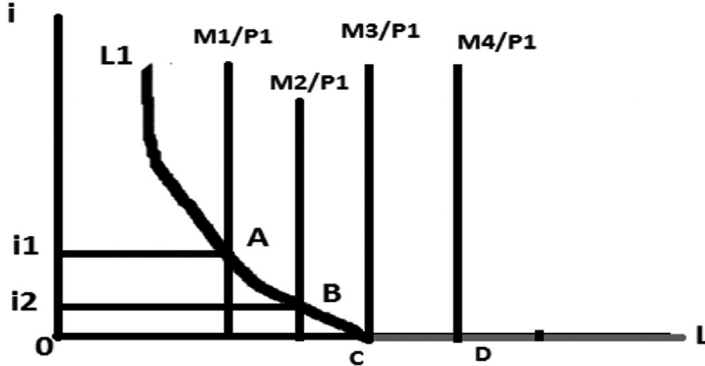
Şekil 8. Para Talep Eğrisinin Yatay Eksenini Kesmesi



Kaynak: (Yazarlar tarafından oluşturulmuştur)

Likidite tuzağı, L_1 reel para talep eğrisi ile M/P reel para arz eğrileri birlikte yer aldığı yandaki şekilden hareketle, iki eğri başlangıçta örneğin A noktası gibi L_1 eğrisinin pozitif eğimli olduğu bölgede kesişirse ve daha sonra hükümetin genişletici para politikası izlemesi sonucu nominal para arzı M_1 den M_2 ye ve böylece reel para arzı da M_1P_1 'den M_2P_1 'ye yükselirse para piyasasında yeni denge faiz haddinin düştüğü i_1 den i_2 ye gerilediği B noktasında sağlanır.

Şekil 9. Likidite Tuzağı



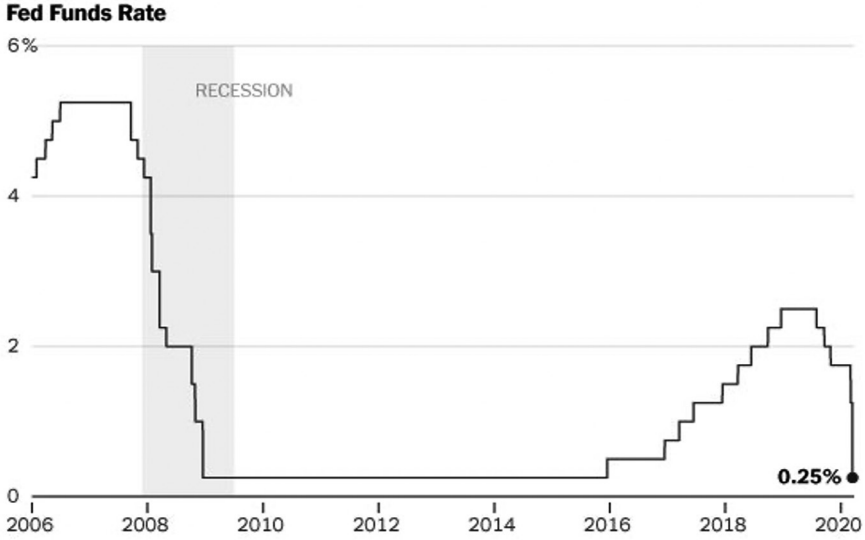
Kaynak: (Yazarlar tarafından oluşturulmuştur)

Genişletici para politikasının devam ettirilmesiyle nominal para arzı artmaya devam ederken faiz haddi artık değişmez yani para politikasının likidite etkisi artık söz konusu olamaz. Bu anda kişiler para arzındaki artışın tümünü talep ederler yani bu miktarı cüzdanlarında, vadesiz mevduat hesabında tutmak isterler. Dolayısıyla para piyasasında bir para arz fazlası, tahvil piyasasında tahvil talep fazlası ortaya çıkmaz bu yüzden tahvil fiyatı yükselmez, faiz haddi düşmez. İşte bu anda para arzındaki artışın faiz haddinin düşmesini sağlayamadığı bu duruma likidite tuzağı denir. Likidite tuzağı IS ve LM eğrisini etkiler.

Örneğin parasal genişleme sonucu para arzında meydana gelen artış likidite tuzağına düşer, faiz haddinin düşmesine yol açmaz. Faiz haddinin sıfır olduğu likidite tuzağı durumunda para politikası faiz haddinin düşmesini ve dolayısıyla da hasılanın artmasını sağlayamaz. Özetle likidite tuzağı para arzındaki artışların faizleri daha fazla düşüremeyeceği bir aşamayı ifade eder. Bu aşamaya gelindiğinde ekonomiye enjekte edilen likidite atıl birikim biçiminde elde tutulmaya başlanır ve dolayısıyla para arzındaki artış ekonomiyi canlandırmaya yaramaz.

