

BORÇ DEFLASYONU: TEORİNİN GELİŞİMİ VE AVRUPA'DA BORÇ DEFLASYONUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, (aulusoy@ktu.edu.tr)

Doç. Dr. Birol KARAKURT

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, (birolkarakurt@ktu.edu.tr)

Arş. Gör. Mehmet ELA

Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, (mehmetela@ktu.edu.tr)

ÖZET

Aşırı borçluluk ve deflasyon döngüsünü ele alan borç deflasyonu, aşırı özel sektör borçluluğunun, varlık satışı ve parasal daralmaya yol açarak finansal sistemin işleyişini bozması, bu yolla talebi azaltması ve deflasyonu pekiştirmesidir. Borç deflasyonu, finansal sistemin büyümesi, globalleşmesi ve serbestleşmesinin bir sonucudur. Finansal sistemin serbestleşmesiyle artan finansal krizler, borç deflasyonu olasılığını da arttırmaya başlamıştır. Borç deflasyonu, ilk olarak 1929 krizinde ortaya atılmış ancak asıl ilgiyi son dönemlerde artan krizlerle birlikte üzerine çekmiştir. Bu krizlerden güncelliğini koruyan Avrupa borç krizi ise sahip olduğu özelliklerle borç deflasyonuna yol açabilecek yapıya sahiptir. Bu çalışmanın amacı, son dönemde Avrupa borç kriziyle sarsılan Avro Bölgesi çevre ülkelerinde artan borç deflasyonu kaygılarını değerlendirmek ve bu ülkelerde borç deflasyonu olgusu ve olasılığını araştırmaktır. Sonuç olarak, bu ülkelerde borç deflasyonu belirtileri görülmekle birlikte henüz tam anlamıyla borç deflasyonunun yaşanmadığı söylenebilir. Ancak, bu ülkelerin olası bir borç deflasyonunu önleyebilmesi için, genişletici ve onarıcı para politikalarına devam etmesi ve konsolidasyonları azaltması zorunlu görünmektedir.

Anahtar Kelimeler: Borç Deflasyonu, Avrupa Borç Krizi, Büyük Buhran, Fisher.

DEBT DEFLATION: THE EVOLUTION OF THEORY AND AN EVALUATION FOR EUROPE

ABSTRACT

Debt deflation which includes over-indebtedness and deflation vicious circle means that over-indebtedness in private sector causes asset sales, monetary contraction and deterioration in financial sector and so demand shrinking and aggravates deflation process. Debt deflation is an outcome of expansion, globalization and deregulation of financial system. As a result of increasing deregulation of financial system, increasing number of financial crises started to increase the possibility of debt deflation process. Debt deflation first theorized during the Great Depression of 1929. But it has attracted attention recently in company with the crises. And one of these crises is European Debt Crisis which contains debt deflation dynamics nowadays. The aim of this study is to evaluate the debt deflation, worries about it and its possibility in the Euro Area peripheral countries which has been getting hit by European Debt Crisis. Consequently, it can be said that in these countries there has been occurring some debt deflation dynamics but they are not strong enough. So, there isn't a clear and strong debt deflation process nowadays. But, in order to prevent debt deflation process in these countries, it is essential to ease the consolidation measures and to continue expansionary and restorative monetary policies.

Keywords: Debt Deflation, European Debt Crisis, Great Depression, Fisher.

1. Giriş

Bireylerin ve firmaların çok fazla borçlanmaları nedeniyle harcamalarının düşmesi ve fiyatlar genel düzeyindeki beklenmeyen düşmeye bağlı olarak da reel servetin borçlulardan alacaklılara doğru yeniden dağıtılması olarak ifade edilebilen borç deflasyonunun temeli, finans sektörünün serbestleşmesi ve globalleşmesine dayanmaktadır. Bu nedenle deregüle olan ve saydamlığını kaybeden finans sektörü, globalleşme ve yeni finansal araçlar sayesinde borçlanmayı daha kolay hale getirmiştir. Borçlanma ile birlikte artan spekülasyon kazanç hareketleri ise finansal risk algısını azaltarak ekonomik birimleri birçok kez aşırı borçluluğa itmiştir. Artan borçlanma eğilimleri ve spekülasyonlar, varlık fiyatlarını arttırarak birçok krizin arifesinde varlık fiyatlarının oldukça yüksek düzeylere çıkmasına yol açmıştır. Bu noktada, artık kapitalist sistemin kaderini fiyatlar çizmeye başlamıştır. Nitekim finansal krize neden olan artan fiyatlar, finansal kriz sürecinde hızla düşerek krizin derinleşmesine ve borç deflasyonuna yol açmıştır. Ortaya çıkan borç deflasyonu ise, düşen varlık fiyatları nedeniyle ekonomik birimlerin temerrüde düşmesine yol açmakta, bu durumdan kurtulmaya çalışan bireyler ise varlıklarını satmaktadırlar. Yaygın varlık satışı ile birlikte düşen varlık fiyatları bir yandan deflasyona ve borçların reel değerinin artmasına yol açarken diğer yandan finansal sistemde bozulmalara yol açmaktadır. Bu durum talebin azalmasına yol açarak deflasyonu pekiştirmekte ve dolayısıyla borç-deflasyon döngüsü baş göstermektedir. Yani, borç deflasyonu, bataklıktaki çırpınıştan ibarettir. Bataklığa giden yol ise düşen risk algısı, daha fazla kazanma isteği ve spekülasyon yatırımları sonucu kazandıkça daha fazla kazanmak için daha fazla borçlanma ve bu nedenle artan borç yüküdür.

İlk olarak Fisher (1933) tarafından Büyük Buhran'ın derinliği ve uzunluğuna bir açıklama getirmek için oluşturulan borç deflasyonu kavramı, Minsky (1982) ve Bernanke (1983) tarafından geliştirilmiştir. Borç deflasyonunun özünde kısaca aşırı borçluluğun, varlık satışı ve parasal daralmaya yol açarak finansal sistemin işleyişini bozması ve bu yolla talebi azaltması ve yine bu yolla deflasyonu pekiştirmesi yatmaktadır.

Borç deflasyonu teorisi yayınlandığı yıllarda ilgi görmemekle birlikte son yıllarda artan finansal krizlerle birlikte ilgiyi üzerine çekmeye başlamıştır. Bugün için borç krizi yaşanan PIIGS¹ ülkelerinde de borç deflasyonu olasılığı, şüphe ve kaygıyla izlenmektedir. Bu şüphe ve kaygıdan hareketle ele alınan bu çalışmanın amacı Avrupa'da borç deflasyonunun varlığını sorgulamaktır. Bu amaca ulaşmak için, borç deflasyonu varlığına işaret olarak alınan göstergelerinin seyrine bakılmış ve aralarındaki bağlantılar araştırılmıştır. Bu göstergelerden hareketle Avrupa'da bir borç deflasyonu olup olmadığına ilişkin sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır. Sonuca göre, çevre ülkelerde bazı borç deflasyonu belirtileri görülmeyle birlikte bunlar şiddetli değildir ve önlenmesi kuvvetle muhtemeldir. Ancak bunun için Avro Bölgesi'nde yeni başlayan ekonomik iyileşmenin sürmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) geleneksel olmayan para politikalarına devam etmesi ve politika alanı izin verdiği ölçüde konsolidasyon önlemlerinin azaltılması gerekmektedir.

1 PIIGS; borç krizinden en çok etkilenen beş ülke olan Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'ya verilen ortak addır.

2. Küresel Gelişmeler ve Borç Deflasyonu Eğilimi

Sanayi devrimi ile başlayan endüstriyel kapitalizm, zamanla değişikliğe uğrayarak yayılmış ve diğer alanları da etkilemeye başlamıştır. Bu anlamda endüstriyel kapitalizmin özünü oluşturan serbest rekabet ortamı, üretim ve yatırım önündeki engellerin kaldırılması, zamanla finansal kapitalizme de yol açmıştır (Hudson, 2012:1). Piyasanın ve finansal sistemin deregüle edilmesi, ekonomik ve finansal globalleşme ve bilgisayarlaşma sonucunda finansal sistem kendini daha da dönüştürmüştür. Bu sayılan üçlü; sıkı kontrol edilen, ulusal olarak düzenlenen ve ticari bankacılığın etrafında dönen finansal sistemi, kendi kendini düzenleyen, global olarak erişilebilen ve yatırım bankacılığı etrafında dönen bir düzene dönüştürmüştür. Deregülasyon ve globalleşme aynı zamanda, bankaların yeni coğrafik alanlara yayılmasına ve hizmetlerini çeşitlendirilmelerine de yol açmıştır. Bankalar, farklı tür ürün, hizmet, araç ve piyasaların entegrasyonuna gitmiş ve bu anlamda birçok finansal fonksiyonu (ticari bankacılık, sigortacılık vb.) bir arada yapar hale gelmiştir. Sıkı düzenlemeleri alt edecek şekilde oluşturulan finansal yenilikler de finansal sistemin saydamlığını yitirmesine ve karmaşıklaşmasına yol açmıştır. Finansal yenilikler, alternatif aracılık hizmetlerinin gelişmesine ve borçlanmanın kolaylaşmasına yol açmıştır. Finansal yeniliklerle birlikte gelen bu aracılık hizmetleri de borçlanmanın artışına zemin hazırlamıştır. Diğer yandan kredilerden menkul kıymetlere geçiş, yani kredilerin menkul kıymetleştirilerek dünya piyasasına sürülmesi, para piyasası araçlarının interbank piyasasına yayılması ile kökleşmiştir. Bu nedenle de borçlanma olanakları artmış ve finansal kırılganlık baş göstermiştir. Sermaye kontrollerinin kaldırılması ve finansal deregülasyonun ortaya çıkardığı gelişmeler ve yeniliklerle birlikte finansal kriz olasılığı da artmıştır (Guttmann, 2009:46-53; Wolfson, 2002:398).

Deregülasyon ve globalleşme ile gelen finansal yenilikler ve türevler (forward ve futures işlemler gibi) spekülasyonları teşvik etmiştir. Spekülasyonların artışı ile varlık fiyatlarının artışı birbirini destekleyen bir döngüye dönüşmüş ve bu döngü daha fazla varlık alım-satımı için bir teşvik oluşturmuştur. Varlık fiyatlarındaki artış, riskin düşük değerlendirilmesine ve daha fazla risk alınmasına yol açmıştır. Oluşan varlık balonları ise bu nedenle borçlanmaları arttırmıştır. Bu şartlarda oluşan finansal kırılganlığın sonucunda finansal kriz eğilimleri başlamıştır (Guillén, 2009:2; Wolfson, 2002:398). Nitekim 1980 ortaları, 1990'lar, 2003 ve 2007 krizleri bu duruma fazlasıyla örnektir (Guttmann, 2009:53).

Finansal krizler ile birlikte başlayan finansal piyasada riskten kaçış ve panik ile kredilerde daralma, borç deflasyonu eğilimini başlatan yegâne etkenlerdir (Sau, 2014:5,11). Finansal sistemin yapısında görülen söz konusu yenilik ve değişiklikler, finansal sistemin borç deflasyonuna her zaman eğilimli olduğunu vurgulasa da zaman içerisinde borç deflasyonu teorisinden alınan dersler sonucunda uygulanan maliye ve para politikaları sonucunda borç deflasyonu durdurulabilmiştir (Wolfson, 1996; Minsky, 1982). Ancak bugün için asıl sorun, bu politikaları uygulayabilecek yeterli mali alanın veya politika esnekliğinin Avrupa ülkelerinde tam olarak bulunup bulunmadığıdır.

3. Borç Deflasyonu Teorisine Olan İlgi

Borç deflasyonu teorisi temelini, esas olarak Irving Fisher'in kendisinin de büyük kayıplar yaşadığı 1929'daki ABD borsasının çöküşünden almaktadır. Fisher'in borsa

fiyatlarının yükseleceği öngörüsünün doğru çıkmaması kendisiyle birlikte birçok kişinin de borsanın çöküşünden dolayı kayıplar yaşamasına neden olmuştur (King, 1994:429). Bu da Fisher'e kötü bir ün kazandırmış ve teorisinin ilgi görmesine engel olmuştur². İlave olarak, ilginin Keynes ve Hayek'in teorilerine kayması da Fisher'in teorisinin gölgede kalmasına yol açmıştır (Dimand, 1994:94).

Fisher'in öngörüsündeki başarısızlık, borç deflasyonu teorisinin hiç ilgi görmediği anlamına gelmemelidir. Bir Keynes hayranı olmasına karşın Minsky (1982) ve borç deflasyonuna parasal ve finansal yönden yaklaşan Bernanke (1983) borç deflasyonu teorisinin gelişmesine katkıda bulunmuştur. Fakat Büyük Buhran'dan beri ekonomilerde borç deflasyonu eğilimleri görülmekle birlikte bu durum Büyük Buhran'daki kadar keskin ve net olmamıştır. Bilindiği üzere, Fisher, otuzlu yıllardaki resesyonda borçların değerindeki reel artışın rolüne vurgu yapmaktadır. Savaş sonrası uzun süre enflasyonun görülmesi Fisher'in hipotezinin ilgi çekmemesine neden olmuştur (Meltzer, 1997:1; Sau, 2014:3). Bu gelişmeler, borç deflasyonuna akademik ilginin de azalmasına neden olmuştur (Sau, 2014:3). İlginin azlığının bir diğer nedeni ise borç deflasyonundan ders alınması ve önlemler geliştirilmiş olmasıdır. Kamunun bütçe açığına yol açan müdahaleleri ve merkez bankalarının parasal müdahalesi³ borç deflasyonunun durdurulabilmesine imkan tanımıştır. Dolayısıyla zamanlı kamu müdahaleleri, borç deflasyonunu önlemede başarılı olurken, güncel finansal ve borç krizlerinde borç deflasyonun yeni formlarla ortaya çıkması bu yönde ilgiyi arttırmıştır (Wolfson, 1996; King, 1994:428).

