

## 2007 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ: ANAAKIM KONJONKTÜR TEORLERİ Mİ AVUSTURYACI KONJONKTÜR TEORİSİ Mİ?

Ersan Bocutoğlu<sup>1</sup>  
Emre Bulut<sup>2</sup>

### ÖZ

Bu çalışmanın amacı 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasının açıklanmasında, anaakım dışı konjonktür teorilerinden Avusturyacı konjonktür teorisi ve Ortodoks Keynesçi, Ortodoks paracı, yeni klasik, reel ve yeni Keynesçi konjonktür teorilerinden oluşan anaakım konjonktür teorilerinin performanslarını karşılaştırmalı olarak analiz etmeye çalışmaktır. 2007 Küresel Finansal Krizinin izah edilmesinde anaakım konjonktür teorilerinin başarısız olduğu; krizin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmalarının, anaakım konjonktür teorilerinin geliştirdiği mekanizmalara uymadığı görülmektedir. 2007 Küresel Finansal Krizinin izah edilmesinde anaakım konjonktür teorilerinin başarısızlığı, anaakım dışı iktisadın geliştirdiği konjonktür teorilerine olan ilgiyi arttırmıştır. Anaakım dışı konjonktür teorileri içinde özellikle Post Keynesçi ve Avusturyacı Konjonktür Teorileri ön plana çıkmakla birlikte, Avusturyacı Konjonktür Teorisinin 2007 Küresel Finansal Krizinin izahına uygunluğu dikkat çekmektedir. Çalışmada, anaakım iktisat teorilerinin açıklamada başarısızlığa düştüğü 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasını açıklamada en uygun konjonktür teorisinin Avusturyacı okula ait olduğu sonucuna varılmıştır. Bu nedenle makro iktisadın anaakım konjonktür teorileri yanında, anaakım dışı konjonktür teorilerinin tecrübelerinden de istifade etmesi sağlanmalıdır.

*Anahtar Kelimeler:* Avusturyacı Konjonktür Teorisi, Anaakım Konjonktür Teorileri, 2007 Küresel Finansal Krizi

## 2007 GLOBAL FINANCIAL CRISIS: MAINSTREAM BUSINESS CYCLE THEORIES or AUSTRIAN BUSINESS CYCLE THEORY?

### ABSTRACT

The aim of this study is comparatively to try to analyze the performances of Austrian business cycle theory which belongs to non-mainstream business cycles theories and mainstream business cycles theories which consist of Orthodox Keynesian, Orthodox monetary, new classical, real and new Keynesian business cycle theories in explaining of the emergence and contagion mechanism of 2007 Global Financial Crisis. It is obvious that the mainstream business cycles theories have failed in explaining 2007 Global Financial Crisis and the emergence and contagion mechanisms of the crisis do not fit to the models developed by the mainstream business cycles theories. Business cycles theories developed by non-mainstream economic schools attracted most attention during the crisis due to the failure of the mainstream business cycles theories in explaining 2007 Global Financial Crisis. Although Post Keynesian and Austrian economics both became most popular during the crisis, the relevance of Austrian Business Cycles Theory to 2007 Global Financial Crisis has been admired in economic and financial circles. It is concluded that mainstream business cycles theories failed in explaining 2007 Global Financial Crisis and the most relevant business cycles theory to explain the emergence and contagion mechanisms of the crisis is Austrian Business Cycles Theory. Therefore it is suggested that macroeconomics would benefit not only from the experience of mainstream economics but also from those of non-mainstream paradigms.

*Keywords:* Austrian Business Cycle Theory, Mainstream Business Cycles Theories, 2007 Global Financial Crisis

Makale Geliş Tarihi: 20.12.2015

Makale Kabul Tarihi: 29.12.2015

<sup>1</sup>Prof. Dr., KTÜ İİBF İktisat Bölümü, ebocutoglu@ktu.edu.tr

<sup>2</sup>Yrd. Doç. Dr., KTÜ Turizm ve Otelcilik MYO, Otel, Lokanta ve İkrım Hizmetleri Bölümü, emre.bulut@ktu.edu.tr

## GİRİŞ

Konjonktür dalgalarının tarihine bakıldığında, iktisadi krizlerin 17. Yüzyıldan bugüne geniş bir zaman aralığına yayıldığı görülmektedir. John Maynard Keynes'ten itibaren ekonomide ortaya çıkan konjonktür dalgalarını anlamaya, açıklamaya ve öngörmeye odaklı çok sayıda konjonktür teorisi geliştirilmiştir. Klasik geleneğe bağlı makro iktisat okulları 'anaakım (Ortodoks) iktisat' başlığı altında toplanırken, bu geleneğe karşı olan okullar da 'anaakım dışı (Heterodoks) iktisat' olarak sınıflandırılmaktadır. Bu nedenle geliştirilen konjonktür teorileri izledikleri paradigma nedeniyle anaakım konjonktür teorileri ve anaakım dışı konjonktür teorileri olarak ikiye ayrılmaktadır.

2007 Küresel Finansal Krizine gelinceye kadar iktisadi analizde daima arka planda kalan anaakım dışı konjonktür teorileri, anaakım konjonktür teorilerinin mevcut krizin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasını açıklamada başarısız olmaları üzerine kendilerine gündemde yer bulabilmişlerdir. Anaakım dışı konjonktür teorilerinden Avusturyacı konjonktür teorisi, 2007 Küresel Finansal Krizinden ötürü dikkatleri üzerinde toplamıştır.

Bu çalışma konusunun seçilme nedeni, 1936 yılından beri çeşitli anaakım konjonktür teorileri geliştirilmiş olmasına rağmen, bunların 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasının açıklanmasında gösterdikleri başarısızlık nedeniyle anaakım dışı konjonktür teorilerinden hiç olmazsa birinin incelenmesi ihtiyacıdır.

Çalışmada karşılaştırmalı analiz yöntemi benimsenmiştir. Nitekim çalışmada Avusturyacı konjonktür teorisi ve anaakım konjonktür teorileri ele alınarak 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasının açıklanması konusunda Avusturyacı konjonktür teorisi ile anaakım konjonktür teorilerinin performansları karşılaştırılmaktadır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümde Avusturyacı konjonktür teorisine, ikinci bölümünde Ortodoks Keynesçi Konjonktür Teorisi, Ortodoks Paracı Konjonktür Teorisi, Yeni Klasik Konjonktür Teorisi, Reel Konjonktür Teorisi ve Yeni Keynesçi Konjonktür Teorisi'nden oluşan anaakım konjonktür teorilerine değinilmiştir. Üçüncü bölümünde 2007 Küresel Finansal Krizinin nedenleri genel itibariyle ele alınmıştır ve nihayet dördüncü bölümünde 2007 Küresel Finansal Krizinin anaakım ve Avusturyacı konjonktür teorileri açısından değerlendirilmesi incelenmektedir. Ulaşılan sonuçlar çalışmanın sonuç bölümünde özetlenmektedir.

### 1. AVUSTURYACI KONJONKTÜR TEORİSİ

Avusturyacı konjonktür teorisi (AKT), iki dünya savaşı arasındaki dönemde Avusturyacı Okul ekonomistleri Mises ve Hayek'in çalışmalarıyla oluşturulmuştur. Bununla birlikte, bir diğer Avusturyacı iktisatçı Roger W. Garrison bu iki düşünürün fikirlerinden etkilenerek, AKT'yi grafiksel bir gösterimle ortaya koymuştur. Nitekim Garrison "Time and Money (2001)" adlı eserinde sermaye tabanlı makro iktisat üzerinde

durmuş ve bu bağlamda Hayekçi üçgen yaklaşımına üretim olanakları eğrisi ve ödünç verilebilir fon piyasasını katmıştır.

Buradan hareketle, AKT'nin analiz edilebilmesi için Garrison'ın ifade ettiği sermaye tabanlı makro iktisadın değerlendirilmesi gerekmektedir. Sermaye tabanlı makro iktisat, birbirleriyle bağlantılı üç grafik ile ortaya konmaktadır. Bu grafiksel yapı uzun dönemli büyüme konularıyla, kaynak sağlanması ve teknolojideki değişimlerle, zamanlar arası tercih değişimleriyle, genişleme ve daralmalarla ilgili adımlarını başarıyla gerçekleştirir. Bu çerçevede, kaynakları zaman içerisinde dağıtan piyasa sürecinin değerlendirilmesine dair uygun bir esas sağlama niyetindedir (Garrison, 2001a: 35). Garrison sermaye tabanlı makro iktisat ile iktisadi dalgalanmaların açıklanmasında, Wicksell'in ödünç verilebilir fon piyasası, tipik üretim olanakları eğrisi ve Hayekçi üçgen olmak üzere üç bileşenden yararlanmaktadır.

Sermaye tabanlı makro iktisadın ilk bileşeni olan ödünç verilebilir fon piyasasına bakıldığında, hareket noktası Wicksell'in piyasa faiz oranı ve doğal faiz oranı arasında yaptığı ayırmadır. Bu iki faiz oranı arasında meydana gelen fark, Wicksell'in konjonktür teorisinin temelini oluşturmaktadır. Mises ve Hayek, Wicksell'in doğal faiz teorisini daha ileriye götürerek AKT'yi ortaya koymuşlardır.

Wicksell, doğal faiz oranını emtia fiyatları için yansız olan ve sermaye arz ve talebinin dengede olduğu ve paranın hiçbir suretle kullanılmadığı bir ekonomide ortaya çıkan bir oran olarak tanımlamaktadır (Formaini, 2004: 3). Doğal faiz oranı, mevcut tüketim ve gelecekteki yatırım arasında kaynak dağılımını yönlendiren bir orandır. Bununla birlikte, tasarruf ve yatırımı dengede tutarak, ekonominin sürdürülebilir bir büyüme trendine girmesine olanak sağlamaktadır (Garrison, 2006a: 58). Doğal faiz oranı, faizin uzun dönem denge seviyesi olarak görülebilir. Bu denge, ekonomik birimlerin zaman tercihleri tarafından belirlenir. Bu oran, bireylerin gelecekteki tüketimleri için bugünkü tüketimlerini değiştirmesini ifade eder. O halde denge; planlanan tasarruflarla, planlanan yatırımlar arasında kurulacaktır. Bu durumda doğal denge, yeni yaratılan sermayenin beklenen getirisine eşit olacaktır (Zijp, 1993'ten aktaran: Bocutoğlu ve Ekinci, 2009: 41). Doğal faiz oranı sabit değildir ve sürekli olarak dalgalanmaktadır. Doğal faiz oranının, genel itibarıyla üretimin verimliliğine, sabit ve likit mevcut sermaye miktarına, işgücü ve toprak arzına kısacası bir toplumun mevcut iktisadi konumunu belirleyen her şeye bağlı olduğu ifade edilebilir (Wicksell, 1898 [1936]: 106). Wicksell'e göre, piyasa faiz oranı, bankaların yürüttüğü kredi işlemleri sonucunda ortaya çıkan orandır (Formaini, 2004: 3). Piyasa faiz oranı, paranın bolluğuna veya kıtlığına bağlı olarak değişmektedir. Parasal otorite tarafından para arzının artırılmasıyla piyasada oluşan likitide bolluğu piyasa faiz oranını düşürürken, para arzının azaltılması neticesinde ortaya çıkan likitide kıtlığı piyasa faiz oranını yükseltmektedir (Wicksell, 1898 [1936]: 108).