COVID pandemisi başladığında Fed, ECB ve diğer büyük merkez bankaları faiz oranlarında indirim gitmiştir. Pandeminin başında Avrupa Merkez Bankası ve Japon Merkez Bankasının politika faizleri sıfıra yakın düzeydeydi (Örneğin ABD’de %1,50 - %1,75 aralığında, İngiltere’de ise %0,75). Fed ve İngiltere Merkez Bankası pandeminin yayılması ile birlikte, faiz oranlarını sıfıra doğru düşürmüştür. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, kısa vadeli politika faiz oranının yönetimine dayanan geleneksel para politikası oluşturma yaklaşımı için bir zorluk teşkil etmektedir. Bu durumda ülkeler geleneksel olmayan parasal genişleme politikalarına yönelmektedir.

Şekil 10. Fed Faiz Oranları



Kaynak: (FED)

Küresel Finansal Kriz ve ardından gelen durgunluk sırasında uygulanan parasal gevşeme politikalarının küresel finansal piyasaları istikrara kavuşturmaya yardımcı olduğu ve küresel ekonomik aktivitede daha büyük bir çöküşü engellediği konusunda genel bir fikir birliği bulunmaktadır. Fakat pandemi krizinde kısa vadeli politika faizlerini daha fazla düşürme imkânı bulunmadığından, düşük faiz oranlı ülkeler geleneksel olmayan para politikalarını kullanmış ve daha çok finansal varlık alımları yapmıştır. Gelişmekte olan ülkelere de ekonomik aktivite pandeminin başlamasıyla azalmıştır. Gelişmekte olan piyasalara sermaye akışları durma noktasına gelmiştir. Parasal genişlemeye transfer ödemelerinin eşlik etmesiyle gelişmiş ekonomilerde para politikalarının olumsuz etkileri düşük olmuştur.

FED, Covid-19 Pandemisi ile mücadelede 2020 yılının Mart ayından başlamak üzere milyar \$ bütçeli acil kredi imkânlarını devreye sokmuştur. Çeşitli ekonomik programlar sayesinde finansal piyasalardaki kaos yatışmıştır. Sermaye çıkışları yavaşlamış ve zaman içinde para piyasaları yeniden istikrar kazanmıştır. ABD’de, Fed’in genişletici para politikaları, faizleri sınırlaması ve tahvil alımları ile Amerikan Hazinesi’nin de genişletici maliye politikaları ve teşvik paketleri ile vermiş oldukları tepkiler, hem kapsam olarak çok büyük miktarlarda hem de oldukça hızlı olmuştur. Pandemi Krizi’nin negatif etkileri zaman içerisinde azalmaya başlamış, büyüme ve istihdam oranları yükselmiş, enflasyon oranları artmaya başlamış, işsizlik oranları düşmüş, 2021 yılı itibariyle krizden çıkış başlamıştır. Enflasyon oranları artan gıda krizinden dolayı tüm dünyada yükselmeye başlamıştır. Burada önemli olan söz konusu politika başarısının altında,

Fed ve Amerikan Hazinesi'nin ekonomi politikalarını birlikte yönetmeleri, bozulan ekonomiye ellerindeki tüm araçlar ile müdahale etmeleri, politikalarını esnek biçimde belirlemeleri, piyasalara güven sağlamaları ve yeni parasal ve mali aracı devreye koymaları önemli rol oynamıştır. Örneğin Japonya'da Ukrayna-Rusya savaşının piyasalara etkisi sonucu yükselen ham madde fiyatlarının enflasyonu etkilemesine karşın parasal genişleme politikasını sürdürüleceği açıklanmıştır. Parasal genişlemedeki ısrarla, ekonomik canlanmayı destekleyecek ve ekonominin pozitif döngüsünü teşvik edileceği söylenmektedir.