Bugün ülkeler daha yüksek borçlarla karşı karşıyadırlar. İlave olarak özellikle PIIGS ülkelerinin özellikle de maliye politikası anlamında, politika alanı son derece sınırlıdır. Yüksek kamu borcu/GSYH ve yüksek bütçe açıklarının varlığı hem piyasayı yönlendirici ekonomik kararları güçleştirmekte hem de işsizliği önleyecek, geliri arttıracak ve bu yolla da borç deflasyonunu önleyici genişletici politikaları uygulamayı güçleştirmektedir. Diğer yandan rekabetçilik gibi sorunlarla baş edebilmek için yapılmak zorunda olunan fiyat-ücret düzenlemeleri ise borç deflasyonunu daha da arttıracak niteliktedir. Bu nedenle, borç deflasyonuna farklı bir bakış açısıyla yaklaşılması gerekliliği ortaya çıkarak, borç deflasyonu teorisine olan ilgi ve tekrarlanabileceğine ilişkin kaygı tekrar artmıştır (Gros & Alcidi, 2013; Sau, 2014; World Bank, 2014:30; Bank of England, 2013:53).

4. Borç Deflasyonu Teorisinin Gelişimi

Borç deflasyonu teorisi; Fisher'in ilgisinin 1929 borsa çöküşü sonucunda oluşan durgunluğun, neden 1921-22 yılında yaşanan durgunluktan daha uzun sürdüğü sorusuna kaymasıyla başlamıştır. 1929 borsa çöküşünün ardından yaşanan durgunluk daha derin ve uzun süreli iken, 1921-22'de yaşanan durgunluk daha sığ ve kısadır. Fisher, bu durumu 1929'da özel borçların daha fazla olmasına bağlamış ve bu nedenle borç deflasyonu teorisini oluşturmuştur

2 Fisher, 1929 öncesi atf alma konusunda birinci sırada iken daha sonraları bu konuda çok gerilere düşmüştür (Dimand, 1994:94).

3 Bu konuda Fisher (1933), borç deflasyonunu durduracak mekanizmanın reflasyon politikası olduğunu vurgulamış ancak reflasyon politikasının detaylarını vermek yerine parasal genişlemenin gerekliliğine vurgu yapmıştır. 1933'ten sonra krizlerin neden ciddi bir borç deflasyonuna yol açmadığını sorgulayan Minsky (1982), merkez bankasının son kredi mercii müdahalesine vurgu yaparken, Wolfson (1996), son kredi mercii uygulaması yanında açık piyasa işlemlerine de değinmiştir.

(Dimand, 1994:190-194). Fakat borç deflasyonu teorisinin analitik temellerden yoksun olması ve son zamanlarda görülen krizlerin farklı yapıları teorisinin geliştirilmesi ve genişletilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu anlamda finansal sistemin yenilikçi ve giderek karmaşıklaşan yapısı, borç deflasyonu eğilimlerini arttırmış ve bu durum teorisinin yenilenmesi ile birlikte günümüz şartlarına da uyarlanmasını gerekli kılmıştır (Sau, 2014:5; Wolfson, 1996:315).

Borç deflasyonuna en önemli katkılardan birini Minsky (1982) yapmıştır. Şöyle ki, aslında Fisher (1933), borçların likidasyonu (varlıkların likide çevrilmesi) konusunu vurgulasa da bunu teorisinin merkezine oturtmamıştır. Minsky (1982) ise, teoriyi genişleterek zorunlu (distress) satışların varlık fiyatlarını düşürdüğünü ve borçluların bu nedenle önemli kayıplara yaşadığını vurgulamıştır. Bunun sonucunda ise tüketim ve yatırımlar düşerken, deflasyon derinleşmektedir. Borç deflasyonuna diğer önemli katkı Bernanke (1983)'den gelmiştir. Bernanke'ye göre, borç deflasyonu temerrütleri ve iflasları içermektedir. Dolayısıyla bankaların portföy kalitesi düşmekte, bu da finansal aracılık maliyetlerini yükselterek verilen kredilerde azalmaya neden olmaktadır. Bu temel katkılar yanında başta Mendoza (2006) olmak üzere aşağıda değinilecek olan diğer yazarlarda, teminat fiyatlarına⁴ vurgu yaparak, varlıkların teminat değerlerindeki azalmanın ekonomik birimlerin kredi bulmakta zorlanmalarına neden olduğuna ve bu sürecin de borç deflasyonunu beslediğine vurgu yaparak teoriye katkı yapmışlardır.

Bu açıklamalar doğrultusunda aşağıda borç deflasyonu literatüründe önemli yeri olan ve teorisinin gelişimine katkı sunan farklı yazarların ortaya koydukları borç deflasyonu konseptleri ele alınmış ve sonunda ise bu konseptlerin bir karması olarak güncel borç deflasyonunun çehresi detaylandırılmıştır.

4.1. Fisher: Fiyat Düzeği ve Para Arzı

Fisher (1933), aslında *Booms and Depressions* adlı kitabında teorik ve istatistikî olarak borç deflasyonu teorisini geliştirmiştir. Ancak, Fisher'in teorisinde ele aldığı krizler 1837-41, 1873-79, 1921-22 ve 1929 krizini içerdiğinden yeterli veriye dayanmamakta ve istatistikî anlamlılık konusunda iddiada bulunmamaktadır (Shiller, 2011:2). 1929'da başlayan durgunluğun neden 1921-22'de yaşanan durgunluktan daha uzun sürdüğü sorusundan hareketle oluşturduğu teorisinde Fisher, 1929'da özel borçların çok daha fazla olduğunu görmüş ve durgunluğun açıklamasına bu noktadan başlamıştır (Dimand, 1994:190-194). Fisher (1933:341)'e göre; borç deflasyonunun temelinde iki neden yatmaktadır. Bunlar aşırı borçluluk ve onu takiben ortaya çıkan deflasyondur. Diğer faktörler (aşırı güven, aşırı yatırım vb.) ise bu ikisinin etkileri ve belirtileridir. Fisher, bu iki faktöre, o kadar önem vermiştir ki bunlara borç hastalığı (borç artışından dolayı) ve dolar hastalığı (doların fiyatının artmasından dolayı) adını vermiştir. Fisher'e göre aşırı yatırım (ki 1929'da olan tam da buydu-borsaya aşırı yatırım-), borçlanma ile yapılmadığında önemsiz sonuçlara sahiptir. Borçlanma ile yapılırsa sonuçları yıkıcıdır. Aynı durum diğer faktörler için de geçerlidir. Örneğin aşırı güven, kişileri borca itmedikçe zararsızdır.

4 Bilindiği üzere, 2008 Küresel Finansal Krizinde varlıklar teminat gösterilerek yeniden borç alınmış ve bireylerin borç yükü bu nedenle artmıştır. Bu noktada, varlığın (küresel krizde konutun) değeri yeni alınacak borcun miktarını da etkilemektedir. Varlığın piyasa değerinin düşmesi ise dolayısıyla teminat değerini de azaltmaktadır. Bu nedenle varlık değerinde (bir anlamda teminat değerinde) bir düşme yeni borç almayı zorlaştırmaktadır.

Fisher (1933:341)'e göre, borç deflasyonundan etkilenen değişkenler: borçlar, para, paranın dolaşım hızı, fiyat düzeyleri, net servet (varlık), kâr, ticaret, iş aleminin güveni ve faiz oranıdır. Fisher (1933:348)'e göre, aşırı borçluluğun nedeni ise kolay paradır. Geliştirilen yeni yatırım olanaklarına daha fazla yatırım yaparak normal kazançtan daha fazlasını kazanma isteği ile yapılan yatırımlar, diğer bir deyişle spekülâtif yatırımlar, aşırı borçlanmaya ve risk almaya neden olmaktadır. Bu durum ise, yatırım yapılan varlık fiyatlarını artırarak gelecekte daha fazla gelir beklentisi oluşturmakta, bu da aşırı borçlanmaya neden olmaktadır.

Fisher (1933:342)'e göre borç deflasyonunun 9 adımı vardır: Aşırı borçluluk olduğunda borçlu veya alacaklıdan gelen bir alarm (uyarı, telaş), likidasyona neden olur. Bu durumdan sonra, (1) Borcun likidasyonu, zorunlu (distress) satışlara neden olur ve (2) bu ise banka kredileri ödendiği için paranın⁵ azalmasına neden olur. Bu durumda paranın dolaşım hızı da azalır. Zorunlu satışlardan dolayı daha da azalan para miktarı ve dolaşım hızı (3) fiyatlarda düşmeye neden olur; diğer deyişle doların değeri artar. Bu düşüşe reflasyon vb. ile müdahale edilmemişse (4) iş aleminin net servetinde (varlık değerinde) daha fazla azalma olur, iflaslar artar ve (5) bu durum karda azalmaya neden olur; bu da kayıpları artırır ve (6) çıktı, ticaret ve istihdam düşer. Söz konusu kayıplar, iflas ve işsizlik ile (7) kötümserliğe ve güvenin kaybolmasına neden olur; bu sonuç da (8) tasarrufun (biriktirmeye) artmasına ve paranın dolaşım hızının azalmasına neden olur. Bu sekiz adım (9) faiz oranlarında karmaşık bir bozulmaya neden olur; faiz oranları nominal olarak düşerken reel olarak artar. Tüm bu aşamaların sonunda ise durgunluk derinleşir, yani borç deflasyonu yaşanır.

Fisher'in asıl orijinal vurgusu şu sözlerden daha iyi anlaşılabilir: “Deflasyon sonucunda, ödenmeyen borcun her bir doları daha büyük dolar haline gelir. Ve eğer aşırı borçluluk yeterince büyükse borcun likidasyonu, neden olduğu fiyat düşüşü ile aynı hızda gidemez. Bu durumda likidasyon kendini engeller. Likidasyon, sahip olunan dolar sayısını azaltırken bunu her bir doların değerini arttırdığı hızda yapamaz. Bireylerin borç yüklerini azaltma girişimi, borcu daha da artırır, çünkü likidasyon çılgınlığı sahip olunan doların değerini artırır. Ardından büyük buhran gelir ve borçlular daha fazla ödedikçe daha da borçlu hale gelirler [...] Bu alabodur. Alabora durumunda, reel gelir düşer. Atıl (işsiz) insan ve makinalar daha az üretim ve gelire neden olur” (Fisher, 1933:344-345).

Fisher, teorisini ABD verileriyle desteklemiş ve öneriler sunmuştur. Fisher (1933:346)'e göre, 1933 itibarıyla likidasyon, borcu %20 azaltmış, ama doların %75 artan değeri sonucu reel borç %40 artmıştır. Borç deflasyonu, önleyici bir mekanizma olmadan kısır döngüsüne devam etmiştir. Önleyici mekanizma ise Fisher'e göre reflasyon (deflasyona karşı uygulanan para ve maliye politikası)'dur. Nitekim Roosevelt'in açık reflasyonu ekonomik iyileşmeye neden olmuş, borç deflasyonunun yıkıcı etkisini azaltmıştır.

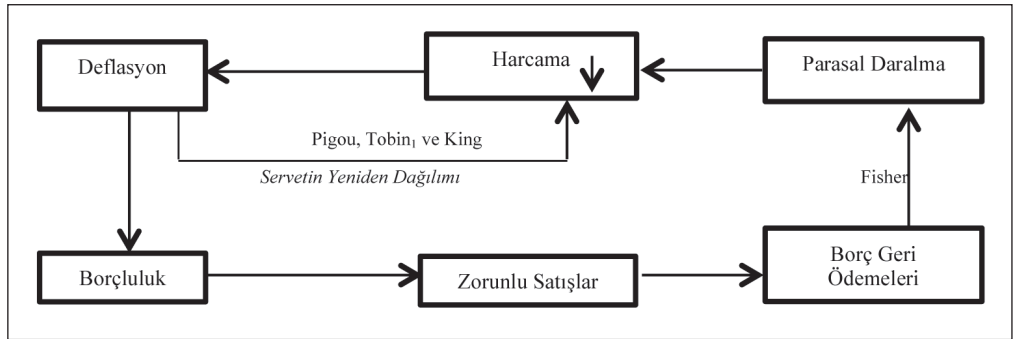
5 Fisher (1933), borçların likidasyonu sonucu piyasadan çekilen paranın para arzında değişmeye neden olduğunu vurgulamak için *deposit currency* ifadesini kullanmıştır. Bu terim çek, kaydı para anlamına gelmekte iken asıl vurgulanmak istenen para arzının azaldığıdır. Dimand (1997)'e göre, parasal taban artsa da, likiditenin banka ve kamu sektöründe elde tutulmasından dolayı para arzı artmamaktadır. Assous (2013)'e göre ise Fisher zaten parasal taban daralmakla birlikte para arzının azaldığını borç deflasyonu teorisini açıklamadan önce belirtmiştir. Bu, kredilerin bankalara geri ödenmesi yoluyla olmaktadır. Dolayısıyla günümüz ekonomisinde bu açıklamalar doğrultusunda, piyasada dolaşan para arzını tahmin etmek oldukça zordur. Ancak, bankaların verdiği krediler veya özel sektör net finansal akımları bu durum için iyi bir gösterge olabilir.

Fisher (1933)'in teorisi ve çıkarımları oldukça karmaşık ve iç içe geçmiştir. Daha temel ifadelerle ise şöyledir: Spekülasyonlar ve varlık fiyatlarında artışla ortaya çıkan aşırı borçluluk sonucunda, finansal krizin başlamasıyla piyasada güven azalır (De Grauwe, 2009:4). Bunun sonucunda başlayan likidasyon, piyasada para miktarı azalır ve fiyatlar düşmeye başlar. Düşmeye başlayan fiyatlar, karlılığı azaltarak işsizlik ve çıktının düşmesine neden olur. Bunun sonucunda temerrütlerde artış görülür. Bu etkilerle birleşen borç ödeme girişimleri sonucunda talep düşer, durgunluk derinleşir ve borçların ödenmesi daha zor hale gelir (Bakker t.y.:2-4; Gros & Alcidi, 2013:6; Fackler & Parker, 2005:67).