İstikrarlı bir ekonomide, doğal faiz oranı ve piyasa faiz oranı, birbirleriyle tutarlı olma eğilimindedir. Eğer piyasa faizi doğal faizin altına düşerse, fiyatlar yükselir. Tam

tersi durumda, fiyatlar düşer (Wicksell, 1898 [1936]: 107). Piyasa faiz oranının doğal faiz oranından bu şekilde sapmasının nedeni, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarından kaynaklanmaktadır (Garrison, 2009a: 191).

Piyasa süreci, büyüme teorisinde yaygın olarak varsayıldığı gibi kendiliğinden çalışmaz ve Keynesçi tasarruf paradoksunun belirttiği üzere, kendiliğinden başarısızlığa uğramaz. Piyasa sürecinin çalıştığı veya başarısız olduğunun tanımlanması, sermaye tabanlı makro iktisadın ikinci unsuru olan üretim olanakları eğrisi tarafından gösterilen bakış açısını gerektirmektedir (Garrison, 2001a: 40).

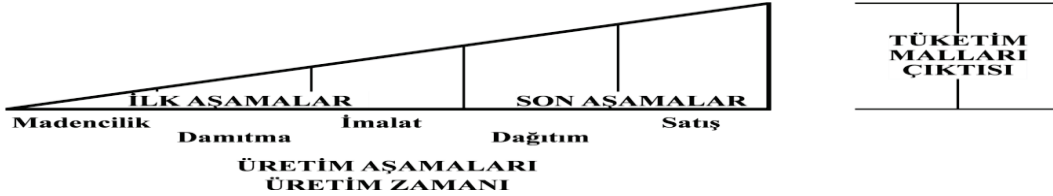
Üretim olanakları eğrisinin sermaye tabanlı makro iktisada uyumu, eksenlerinde tüketim ile yatırım arasındaki değiş-tokuşu göstermesiyle sağlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, sermaye tabanlı makro iktisadın önemli bir özelliği, zamanlararası tercihlerdeki değişikliklere karşılık olarak, üretim olanakları eğrisi boyunca hareketlere imkan tanımasıdır (Garrison, 2001a: 40). Avusturyacı teorisinin başlıca odak noktası, bu hareketlere olanak sağlayan piyasa mekanizması ve bu piyasa mekanizmasının bozulmasına yol açan politika eylemleri üzerinedir (Garrison, 2005: 495).

Üretim olanakları eğrisi üzerindeki bir noktada, ekonomi tam istihdamdadır. Öte yandan, ekonomi üretim olanakları eğrisi içerisinde bir noktada faaliyette bulunuyorsa, maksimum çıktı üretilemez. Zira bu durumda kaynakların tamamı etkin şekilde kullanılmamıştır. Bu durumun etkisiyle, ekonomide tam istihdam düzeyi sağlanamaz ve üretim düzeyi düşer. Tam istihdam, ekonomide doğal işsizlik oranının geçerli olduğu durumu ifade etmektedir. Eğer piyasa kararları genişletici politika uygulamaları neticesinde bozulursa, işsizlik oranı doğal oranın altına düşer ve ekonomi geçici olarak üretim olanakları eğrisinin dışındaki bir noktaya savrulur. Bu noktada, ekonomide sürdürülemeyen bir çıktı seviyesi söz konusudur (Garrison, 2008: 398). Bununla birlikte buradaki yatırım, eskiden ve aşırı yatırımların yenilenmesi için yapılan harcamaları da içeren, gayri safi terimi ile ölçülmektedir. Üretim olanakları eğrisi analizinde dikey eksen, Hayekçi üçgenin dik kenarının temsil ettiği son aşama çıktısı ile tutarlı olan, tüketim mallarını (C) göstermektedir. Yatay eksen ise, gayri safi yatırımı (I) göstermektedir. Ekonomi eğri üzerindeki bir noktadayken sermayenin aşınma payı, gayri safi yatırımla eşit seviyede gerçekleşir ve net yatırımın veya büyümenin olmadığı durağan bir ekonomi söz konusu olur. Sermayenin aşınma payı gayri safi yatırımdan az olursa, ekonomi pozitif büyüme oranı sağlar ve üretim olanakları eğrisi dönemden döneme dışı doğru genişler. Gayri safi yatırım, aşınma payının altına düşerse, ekonomik gerileme söz konusu olur ve üretim olanakları eğrisi, dönemden döneme içe doğru kayar (Garrison, 2005: 494).

Üretim olanakları eğrisi boyunca, eğrinin ötesine ve eğrinin içine yönelik hareket yapıları, sermaye tabanlı makro iktisadın üçüncü unsuru olan üretimin zamanlararası yapısının (Hayekçi üçgenin) açıklanmasını gerektirmektedir (Garrison, 2001a: 45).

Hayek, üretim sürecini zaman boyutuna sahip bir girdi fonksiyonu olarak düşünmektedir. Bu durumda, belirli bir dönem içerisinde sürekli şekilde girdi tahsis

edilmesi neticesinde söz konusu dönemin sonunda elde edilen nihai çıktıyı ifade eden bir “sürekli girdi-nokta çıktı” anlayışı ortaya çıkmaktadır (Hayek, 1941 [2009]: 66). Bu bağlamda, Hayek, ekonominin üretim faaliyetlerini girdi sırası ve bir nokta çıktı şeklinde modellemiştir. Sıradaki her unsur, bir üretim aşaması olarak belirlenmiştir (Garrison, 2001a: 46). Hayekçi üçgen, sermaye yapısının iki boyuta sahip olduğunu ifade etmektedir. Birinci boyut, parasal terimlerle açıklanabilen değer boyutudur. İkinci boyut ise, işgücü ve doğal kaynaklar gibi orijinal üretim araçlarının kullanımı ve onlarla ilişkilendirilen tüketim malları üretiminin arasında geçen zamanı ifade eden zaman boyutudur (Garrison, 1978: 169). Buradan hareketle, Şekil 1’de gösterilen Hayekçi üçgenin dikey eksenini tüketim malı çıktısının değerini temsil etmekteyken, yatay eksen üretim sürecini nitelendiren zaman boyutunu göstermektedir (Garrison, 1994a: 110).



Şekil 1: Hayekçi Üçgende Değer Boyutu, Zaman Boyutu ve Üretim Aşamaları

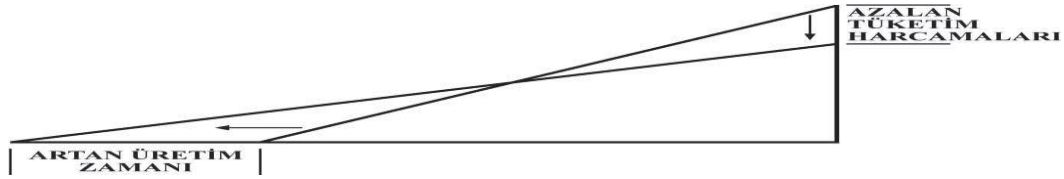
**Kaynak:** Garrison, 2001a: 47

Hayekçi üçgenin yatay ekseninin ifade ettiği zaman boyutu, Şekil 1’de beş üretim aşamasına bölünmüştür ve bir aşamanın çıktısı bir sonraki aşamada girdi olarak kullanılmaktadır (Garrison, 2002: s.y.). Bu aşamalar incelendiğinde satış faaliyetleri, nihai ürüne yakın durumdayken, madencilik faaliyetlerinin ise, nihai ürün olarak ortaya çıkacak olan tüketim mallarından uzakta bulunduğu görülmektedir (Garrison, 2001a: 47). Hayekçi üçgenin yatay ekseninde bulunan zaman boyutunun iki yorumu bulunmaktadır. İlki, üretim sürecinin başından sonuna kadar, üretim sürecindeki malların zaman vasıtasıyla hareketlerini göstermektedir. İkincisi, gelecekteki farklı noktalardaki tüketimi hedefleyen, her biri şu an var olan farklı üretim aşamalarını temsil etmektedir. İkinci yorum sermaye tabanlı makro iktisadın bağlantılarının daha açık bir şekilde gösterilmesine olanak sağlamaktadır. Şekil 1’deki yatay eksenin üretim zamanı ve üretim aşamaları şeklinde adlandırılması çifte yoruma işaret etmektedir: Birincisi, üretim zamanı, zaman alıcı bir sürece işaret etmektedir; ikincisi ise üretim aşamaları, mevcut sermayenin yapısını göstermektedir (Garrison, 2001a: 47).

Üretim süreci, girdileri tüketilebilir üretime dönüştüren birbirini takip eden faaliyetleri kapsamaktadır. Tesis, araç-gereç, makine, hammadde gibi çeşitli biçimlerdeki sermaye; Şekil 1’de üretim zamanı eksenine benzer biçimde üretimin değişik kademelerinde kullanılmaktadır. Girişimciler, sermaye mallarını kendileri için en uygun biçimde birleştirerek üretimde bulunmaktadırlar (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009: 47). Girişimciler üretim planlarını gerçekleştirmek veya değiştirmek için kaynakları elde etmeye çalıştıklarından birbirlerini etkilemektedirler. Avusturyacı modele göre,

girişimcilerin elindeki sermayenin yapısı, yani üretim sürecinin her bir kademesinde kullanılan heterojen sermayenin bileşimi, sermaye stokunun sabit olduğu yönündeki alışılmış varsayımın aksine, bir değişken olarak görülmektedir fakat sermaye stokundaki bu değişim anında ve maliyetsiz bir süreç olmamaktadır (Garrison, 1978: 168).