Japonya Merkez Bankasının, uzun vadeli faiz oranlarının yükselmesini önlemek amacıyla sınırsız oranda devlet tahvili alımını sürdürmektedir. Avrupa'da da benzer durum görülmektedir. Avrupa Merkez Bankası enflasyona rağmen parasal genişlemeye devam etmektedir. Bunun en önemli nedeni istihdamın bozulmasını engellemektir. Parasal destekler ve hükümetler özelindeki katkılarla tüm işletmelerde çarkların dönmesi sağlanmaktadır. İstihdam piyasasına destek verilmesi ile Euro Bölgesi'nde işsizlik düşük seviyeye girebilmiştir. Likidite tuzağının yakın tarihteki ilk büyük yansıması Japonya'da yaşandı. Japon Merkez Bankası 1990'larda durgunluğa giren ekonomiyi canlandırmak için "niceliksel gevşeme yöntemine" başvurdu. Faizler sıfıra yakındı. Sonuçta likidite tuzağı ortaya çıktı ve Japon halkı eline geçen parayı harcamamayı tercih etti. Batık krediler 1990'larda para politikasının işleminin önündeki önemli sorunlardan biri olmuştur.

Henüz 1990'ların ortalarında Japon Merkez Bankası faiz indirimi yoluyla ekonomik faaliyetleri uyarmada sınıra ulaşmış ve gecelik faiz oranlarını % 0,5 oranına indirmişti. Likidite tuzağı olarak bilinen bu durum 2000 yılında uygulanmaya başlanan "sıfır faiz politikası" ile en uç noktasına ulaşmıştır. Merkez bankası pozitif enflasyona ulaşma hedefi benimsemiştir. Bankaların finans piyasalarında aracı olarak üstlendikleri rol gevşetilmiş ve bankaların dağıttıkları krediler üzerine kontroller getirilmiştir. Bunun önemli bir nedeni olarak büyük bankaların sürekli para kaybeden büyük firmalara kredi dağıtımına devam ederek yeni iş alanlarının yaratımına veya bu fonların daha verimli olarak değerlendirilebileceği alanlara yönelmesini engelledikleri düşünülmüştür.

Likidite tuzağının ikinci yansıması 2008'de başlayan küresel krizle yaşandı. ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (AMB) niceliksel gevşeme yöntemini en üst düzeyde denemesine karşılık ekonomilerde beklendiği gibi bir canlanma ortaya çıkmadı. 2008 yılından başlayarak Fed para bazını 3 katından fazla artırmış olmasına karşın bu artışın ekonomik canlanmaya katkısı oldukça düşük kalmıştır. Benzer bir durum AMB'nin para bazını artırmaya karşın ekonomik canlanmaya girememiş olan Euro bölgesi üyesi ülkeler için de geçerliydi. Bu durum gerek ABD gerekse Avrupa'nın tıpkı Japonya'da olduğu gibi sıfır faiz oranları nedeniyle likidite tuzağına düşmüş olduklarını göstermiştir. ABD hükümeti bu süreçte bazı finans ve reel sektör firmalarını satın almak ve kurtarmak zorunda kaldı. ABD hükümeti yatırım bankaları ve özel kredi kuruluşlarını disipline etmeyi ve yeniden güven oluşturmak amacıyla tüketicileri koruyan ve desteklemeyi hedefleyen paketler açıkladı. Japonya için maliye politikası etkili olarak kullanılabilir bir politika iken, ABD için ise durum daha endişe vericidir. ABD'de devlet borçları 2001 yılından itibaren hızla artmıştır. Bundan hareketle, ABD'de maliye politikasının toplam talebi uyar-

mak amacıyla kullanıldığında makroekonomik dengeleri sarsacağı sonucu çıkarılabilir. Bu durumda, ABD ve Japonya krizleri karşılaştırıldığında, uygulanan maliye politikalarının uzun vadede sonuçları aynı olabilir.

Sonuç: Covid-19 Pandemisi ve Sonrası: Türkiye'nin Durumu

2020 yılının Mart ayından itibaren Amerikan Merkez Bankası-Fed, Covid-19 Pandemisi ile mücadele çerçevesinde yüksek bütçeli acil kredi imkânlarını oluşturmuştur. Finansal piyasalardaki kaos, çeşitli ekonomik programların açıklanmasının ardından azalmakta, Covid-19 Pandemisi'nin negatif etkileri zaman içerisinde normale dönmüştür. Büyüme ve istihdam oranları yükselmiş, enflasyon oranları artmaya başlamış ve işsizlik oranları düşmüştür. Dolayısıyla 2021 yılı itibariyle kriz atmosferinden çıkışın belirtileri görülmeye başlanmıştır. Covid-19 salgını etki derecesi, 2020 yılı itibariyle olumsuz etki en fazla gelişmiş ekonomilerde gözlemlenmiştir. Salgının Çin'de ortaya çıkmasına rağmen, en az ekonomik daralma Çin'de en fazla ekonomik daralma İngiltere'de gerçekleşmiştir. Dünyada gelişmiş ülkeler bağlamında en fazla işsizlik Kanada ve ABD'de gerçekleşmiştir. Çin'de ise işsizlik normal seyrinde devam etmiştir. İthalat ve ihracat verileri incelenmesi sonucunda ise yine en fazla olumsuz etkilenen ülke İngiltere olmuştur(Ünüvar & Aktaş,2022).