Borç deflasyonu teorisinden sonraki tartışma, düşen fiyatlar nedeniyle refahta borç veren lehine bir dağılım olacağıdır. Yani borçlu kişinin ödeyeceği paranın reel değeri artarken borç verenlerin aldığı parasal miktarın satın alma gücü de artmış olacaktır. Burada Pigou'nun reel balans etkisi ile Fisher'in borç deflasyonu etkisi çelişmektedir⁶. Ancak bu duruma getirdiği yorumda Tobin (1980:10), borç alanların marjinal tüketim eğiliminin, borç verenlerden yüksek olduğu ve bu nedenle Fisher etkisinin baskın olduğunu belirtmiştir. King (1994:440) ise, ele aldığı 10 ülke için hanehalkı borç/GSYH'nın yüksek olduğu ülkelerde tüketimin daha fazla düştüğü sonucunu elde ederek Tobin'in görüşünü desteklemiştir.

Şekil 1'den Fisher'in temel vurgularını ve borç deflasyonu kısır döngüsünü görmek mümkündür.

Şekil 1: Fisher'in Borç Deflasyonu Kanalları



Kaynak: Von Peter, G. (2005). Debt-Deflation: Concepts and a Stylised Model. *BIS Working Papers*, No. 176: 5.

6 Pigou ve Fisher etkisinin çelişmesi şu şekildedir: Pigou'ya göre fiyatların düştüğü bir ortamda paranın değeri, yani satın alma gücü artacak ve ekonomik birimler bu nedenle daha çok harcama yapacaktır. Buna literatürde servet etkisi veya reel balans etkisi denmektedir. Ancak Fisher'e göre borç verenler borçlarını ödemediği ve deflasyon da borç ödeme kabiliyetlerini azalttığından daha az harcayacaklardır. Yani Pigou'ya göre deflasyon harcamayı artırırken, Fisher'e göre azaltmaktadır. Yukarıda değinildiği gibi Tobin (1980) ve King (1994), tüketimin azalacağını ve Fisher etkisinin ağır bastığını vurgulamışlardır. Ancak konu görüldüğü kadar basit değildir. Nitekim birçok yazara göre (Sau, 2014:4; Guttmann, 2009:58), deflasyon fiyatların daha da düşeceği beklentisi oluşturarak, tüketimi azaltacaktır. Diğer yandan piyasada güvenin (örneğin tüketici güveni) olmadığı bir kriz ortamında tüketimin ve istihdamın artması da beklenemez.

Şekil 1'e göre borçluluk, zorunlu satışlara neden olmaktadır. Şöyle ki, borç geri ödemeleri için zorunlu satışlar yapılmakta; bu da parasal daralma ve harcamalarda azalmayı beraberinde getirmektedir. Bunun sonucunda oluşan deflasyon ise borçları reel olarak arttırmakta ve kısır döngünün devam etmesine neden olmaktadır. Fisher (1933:344)'e göre problem deflasyon ve aşırı borçluluğun bir arada yaşanmasından kaynaklandığında, deflasyon enflasyonist güçlerle engellenirse aşırı borçluluğun deflasyona yol açma derecesi azalırken, deflasyon da borç olmadan çok etkili değildir.

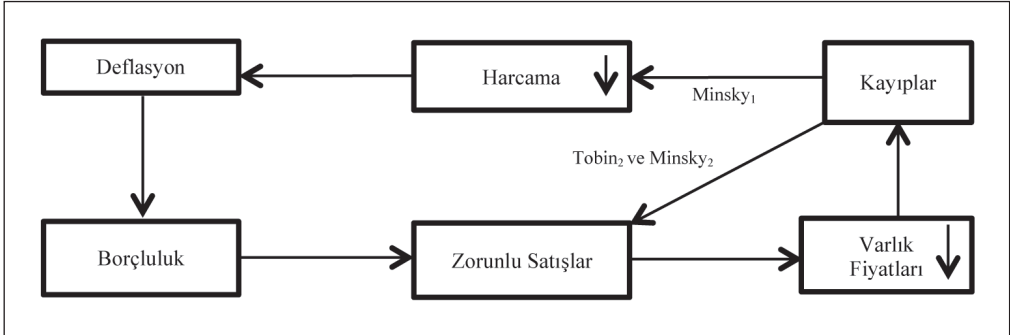
4.2. Minsky: Varlık Fiyatları

Minsky (1982), Fisher'in bir ekonomik birimin kredilerini ödeyerek borçlarını azaltma yollarını açıklamadığından hareketle, borç deflasyonu teorisine yeni bir yaklaşım getirmiştir. Bu yeni yaklaşım ise varlık fiyatları ile ilgilidir. Minsky'ye göre, yükümlülükleri karşılamak için nakit elde etmenin üç yolu vardır. Bunlar ekonomik faaliyetten dolayı nakit akışları (kar, ücret vb.), borçlanma (veya refinansman) ve varlık satışlarıdır. Finansmanda alternatiflerin (yani finansal yenilik) artması ise, varlıklara talebi ve yatırım için gerekli finansmanı arttırmaktadır. Bu bağlamda spekülative ve Ponzi tipi (düşük faizden borçlanıp getirisi yüksek ve riskli varlığa yatırım) finansmanda artış görülmekte, bu da kısa vadeli kredilerde artışa yol açmaktadır. Ancak kısa vadeli faizlerde artış, varlığı elde tutmanın beklenen getirisini azaltmaktadır. Dolayısıyla iyi işleyen spekülative süreç, faiz artışı ile kırılmaktadır. Bu durum ise, özel sektör birimlerini varlıklarını satarak ödeme yapmaya itmektedir. Diğer nakit kaynaklar (ekonomik faaliyetten kazanılan nakit akışları, refinansman), borçları karşılamaya yetmiyorsa varlık satışları öyle artmaktadır ki ve sonuçta yükümlülüğü karşılayamamaktadır. Bu durum daha fazla varlık satışına ve sonuçta yaşanan kayıplar nedeniyle borçluluğun artışına yol açmaktadır. Burada asıl problem diğer nakit kaynaklarının, başlangıçtaki kayıpları karşılamaya yetmemesi ve varlık satışını teşvik etmesidir. Varlık fiyatındaki düşüş de kayıpları ve borçları arttırmakta ve tam da bu noktada kısır döngü başlamaktadır (Minsky, 1982:386-387) (Şekil 2'de Minsky₁).

Diğer yandan Minsky (1963)'e göre, eğer yükümlülük normal kaynaklarla karşılanamıyorsa, ekonomik birimler borçlanmakta veya varlık satmaktadır. Bu olumsuz şartlarda borçlanma ve zorunlu varlık satışı ise sermaye kaybına neden olmaktadır. Ancak her kurum için sermaye kaybı ve kazancı aynı değildir. Yani, bir kurumun hala yükümlülüklerini karşılamaya devam edebileceği sermaye kaybının bir üst sınırı vardır. Bu limitin üstünde bir kayıp temerrüt veya refinansman yoluyla borç verenlere geçmektedir. Bu sermaye kayıpları tüketimde ve yatırımda, başlangıçtaki gelir kaybının ötesinde bir azalmaya neden olmakta ve bu da kendini tekrarlayan bir borç deflasyonuna yol açmaktadır. Yani varlık fiyatlarında düşüş toplam harcamayı azaltmaktadır (Şekil 2 de Minsky₂) (Von Peter, 2005:6).

Tobin (1980:10-11)'ne göre ise, fiyatlar ve ücretler deflate olduğunda borç servisi borçlunun gelirinin büyük kısmına tekabül etmekte ve varlıkların teminat değerinde azalma krediye ulaşmalarını engellemektedir. Yazara göre, bu süreç sonunda iflas ve temerrüt artarken, borçluların sorunu bu şekilde borç verene iletilmektedir (Şekil 2'de Tobin₂).

Şekil 2: Minsky'nin Borç Deflasyonu Kanalları



Kaynak: Von Peter, G. (2005). Debt-Deflation: Concepts and a Stylised Model. *BIS Working Papers*, No. 176: 6.

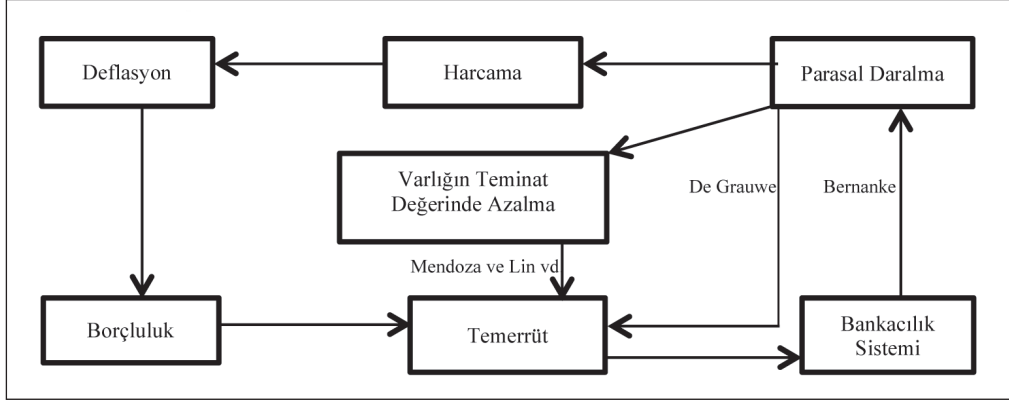
4.3. Bernanke: Kredi (Aracılık Hizmetleri), De Grauwe: Temerrüt, Mendoza ve Lin vd.: Teminat Değeri

Bernanke (1983), finansal aracılık hizmetlerinin etkisizliği sonucu kredide yaşanan daralmanın, toplam harcama üzerindeki etkisine değinerek borç deflasyonu teorisinin Fisher (1933) ve Minsky (1982)'nin boş bıraktığı finansal sistem bozuklukları kısmını doldurmaya çalışmıştır. Çünkü Fisher (1933) ve Minsky (1982) fiyat düzeyleri ve likidasyona odaklanarak finansal sistemdeki bozulmayı gözden kaçırmışlardır. Bernanke'den çok önce, 1931'de Keynes, fiyatlarda düşüşün finansal sistemde bozulmalara yol açtığı gerçeğini vurgulamış (Sau, 2014:3) olsa da Bernanke (1983) finansal sistemdeki bozulmayı ayrıntılı bir şekilde ele alarak aracılık hizmetlerindeki etkisizliği, kredi daralmasının bir nedeni olarak göstermiştir. Bernanke (1983:257)'ye göre, finansal hak ve ödevler yönünden piyasa yetersiz olduğundan, borçlu ve alacaklı sınıflar arasında piyasa derinliğini ve bilgi toplamayı sağlayacak aracılık hizmeti gerekmektedir. 1930-33'teki finansal bozulma ise bu hizmetlerin sunumunda yetersizliğe yol açmış ve etkisizlik yaratmıştır. Finansal aracılık reel maliyeti artırdığından borçlanmak isteyenler (firmalar, hanehalkı) krediye ulaşmakta zorlanmış ve kredinin maliyeti artmıştır. Bu kredi yetersizliği ise 1929-30'daki daralmayı, uzun süren bir buhrana dönüştürmüştür.

Bernanke (1983:258-264)'a göre, finansal çöküşün iki temel bileşeni, finansal kurumlara güvenin azalması ve borçluların temerrüdüdür. Nitekim 1930'larda kırılğan olan ABD bankalarının yarısına yakını batmış ve batmayanlar da büyük kayıplara uğramıştır. 1930-32'de bankalara hücum yaşanmış ve bankaların finansal pozisyonu da bu durumdan etkilenmiştir. Bu bozulma ise aracılık maliyetlerini artırarak, kredinin daralmasına ve kredi maliyetinin yükselmesine neden olmuştur. Kredide daralma, ekonomiyi talep ve çıktıda azalma yoluyla etkilemiştir.

De Grauwe (2009:5) ise, bankaların krediyi daraltmasının temerrütleri arttıracığı ve bunun verilen krediyi daha riskli hale getirerek banka portföy riskini arttıracığını belirtmiştir. Bu durum ise kredilerde daha fazla azalmaya neden olacaktır. De Grauwe bu durumu "banka kredi deflasyonu" olarak adlandırmış ve bu çeşit deflasyonun borç deflasyonu ile ilişkili olduğu sürece borç deflasyonu ve diğer deflasyon çeşitlerinin daha tehlikeli olduğunu vurgulamıştır (De Grauwe, 2009:5),

Şekil 3: Bernanke, De Grauwe ve Mendoza ve Lin vd.'nin Borç Deflasyonu Kanalları



Kaynak: Von Peter, G. (2005). Debt-Deflation: Concepts and a Stylised Model. *BIS Working Papers*, No. 176: 7'den uyarlanmıştır.

Mendoza (2006) ve Lin vd. (2010)'e göre, aşırı borçlulukta daralan para arzı teminatın değerini daha da azaltmaktadır. Bu durumda temerrütler artmakta ve kredi daralmaktadır. Bu durum, çıktı ve harcamayı da azaltmakta ve borç deflasyonunu beslemektedir (Bkz. Şekil 3). Ayrıca, Küresel Finans Krizi ile ilgili olarak Guttmann (2009:57), 2007'deki krizin, finansal kurumların varlıklarını ucuza satmasına neden olduğunu ve diğer yandan daralan kredi hacminin harcamalarda azalmaya yol açarak deflasyonu beslediğini vurgulamıştır.