Hayekçi üçgenin şeklinde zaman içerisinde değişiklikler gerçekleşebilmektedir. Üçgenin şeklindeki değişimin temelinde toplam üretimle ilgili tercihlerin değişmesi bulunmaktadır. Tüketicilerin daha fazla gelecek yönlü olmaya başladıkları varsayıldığında, zaman tercihleri düşecektir. Bunun anlamı, cari tüketim için olan talebin azalması ve bir şey için tasarruf yap yaklaşımının yükselmesidir. Piyasa kanalıyla girişimcilerin eline geçen tasarruflar, ilk üretim aşamalarında üretim faktörlerine olan talebi artıracaktır ve son üretim aşamalarındaki üretim faktörleri ilk üretim aşamalarına kaydırılacaktır. Yeni durumda, yani sermayenin yeniden yapılandırılması tamamlandığında Hayekçi üçgenin tüketim harcamaları kenarı kısılarırken, üretim zamanı kenarı uzayacaktır ve üretim daha dolambaçlı bir yapıya kavuşacak ve üçgenin hipotenüsünün eğimi azalacaktır. Diğer bir ifadeyle, Şekil 2’de görüldüğü üzere, Hayekçi üçgenin şekli değişecektir. Hipotenüsün eğimi ve piyasayı dengeye getiren faiz oranı aynı yönde hareket ettiğinden bu yeni durum, daha düşük zaman tercihiyle uyumlu olarak daha düşük bir faiz oranını yansıtacaktır (Garrison, 1994a: 111-112).

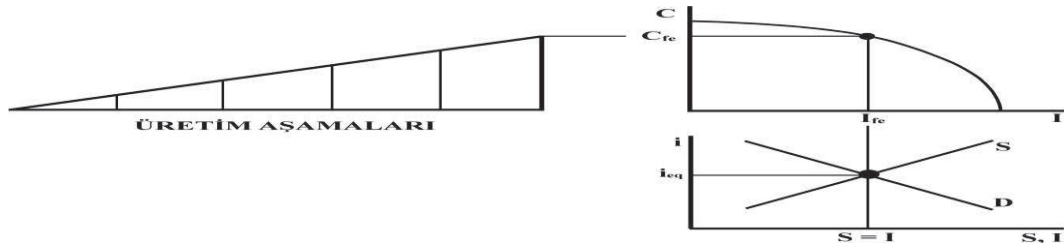


Şekil 2: Hayekçi Üçgenin Şeklinin Değişmesi

**Kaynak:** Garrison, 1994a: 112

İnsanların bugünkü tüketim ve gelecekteki tüketimleri arasındaki tercihlerini yansıtan faiz oranı, sermaye oluşumunu yönlendirmektedir ve sürdürülebilir büyümeye olanak sağlamaktadır. Bununla birlikte, merkez bankası politikalarıyla değişen faiz oranı, sermayeyi yanlış yönlendirerek sürdürülemez bir büyümeyi ve sonrasındaki daralma dönemini ortaya çıkartmaktadır (Garrison, 2009b: 11). Nitekim yeni paranın kredi piyasaları vasıtasıyla ekonomiye girmesi, faiz oranı düşürerek kaynakların zamanlararası yanlış dağılımına neden olur. Zaman alıcı üretim yapısına uygun sermaye malları, mevcut yapıya daha fazla uyumlu olan sermaye malları pahasına üretilir. Kredi kaynaklı sermayenin yeniden yapılandırılması, iktisadi faaliyetlerde bir artış meydana getirir. Fakat zamanın geçmesiyle, hala tamamlanmayan sermayenin yeniden yapılandırılmasının mevcut kaynaklarla tutarsız olduğu ortaya çıkar. Yeni fark edilen yetersizlikler, serbest kaynakların artan fiyatlarına ve kredi talebindeki artışa yansıtılır. Bu artan maliyetler, yanlış dağıtılan sermayenin bırakılmasını gerektirir. Bu durumun etkisiyle, vazgeçilen sermayenin tamamlayıcısı konumda olan işgücü, işini kaybeder (Garrison, 1986: 438-439).

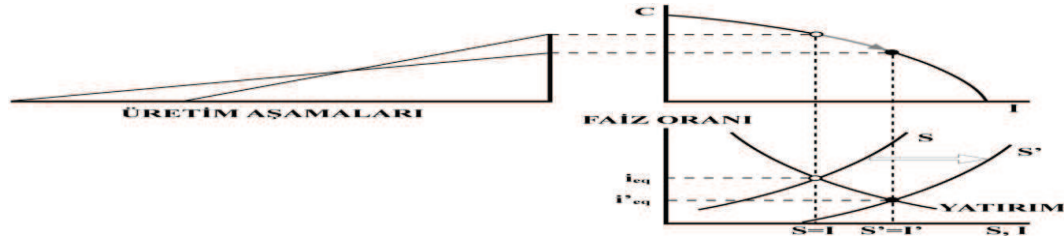
Sermaye tabanlı makro iktisadın bileşenlerine değindikten sonra, sermaye tabanlı makroekonomik çerçevenin gösterime geçilebilir. Bu unsurlar, Şekil 3'te bir araya getirilmiştir. Ekonomi üretim olanakları eğrisi üzerinde tam istihdam düzeyinde bulunmaktadır. Böyle bir durumda, gayri safi yatırıma ( $I_{fe}$ ) ayrılan kaynaklar, sermayenin aşınma payını dengelemek için yeterlidir. Bununla birlikte gelir sahipleri  $C_{fe}$  kadar tüketmeye ve gayri safi yatırımları finanse etmeye yetecek miktarda tasarruf yapmaya devam etmektedirler. Eğri üzerindeki konum,  $i_{eq}$  faiz oranı piyasa katılımcılarının tasarruf tercihlerini yansıttığından, ödünç verilebilir fon piyasası tarafından belirlenmektedir. Uygun tüketim tercihleri, Hayekçi üçgenin son üretim aşamasındaki çıktıyla bağdaşmaktadır (Garrison, 2005: 497).



Şekil 3: Sermaye Tabanlı Makroekonomik Çerçeve

Kaynak: Garrison, 2001a: 50

Zaman tercihinin azalmasına paralel olarak, gelecekteki tüketimi yükseltmek için artan tasarruflar, faiz oranını azaltır ve Hayekçi üçgenin şeklinde ve aynı zamanda boyutunda bir değişikliğin ortaya çıkmasına olanak sağlar (Garrison, 2005: 497).



Şekil 4: Tasarruf Kaynaklı İktisadi Büyüme

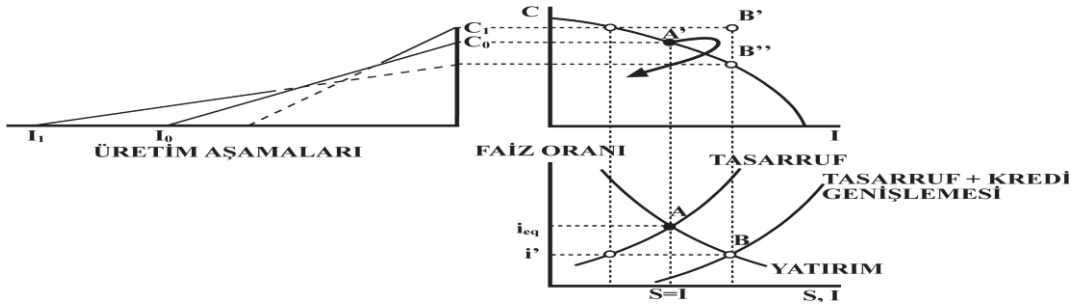
Kaynak: Garrison, 2005: 498

Tasarruf seviyelerindeki yükseliş, tüketimde kalıcı bir azalma ortaya çıkarmadan gelecekteki tüketim talebini artırarak, sermayenin yeninden yapılandırılmasına imkan tanır. Tasarruf artışı, Şekil 4'te ödünç verilebilir fon arzının sağa doğru kayması ( $S$  konumundan  $S'$  konumuna) şeklinde gösterilmiştir. Bu durumun etkisiyle doğal faiz oranı,  $i_{eq}$  seviyesinden  $i'_{eq}$  seviyesine düşer. Ödünç alma maliyetinin azalması, ilk üretim aşaması faaliyetlerini daha karlı hale getirerek iş çevresini, yatırım faaliyetlerini genişletmek için harekete geçirir ve kaynaklar orta ve nispeten son üretim aşamalarından ilk aşamalara aktarılır ve üretim süreci uzayarak Hayekçi üçgenin hipotenüsün eğimi

azalır. Artan tasarruf elbette ki, azalan tüketim anlamına gelmektedir. Fakat azalan tüketim, ekonominin üretim olanakları eğrisi üzerinde kalmasına olanak sağlayarak, artan yatırım tarafından dengelenmektedir. Yükselen yatırım doğrultusunda, eğri boyunca içi boş noktadan içi dolu noktaya doğru bir hareket gerçekleşir ve bu hareket zamanlararası tercihlerdeki varsayılan değişimle birbirini tutmaktadır (Garrison, 2005: 498).

AKT, sürdürülemeyen konjonktürel genişleme dönemine değinen bir teoridir. En geniş anlamda AKT, merkez bankasının yapay iktisadi genişlemeyi başlatacağını ifade etmektedir. Merkez bankası politikaları neticesinde ortaya çıkan parasal kaynaklı genişleme, faiz oranının doğal oranın altında belirlenmesiyle aşağıda değinileceği üzere iktisadi çöküşün tohumlarını ekmektedir. Yani, konjonktürel daralma dönemi, sürdürülemeyen konjonktürel genişleme dönemini takip etmektedir (Garrison, 1989: 7).

Şekil 5 AKT bağlamında, parasal otoritenin uyguladığı kredi genişlemesinin ekonomiyi etkileme mekanizmasını göstermektedir. Burada ekonomi, ödünç verilebilir fon arzı ve ödünç verilebilir fon talebinin kesiştiği A noktasında  $i_{eq}$  faiz oranı seviyesinde ve üretim olanakları eğrisi üzerindeki A' noktasında dengede bulunmaktadır. Ödünç verilebilir fon arzı, hem gelir sahiplerinin tasarrufları hem de merkez bankalarının kullanıma sunduğu fonlardan oluşmaktadır. Yeni paranın merkez bankaları vasıtasıyla ekonomiye girmesi, ödünç verilebilir fon arzını sağa kaydırır ve denge B noktasında kurulur. Bu noktada, piyasa faiz oranı doğal faiz oranının altına düşerek  $i'$  seviyesine gelir. Bu faiz oranı seviyesi, tasarruf sahiplerini daha az tasarruf etmeye, buna karşın yatırımcıları yapay ucuz kredi maliyetlerinden dolayı daha fazla yatırım yapmaya yönelten yapay düşük faiz oranıdır. Görüldüğü üzere, kredi genişlemesinin en önemli sonucu yatırımların artmasına karşın, tasarrufların azalması yani tüketimin yükselmesidir.