Covid-19 Pandemisi, 2008 küresel krizinin uyanmasına yol açmış ve ülkelerin üzerinde negatif etkilerini göstermiştir. Özel işyerlerinde işten çıkarmalar, iflaslar, bilançolarında zarar gibi sonuçlar görülmüştür. Küresel krize girildikten itibaren ABD, Euro Bölgesi, Japonya ve Birleşik Krallık faiz düşürmeye ve parasal gevşemeye yöneldiler. Bu yolla ekonomilerini canlı tutmayı hedeflediler. Bu yaklaşımın en büyük riski enflasyonun aşırı yükselmesiydi. Bu sorunu da sermaye hareketlerinin serbestliğiyle aştılar. Ekonomiler düzeline parasal sıkılaştırma ve faiz artırımlarıyla para arzının azaltılmasını planladılar. Covid-19 Pandemisi bu planları alt üst ettiği gibi gelişmekte olan ülkelerin de ağır darbeler almasına yol açmıştır.

2002 krizi sonrasında Türkiye IMF desteğinde yeni bir ekonomi programını uygulamış ve bununla krizden çıkmıştır. 2002 sonunda yaşanan iktidar değişimine karşın yeni gelen iktidar IMF programını aksatmadan uygulamıştır. Bu program bankaların ve finans sisteminin güçlendirilmesi, kamu kesimi mali disiplininin sağlanması sonucu bütçe açıklarının düşürülmesi ve kamu kesiminin borçlanma gereğinin düşürülmesi gibi iki önemli temele dayanıyordu. 2008 ortasında IMF programı bitti ve IMF ile devam edilmeme kararı alınmış, ardından AB ile ilişkiler bozulmaya başlamış, yabancı sermaye girişi yerini dış borçlanmaya bırakmıştır. Yapılması gereken yapısal reformlar yapılmadığı gibi mevcutlar da yavaş yavaş bozulmaya başlamıştır. Ekonomideki bozulmanın yanı sıra geçmişte yapılmış sosyal ve siyasal reformlardaki bozulmalar düzeltilememiştir(Eğilmez,2022).

Türkiye 2003 – 2010 arasında yükselen piyasa ekonomilerinden biriydi. 2014 – 2018 arasında bu konumunu yitirerek düşüşe geçti, 2018'den sonra bu ekonomilerin en umutsuzları arasına girdi. Günümüzde Türkiye'de yüksek enflasyon halen bir sorun olmakla birlikte, hem talep hem de maliyet enflasyonun yaşandığı görülmektedir. Faiz politikala-

rındaki yanlış uygulamalar sonucu enflasyon yükselmeye devam etmiştir ve finansal kriz devam etmektedir. Finansal krizden çıkış noktası sadece ekonomik, mali müdahalelerle yeterli kalmamalı, her alanda yapısal reformların uygulanması gerekmektedir.

Kaynaklar

- Calomiris, C. W. (1993). Financial factors in the Great Depression. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), 61–85.
- DJIA, (2018, 1 Ocak). *Dow Jones industrial average*. Erişim: <https://www.marketwatch.com/investing/index/djia>
- FED, (2018, 1 Ocak). *St. Louis FRED database*, Erişim: <https://www.Federalreserve.gov>
- Eğilmez, M. (2022, 18 Temmuz). *Çok daha zor günler kapıda*. Erişim: <https://www.mahfiyegilmez.com/2022/07/cok-daha-zor-gunler-kapda.html>
- Gorton, G. & Metrick, A. (2009). *Securitized banking and the run on repo*. National Bureau of Economic Research Working Paper, No: 15233.
- Kindleberger, C. (2005). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. 5th edition, New York.
- Mishkin, F. (2013). *The economics of money, banking and financial markets*. 10th Edition, Boston.
- Mishkin, F. (2018). *Makroekonomi: Politika ve uygulama*. (Ç. S. Sezgin), Nobel Yayıncılık.
- Özatay, F. (2020). *Finansal krizler ve Türkiye*. Doğan Kitap.
- Ünüvar, İ. & Aktaş, H. (2022). Dünyada ve Türkiyede Covid-19 pandemisinin ekonomik etkileri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 25(1), 124-140.