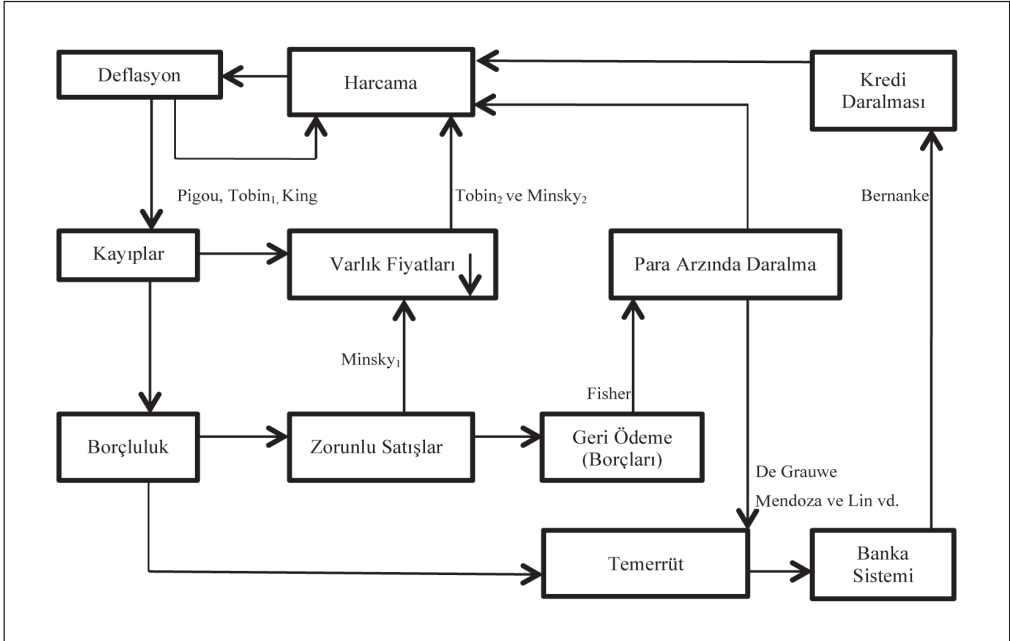
Şekil 4, borç deflasyonuna ilişkin yukarıdaki açıklamalardan hareketle farklı borç deflasyonu kanallarını bir arada göstermekte ve borç deflasyonunun daha kapsamlı bir şekilde anlaşılmasına yardım etmektedir.

Şekil 4'te borç deflasyonunun ekonomiyi birçok yoldan etkileyen ve kendi içinde başlı başına sarmal olan bir olgu olduğu görülmektedir. Bu nedenle borç deflasyonunu bataklıktaki çırpınışa benzetebilir. Bu açıdan çırpınışı durdurmak ise, birimlerin kontrolünden çıkmakta ve sorumluluk bu noktada çırpınmanın yersiz olduğunu söyleyecek ve yardım elini uzatacak olan devlete düşmektedir (De Grauwe, 2009).

5. Avrupa Borç Krizinin Gelişimi

Avro Alanı'nın kurulmasıyla birlikte geleceğe yönelik artan iyimser beklentiler, yüksek ekonomik moral ve düşük faizlerin Avrupa borç krizinin temel belirleyeni olduğu ifade edilebilir. Avro Alanı'nın kurulmasıyla gerek bireyler ve gerekse devletler, Avro Alanı'nın varlığına güvenerek iyimser beklentiler içerisine girmişler ve harcamalarına paralel olarak borçlarını da arttırmışlardır. Düşük faizler nedeniyle düşen borçlanma maliyetleri ve kolay borç bulma imkânları ise borçlardaki artışı perçinlemiştir. Yani, Avrupa borç krizi, yüksek ekonomik moral, geleceğe yönelik iyimser beklentiler ve düşük faiz oranları sonucunda artan aşırı borçlar sonucu ortaya çıkmıştır (Szczygielski, 2011:5; Tichy, 2012:98).

Şekil 4: Borç Deflasyonu Kanalları



Kaynak: Von Peter, G. (2005). Debt-Deflation: Concepts and a Stylised Model. *BIS Working Papers*, No. 176.: 7'den uyarlanmıştır.

Avrupa borç krizinin temellerine ilişkin ifadelerin aksine gelişimine ilişkin bu kadar net ifadeler yer vermek ise oldukça zordur. Nitekim Avrupa borç krizi oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir. Bu açıdan gelişimine yönelik tek bir açıklama yapmak zordur (Dombert, 2013:1; Beker, 2014:1;). İyimser beklentiler, yüksek ekonomik moral ve düşük faiz oranı sonucu gelişen Avrupa borç krizinin bir yönü özel borçlarda artışa ve bir yönü de eşanlı olarak artan devlet borçlarına dayandırılmaktadır (Szczygielski, 2011:5; Tichy, 2012:98; Chinn & Frieden, 2012:17; Cayla, 2013:433-434; Beker, 2014:1). Bu anlamda hâlihazırda yüksek olan devlet borçlarına bankalara verilen yardımlar nedeni ile özel sektör borçları da eklenmiş; daralan borç bulma imkanları ise borç krizinin gelişimine neden olmuştur.

Krizden önceki güven ortamında kamuda reformlar ertelenmiş, savurganlık görülmüş ve iç talebe dayalı büyüme benimsenmiştir. Öte yandan özel sektör de borçlarını arttırmaya devam etmiş; İspanya ve İrlanda gibi ülkelerde ise ABD benzeri konut balonları oluşmuştur. ABD'de başlayan finansal kriz ile birlikte Avrupa bankalarının bilançolarında bulunan varlığa dayalı menkul kıymetlerden dolayı bankaların zararları artmıştır. Bu nedenle finansal sisteme yönelik yardım/kurtarma paketleri açıklanmış ve bu aşamada özel borçlar kamu borcuna dönüşmüştür (Prinz & Beck, 2012:186). Girilen resesyondan dolayı kamu gelirleri azalıp, otomatik stabilizatörler nedeniyle kamu harcamaları artarken, bankalara verilen yardımlar da kamu borçlarını arttırmıştır (Bilkic vd., 2013: 2-29; Volz, 2012: 5; Brok & Langen, 2012: 191). Tüm bunlara ilaveten Küresel Finans Krizi sonucu piyasalarda artan panik ve azalan güven ise, para piyasalarında bozulmalara, kredi koşullarının daralmasına ve bu anlamda

kredi sıkışıklığına yol açmıştır. Bütün bunlar, Avrupa ülkelerinin makroekonomik ve finansal yapılarındaki dengesizliklerin açığa çıkmasına neden olmuştur (Panetta, 2011: 9-10; Lane, 2012: 54-55; Gros & Alcidi, 2010: 8).

2009 sonu itibarıyla Avro Bölgesi ülkelerinin ekonomileri, düzleme aşamasına girmiş olsa da, Yunanistan'ın bütçe açığının önceki açıklanandan daha yüksek olduğunu belirtmesiyle piyasada panik başlamış, ilgi kamu borçlarının yüksekliğine kaymış, kamu borçlanma faizleri artmış ve bu noktada Avrupa borç krizi patlak vermiştir. Kriz ile birlikte borç bulma imkanları daralmış, başta çevre ülkeler olmak üzere birçok ülkenin risk primleri artmıştır. Dolayısıyla ülkeler ya borç bulamaz duruma gelmiş ya da çok yüksek maliyetlerle borçlanır hale gelmişlerdir. Bu noktadan sonra Avro Bölgesi'nde genel olarak kemer sıkma politikası uygulanmaya başlanmıştır (Corsetti, 2012). Kemer sıkma politikaları neticesinde, düşen GSYH ile birlikte borç stok olarak azalsa da oransal olarak ciddi boyutlara ulaşmıştır. Bu durum ise borç deflasyonu belirtilerinin etkileri yanında deflasyonun yerleşmesine ve resesyona neden olmuştur (De Grauwe & Ji, 2013). Bu nedenle bu ülkelerde enflasyon düşmeye başlamıştır. Ve güncel durumda da düşmeye devam etmektedir.

6. Avrupa Borç Deflasyonu

Son yıllarda Avro Bölgesi'nde borç deflasyonuna yönelik endişeler artmıştır (Sau, 2014:1). Olumsuz şartlar altında bulunan Avrupa'da borç deflasyonunun tam ve net olarak başlayıp başlamadığı ve başladıysa da hangi müdahalelerle durdurulabileceği önem arz etmektedir. Zira daha önce yaşanan birçok krizde devletler deflasyon ve resesyona baş edebilecek yeterli politika alanına sahiptiler. Ancak bugün Avro Bölgesi (özellikle borcun şiddetli şekilde etkilediği PIIGS ülkeleri) için durum biraz farklılaşmaktadır. Avrupa borç krizi, finansal kriz ve devlet borçları krizinin iç içe geçmiş bir hali olduğundan (Sau, 2014:8), PIIGS ülkeleri krize ve deflasyona müdahale edecek yeterli kaynağa ve mali alana sahip değildir. Söz konusu ülkeler, bir yandan borçlarını azaltmaya ve bütçe açıklarını düşürmeye çalışırken diğer yandan piyasada oluşan paniği kontrol etmeye ve güven vermeye çalışmaktadırlar (Corsetti, 2012). Böyle bir ortamda maliye politikası ile yeterli talep yaratmak bir yana kemer sıkma politikasına devam eden PIIGS ülkelerinin borç deflasyonu yaşanması halinde tek şansı ECB'nin politikalarına güvenmek, büyümenin canlanmasını ummak ve finansal istikrarın tekrar sağlanmasını beklemek olacaktır.

Kemer sıkma politikaları devam ettikçe (enflasyonu düşürme) Avrupa'nın bir borç ve depresyon sarmalı sorunu olduğu ve borcu aşağıya indirmenin yıllar alabileceği (İnsel, 2015) ve sorunu daha da içinden çıkılmaz hale getirebileceği ifade edilebilir. Bugün için güncel duruma bakıldığında, Avrupa'nın genelinde ve çevre ülkelerde enflasyon düşmeye devam etmekte, kemer sıkma politikaları şiddetini azaltmakta ve özel sektöre verilen krediler artmamaktadır. Bu durum ise özellikle 2014 yılının son çeyreklerinde görülen canlanmayı gölgeleyebilecek ve borç deflasyonunu başlatabilecek düzeydedir.

Borç deflasyonunun tam olarak yerleşebilmesi için Şekil 4'te gösterilen borç deflasyonu kanallarının (en azından harcamayı azaltmaya giden yolu pekiştirebilecek bir kısım kanalların) gerçekleşmesi gerekmektedir. Nitekim borç deflasyonu sadece fiyat düşmesinden ibaret olmayıp, aşırı borçluluk, temerrüt, finansal sistemde bozulma gibi birçok faktörü de bünyesinde barındırmaktadır. Ancak, Avrupa borç deflasyonu birçok çalışmada (Ballabriga, 2014; Gros & Alcidi, 2013; Bakker, t.y.) sadece enflasyonda beklenmeyen azalmanın reel borç yükünü

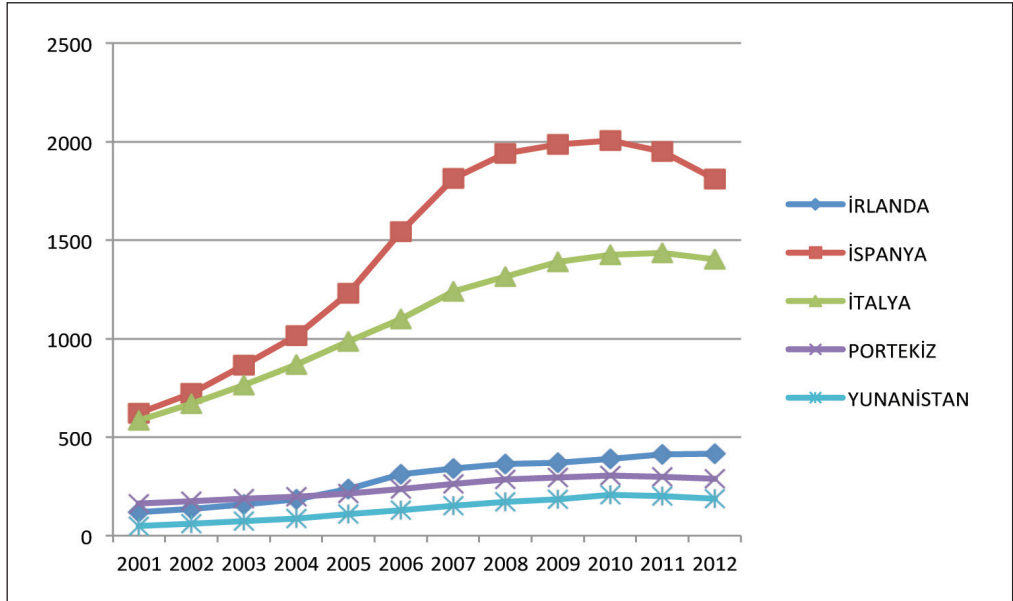
arttırması gibi basit bir yaklaşımla açıklanmaya çalışıldığından bu yöndeki endişe ve kaygıları canlı tutmaktadır.

Bugün için sorun, borç deflasyonu teorisinin günümüz koşullarını açıklayamadığı ve günümüzde yaşanan krizler sonucu oluşan ekonomik koşullara göre tekrar düzenlenmesi gerekliliğidir (Sau, 2014:5). Bu açıdan yine tüm borç deflasyonu kanallarının bir arada gerçekleşmesi beklenemezken, ana etmenlere ve temel sorulara değinmek Avrupa'da borç deflasyonunun olup olmadığı konusunda çeşitli çıkarımlarda bulunmak açısından faydalı olacaktır.

5.1. Deflasyon Beklenmekte miydi?

Fisher, temel konuları arasına almasa da fiyat düşüşlerinin önceden beklenmediğine değinmiştir (Groth & Westaway, 2009:41; Assous, 2013:318). Borçlanmanın kolaylıkta yapılabildiği, dolayısıyla borç geri ödemelerinin yüksek maliyetinin sorun olmadığı (sorun olmasının beklenmediği) dönem borç deflasyonu olasılığının en güçlü olduğu zamandır. Nitekim enflasyon beklenmiyorsa borç deflasyonu potansiyeli daha güçlüdür (Fackler & Parker, 2005:71). Buradan hareketle birçok çalışmada (Fackler & Parker, 2005; Hamilton, 1992; Cechetti, 1992) Büyük Buhran'dan önce deflasyonun beklenip beklenmediğini araştırılmıştır. Fackler & Parker (2005), borç deflasyonunun, borçların reel değerinde beklenmeyen büyük artışlar olduğunda yaşanabileceğini belirtmişlerdir. Bu bağlamda, Cechetti (1992:154), bireylerin deflasyonu tahmin etmekte birkaç yıl önceden yanılması gerektiğini vurgulamış, uzun vadeli borçların artışına bakılması gerektiğini belirtmiştir. Grafik 1'de PIIGS ülkelerinin krizden önceki dönemdeki uzun vadeli kredilerin seyri deflasyon beklentisine ışık tutabilir.