Şekil 5: Avusturyacı Konjonktür Teorisinin Grafiksel Gösterimi

Kaynak: Garrison, 2005: 505

Tüketiciler azalan tasarruflar doğrultusunda daha fazla tüketim harcamasında bulunurken, yatırımcılar ucuz kredi olanaklarının belirmesiyle daha fazla yatırım gerçekleştireceklerdir. Bu iki zıt etki sonucunda, ekonomideki emek dahil tüm kaynakların kullanımında artış meydana gelecek ve ekonomi, kuzey-doğu yönünde üretim olanakları eğrisinin dışına doğru savrulacaktır (B' noktası). Üretim olanakları



eğrisi, tüketim ve yatırımın sürdürülebilir kombinasyonları olarak tanımlandığı sürece ekonomi tam istihdam denge seviyesinin ötesine geçebilecektir. Fakat bu durum süreklilik taşımayacaktır (Garrison, 2001a: 70). Ekonominin üretim olanakları eğrisinin dışına çıkmasına neden olan yatırımcılar ve tüketicilerin davranışları, Hayekçi üçgenin hipotenüsünün iki ucuna baskı yapar. Yapay düşük faiz oranının ortaya çıkardığı ucuz kredi koşulları yatırım fonlarına erişimleri kolaylaştırarak, üretim sürecinin ilk aşamalarında etkili olan zaman tasarrufu etkisiyle yatırımcıları nispeten daha cazip olan uzun dönemli projelere yönlendirir (Şekil 5'te hipotenüsün  $I_0$ 'dan  $I_1$ 'e genişlemesi) ve yatırım yapılan alanda fiyatlar yükselmeye başlar. Bu durumun etkisiyle, zamanlararası tüketici tercihleriyle tutarsız bir şekilde bazı kaynaklar, üretimin orta ve nispeten son aşamalarından ilk aşamalarına kaydırılır ve üretim süreci uzayarak Hayekçi üçgenin hipotenüsün eğimi azalır. Üretimin ilk aşamalarındaki üretim faktörlerine yönelik artan bu talep, kaynak kısıtlamalarından ve tüketim mallarına yönelik talep baskısından dolayı eninde sonunda azalır (Garrison, 2004: 324). Nitekim gelir sahipleri aynı esnada, faiz oranlarında meydana gelen azalışla birlikte tasarruftan vazgeçerek daha fazla tüketim yapmaktadır. Tüketim harcamalarındaki artış (Şekil 5'te hipotenüsün  $C_0$ 'dan  $C_1$ 'e genişlemesi), üretim sürecinin son aşamalarında etkili olan bağlı talep etkisiyle kaynakların üretimin ilk aşamalarından son aşamalarına doğru yeniden dağılımını teşvik eder ve dolayısıyla üretim süreci kısalarak Hayekçi üçgenin hipotenüsün eğimi artar. Esasında, Hayekçi üçgen Şekil 5'te görüldüğü üzere ucuz kredi ve güçlü tüketim talebi vasıtasıyla bu iki amaç doğrultusunda ortadan içe doğru çekilmektedir. Bu durumların etkisiyle, Mises'in genişleme döneminin ana özelliği olduğunu belirttiği yanlış yatırım ve aşırı tüketim yani yapay genişleme durumu ortaya çıkar (Garrison, 2005: 507).

Üretimin zamanlararası yapısındaki değişimler kendi kendilerini engellediğinden bu genişleme dönemi sürdürülemez. Kaynak kıtlıkları ve yüksek mevcut tüketim talebi, genişleme aşamasını eninde sonunda daralma aşamasına döndürecek (Garrison, 2001a: 72). Nitekim girişimciler bir süre sonra faktör maliyetleri ve faiz oranlarının kısıtlayıcı etkisiyle karşılaşılır. Üretimin orta ve son aşamalarından kendi üretimleri için çekebilecekleri üretim faktörlerine, yüksek tüketim harcamaları nedeniyle de talep olması; üretim faktörlerinden kaynaklanan maliyetleri yükseltecektir (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009: 50). Ayrıca, dengesiz şekilde yapılan borçlanmalar, faiz oranı üzerinde yukarı yönlü baskı yapacaktır (Garrison, 1994a: 118). Böylelikle, üretim sürecinin sürdürülemez olarak bazı yatırım projelerinin bırakılması veya ertelenmesi yani yanlış yatırım durumu ortaya çıkacaktır. Avusturyacılar göre sermaye heterojen nitelikte olduğundan bir yerden başka bir yere kolay bir şekilde kaydırılmaz. Bu durumdan dolayı, işgücü ve diğer kaynakların bir kısmının değeri azalacak, bir kısmı ise istihdam dışı kalacak, gelirler ve harcamalar doğrudan ve olumsuz şekilde etkilenecektir. Bu durumların etkisiyle sürdürülemeyen yüksek çıktı dönemi ve konjonktürel genişleme, ekonomi üretim olanakları eğrisi doğrultusunda geri geleceğinden dolayı sona erer. Ekonomi eğri üzerindeki eski konumuna basit bir şekilde geri gidemez. Aşırı üretim dönemi esnasında, yatırım kararları yapay düşük faiz oranı aracılığıyla uzun dönemli

yatırım projelerinin üstlenilmesiyle verilmiştir. Bu sebeple, üretim olanakları eğrisindeki yeni bileşim (B'' noktası), daha fazla yatırım ve daha az tüketim şeklinde gerçekleşecektir (Garrison, 2001a: 73).

Şekil 4 ve Şekil 5 arasındaki fark, tasarruf ve yatırım arasındaki ilişki açısındandır. Avusturyacı okul, sürdürülebilir iktisadi büyüme ve sürdürülemez genişleme dönemi arasında bir ayrım yapmaktadır (Garrison, 1999: 597). Zaman tercihinin düşmesiyle gerçekleşen tasarruflardaki artış neticesinde faiz oranlarının azalması sürdürülebilir büyümeye (Şekil 4) olanak sağlamaktayken, merkez bankalarının uyguladığı genişletici politikalarının neden olduğu faiz oranlarındaki yapay azalış sürdürülemez büyümeyi (Şekil 5) nitelendirmektedir (Garrison, 2006b: 9). Şekil 4'te yatırım, tasarruftaki artışla eşleşmek için artmaktadır. Tasarruflardaki yükseliş, ekonominin iktisadi büyüme hızında bir artışa olanak sağlar ve ekonomiyi üretim olanakları eğrisi boyunca hareket ettirir. Zira zaman tercihinin dayalı faiz oranı tarafından sürdürülen piyasa ekonomisinde, üreticiler istenen tüketim yapısı ile uyumlu şekilde, kaynakları son aşamalardan ilk aşamalara ve ilk aşamalardan son aşamalara doğru dağıtırlar. Bu durum, mevcut tüketim ve iktisadi büyüme arasındaki doğru dengeyi sürdürecektir. Bununla birlikte, Şekil 5'te bu iki büyüklük zıt yönlerde hareket etmektedir. Burada sürdürülemeyen büyüme durumu söz konusudur. Zira yeni yaratılan para ile ödünç verilebilir fon arzının artması dolayısıyla ortaya çıkan yapay düşük piyasa faiz oranı, tasarruf ve yatırımın arasını açmaktadır (Garrison, 2001b: s.y.). Zamanlararası tercihlerde bir değişiklik olmazsa, faiz oranı düştüğünden dolayı tasarruf miktarı azalır. Öte yandan, düşük faiz oranlarının yönlendirdiği yatırım harcamaları artar ve daha önemlisi genişleme devam ettiğinden, düşük faiz oranları sermayeyi nispeten zaman alıcı üretim sürecinin içine çeker ve yatırım projeleri uzun dönemli hale gelir. İş çevresinin yatırım kararları ve tüketicilerin zaman tercihleri arasında ortaya çıkan ve merkez bankası politikalarına atfedilen ekonomi genelindeki bu tutarsızlıklar, daralma dönemini kaçınılmaz kılar (Garrison, 1994b: 9).

## 2. ANAAKIM KONJONKTÜR TEORİLERİ

Bu başlıkta anaakım konjonktür teorileri adı altında Ortodoks Keynesçi konjonktür teorisi, Ortodoks paracı konjonktür teorisi, yeni klasik konjonktür teorisi, reel konjonktür teorisi ve yeni Keynesçi konjonktür teorileri hakkında genel bilgiler verilecektir (Bulut, 2015: 121-158).

### 2.1. Ortodoks Keynesçi Konjonktür Teorisi

Ortodoks Keynesçi konjonktür teorisine göre, beklentilerdeki belirsizliklerin neden olduğu yatırımların gelecekteki beklenen karlılığındaki yani sermayenin marjinal etkinliğindeki dalgalanmalar, girişimcilerin yatırım harcamalarını etki altına alarak toplam talepte dalgalanmalara neden olmaktadır. Toplam talepteki bu hareketler, üretim ve istihdam seviyelerinde değişimlerin meydana gelmesine yani konjonktürel dalgalanmaların ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Örneğin, geleceğe dair beklentilerin olumlu yönde değişmesinden dolayı girişimcilerin gelecekle ilgili güven içerisinde

olmaları yani, sermayenin marjinal etkinliğinde bir artış yaşanması, yatırım harcamalarını arttırmalarına, çarpan etkisiyle toplam talebin ve dolayısıyla üretim ve istihdam seviyelerinin yükselmesine neden olarak konjonktürel bir genişlemenin oluşmasına imkan sağlayabilir.

## 2.2. Ortodoks Paracı Konjonktür Teorisi

Ortodoks paracı konjonktür teorisine göre, para arzında meydana gelen değişimler ekonomide konjonktürel dalgalanmaları ortaya çıkartmaktadır. Nitekim para arzı artışıyla ortaya çıkan toplam talep fazlası, mal piyasasında fiyatlar genel seviyesini ve işgücü piyasasında parasal ücretleri yükseltecektir. Enflasyon beklentileri bulunmadığından durumun değişmediğini farz eden işçiler, parasal ücretlerindeki bu artışı reel ücretlerindeki bir artış sanacaklardır. Bu durumda para yanılması olgusu içine düşecekler ve işgücü arzını artıracaklardır. Böylece üretim ve istihdam seviyeleri yükselecektir. Ancak işçiler reel ücret artışının söz konusu olmadığını yani para yanılmasına uğradıklarının farkına vardıklarında, enflasyon beklentilerini yükseltecekler ve firmalardan parasal ücretlerine beklenen enflasyon oranında zam yapmalarını isteyecekler ve böylelikle parasal ücretlerini artıracaklardır. Bu durumda, reel ücretler yükseleceğinden firmalar aldıkları işçilerin işine son verecekler ve üretim ve istihdam seviyelerinde bir azalış ortaya çıkacaktır.