Grafik 1: PIIGS Ülkelerinde Özel Sektör Uzun Vadeli Kredileri (Milyar Avro)



Kaynak: OECD, http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE710# (Erişim: 05.02.2015).

Grafik 1’den görüldüğü üzere, tüm PIIGS ülkelerinde, Avrupa borç krizinden önce uzun vadeli özel sektör kredileri artış göstermiştir. Bu durum, krizden önce tüm Avro Bölgesinde hüküm süren aşırı iyimserlik ve düşük faiz oranlarının bir yansımasıdır. İktisadi aktörler, tüm finansal ve ekonomik krizlerin öncesinde olduğu gibi Avrupa borç krizi öncesinde de iyimser beklentiler içine girmiş ve spekülasyon yatırımlar sonucu aşırı borçlanmışlardır. Bu nedenle de krizi ve ertesinde gelen durgunluk ve deflasyonu da öngörememişlerdir. Grafik 1’e göre 2009’a kadar tüm ülkelerde artan uzun vadeli krediler, özel sektörün krizi öngöremediğini teyit etmektedir. Nitekim 2007 krizine (küresel krize) rağmen azalmayan uzun vadeli krediler ancak 2012 yılından itibaren bir miktar azalma göstermiştir. Bu durum borç deflasyonunun en önemli şartlarından birinin varlığının PIIGS ülkeleri için geçerli olduğunu göstermektedir.

5.2. Kriz Öncesi Aşırı Borçluluk Var mıydı?

Borç deflasyonunu açıklamada kullanılan aşırı borçluluk kavramı ve borcun ne zaman bir yük haline geldiği, Fisher (1933) tarafından tam olarak açıklanamamıştır. Fisher (1932) aşırı borçluluğu temerrüt (borcu ödememe) ihtimalini arttıran herhangi bir borçluluk düzeyi olarak tanımlamıştır (Fackler & Parker, 2005:69). Dolayısıyla, aşırı borçluluk, temerrüt ile ilgili bir kavramdır. Aşırı borçluluğun standart bir tanımı olmadığı gibi, bunu ölçecek standardize edilmiş/üzerinde anlaşılabilir, uyumlaştırılmış bir istatistik de söz konusu değildir (European Commission, 2007). Fondeville vd. (2010:4)’de, Avrupa Komisyonu için yaptıkları çalışmada bu duruma işaret ettikten sonra aşırı borçluluğu güncel ödemeleri karşılayacak mali duruma sahip olmama durumu olarak tanımlamışlardır. Aşırı borçluluğu ölçmede kullanılan standart bir istatistiki veri olmamakla birlikte, çok borçluluk göstergelerinden (Ulusoy, 2006: 168) hareketle bir değerlendirme yapılabilir. Bu çerçevede, aşırı borçluluğun olup olmadığını değerlendirmek için özel sektör borcu/GSYH oranı alınabilir ve bu amaçla Tablo 1 oluşturulmuştur.

Tablo 1: PIIGS Ülkelerinde Özel Sektör Borcu/GSYH (%)

Ülkeler	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Yunanistan	84	90	100	108	118	130	134	139	142	145	148
Portekiz	262	260	268	276	294	310	323	324	331	333	325
İtalya	150	154	159	170	176	179	184	188	188	186	177
İspanya	210	224	245	273	285	281	283	288	279	267	232
İrlanda	207	220	255	284	283	343	390	395	411	418	377

Kaynak: OECD, <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=34814#> (Erişim: 10.01.2015).

Tablo 1’e göre, özel sektör borcunun GSYH içindeki payı 2011-2012 yıllarına kadar hızla artmış ve sonrasında artış hızı kesilmiştir. 2013 yılında ise azalma eğilimi baş göstermektedir. Tablo 1’deki veriler, kriz öncesinde Yunanistan hariç diğer ülkelerin özel sektör borcu/GSYH oranının %100’den fazla olduğunu göstermektedir. Küresel kriz ve daha sonra ortaya çıkan Avrupa borç kriziyle birlikte Yunanistan’ın da borç oranının yüzde 100’ü geçtiği ve tüm ülkelerde özel sektör borcunun oranında artış yaşandığı görülmektedir. Birçok ülke için %200-300 civarında olan oranlar, özel sektörün fazlasıyla borçlu olduğunu göstermektedir.

Yüksek özel sektör borçluluğu, borç deflasyonu teorisinin temellerini ortaya koyan Fisher'in açıklamalarıyla uyumludur. Fakat borç deflasyonunun yaşandığı 1929 krizinde söz konusu oran çok sert bir biçimde düşmüştür (Fackler & Parker, 2005:70). Oysa ele alınan Avrupa ülkelerinde söz konusu oranda sert bir azalma olmaması, borç deflasyonunun başladığını söylemek için yeterli kanıt sunmamaktadır. Ancak yine de 2013 yılında başlayan azalma eğilimleri, ileride yaşanabilecek bir borç deflasyonunun ilk adımları olarak görülebilir.

Tablo 2: PIIGS Ülkeleri'nde Takipteki Alacakların Toplam Alacaklara Oranı (%)

	2010	2011	2012	2013	2014
Takipteki Alacaklar/Toplam Alacaklar (PIIGS Ülkeleri ortalama)	8,3	11,4	15,7	18,4	18

Kaynak: World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS> (Erişim 15.09.2014).

Diğer yandan aşırı borçluluğun, “borçların ödenemeyecek derecede fazla olması” şeklindeki tanımından hareketle temerrüde düşen kuruluş sayılarına da bakılabilir. Standard & Poors (S&P)'a göre Avrupa'da son yıllarda firma temerrütlerinde (çıkardıkları menkul kıymet üzerinden) artış görülmektedir. Avrupa'da temerrüde düşen özel sektör kuruluşlarının (finansal sektörü de içermektedir) sayısı, global temerrütlerin % 20'sini oluşturarak tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır⁷ (S&P, 2014:3). Benzer şekilde Tablo 2'de, takipteki alacakların toplam alacaklara oranına bakıldığında, oranda genel bir artış olduğu, bunun ise finansal sistemi etkileyebileceği ve kredilerde bu nedenle daralma yaşanabileceği söylenebilir⁸.

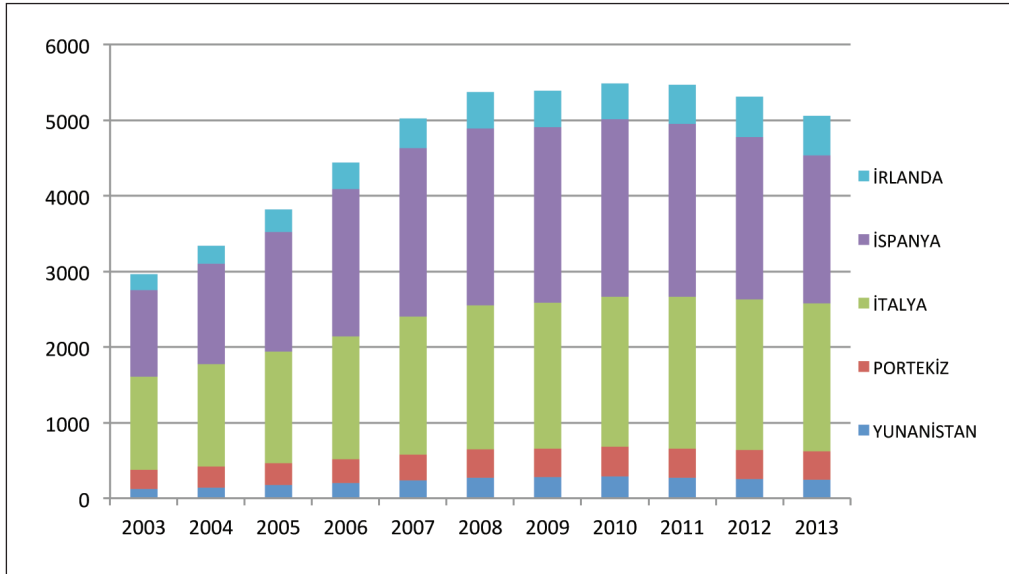
5.3. Borçlar Azaltılmaya (Deleverage) Çalışılmakta mıdır?

Birçok çalışmada, Fisher'in likidasyonu, yani borçları ödemek için varlıkların likitleştirilmesi ve borçların ödenmesi konusunda deleverage (borç/gelir oranını veya toplam borcu azaltma) oranları kullanılmıştır (Chmelar, 2012; Bakker, t.y). Bu anlamda özel sektörün borçlarını azaltma girişiminin tam olarak (kısmen azalmaya başlasa da) başlamadığı görülmektedir (Bkz. Tablo 1). 2010 yılından sonra özel sektör borçluluk oranının artış hızında yavaşlama olmuş, 2013 yılında ise ılımlı bir azalma başlamıştır. Bu durum borç deflasyonu sürecinin başladığı konusunda net bir kanıt vermemektedir. Bu nedenle özel sektörün toplam borçlarının miktarına bakıldığında daha net bir sonuç elde edilebilir.

7 Bu oran S&P'nin derecelendirme havuzunda değerlendirilen kuruluşlardan 2013 yılında Avrupa'da temerrüde düşenlerin, toplam temerrüde düşenler içerisindeki payını vermektedir.

8 Ayrıntılı bilgi için 6.6. nolu başlığa bakınız.

Grafik 2: PIIGS Ülkelerinde Özel Sektör Borçları (Milyar Avro)



Kaynak: Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (Erişim: 11.09.2014).

Grafik 2'den görüldüğü üzere PIIGS ülkelerinde özel sektörün toplam borçlarında, 2011 yılına kadar artış görülmüştür. Ancak, 2011 ve 2012 yıllarında bu artış durmuş, hatta kimi ülkelerde ise borçlarda azalma gözlenmiştir. Borçlarda yaşanan duraksama 2013 yılında kendisini azalma şeklinde göstermiştir. Borçlarda meydana gelen azalma özellikle İspanya'da güçlüdür. Diğer ülkelerde ise söz konusu azalma ılımlıdır. Dolayısıyla Grafik 2'den özel sektörün borçlarını azaltmaya başladığı ancak bu durumun borç deflasyonunu tam anlamıyla ortaya çıkaracak yoğunlukta olmadığı söylenebilir.

Borçların gelişimi ile ilgili veriler, Avro Alanında ve özellikle PIIGS ülkelerinde borç deflasyonunun bazı belirtileri görülmekle birlikte, güçlü veya bu yönde kesin bir sonuca varmaya imkan vermemektedir. Bu işaretlerin ortadan kaldırılması, ülkelerin sergileyeceği ekonomik ve finansal performansa, bu anlamda uygulanacak para ve maliye politikalarına ve politika esnekliğini sağlayacak mali alana sahip olup olmadıklarına bağlıdır. Bu anlamda, ülkelerin saç tıraşına gitmeleri borç sarmalı sorununu hafifletebilir.

5.4. Varlıklar Satılmakta mıdır?

Minsky (1982)'ye göre, borçluların borçlarını azaltma (deleverage) girişimi sonucunda varlıklar satılacak ve bu nedenle varlık değerlerinde düşüş görülecektir. Bu durum ise borçluların geri ödenmesini zorlaştıracaktır. Bu açıdan özel sektörün likidasyona (varlıklarını nakde çevirme) başvurup başvurmadığını değerlendirmek amacıyla Tablo 3 oluşturulmuştur.

Tablo 3: PIIGS Ülkeleri Özel Sektör Finansal Varlıkları (Milyon Avro)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Yunanistan	468.743	379.226	396.991	362.253	335.086	329.957	361.029
Portekiz	782.514	785.986	808.650	836.999	798.938	781.517	797.155
İtalya	5.471.346	5.333.977	5.259.649	5.302.455	5.151.790	5.259.327	:
İspanya	4.319.443	3.834.898	3.813.962	3.850.583	3.861.772	3.849.571	:
İrlanda	728.059	770.901	864.925	917.877	919.888	983.397	:

Kaynak: Eurostat, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nasa_f_bs&lang=en (Erişim: 01.01.2015).

Tablo 3'e bakıldığında özel sektörün finansal varlıklarında dalgalı bir seyir göze çarpmaktadır. Tablo 3'e göre, özel sektörün finansal varlık değerlerinde 2011 ve 2012 yıllarında bir miktar azalma olduğu görülmektedir. Ancak buradan hareketle yoğun ve yaygın bir varlık satışının söz konusu olduğu söylenemez. Dolayısıyla borç deflasyonuna işaret edecek şekilde bir varlık satışı söz konusu değildir. Avrupa borç krizinin güçlü olarak hissedildiği 2009 ve 2010 sonrasında tüm ülkelerde özel sektörün varlıklarında azalma olmasına karşın 2013 yılında ise elde edilen veriler Yunanistan ve Portekiz'de varlıklarda artış olduğunu göstermektedir. Yani veriler borç deflasyonunu güçlü şekilde desteklememektedir. Diğer yandan, Tablo 3, varlık sayısından ziyade varlıkların toplam değerini verdiği için, bu durum Tablo 5 ve Grafik 3'de gösterilen varlık fiyatları ile birlikte değerlendirildiğinde varlıkların satılmadığı aksine artış gösterdiği söylenebilir. Dolayısıyla borç deflasyonunun en önemli adımlarından biri olan varlık satışlarından bu aşamada bahsetmek zordur.

Tablo 4: Avro Alanı Hanehalkı Finansal Olmayan Varlıkları (Milyar Avro)

Ülkeler	2010	2011	2012	2012Q2- 2013Q1	2012Q3- 2013Q2	2012Q4- 2013Q3	2013Q1- 2013Q4	2013Q2- 2014Q1
Avro Alanı	29,932	30,299	29,674	29,227	29,249	29,375	29,069	29,027

Kaynak: European Central Bank, http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=USERREPORTS_1607463 (Erişim: 09.09.2014).

Tablo 4, hanehalkının finansal olmayan varlıklarda da satışa gitmediğini göstermektedir. Genel olarak azalmayan finansal olmayan varlıklarda istikrarlı bir seyir görülmektedir. Dolayısıyla Minsky (1982)'nin borç deflasyonunu açıklamada ele aldığı yaygın varlık satışı yaşanmamıştır. Bu bağlamda, veriler, borç deflasyonunun henüz başlamadığını (en azından Minsky ve Fisher'in belirttiği anlamda) göstermektedir.

5.5. Varlık Fiyatları Düşmekte midir?

Minsky (1982), Mendoza (2006) ve Lin vd. (2010)'a göre borç deflasyonunun bir kanalı da varlık (ve bu nedenle teminat) değerindeki azalmalardır. Tablo 3'ten de anlaşılacağı üzere hanehalkının varlıklarını yaygın biçimde satmadığı ve bu nedenle varlık fiyatlarında aşırı bir azalmanın olmayacağı öngörüsünde bulunulabilir. Konut fiyatlarındaki yıllık değişim bugün için Avrupa'da borç deflasyonunun olup olmadığı konusunda sinyal verebilir, bu amaçla oluşturulan Tablo 5'e bakılabilir.

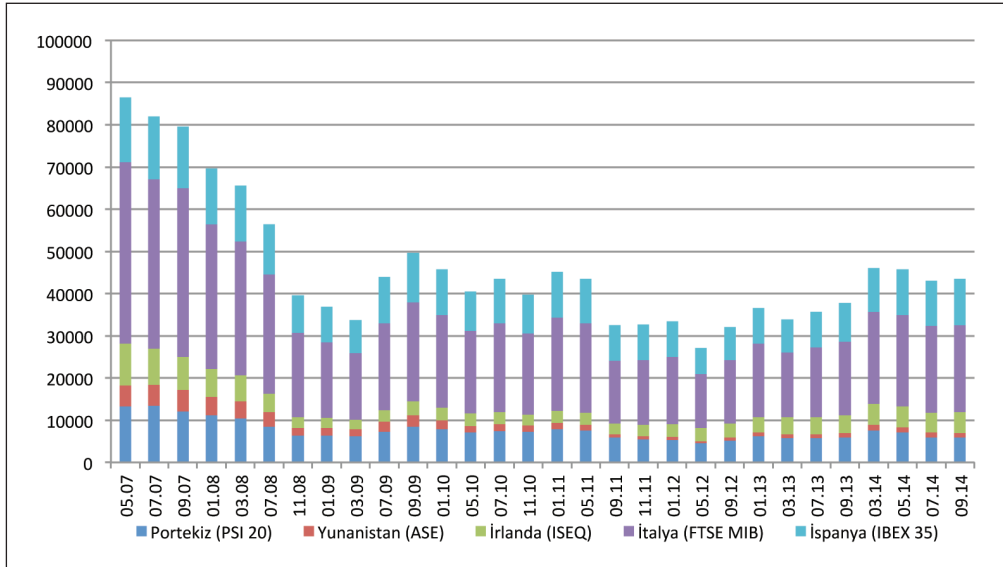
Tablo 5: PIIGS Ülkelerinde Konut Fiyatları Yıllık Değişimi (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q3
Yunanistan	5,10	4,60	1,00	-2,70	-4,20	-11,20	-10,20	...
Portekiz	1,40	3,80	-0,90	0,80	-4,90	-7,10	-1,90	4,9
İtalya	5,00	2,60	-0,50	-0,80	0,70	-2,80	-5,80	-3,8
İspanya	9,80	-1,40	-6,60	-1,80	-7,60	-14,80	-9,10	0,3
İrlanda	7,40	-7,00	-18,80	-12,30	-13,90	-11,40	2,00	15,0

Kaynak: Eurostat, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hpi_q&lang=en (Erişim: 11.01.2015).

Tablo 5'e göre, konut fiyatlarında düşüşün son yıllarda hızlandığı görülmektedir. Avrupa borç krizinin yaşandığı 2009'dan sonra konut fiyatlarındaki düşüş daha hızlıdır ve bu düşüş 2013 yılına kadar devam etmiştir. Bu durum özellikle konut balonu sönen İrlanda ile Avrupa borç krizinden en çok etkilenen Yunanistan ve İspanya için oldukça belirgindir. Konut fiyatlarında ve dolayısıyla da konutun teminat değerinde yaşanan bu düşüş, borçlunun yükümlülüğünü varlığa göre arttırabilecek düzeydedir. Ekonomilerdeki görece iyileşme ile birlikte 2014 üçüncü çeyreği itibarıyla konut fiyatlarında artış görülmektedir. Hanehalkının konut harcamalarında son yıllarda başlayan artışın (Eurostat, 2015) konut fiyatlarında artışa yol açtığı söylenebilir. Dolayısıyla şu an yaygın varlık satışının yaşanmaması konut fiyatlarında aşağı yönlü bir beklentiyi azalttığı gibi, borç deflasyonunu konusunda da katı bir değerlendirmeye izin vermemektedir.

Diğer yandan borsa fiyatları da borç deflasyonunu değerlendirmek için kullanılabilir. Bu amaçla Grafik 3'e bakılabilir.

Grafik 3: PIIGS Ülkeleri Borsa Fiyatları

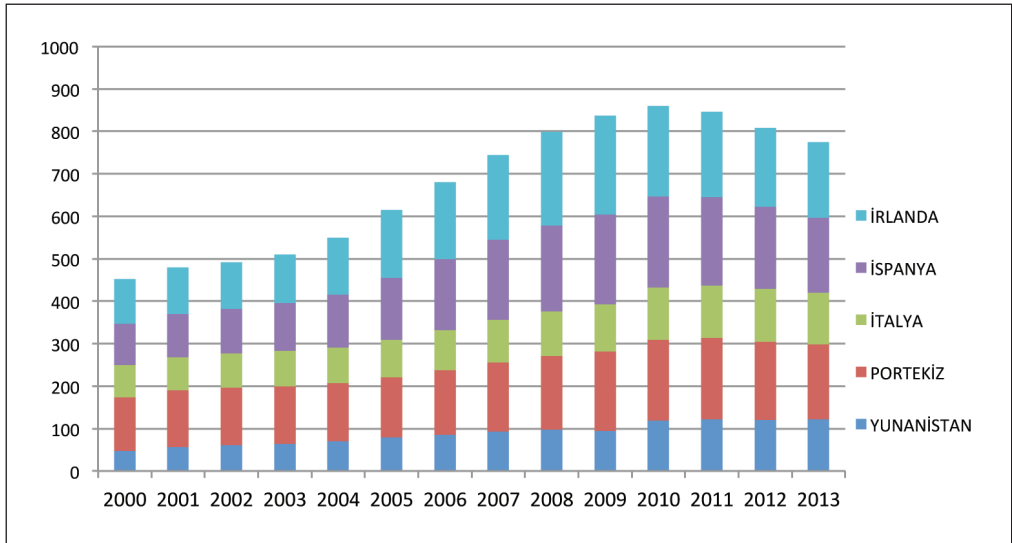
Kaynak: <http://www.investing.com/indices/world-indices> (Erişim: 20.09.2014).

Grafik 3'te yer alan borsa fiyatları analiz edildiğinde, Küresel krizin başlangıcından itibaren tüm PIIGS ülkelerinin borsa endekslerinin, bir anlamda da borsada işlem gören menkul kıymet fiyatlarının düştüğü görülmektedir⁹. En sert düşüş İtalya'da yaşanırken, 1929 krizinde ABD borsasındaki düşüş ile karşılaştırıldığında çok daha ılımlıdır. 2007'den itibaren düşmeye başlayan borsa fiyatları 2009'un sonuna doğru Avro alanında uygulanan genişletici maliye politikası, banka kurtarma paketleri ve ECB'nin müdahaleleri ile toparlanmış, ancak Yunanistan'ın bütçe açıklamalarının hileli olduğu yönündeki açıklamayla birlikte piyasada oluşan panik havası ile tekrar düşüşe geçmiştir. Fakat 2012 yılının sonu itibariyle borsa fiyatları tekrar artmaya başlamıştır. Dolayısıyla kamu sektörü göstergelerindeki bozulma ile paralel seyreden borsa fiyatlarının son dönemde Avro Alanı'nda yaşanan görece ekonomik canlanma belirtileri sonucu daha da artması beklenebilir. Bu nedenle, borsa fiyatlarındaki gelişimin borç deflasyonuna yol açabilecek bir görüntüden uzak olduğu söylenebilir.

5.6. Özel Sektöre Verilen Krediler Azalmakta mıdır?

Bernanke (1983), borçluluk sonucu artan temerrütlerin finansal aracılık sistemini etkisizleştirerek kredi daralmasına yol açacağını belirtmiştir. Dolayısıyla borç deflasyonu kanallarından birisi de kredi daralmasıdır. Kredi daralması kaynaklı borç deflasyonunun varlığı/veya belirtileri Avrupa borç krizinden en fazla etkilenen PIIGS ülkeleri üzerinden ele alınmış ve geçerliliğini sorgulamak amacıyla Grafik 4 oluşturulmuştur.

Grafik 4: PIIGS Ülkelerinde Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Kredilerin GSYH'ya Oram (%)



Kaynak: World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?page=2>(Erişim: 01.01.2015).

9 Bu konuda Wolfson (1996), borç deflasyonuna yeni bir bakış açısı getirerek borç deflasyonunun başlangıcını borsada yaşanan çöktüşlere dayandırmıştır. Wolfson'a göre, borsada yaşanan çöktüşler gelir kaybına neden olabilecek ve tüketimi azaltabilecektir.

Grafik 4 incelendiğinde, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ya oranında 2010 yılına kadar artış görüldüğü ve bu yıldan sonra ise durgunluk yaşandığı hatta oranın azaldığı görülmektedir. İrlanda ve İspanya'da özel sektöre verilen kredi oranlarında 2009 yılından sonra düşüş söz konusudur. İtalya ve Portekiz'de artış durmuş ve az da olsa düşüş eğilimleri görülmeye başlanmıştır. Borç sorununu en yakından hisseden Yunanistan'da ise artış durmuştur ve ılımlı bir düşüş görülmektedir. Grafik 4'deki veriler ışığında, Avrupa borç krizinde Fisher (1933) ve Minsky (1982)'den daha çok Bernanke (1983)'nin teorisinde belirttiği gibi bir borç deflasyonu kanalının ön plana çıktığı söylenebilir. Diğer yandan, verilen kredilerdeki azalmanın bir bölümünün açıklaması yaşanan temerrüt ve takipteki alacaklardan etkilenen finansal sistemin krediyi kısması ve bilançosunu likit tutma isteğiyle, diğer bölümü de Avro Alanı'nda devlet ve bankalar arasındaki sıkı ilişkiden dolayı ülke riskinde artışın, bankaların borçlanmasını zorlaştırması ve bilançolarını bozmasıyla açıklanabilir (Sau, 2014:9). Bu anlamda, tam olarak borç deflasyonu kanalının gerçekleştiği söylenemezse de sonuç borç deflasyonuna yol açabilecek biçimdedir.

Özel sektöre verilen kredilerdeki azalma Fisher (1933)'in belirttiği parasal daralmayı da destekler biçimdedir. Fisher parasal taban artsa bile para arzının azalacağını vurgulamıştır. Ancak, Avro Bölgesi'nde hem özel sektöre verilen krediler ve hem de parasal taban (M3) azalmaktadır (Roche, 2014). Dolayısıyla bu durum Avro Bölgesi'nde yaşanan deflasyonu daha da ağırlaştırabilecek mahiyettedir.

5.7. Tüketim Harcamaları Azalmış mıdır?

Fisher (1933), Minsky (1982) ve Bernanke (1983)'nin borç deflasyonunun açıklamasında ortada bulunduğu bir konu, tüketim harcamalarının bu süreç sonunda azalması ve fiyatların düşmesidir. PIIGS ülkelerinde borç deflasyonunun bu kanalının geçerliliğini sorgulamak üzere Tablo 6 oluşturulmuştur.

Tablo 6: PIIGS Ülkelerinde Hanehalkı Nihai Tüketim Harcamalarının GSYH'ya Oranı (%)

Ülkeler	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q3
Yunanistan	63.9	66.1	64.1	64.4	66.6	67.6	68.1	67.7(p)	67.0(p)	68.8(p)	82.9(p)
Portekiz	61.4	62.7	62.9	63.0	64.4	62.8	63.9	63.9	63.8(e)	62.8(e)	69.6
İtalya	59.0	58.9	59.0	58.7	59.1	60.1	60.5	61.0	60.6	59.9	63.5
İspanya	56.8(p)	56.8(p)	56.4(p)	56.1(p)	55.8(p)	55.1(p)	56.2(p)	56.9(p)	57.6(p)	57.1(p)	62.5(p)
İrlanda	44.1	43.3	43.5	44.6	47.6	46.2	46.2	44.8	44.0	44.0	-

Not: p: geçici veri, e: tahmini veri

Kaynak: Eurostat, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (Erişim: 01.02.2015).

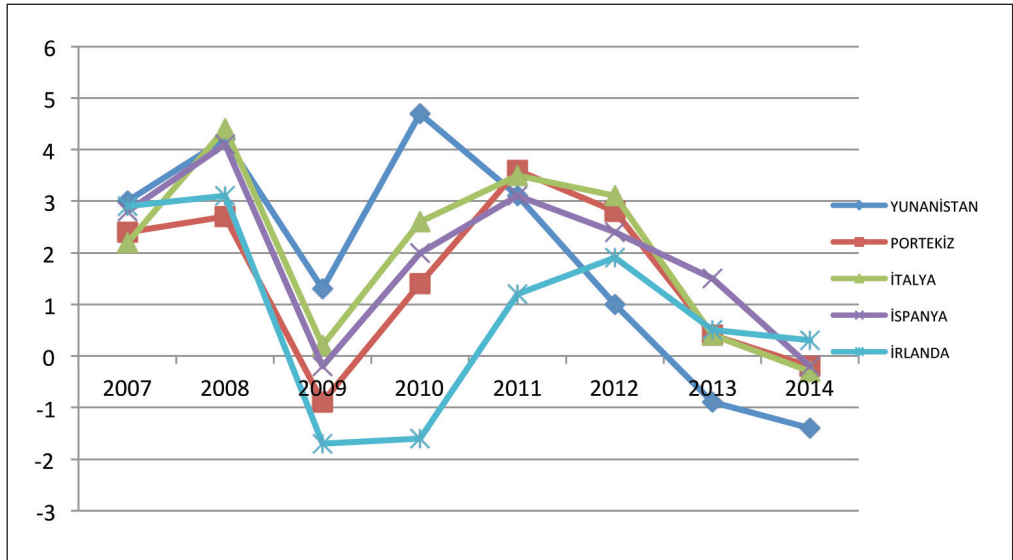
Tablo 6'ya göre, hanehalkının tüketim harcamaları genel olarak istikrarlı bir seyir sergilemektedir. 2014 yılı üçüncü çeyreğinde ise tüketim harcamalarında önemli artış yaşanmıştır. Bu artış bir anlamda, Avrupa borç krizi sonrası meydana gelen görece iyileşme neticesinde bu ülkelerde tüketici güven endekslerindeki artışı da yansıtmaktadır. Tüketim harcamaları tam anlamıyla yeterli olmamakla birlikte, düşme eğiliminde de değiller. Dolayısıyla

günümüzde borç deflasyonunun bu önemli adımının gerçekleştiğine veya gerçekleşebileceğine dair bir belirti bulunmamaktadır.