## 2.3. Yeni Klasik Konjonktür Teorisi

Yeni klasik konjonktür teorisine göre, konjonktürel dalgalanmalar merkez bankalarının beklenmeyen para politikaları neticesinde ortaya çıkmaktadır. Nitekim merkez bankasının kamuoyuna duyurmadığı bir genişletici para politikası fiyatlar genel seviyesinde artışa yol açar. Firmalar ve işçiler, söz konusu genel fiyat artışını kendi ürettikleri malların nispi fiyatlarında bir artış olarak görürler. Yani sinyal algılama sorunuyla yüz yüze gelirler ve firmalar üretimlerini artırırken işçiler de işgücü arzını yükseltirler. Bu durumda, üretim ve istihdam seviyelerinde geçici bir artış meydana gelir. Firmalar ve işçiler, ürettikleri malların nispi fiyatlarında herhangi bir artış olmadığını anladıkları anda, yani yakalandıkları sinyal algılama sorunu ortadan kalkar kalmaz firmalar üretimlerini ve işçiler de işgücü arzını düşürürler ve üretim ve istihdam seviyeleri azalır.

## 2.4. Reel Konjonktür Teorisi

Reel konjonktür teorisi, teknoloji seviyesindeki değişimlerin ekonomideki konjonktürel hareketleri ortaya çıkardığını ifade etmektedir. Örneğin, pozitif bir teknolojik şok yaşandığında, reel toplam talep sabitken reel toplam arzın artmasıyla reel faiz oranı azalır. Reel faiz oranının azalması, faizden düşük kazanç elde edilmesine neden olur ve emeğin zamanlararası ikamesi hipotezine göre daha az çalışmak istenir ve işgücü arzı düşer. Bununla birlikte, pozitif teknolojik şokun ortaya çıkardığı işgücü verimliliğindeki artış, işverenlerin verimli işçi çalıştırmak istemesinden dolayı işgücü talebini yükseltir. Bu durumun etkisiyle reel ücretler artar ve emeğin zamanlararası

ikamesi hipotezine göre daha fazla çalışılmak istenir. İşgücü talebindeki artış, işgücü arzındaki azalıştan daha fazla olduğu için üretim ve istihdam seviyesi yükselir. Üretim seviyesindeki artış, pozitif teknolojik şokun geçici mi yoksa sürekli mi olduğuna göre değişir. Teknolojik şok geçiciyse, şokun doğurduğu servet etkisi küçük olacaktır ve reel toplam talep reel toplam arza göre daha az artacaktır. Bu durumda üretim seviyesinde az bir artış meydana gelecektir. Buna karşılık, teknolojik şok sürekliyse şokun doğurduğu servet etkisi daha fazla olacaktır ve reel toplam talepteki yükseliş reel toplam arzdaki yükselişe eşit olacaktır ve üretim seviyesinde daha fazla bir artış ortaya çıkacaktır. Bununla birlikte, reel konjonktür teorisine göre, hammadde fiyatlarındaki reel değişimler de konjonktürel dalgalanmalara neden olabilir. Örneğin enflasyon veri iken ham petrol fiyatlarının artması, firmaların üretim maliyetlerini yükselterek, kar oranlarını azaltır. Bu durumun etkisiyle üretim ve istihdam seviyelerinde azalışlar gerçekleşir.

### 2.5. Yeni Keynesçi Konjonktür Teorisi

Yeni Keynesçi konjonktür teorisine göre ekonomideki parasal ücret ve fiyat katılıkları, üretim ve istihdam seviyelerinde dalgalanmalara yol açarak konjonktürel hareketleri ortaya çıkartmaktadır. Nitekim merkez bankasının para arzını kısıması durumunda toplam talepte bir azalış gerçekleşir. Menü maliyetler fiyat katılığını ve toplu sözleşmeler de ücret katılığını ortaya çıkardığından, toplam talepteki bu düşüş üretim seviyesinin azalmasına neden olur. Bu durumda firmalar işgücü taleplerini kısarlar ve istihdam hacmi düşer. Fakat yeni Keynesçi kısa dönem toplam arz eğrisi katı fiyat seviyesinde sonsuz esnek olduğundan, bu katı fiyat seviyesinden sınırsız mal arz edilebilir. Bu durum parasal fiyatlar ve ücretler üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturur ve üretim seviyesi yükselir. Üretimin artması firmaların işgücü taleplerini arttırmalarına neden olarak istihdam hacminin yükselmesini sağlar.

### 3. 2007 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN NEDENLERİ

Burada ABD finansal hizmetler endüstrisinde ortaya çıkan, küresel ölçekte yaygınlık kazanan ve Büyük Buhrandan beri yaşanan en büyük finansal kriz olma özelliği taşıyan 2007 Küresel Finansal Krizinin nedenleri genel hatlarıyla açıklanacaktır.

1929 Büyük Buhranı esnasında, finansal sisteme getirilmiş olan regülasyonlar, 1980 yılından itibaren ya hafifletilmiş ya da kaldırılmıştır. Bunlardan en dikkat çeken ise, 1933 yılında çıkarılan Glass-Steagall Yasası'dır. Bu yasa, mevduat toplayıp kredi veren ticari bankalar ile menkul değer alan, satan, halka arza aracılık yapan yatırım bankaları arasına bir güvenlik duvarı örmüştü (Roubini ve Mihm, 2012: 82). Söz konusu yasa, ABD'de deregülasyonların artırılmasıyla zaman içerisinde defalarca kez ihlal edildi. Zira ticaret bankaları-yatırım bankaları ayrımı ortadan kalktı ve ticaret bankaları menkul değer ticareti yapmaya başlarken yatırım bankaları da kredi vermeye başladı.

Clinton yönetimi mevduat kuruluşları ve ipotek bankalarına kredi standartlarını düşürmeleri ve ödeme gerekliliklerini azaltmaları yönünde baskı uygulamıştı. Bu politikalar, Bush yönetiminde de sürdürüldü (Saxton, 2010: 100). Öte yandan, 1997 yılına

kadar evlerini aldıkları fiyattan daha fazla bir fiyata satan insanların, farklı oranlarda vergi ödemeleri gerekiyordu. 1997 yılında, ABD Kongresi bu kazançların çoğu üzerinden alınan vergileri kaldırdı. (Kliman, 2011: 29). Bununla birlikte, ipotek faizleri ve emlak vergilerinde indirilme gidilmesi doğrultusunda federal politikalar uygulandı (Carliner, 1998: 301). Ayrıca, hükümet tarafından çeşitli programlar yürürlüğe konularak ödeme yardımları yapıldı ve düşük gelir sahiplerinin ipotekli konut kredilerini alabilmelerine yardım etmek için eğitimler düzenlendi (The Swedish National Audit Office, 2010: 26). Bütün bu düzenlemeler konut sahibi olunmasını daha ucuz ve zahmetsiz hale getirdi.

Menkul kıymetleştirme çerçevesinde sözleşmeye bağlı vadesi henüz gelmemiş ipotekli konut kredisi, araç kredisi, kredi kartı borcu ve benzeri çeşitli hanehalkı borçlarının bir havuzda toplanarak menkul değer olarak satılması yaygın bir uygulama haline geldi (Roubini ve Mihm, 2012: 41). Bu sistem sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar şimdi bir havuzda toplanıp, piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüşebiliyordu. Bu menkul kıymetlere ipoteğe/varlığa dayalı menkul kıymetler adı veriliyordu (Bocutoğlu, 2014: 92). Menkul kıymetleştirme, 1990'lar ve 2000'lerde giderek daha olağan bir hale geldikçe birçok kurum ipoteğe dayalı menkul kıymet işine soyundu (Roubini ve Mihm, 2012: 73).

Menkul kıymetleştirme doğrultusunda değersiz ipotekler oluşturup, dilimleyip toksik ipoteğe dayalı menkul değerlerde toplayarak teminat altına almak ve sonra sanki AAA değerindeymiş gibi bir dizi finansal yatırımcıya satmak sık rastlanan bir durum olmaya başladı (Mohan, 2009: 5). İpoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri, belirli ölçüde risk taşıyordu. Çünkü konut sahibi, aldığı krediyi geri ödeyemeyebilir veya kredinin tamamını vadesinden önce ödeyebilir (Kabataş, 2007: 191). Bu durumların etkisiyle, kredilerden kaynaklanan riskleri yaymada ve yönetmede kullanılan yeni türevler ortaya çıkmıştır (Oktar vd, 2013: 44). Nitekim değerini bağlı olduğu varlığın değerinden alan, bölünebilmelerinden dolayı riski farklı risk iştahına sahip yatırımcılar arasında çeşitlendirerek yayan ve risk tutarının netliğini azaltan teminatlandırılmış borç senetleri (CDO) kullanılmaya başlanmıştır (Sakong, 2011: 32). CDO'lar sağlam temeller üzerinde durmuyordu. "Bir demet şüpheli BBB notlu yüksek riskli ipotek kredisi, BBB notlu ipoteğe dayalı menkul değere bağlanıyor ve en üst düzey dilime AAA notunun verileceği şekilde dilimleniyordu. Menkul kıymetleştirme daha da karmaşık düzeylere ulaşmıştı. Örneğin, CDO'lar diğer CDO'larla birleştirilip dilimlere ayrılıyordu. Menkul kıymetleştirme çerçevesinde yapılan bu icatlar öylesine karmaşık hale gelmişti ki alışıldık yöntemlerle değerlendirilmesi zorlaşmıştı. Şeffaflık eksikliği, riskin eksik tahmin edilmesi ve yeni finansal ürünlerin ciddi stres ortamında nasıl hareket edeceği konusunda fikir sahibi olamama sorun teşkil etmeye başlamıştı" (Roubini ve Mihm, 2012: 75). Karmaşık finansal araçların oluşturulması, milyarlarca dolar değerinde menkul kıymet satın alan yatırımcılar arasında kargaşa yaşanmasına neden oluyordu (Ciro, 2012: 44). İnsanlar fiyatların gelecekte ne olacağını tahmini konusunda eksiklik yaşadılar ve karar verme konusunda isteksiz davrandılar. Bununla birlikte, varlığın fiyatında bir azalış

gerçekleştiğinde, borç verenler borcun geri ödenip ödenmeyeceğini bilemediklerinden önemli sorunlar ortaya çıktı (Allen ve Carletti, 2009: 11). İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin güvenilirliğinin teminat altına alınması gerekiyordu. Ancak bununla görevli kredi derecelendirme kuruluşları görevlerini yerine getirmedi (Bocutoğlu, 2014: 92).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin tasarımcıları, içerisinde buldukları havuzun menkul kıymetleri nasıl fiyatlandıracağına dair bir kılavuza sahip olamadılar. Fitch, Moody's ve Standart&Poor's gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetin fiyatını belirleyeceğini ifade ettiler. Bu kuruluşlar, rekabet eksikliğinden, düşük sorumluluk aldıklarından, kullandıkları modellerde ipoteğin geri ödenmeme ve hata oranının tarihsel olarak düşük seviyelerde olmasından ve konut fiyatlarında bir düşme olsa bile bunun ulusal bazda çok ılımlı bir seviyede olacağını varsaydıklarından, karmaşık menkul kıymetlerin derecelerini bu kıymetler sıradan şirket tahvilleriymiş gibi ve havuzdaki bireysel ipotekleri incelemeyi belirlediler. Bunun karşılığında yüklü ücretler aldılar ve toksik kredilerin risksiz getiri sağlayan altın kaplama menkul değerlere dönüştürülmesine yardım ettiler. Derecelendirmeler, menkul kıymetlerin değerini şişirme eğilimindeydi ve temel olarak keyfi şekilde gerçekleştirildiler (Schwartz, 2009: 21).

Mart 2000'de internet balonu patladığında, ekonomik gerileme, Japonya'nın kayıp on yılda maruz kaldığına benzer muhtemel bir deflasyonun yaşanması ve işgücü piyasasındaki kalıcı cansızlık ihtimalinden ciddi biçimde endişe duyulmaya başlanınca, FED 2001 Ocakından itibaren alışılmadık şekilde sürekli olarak genişletici para politikaları uyguladı (Kliman, 2011: 28). Böylece federal fon oranları 2001 ve 2004 yılları arasında % 6 seviyesinden % 1'e düştü. ABD'de parasal sıkılaştırma, Haziran 2004'e kadar ertelenmişti. En sonunda FED, 2004'te faizleri yükseltmeye başladığında, bunu öylesine az, yavaş ve önceden tahmin edilebilir bir şekilde, altı haftada bir Federal Açık Piyasa Komitesi toplandığında 25 baz puanlık aralıklarla yapmıştı. Bu faiz oranı artırımına Ağustos 2006'da son verilmişti. Bu oran artışları olması gerekenden daha azdı ve çok erken sona ermişti. Bu politika, faizleri düşük seviyelerde tutmaya devam etti (Schwartz, 2009: 19).

Çin, Japonya ve diğer gelişmekte olan ülkelerde oluşan tasarruf fazlalıkları, "Federal hükümetin uzun ve kısa vadeli bonolarının düşük faiz getirilerinden dolayı, yatırımcıların daha yüksek getiri sağlayan kağıtlara yönelmesine sebep olmuştur. Bu bağlamda, ipotekli konut kredilerinden türetilmiş menkul kıymetleri satın almışlardır" (Roubini ve Mihm, 2012: 89). FED'in uyguladığı genişletici para politikaları, ABD'ye yönelik geniş miktardaki bu sermaye akımlarıyla da birleşince federal fon oranlarının ve dolayısıyla ipotekli konut kredisi faiz oranlarının düşmesine olanak sağlandı. Bu durum, borçlanma maliyetlerini azalttığından, Amerikalıları geniş çapta ipotekli konut kredilerini üstlenerek konut sahibi olmaları yönünde cesaretlendirdi ve konut yatırımlarında ve fiyatlarında artışların yaşanmasına neden olarak konut balonunu meydana getirdi (Desai, 2011: 3).

Piyasa oyuncularının ve önemli kurumların primlerle ödüllendirilmesinden, sorumsuz davranışlarının sonuçlarından muaf tutulacakları ve başarısız olmaları

durumunda kurtarılacakları düşüncesinde olduklarından dolayı aşırı riskler almalarıyla subjektif risk sorunu ortaya çıktı. Finansal kurumlar, yapılan işlem hacmine göre ücretlendirme sistemi uygulayarak sağlıksız bir teşvik sistemi oluşturdular. Bu durum, piyasa oyuncularının düşük kalitede kredileri oluşturup satmalarına neden oldu. Böylelikle risk, bu kredileri alan yatırımcılara geçmişti. Burada önemli olan varlığın kalitesi değil, elde edilen gelirdi (The Swedish National Audit Office, 2010: 24). Finansal hizmetler endüstrisinde nihai bir kredi merciiinin varlığı, subjektif riske yol açan unsurlardan biridir. 1929 Büyük Buhranından beri FED daima nihai bir kredi mercii görevi görmüştür. Piyasa oyuncuları ve finansal kurumlar, FED'in genişletici para politikaları uygulayarak varlık balonlarını oluşturacağını ve balonlar patladıktan sonra da yatırımları kurtaracağını düşünerek hareket etmekteydiler (Bocutoğlu, 2014: 93).

ABD'deki hanehalkı borcunun çoğu, "2008 yılı itibariyle, konut sektöründe kaldıraç şeklindeydi. Konut satın alanlar giderek daha pahalı hale gelen evleri daha az anapara ve daha fazla ipotek kredisi kullanarak satın aldılar" (Roubini ve Mihm, 2012: 91). Ayrıca, ipotek ödemelerinde zorluk yaşayan ev sahipleri, orijinal krediyi geri ödemek için ilave krediler kullandılar. Bu ipotekli konut kredileri, konut fiyatlarının sürekli yükseleceği ve bu sebeple de borç alanının artan konut değerini kullanarak her zaman yeni bir krediyi finanse edebileceği varsayımıyla talep ediliyordu (Brunnermeier, 2009: 82). Fakat 2005'in ikinci yarısında yeni ve mevcut konutların satışları düştü ve yaklaşık bir yıl sonra da fiyatları azalmaya başladı (Kliman, 2011: 31). Konut fiyatları düşmeye başlayınca, konut sahipleri kredi borçlarını ödeyemediler ve dünya çapındaki finansal piyasaları etkileyen teminat altına alınmış yüksek faizli ipotekli konut kredilerine dayalı olarak çıkartılan CDO'ların da değerleri düşmeye başladı (Allen ve Carletti, 2009: 2). CDO'ların değeri, konut sahiplerinin tam olarak ve zamanında yaptıkları beklenen aylık faiz ödemeleri oranına dayanmaktaydı. Borçluların ödeme konusunda sıkıntı yaşamaya başlamasıyla, vadesinde geri ödenmeyen borçlar birdenbire yükseldi ve CDO'ların değerleri azaldı ve yüksek faizli varlıklara sahip olan yatırımcılar, CDO'ların kısa sürede ve sorunsuz bir şekilde nakde çevrilemez hale gelmesiyle para kaybettiler. Fiyatlandırması ve satılması zor olan bu varlıkların sahipleri, satın alımlarının finansmanı için aşırı kaldıraç kullanarak yüksek miktarda borç aldıklarından söz konusu varlıkların değerleri düşmeye başladığında, sermayelerini yükseltmek için diğer varlıklarını satmak zorunda kaldılar. Böylelikle aşırı kaldıraç, varlık fiyatlarında hızlı düşüşleri ortaya çıkardı (Taub, 2011: 192-193). Bireylerin mal ve hizmetlere çok daha az harcama yapar hale gelmesiyle ekonomiler küçülmeye başladı (Roubini ve Mihm, 2012: 27).

#### **4. 2007 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN ANAAKIM KONJONKTÜR TEORİLERİ ve AVUSTURYACI KONJONKTÜR TEORİSİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Burada 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkışı ve yayılışı üzerine, Anaakım konjonktür teorileri ve Avusturyacı konjonktür teorisi bağlamında karşılaştırmalı bir teorik analiz yapılacaktır.

#### **4.1. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Anaakım Konjonktür Teorileri**

2007 Küresel Finansal Krizi, iktisat çevrelerinde anaakım konjonktür teorileri konusunda büyük bir hayal kırıklığı doğurmuştur. Yani, 2007 Küresel Finansal Krizinin nedenlerini ve ortaya çıkış mekanizmasını izah etme konusunda başarısız olmuşlardır (Bocutoğlu, 2009: 245). Bu durumun sebepleri, aşağıda açıklanmaktadır.

##### **4.1.1. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Ortodoks Keynesçi Konjonktür Teorisi**

Ortodoks Keynesçi konjonktür teorisinin öğretileri ışığında, konut balonunu hazırlayan konjonktürel genişlemenin nedeninin tek başına, konut fiyatlarında sürekli olarak bir artış yaşanacağına dair geleceğe yönelik iyimser beklentiler doğrultusunda konut yatırımlarının artması olduğunun ifade edilmesi gerekmektedir. Oysa söz konusu konjonktürel genişleme, buna ilaveten esas olarak FED'in 2000'lerin başından itibaren uyguladığı genişletici para politikaları ve ABD'ye yönelik küresel finansman neticesinde federal fon oranlarının düşmesi ve borçlanma maliyetlerinin azalmasıyla, konut yatırımlarının artması sonucunda ortaya çıkmıştır. Nitekim ekonomik karar birimlerini teşvik edecek bir borçlanma maliyeti veya finansman türü söz konusu değilken, konut yatırımlarının gelecekteki karlılıklarının artması fazla bir önem taşımayabilir. Konut yatırımlarının gerçekleşmesinde finansmana erişebilirliğin, yani finansman-yatırım bağının daha fazla ön plana çıktığı ifade edilebilir. Keynes ve anaakım iktisat, finansal faktörlerin adını anmadan, teknoloji ile fiziki girdi ve çıktılarının piyasa fiyatı beklentilerinin, umulan nakit akımını belirlediğini öne sürmektedir. Bu durumda yatırım kararları, finansmana ulaşımdan ve finansmanın maliyetinden bağımsız olarak alınmaktadır. Halbuki Minsky'e göre, bir firmanın finansal yapısı, firmanın yatırım kararları için olmazsa olmaz bir ön koşuldur (Bocutoğlu, 2010: 17).

Bu açıdan bakıldığında Ortodoks Keynesçi konjonktür teorisinin, 2007 Küresel Finansal Krizini doğuran dinamiklere kısmen işaret ettiği yani, gelecekte konut fiyatlarının sürekli şekilde yükseleceğine dair iyimser bir beklentinin ortaya çıkmasıyla konut yatırımlarında meydana gelen artış neticesinde konjonktürel bir genişlemenin yaşanmasını açıklayabildiği fakat konut yatırımlarında ortaya çıkan söz konusu bu yükselişin altındaki, düşük federal fon oranları ve azalan borçlanma maliyetleri gibi asıl ve en önemli nedenleri ifade etme konusunda yetersiz kaldığı söylenebilir.