5.8. Enflasyon Oranı Düşmüş müdür?

Borç deflasyonunun son aşaması, fiyatların düşmesi ve bu nedenle borçluların borç yükünün artması sonucu borç deflasyonu sarmalının devam etmesidir. Deflasyon, paranın değerini arttırdığından, ödenen borcun reel yükünü de artmaktadır. Fiyat düşüşünün, borç deflasyonuna etkisini ortaya koymak ve özel sektör borcunun reel olarak durumunu sorgulamak için Grafik 5 oluşturulmuştur.

Grafik 5: PIIGS Ülkeleri Enflasyon Oranları (HICP).



Kaynak: Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teicp000&language=en> (Erişim: 18.09.2014).

Grafik 5'ten görüleceği üzere, PIIGS ülkelerinde enflasyon oranları, 2007 krizinden sonra dalgalı bir seyir izlemiştir. 2007'den sonra düşüş eğilimine giren enflasyon oranı 2009'da enerji fiyatlarının düşmesi ile hızla düşmüştür. 2010 yılında ise enflasyon tekrar artmaya başlamıştır. 2010 yılından itibaren Yunanistan, ve 2011'den sonra diğer ülkelerde tekrar düşmeye başlayan enflasyon oranları, 2013'te Yunanistan'da eksiye düşmüş (deflasyon), İspanya hariç diğer ülkelerde de %1'in altına inmiştir. 2014 itibariyle genel olarak enflasyondan bahsetmek zordur (deflasyon hüküm sürmektedir). Bu noktada enflasyon düşüşü genellikle hanehalkı kaynaklı değildir. 2014'ün son çeyreğinde düşmeye başlayan petrol fiyatları ve 2014 için azalsa da süren mali konsolidasyon tedbirleri deflasyonun (fiyat düşüşlerinin) ana nedenleri olarak gösterilebilir.

Beklentilerin ötesinde enflasyon düşüşü borç deflasyonu için ortam hazırlamaktadır, bu anlamda 2014 yılı deflasyonun başlangıç yılı olarak kendini göstermektedir. İrlanda'da çok az olsa da enflasyon yaşanırken, Yunanistan'da enflasyondaki düşüşün devam etmesi bu ülke açısından ve nispeten diğer ülkeler açısından da borç sarmalı sorununun devam ettiği ve bu yüzden borç deflasyonu riskinin olduğu ifade edilebilir. Varlık fiyatlarındaki düşüş (konut fiyatları son dönemde artış göstermekle birlikte) ve daralan kredi hacmi, temerrütler ve takipteki alacaklardaki artış ve bunların sonucunda düşen talep, enflasyonda da beklenmeyen düşüşlere yol açarak borç yükünü ağırlaştırmıştır¹⁰.

6. Avro Bölgesinde Son Durum ve Borç Deflasyonu Öngörülleri

Avro Alanı'nda gerek kamu ve gerekse özel sektörde yüksek borç düzeyi devam ederken, özellikle çevre ülkeler kemer sıkma politikalarına devam etmektedirler. Avro Alanı'nda PIIGS ülkelerini borç deflasyonu konusunda özel kılan neden ise mali konsolidasyonla ilgilidir. De Grauwe & Ji (2013), en sıkı kemer sıkma (mali konsolidasyon) politikası uygulayan ülkelerin GSYH'da en fazla daralmayı yaşadığı sonucuna ulaşmışlardır. Mali konsolidasyon ve GSYH'daki daralma açısından Yunanistan başı çekerken, Portekiz ve İrlanda hemen arkasından gelmekte ve onları İspanya takip etmektedir. İtalya ise, en hafif mali konsolidasyonu uygulamıştır ve dolayısıyla PIIGS ülkeleri içerisinde en ılımlı daralmayı yaşayan ülkedir. Ancak, Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM) gibi mekanizmalardan yardım alabilmek için bütçe açığını azaltma koşulu ve piyasadaki paniği azaltarak devlet borçlanma faizlerini azaltma zorunluluğu söz konusu ülkeleri mali konsolidasyona mecbur bırakmaktadır (Bakker, t.y.: 1; De Grauwe & Ji, 2013).

Özel sektörün borçluluğunu sağlıklı bir şekilde azaltabilmesi (deleverage) için ekonomik büyümenin ve böylece de özel sektör gelirlerinin artması gerekmektedir (Chmelar, 2012:2). Ancak uygulanan kemer sıkma politikaları, deflasyona ve resesyona yol açmaya devam etmektedir (De Grauwe & Ji, 2013). Bununla birlikte 2012'den sonra azalmaya başlayan mali konsolidasyonun yoğunluğu¹¹ 2014'te de azalmaya devam etmektedir (IMF, 2014:4). Bu durum borç deflasyonunun önlenmesinde önemli bir etken olabilecek düzeydedir.

Para politikası ise, Avro Bölgesi çevre ülkelerinin şu anda temel kurtarıcısı konumundadır. ECB, kredi daralmasına karşılık, ekonomik faaliyetleri canlandırmak ve fiyatları desteklemek için 2013'te faiz oranlarını iki kez düşürmüştür. ECB, Mayıs 2013'te temel refinansman operasyonlarında uyguladığı faizi (politika faizi) 25 baz puan, marjinal borç verme olanağı (bankaların gecelik borç alabilme imkanı) faizini 50 baz puan indirmiştir. Kasım 2013'de ise faiz oranlarını 25 baz puan daha indirmiştir. Sonuçta, 2013 sonunda refinansman operasyonlarında uygulanan faiz %0,25'e, marjinal borç verme olanağı faizi %0,75'e gerilemiştir. Mevduat kolaylığı için faiz ise %0'a inmiştir. ECB, 2014'te faiz oranlarını sırasıyla %0,05'e, %0,30'a, %0,20'a çekmiştir.

10 Borç deflasyonunda eksi enflasyon bir şart olarak algılanmamalıdır. Enflasyon oranı her ne olursa olsun, enflasyonda beklenmeyen düşüşler borç yükünü arttırmaktadır (Groth & Westaway, 2009:42)

11 Konsolidasyon yoğunluğu, bütçe açığını düşürmeye ve borçlanma gereğini azaltmaya yönelik uygulanan politikaların (vergiler ve kamu harcamaları) şiddetini ifade etmektedir.

ECB faiz indirimi dışında önlemler de almaya başlamıştır. Özel sektörü desteklemek için Hedefli Uzun Dönem Refinansman Operasyonları (TLTRO)'nı açıklamıştır. Bu operasyonların düşük fiyatı (refinansman operasyonlarında uygulanan faize eşit bir faiz oranı+10 baz puan) krediyi arttırmak için kullanışlıdır. Diğer bir ifadeyle ECB, gelecek yıllarda artabilecek kredi talebini bankaların karşılayabilmesi için likidite sunmayı hedeflemektedir. Toplam TLTRO 400 milyar Avro olacaktır ve süresi 4 yıldır (World Bank, 2014:19). Diğer yandan ECB, varlığa dayalı menkul kıymet alımı olan OMT (Doğrudan Parasal İşlemler)'i de açıklamıştır (IMF, 2013:6). Bu müdahalelerin, yeterliliği konusunda ECB içerisinde bile bir çatışma vardır. ECB başkanı Mario Draghi, Avro Bölgesi'nde uzun dönemli bir deflasyon olmayacağını açıklasa da (Silbertson, 2014:1), ECB Yönetim Konseyi üyelerinden Ewald Nowotny, ECB'nin müdahalelerinin Avro Bölgesi'nde deflasyonu önlemeye yetmeyeceğini ve maliye politikalarının gerekli olduğunu vurgulamıştır (Maclucas, 2014). Bu doğrultuda 2015 yılında tahvil alım programına başlayacağını açıklayan ECB, bu parasal genişleme hamlesi ile piyasaları canlandırmayı ve bazı ülkelerde yaşanan deflasyonu önlemeyi amaçlamaktadır.

PIIGS ülkelerinin rekabetçiliğini arttırmak için fiyat ve ücret düzenlemelerine gitmek zorunda olması borç deflasyonunu besleyebilecek başka bir faktördür (Illing, 2014:115; Arold & Schneider, 2014:2). Nitekim Bakker (t.y.) ve Gros & Alcidi (2013) çalışmalarında, Avro Bölgesi çevre ülkelerinde borç deflasyonu belirtilerine rastlamakla birlikte bu belirtilerin aşırı güçlü olmadığı ve sadece bazı dönemlerde güçlendiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu açıdan, PIIGS ülkelerinde bazı borç dinamikleri (kanalları) görülmekle birlikte, borç deflasyonunun tam anlamıyla ortaya çıkıp gelişmesi, devletlerin mali konsolidasyon ve fiyat-ücret düzenlemelerine yönelik kararları ve ECB'nin para politikasına yönelik kararlarına bağlıdır.

Avro Bölgesi'nde yaşanan son gelişmeler, borç deflasyonu kaygılarını azaltacak biçimdedir. Avro Bölgesi'nde azalan belirsizlik ve uygulanan güçlü politikalar nedeniyle iş alemi ile tüketici güveninde görülen artış sonucu, ekonomik canlanma süreci başlamıştır. Azalan mali konsolidasyon önlemleri ile birlikte talepte canlanma başlamıştır. 2014'ün ikinci çeyreğinde artmaya başlayan ihracat da talebi desteklemektedir. Yine de tüketim, yatırım ve GSYH, kriz öncesi döneme göre hala çok düşük düzeydedir. Ülke riskinde azalma ile düşen devlet borçlanma faizleri özel kesim borçlanma faizlerini düşürse de oran özel kesim için hala yüksektir. Bu nedenle KOBİ'ler kredi bulmakta zorlanmaktadır. Diğer yandan hala toparlanamayan bankalar kredi akışını engellemektedir (IMF, 2014:1-10; European Commission, 2014:8-12; World Bank, 2014:12). Diğer bir ifadeyle parasal aktarım mekanizması tıkanıklığı ve zayıf bankacılık sektörü, Avro Alanı'ndaki önemli problemleri oluşturmaya devam etmektedir. Dolayısıyla, Avro Bölgesi'nden son dönemlerde toparlanma sinyalleri gelse de hala çözülmesi gereken birçok problem devam etmektedir. Yani, Avro Bölgesi ekonomik açıdan hala iyileşmenin başındadır (World Bank, 2014:12). Mali konsolidasyon/kemer sıkma önlemleri gevşetildikçe ve ECB yeni müdahaleler ile para piyasasını dengeye getirmeye devam ettikçe, borç deflasyonu ihtimali azalacaktır.

Diğer yandan, Avro Bölgesi'nde (özellikle PIIGS ülkelerinde) özel sektörün deflasyon ve resesyonun kısa süreceğini beklemesi nedeniyle borçlarını azaltmada acele etmemesi ve borçlarını ödemek için varlık tamponlarını¹² kullanması ise Avro Bölgesi için bir şanstır.

¹² Likidite sıkışıklığına karşı kullanılabilir olan ve elde tutulan genelde likit varlıkları ifade etmektedir.

Nitekim özel sektör, borçlarını azaltma girişimlerine son dönemlerde ağırlık vermeye başlamış ve bu girişimler ekonomik canlanma dönemlerine tekabül etmiştir. Ekonomik canlanma (talepte bir miktar artış), ECB'nin uygulamaları ve mali konsolidasyondaki daralma özel sektörün borçlarını azaltmaya başlamasıyla ortaya çıkabilecek bir borç deflasyonu olasılığını azaltmaktadır.

Sonuç

Endüstriyel kapitalizmin temel taşı olan serbestleşme, zamanla finansal kapitalizmin gelişmesine yol açmıştır. Böylece kredi daha kolay ulaşılır hale gelmiş, spekülasyon yatırımlar artmıştır. Kredi genişlemesi, spekülasyon yatırımlar ve varlık balonlarının şişmesi ile birlikte artık küresel sistemi fiyatların yönlendirmeye başladığı ifade edilebilir. Bu anlamda fiyatlar, finansal krizlerden önce artarak krizlerin oluşumuna ve krizlerden sonra düşme eğilimine girerek borç deflasyonu problemine neden olmaya başlamıştır. Varlık fiyatlarında değişimler, ilk aşamada aşırı borçluluk ve güven nedeniyle borç deflasyonu için gerekli ortamı oluşturmaktadır. Kriz aşamasında ise fiyat değişimleri, borç deflasyonu belirtilerini harekete geçirerek borç yükünün ağırlaşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, global ve karmaşık olan ve saydamlıktan yoksun finansal sistem finansal kriz olasılıklarını arttırmaktadır. Artan krizler, reel borç yükünü arttırmakta ve özel sektör birimlerini borç batağına sürüklemektedir.