##### **4.1.2. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Ortodoks Paracı Konjonktür Teorisi**

2000'lerin ilk yarısı boyunca uygulanan genişletici para politikaları, Ortodoks paracı konjonktür teorisinin ifade ettiği şekilde işçiler üzerinde para yanılması olgusunu ortaya çıkartarak konjonktürel genişlemenin gerçekleşmesine neden olmamıştır. Bunun yerine, söz konusu genişletici para politikaları faiz oranlarını düşürerek, konjonktürel genişlemeyi doğurmuştur. Nitekim azalan faiz oranları hanehalkı için düşük maliyetle borçlanmayı mümkün kılarak konut yatırımlarını teşvik etmiştir. Bu durumun etkisiyle, bir konut balonu meydana gelerek konjonktürel genişleme aşamasına girilmiştir. 2007 Küresel Finansal Krizini oluşturan bu dinamikler göz önünde bulundurulduğunda,



Ortodoks paracı konjonktür teorisinin, söz konusu krizin ortaya çıkışını ve yayılışını açıklayıcı yönde olmadığı ifade edilebilir.

#### **4.1.3. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Yeni Klasik Konjonktür Teorisi**

İnternet balonunun 2000 yılının ilk çeyreğinde patlamasının ardından politika hareketlerinin takip edilmesine olanak sağlayan şeffaflık ilkesi uyarınca, kamuoyunun bilgisi dahilinde FED'in uyguladığı genişletici para politikaları, federal fon oranlarının düşmesine neden olarak, düşük borçlanma maliyetlerinin ortaya çıkmasıyla konut yatırımlarının önünü açmıştır. Bu durum, konut balonunun oluşmaya başlamasına paralel olarak ekonomide konjonktürel genişleme sürecine girilmesine neden olmuştur. Diğer taraftan kamuoyuna ilan edilmeyen genişletici para politikalarının, firmaların ve işçilerin sinyal algılama sorunuyla karşılaşmalarına neden olarak, ekonomide ilk etapta konjonktürel genişlemeyi ortaya çıkartacağını belirten yeni klasik konjonktür teorisinin, 2007 Küresel Finansal Krizine uygun bir açıklamasının bulunmadığı ifade edilebilir.

#### **4.1.4. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Reel Konjonktür Teorisi**

Demiryolların icadı ve internet gibi ciddi öneme sahip teknolojik gelişmeler, yeni bir dünya beklentisinin artmasına yol açarak balonların ortaya çıkmasına neden olmuşlardır. Bununla birlikte, konut kaynaklı 2007 Küresel Finansal Krizine yeni bir teknoloji yol açmamıştır. Zira “2006 yılında inşa edilen konutların on ya da yirmi yıl önce inşa edilenlerden neredeyse herhangi bir farkı bulunmuyordu” (Roubini ve Mihm, 2012: 71). Konut balonunu ortaya çıkartan en önemli unsurlardan biri, federal fon oranlarında gerçekleşen azalıştı. Buradan hareketle, teknoloji seviyesindeki değişimlerin işgücü verimliliğini etkileyerek konjonktürel dalgalanmalara neden olacağını varsayan reel konjonktür teorisinin, 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış mekanizmasına dair tutarlı bir açıklamasının bulunmadığı belirtilebilir. Buna ilaveten, 2007 Küresel Finansal Krizi reel konjonktür teorisinde ifade edildiği üzere -OPEC çerçevesinde petrol fiyatlarının artırılması gibi- dışsal bir reel arz yanlı şok neticesinde de ortaya çıkmamıştı. Finansal kriz, dışsal bir reel arz yanlı şoktan ziyade, büyük ölçüde finansal sistemin kendi içerisindeki parasal şoklardan kaynaklanmıştı (Heng, 2010: 126). Bu hususlar göz önüne alındığında, parasal şoklardan ziyade reel şokların iktisadi dalgalanmalara neden olduğunu ileri süren reel konjonktür teorisinin, 2007 Küresel Finansal Krizini değerlendirme konusunda yeterli olmadığı ifade edilebilir.

#### **4.1.5. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Yeni Keynesçi Konjonktür Teorisi**

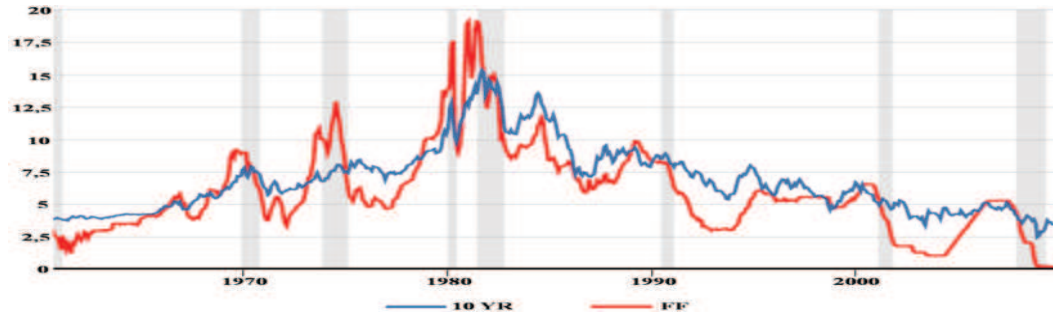
2000'lerin ilk yarısı boyunca FED'in uyguladığı genişletici para politikaları sonucunda ortaya çıkan düşük federal fon oranları, normal kredi koşulları altında konut yatırımında bulunamayacak olan hanehalkı için kredi maliyetlerini ucuzlatmıştır. Bu durum, konut yatırımlarında ve fiyatlarında sürekli ve hızlı bir artışın [Ocak 2000 ve Temmuz 2006 arasında ABD'de ulusal bazda konut fiyatları yaklaşık olarak % 85 oranında artmıştır (S&P Dow Jones Indices, 2015)] gerçekleşmesine olanak sağlamıştır ve konjonktürel genişleme dönemi yaşanmıştır. Diğer taraftan söz konusu bu

konjonktürel genişleme dönemi, yeni Keynesçi konjonktür teorisinin ifade ettiği gibi, menü maliyetler fiyat katılığına neden olduğundan, para arzı artışıyla gerçekleşen toplam talepteki yükselişin üretim seviyesini artırması neticesinde ortaya çıkmamıştır. Buradan hareketle yeni Keynesçi konjonktür teorisinin, 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış mekanizmasını açıklayacak donanımına sahip olmadığı söylenebilir.

#### 4.2. 2007 Küresel Finansal Krizi ve Avusturyacı Konjonktür Teorisi

AKT merkez bankası politikalarıyla ortaya çıkan doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki farkı iktisadi dalgalanmaları başlatan temel neden olarak görmektedir. AKT'ye göre genişletici para politikaları sonucunda doğal faiz oranının altına düşen piyasa faiz oranları yanlış yatırıma ve sürdürülemez genişlemeye neden olduğundan, AKT 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasını tutarlı bir teorik çerçeve içerisinde açıklayabilmektedir.

Avusturyacı literatürde piyasa faiz oranı için kısa dönemli, doğal faiz oranı için ise uzun dönemli faiz oranının kullanıldığı görülmektedir. Buradan hareketle çalışmada, ABD 10 yıllık Hazine tahvili faizinin (10YR) doğal faiz oranını temsil edeceği varsayılabilirken federal fonların faiz oranının (FF) ise piyasa faiz oranını temsil edeceği ifade edilebilir. Durum Şekil 6'dan izlenebilir.

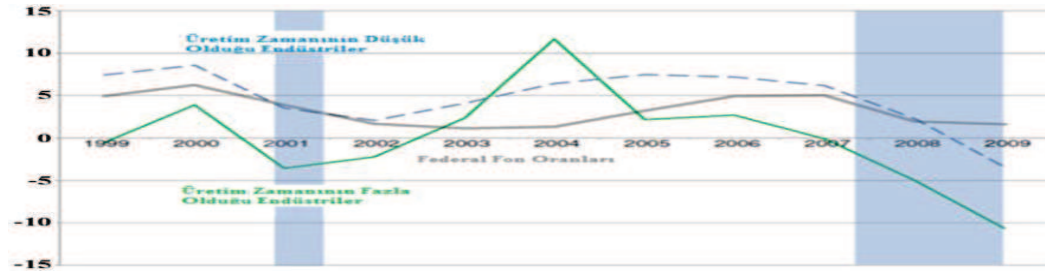


Şekil 6: ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili ve Federal Fonların Faiz Oranları (%)

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2015a

2007 Küresel Finansal Krizi gibi etkili bir daralma süreci, şekil 6'da görüldüğü gibi doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki dönemsel uyumsuzluğun süre ve miktar bakımından ciddi boyutlara ulaşmasının bir sonucu olmaktadır. Bu derece ciddi bir uyumsuzluğu ise, ancak para politikasını yönlendiren merkez bankaları ortaya çıkartabilmektedir. Nitekim FED tarafından 2001 daralma döneminden sonraki süreçte uygulanan genişletici para politikaları neticesinde FF faiz oranları neredeyse bir sene gibi kısa bir sürede % 6.51'den (2000 Kasım), % 2'lerin altına (2001 Aralık) gerilemiştir. FF faiz oranları 2003 Aralık'ta % 1 seviyelerine yaklaşarak en düşük oranına ulaşmıştır. 2004 Aralık'ta tekrardan % 2'nin üstüne çıkan FF faiz oranları, 2006 Temmuz–2007 Temmuz döneminde % 5.24–5.26 bandında hareket etmiştir (Bocutoğlu ve Ekinci, 2010: 23). Federal fon oranlarının düşmesiyle Şekil 7'de görüldüğü üzere üretim zamanının,

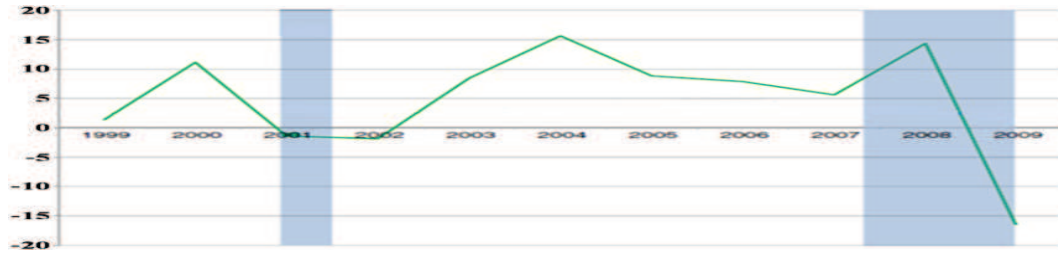
yani dolambaçlılık seviyesinin, yüksek olduğu endüstrilerdeki (örneğin konut sektörü) ortalama büyüme oranları artmıştır ve 2004 yılında yüzde 11,7'ye ulaşarak zirve yapmıştır (Young, 2012: 86). Bununla birlikte, federal fon oranlarının artmaya başlamasıyla üretim zamanının fazla olduğu endüstrilerdeki büyüme oranları azalmaya başlamıştır.