Borç deflasyonu teorisi, ilk olarak 1929 Büyük Buhramı ile ortaya atılmıştır. Ancak Fisher'in 1929 borsa çöküşünü tahmin edememesinden dolayı yayılan kötü üzü, Keynes ve Hayek'in revaçta olması ve o dönemden sonra başlayan enflasyonist süreç yüzünden teori ilgi görmemiştir. Son dönemlerde yaşanan krizlerle birlikte tekrar ilgiyi üzerine çeken borç deflasyonu teorisi Minsky ve Bernanke tarafından geliştirilmiştir. Borç deflasyona yapılan bu katkılarla birlikte borç deflasyonu kavramı, kriz dönemlerinde özel sektörün aşırı borçluluğunu azaltma girişimleri ve bozulan finansal sistem nedeni ile azalan talep sonucunda fiyatlar genel seviyesinin düşmesi ve bu durumun reel borç yükünü arttırarak, özel kesimi borç sarmalına sürüklemesi olarak ifade edilebilir. Bu tanıma göre borç deflasyonunun temel göstergeleri, özel sektörün aşırı borçluluğu, borçları azaltma çabası nedeni ile varlıkların likide edilmesi, artan temerrütler nedeniyle finansal sistemin bozulması ve kredi daralmasıdır. Bu sarmalı tamamlayan son aşama ise tüm bu aşamaların sonucu olarak talepte ve enflasyonda beklenmeyen düşüştür.

Borç deflasyonuna literatürde birçok çözüm de üretilmiştir. Bu anlamda De Grauwe (2009, 2013) özel borçların devlet tarafından üstlenilmesini savunurken, Roche (2014), ucuz para birimini savunmuştur. Wolfson (2002), mali konsolidasyonun azaltılmasını savunmuş, Asya krizinde mali konsolidasyonun borç deflasyonu problemlerini kötüleştirdiğini belirtmiştir. Minsky (1982) ve Wolfson (1996), kamu sektörü müdahalesi (bütçe açığı vererek) ve para politikası müdahaleleri ile finansal istikrarın sağlanması gerektiğini savunmuşlardır. Ancak, Küresel Finans Krizi ve Avrupa borç krizi ile birlikte ilgiyi tekrar üzerine çeken borç deflasyonuna mali alanın darlığı nedeniyle çözüm sunulamaması Avrupa'da şüphe ve kaygı ile karşılanmıştır. Nitekim söz konusu krizler nedeni ile Avrupa'daki sorunlu çevre ülkelerinin (PIIGS) politika alanı darılırken, yüksek özel sektör borçları da gün yüzüne çıkmıştır. Diğer yandan uygulanan mali konsolidasyonlar ve özel sektöre verilen kredilerde azalma sonucunda toplam talep ve enflasyon da düşmüştür.

Talepteki ve enflasyondaki düşüş borç deflasyonu kanallarını beslemekle birlikte Avrupa'da henüz tam olarak bir borç deflasyonu sarmalı yaşandığı söylenemez. Avro Bölgesi ülkelerinde ve dolayısıyla PIIGS ülkelerinde enflasyon oranları beklenmedik şekilde düşmüş ve borçluların borç yükleri reel olarak artmış olsa da, bunu önlemek için ECB'nin attığı adımlar (tahvil alımına gitmesi) ve devletlerin konsolidasyon önlemlerinde gevşemeye gitmesi de bu sarmalı sınırlamaktadır. Şöyle ki, varlık fiyatlarında düşme, özel sektör kredilerinin azalması ve taktipteki alacakların artması gibi bazı temel borç deflasyonu belirtileri Avrupa'da görülmekle beraber bu göstergeler henüz kısır döngüyü başlatabilecek kadar güçlü değildir. Borç deflasyonu kanallarına ilişkin aşamalar topyekûn değerlendirildiğinde de, borç deflasyonu kanallarının birçoğunun hala PIIGS ülkeleri için tam olarak çalışmadığı söylenebilir.

PIIGS ülkeleri eğer borç deflasyonu belirtilerinin daha da gelişmesini ve sarmala dönüşmesini istemiyorlarsa, daha fazlasını yapmaya ve daha büyük adımlar atmaya mecbur gözükmektedirler. Atılması gereken adımlar konusunda Avro Bölgesi'nde ECB'nin geleneksel olmayan para politikası adımlarına devam etmesi ve piyasaya likidite enjekte etmesi, sorunlu bankaların bilançolarının düzeltilerek kredi akışının sağlanması ve konsolidasyon önlemlerinin kamu borçlanma faizleri¹³ izin verdiği ölçüde azaltılması önerilebilir. Bu çerçevede, AB seviyesinde ortak bir girişimle borç sorununa çözüm üretecek bir konferans düzenlenebilir. Bu konferansta, borç deflasyonu sorununu yakından hisseden veya hissedebilecek ülkelerle borç takası yoluna gidilebilir veya borçların ebedi borca dönüştürülerek faiz oranının da ülkenin büyüme hızına bağlanması sorunu çözebilir. Kemer sıkma merkezli değil, büyüme merkezli tasarlanmış özellikle de verimlilik ve teknoloji merkezli bir ekonomik dönüşüm programı uygulanabilir. Diğer yandan saydamlığı ve regülasyonu bertaraf eden finans sektörü yenilikleri de denetim altına alınmalıdır. Bu şekilde bir yandan kredi daralması problemi aşılabilecekken diğer yandan toplam talep artarak deflasyonist süreç kırılabilir ve potansiyel borç deflasyonu olasılığı azaltılabilir.

Kaynakça

- Arold, B., & Schneider, R. (2014). How significant are the deflation risks in the Eurozone? *Allianz Economic Research Working Paper*, 172.
- Assous, M. (2013). Irving Fisher's debt deflation analysis: from the purchasing power of money (1911) to the debt-deflation theory of the Great Depression (1933). *The European Journal of the History of Economic Thought*, 20(2), 305-322.
- Bakker, J. D. (t.y.). Fisher dynamics and private leverage in the European Monetary Union. Erişim Tarihi: 02.08.2014, <http://ineteconomics.org/sites/inet.civicaactions.net/files/bakker.pdf>
- Ballabriga, F. (2014). Euro Zone crisis: Diagnosis and likely solutions. *ESADEgeo Position Paper*, 35.
- Bank of England (2013). *Financial stability report*, 33. Erişim Tarihi: 10.08.2014, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2013/fsrfull1306.pdf>
- Beker, V. A. (2014), The European debt crisis: Causes and consequences. *Journal of Stock&forex Trading*, 3(2), 1-9.

¹³ Nitekim De Grauwe & Ji (2013), konsolidasyonların piyasadaki paniği ve kamu borçlanma faizini azaltmak için yapıldığını belirtmiştir.

- Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, 73(3), 257-276.
- Bilkic, N., Carreras Painter, B., & Gries, T. (2013). Unsustainable sovereign debt-is the Euro Crisis only the tip of the iceberg. *International Economics and Economic Policy*, 10(1), 1-45.
- Brok, E., & Langen, W. (2012). Sustainable growth for Europe: The four crisis and a call for reform. *European View*, 11, 189-199.
- Cayla, D. (2013). European Debt Crisis: How a public debt restructuring can solve a private debt issue. *Journal of Economic Issues*, 47(2), 427-436.
- Cecchetti, S. G. (1992). Prices during the Great Depression: Was the deflation of 1930-32 really unanticipated? *The American Economic Review*, 82(1), 141-156.
- Chinn, M. D., & Frieden, J.A. (2012). The Eurozone in crisis: Origins and prospects. *La Folette School Working Paper*, 2010(1), 1-11.
- Chmelar, A. (2012). Household debt in Europe's periphery: The dangers of a prolonged recession. *ECRI Commentary*, 12.
- Corsetti, G. (2012). Has austerity gone too far? Erişim Tarihi: 12.08.2014, <http://www.voxeu.org/article/has-austerity-gone-too-far-new-vox-debate>
- De Grauwe, P. (2009). Keynes' saving paradox, Fisher's debt deflation and the banking crisis. Erişim Tarihi: 20.08.2014, http://www.econ-pol.unisi.it/didattica/macro_dalmazzo/DE%20GRAUWE%20Flow-Stock%20deflations.pdf
- De Grauwe, P., & Ji, Y. (2013). Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. Erişim Tarihi: 10.09.2014, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>
- Dimand, R. W. (1994). Irving Fisher's debt deflation theory of Great Depressions. *Review of Social Economy*, 52(1), 92-107.
- Dimand, R. W. (1997). Debt deflation theory. İçinde D. Grasner (Ed.), *Business Cycles and Depressions* (ss. 140-141). New York: Roudledge.
- Dombert, A. (2013). The European Sovereign Debt Crisis- past, present and future. Erişim Tarihi: 05.05.2014, <http://www.bis.org/review/r130827a.pdf>
- European Commission (2007). *Towards a common operational European definition of over-indebtedness. Handbook European Commission*. Brussels: European Commission. Erişim Tarihi: 06.10.2014, http://www.oee.fr/files/c13_1.pdf
- European Commission (2014). *European economic forecast. European economy 3/2014*, Erişim Tarihi: 08.08.2014, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/ee3_en.pdf
- Eurostat (2015). *National accounts*. Erişim Tarihi: 05.01.2015, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>
- Fackler, J. S., & Parker, R. E. (2005). Was debt deflation operative during the Great Depression? *Economic Inquiry*, 43(1), 67-78.
- Fisher, I. (1932). *Booms and depressions*. New York: Adelphi.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1, 337-357.

- Fondeville, N., Özdemir, E. & Ward, T. (2010). Over-indebtedness. New evidence from the EU-SILC special module. *European Commission Research Note*, 4.
- Gros, D., & Alcidi, C. (2013). Is debt deflation a risk? The trade-off between fiscal and competitiveness adjustments. *Centre for European Policy Studies*, 1-15.
- Groth, C., & Westaway, P. (2009). Deflation. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, 37-44.
- Guillén, A. (2009). Stages in the new debt deflation Fisher-Minsky crisis. Erişim Tarihi: 15.08.2014, http://cadtm.org/IMG/pdf/ponencia_bilbao_ingles_09.pdf
- Guttman, R. (2009). Asset bubbles, debt deflation, and global imbalances. *International Journal of Political Economy*, 38(2), 45-68.
- Hamilton, J. D. (1992). Was the debt deflation during the Great Depression anticipated? Evidence from the commodity futures market. *The American Economic Review*, 82(1), 157-178.
- Hudson, M. (2012). The road to debt deflation, debt peonage and neofeudalism. *Levy Economics Institute Working Paper*, 708.
- Illing, G. (2014). Should the euro area be concerned about deflation? *Intereconomics*, 3, 114-115.
- IMF. (2013). Euro Area policies. *IMF Country Report*, IMF Publishing, Washington, 13(231),
- IMF. (2014). Euro Area policies. *IMF Country Report*, IMF Publishing, Washington, 14(198),
- İnsel, A. (2015). AB ve Syriza el ense çekiyor. *Radikal Gazetesi*.
- King, M. (1994). Debt-deflation: Theory and evidence. *European Economic Review*, 38, 419-445.
- Lin, L., Tsomocos, D. P., & Vardoulakis, A. (2010). Debt deflation effects of monetary policy. Erişim Tarihi: 01.09.2014, <https://www.aeaweb.org/aea/2013conference/program/retrieve.php?pdfid=309>
- Maclucas, N. (2014). ECB/Nowotny: ECB sorunları tek başına çözemez. *The Wall Street Journal*. Erişim Tarihi: 25.09.2014, <http://www.wsj.com/tr/articles/SB10001424052970204892304580143332883387498>
- Meltzer, A. H. (1997). Comment on debt deflation: Theory and evidence. *Tepper Scholl of Business Research Showcase Paper*, 854.
- Mendoza, E. G. (2006). Lessons from the debt-deflation theory of sudden stops. *The American Economic Review*, 96(2). 411-416.
- Minsky, H. P. (1963). *Can 'It' happen again? Essays on instability and finance*. New York: M.E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1982). Debt deflation process in today's institutional environment. *Banca Nazionale Del Lavoro*, 143, 375-393.
- Prinz, A. & Beck, H. (2012). Fighting debt explosion in the European Sovereign Debt Crisis. *Intereconomics*, 3, 185-189
- Roche, D. (2014). Against the tide: Debt deflation in Europe? Erişim Tarihi: 15.08.2014, <http://www.euromoney.com/Article/3340792/Against-the-tide-Europe-deflates-time-for-QE.html>

- Sau, L. (2014). Debt deflation worries: A restatement. *CESMEP Working Papers*, 2, 2014.
- Shiller, R. J. (2011). Irving Fisher, debt deflation and crises. *Cowles Foundation Discussion Paper*, 1817.
- Silbertson, R. (2014). Euro-zone deflation: Making sure ‘it’ happens here? *Investec Asset Management*. Erişim Tarihi: 20.08.2014, <http://www.investecassetmanagement.com>
- Szczygielski, P. (2012). Examining the dynamics of European Debt Crisis: Projections and lessons learned for Portugal. *Contraditorio Policy Paper*, 11(15), 1-68.
- S&P. (2014). *2013 Annual global corporate default study and rating transitions*. Erişim Tarihi:25.08.2014,<http://www.maalot.co.il/publications/FTS20140324161422.pdf>
- Tichy, G. (2012). The Sovereign Debt Crisis: Causes and consequences. *Austrian Economic Quarterly*, 2, 95-107.
- Tobin, J. (1980). *Asset accumulation and economic activity: Reflections on contemporary macroeconomic theory*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ulusoy, A. (2006). *Devlet Borçlanması*. Trabzon: Üçyol Kitapevi.
- Volz, U. (2012). Lessons of the European Crisis for regional monetary and financial integration in East Asia. *ADB Working Papers*, 347. Erişim Tarihi: 20.10.2013,<http://www.adbi.org/files/2012.02.21.wp347.lessons.European.crisis.east.asia.pdf>,
- Von Peter, G. (2005). Debt-deflation: Concepts and a stylised model. *BIS Working Papers*, 176.
- Wolfson, M. H. (1996). Irving Fisher’s debt deflation theory: It’s relevance to current conditions. *Cambridge Journal of Economics*, 20, 315-333.
- Wolfson, M. H. (2002). Minsky’s theory of financial crisis in a global context. *Journal of Economic Issues*, XXXVI(2), 393-400.
- World Bank (2014). *Strengthening recovery in Central and Eastern Europe. EU11 Regular Economic Report*. Erişim Tarihi: 08.08.2014, <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Feature%20Story/ECA/eu11-regular-economic-report-july-2014.pdf>