Şekil 7: ABD'deki Üretim Zamanının Yüksek ve Düşük Olduğu Endüstrilerdeki Büyüme Oranları ve Federal Fon Oranları (%)

Kaynak: Young, 2012: 88

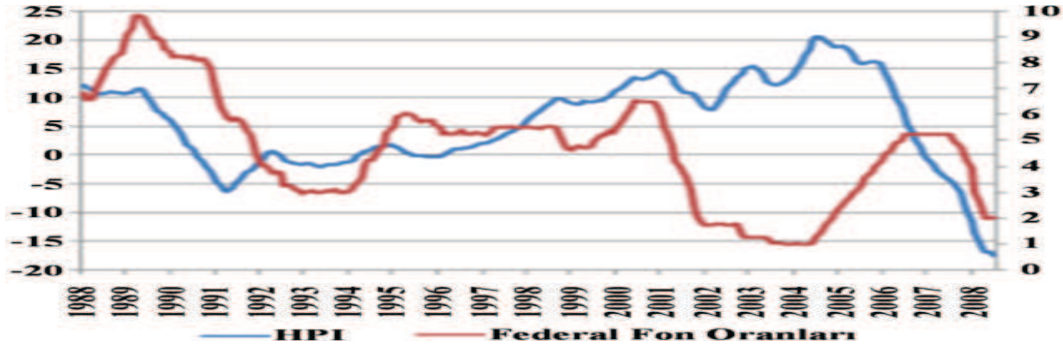
Şekil 8, ABD'de üretim zamanının yüksek olduğu endüstrilerdeki ortalama fiyat artış oranlarını göstermektedir. Üretim zamanının fazla olduğu endüstrilerdeki fiyat artış oranları 2000'lerin ilk yarısı boyunca uygulanan genişletici para politikaları neticesinde federal fon oranlarının düşmeye başlamasıyla sürekli olarak artarak 2004 yılında en yüksek seviyesine erişmiştir (Young, 2012: 88). Diğer taraftan, federal fon oranlarının yükselmesiyle üretim zamanının fazla olduğu endüstrilerdeki fiyat artış oranları gerilemeye başlamıştır.



Şekil 8: ABD'de Üretim Zamanının Fazla Olduğu Endüstrilerdeki Ortalama Fiyat Artış Oranları (%)

Kaynak: Young, 2012: 89

Standard&Poor's tarafından hazırlanan Case-Schiller konut fiyat endeksindeki (HPI) yıldan yıla gerçekleşen yüzde değişim ve federal fon oranlarının birlikte gösterildiği Şekil 9 incelendiğinde, iki seri arasındaki ilişki konut yükselişini ve daralmasını ortaya koymaktadır. Faiz oranları en düşük seviyeye gerilediğinde konut yatırımları hız kazanmış ve konut fiyatlarındaki yıllık artış en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Sonrasında ise FED'in hedef oranı kademeli olarak yükselmeye başladığından, konut yatırımları azalmış ve konut fiyatlarındaki artışlar düşüşe geçmiştir (Murphy, 2008).

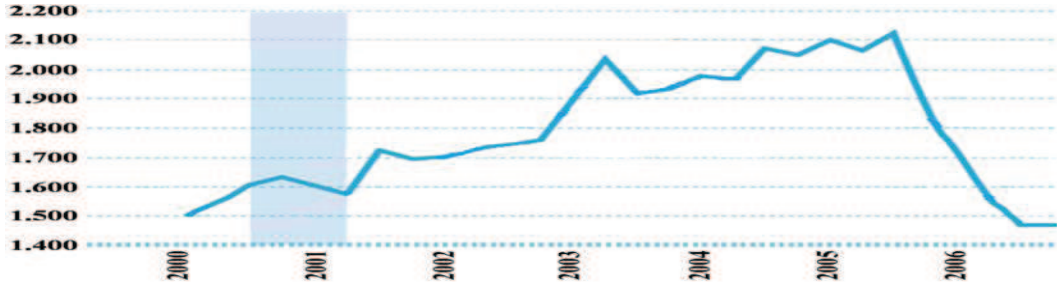


Şekil 9: S&P Case-Shiller Konut Fiyat Endeksindeki Yıllık Değişimler ve Federal Fonların Faiz Oranı (1988-2008) (%)

Not: Sol eksen HPI'daki yüzdelik değişimleri sağ eksen ise federal fon oranlarını göstermektedir.

Kaynak: Murphy, 2008

Federal fon oranlarının azalmasıyla ortaya çıkan konut talebindeki geniş ölçekli artış, Şekil 10'da görülebileceği üzere konut inşalarını hızlandırdı ve Şekil 9'da ifade edildiği gibi konut fiyatlarında keskin yükselişleri ortaya çıkardı. Bununla birlikte, federal fon oranlarının artmasıyla konut talebi düştü ve yapımına başlanan konutlarda ciddi bir azalış yaşanmasına paralel olarak konut fiyatları geriledi (Ravier ve Lewin, 2012: 56-58). Şekil 9 ve Şekil 10 karşılaştırıldığında, federal fon oranlarının düşük (yüksek) seviyelerde seyrettiği zamanlarda, yapımına başlanan konutların ve konut fiyatlarındaki artışların yükseldiği (azaldığı) görülebilmektedir.



Şekil 10: 2000-2006 Döneminde ABD'de Yapımına Başlanan Konut Miktarı (Bin Birim)

Kaynak: Ravier ve Lewin, 2012: 57

ABD'de internet balonunun patlamasının ardından FED tarafından uygulanan genişletici para politikaları neticesinde federal fon oranları hızlı bir şekilde azaldı ve doğal faiz oranının altında kaldı. Bu durumun etkisiyle, ipotek kredilerinin faizleri azalarak ipotekli borçlanma miktarı yükseldi ve faiz oranı değişimlerine hassas olan konut yatırımlarında bir artış (yanlış yatırım) gerçekleşti. Zira düşük borçlanma maliyetleri hiç kredi geçmişi olmayan veya kötü kredi geçmişine sahip olan ve dolayısıyla yüksek riskli alıcı olarak sınıflandırılan bireylere kolay bir şekilde ve daha

düşük maliyetle konut kredilerine erişme imkanı tanıyarak bireyleri konut sahibi olmaları yönünde teşvik etti. Konut talebinin artmasına paralel olarak konut fiyatları yükselmeye başladı ve konutlar ileride daha yüksek bir fiyattan satılmak için talep edildi ve AKT'nin, tasarruflarla desteklenemeyen yatırım seviyelerindeki artışların fiyatları yükselterek sürdürülemez bir büyümeye neden olacağı görüşüyle tutarlı olarak bir konut balonu ortaya çıktı ve bu durumun etkisiyle Şekil 11'de görüldüğü gibi yapay bir genişleme dönemi yaşandı.



Şekil 11: 2004-2011 Döneminde ABD Reel GSYİH'nın Seyri (2005 Bazlı Milyar ABD Doları)

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2015b

Oluşan bu balon, federal fon oranlarının yükselmesiyle uzun üretim sürecinin söz konusu olduğu konut sektöründeki yatırım hacminin azalmasına paralel olarak konut fiyatlarının düşmesiyle patladı. Konut fiyatları düşünce, konut sahipleri ipotekli konut kredilerini ödeyemediler ve bu kredilerden türetilmiş menkul kıymetlerin değerleri hızlı bir şekilde azaldı. Söz konusu menkul kıymetlerin sahiplerinden sermayelerini tamamlamaları istendi. Bu durumda diğer varlıklarını satmak zorunda kaldılar. Hızlı varlık satışları, varlık fiyatlarında hızlı düşüşleri beraberinde getirdi. Mal ve hizmetlere daha az harcama yapılır hale gelmesine paralel olarak Şekil 11'de görüldüğü üzere 2008-2009 döneminde bir daralma aşaması ortaya çıktı.

Bu durum, genişletici para politikalarının uygulanmasıyla piyasa faiz oranlarının yapay bir şekilde doğal faiz oranının altına düşmesi neticesinde ekonomide önce bir genişleme döneminin yaşanacağını sonrasında ise faiz oranlarının artmaya başlamasıyla daralma döneminin ortaya çıkacağını belirten AKT'nin görüşleriyle uyusmaktadır. Yani AKT'nin, 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasını açıklayabildiği ifade edilebilir.

### SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

2007 Küresel Finansal Krizinin nedenleri; ABD'de deregülasyonların artması, hükümet teşviklerinin yürürlüğe girmesi, menkul kıymetleştirmenin yaygınlaşması ve karmaşık hale gelmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarının görevlerini tam anlamıyla yerine getirmemeleri, genişletici para politikalarının uygulanması, küresel finansman, subjektif risk sorununun yaşanması ve aşırı kaldıraçın kullanılması şeklinde gösterilebilir.

Bu unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, 2007 Küresel Finansal Krizinin ortaya çıkış ve yayılış mekanizmasının açıklanması konusunda;

1. Anaakım konjonktür teorilerinin başarısız olduğu belirtilebilir. Nitekim Ortodoks Keynesçi konjonktür teorisine göre sermayenin marjinal etkinliği ve beklentilerdeki dalgalanmalar, Ortodoks paracı konjonktür teorisine göre para aldanması, yeni klasik konjonktür teorisine göre kamuoyuna duyurulmayan genişletici para politikalarının ortaya çıkardığı sinyal algılama sorunu, reel konjonktür teorisine göre başta teknoloji seviyesindeki değişimler olmak üzere reel şoklar ve yeni Keynesçi konjonktür teorisine göre parasal ücret ve fiyat katılıkları ekonomideki konjonktürel dalgalanmalarının nedenini oluşturmaktadır. Buradan hareketle söz konusu konjonktür teorilerinin krizler için öngördüğü ortaya çıkış ve yayılış mekanizmalarının, 2007 Küresel Finansal Krize uymadığı görülmektedir.

2. Avusturyacı Konjonktür Teorisinin yeterli donanıma sahip olduğu söylenebilir. AKT'ye göre merkez bankalarının genişletici para politikaları uygulaması neticesinde piyasa faiz oranlarının doğal faiz oranının altına yapay bir şekilde düşmesi, ekonomideki konjonktürel hareketlerin nedenidir. Bu durum, 2007 Küresel Finansal Krizin ortaya çıkışı ile uyumaktadır. Zira 2000'lerin ilk yarısı boyunca FED tarafından uygulanan genişletici para politikaları sonucunda federal fon oranlarının yapay bir şekilde doğal faiz oranlarının altına düşmesiyle borçlanma maliyetlerinin azalmasına paralel olarak konut yatırımları ve fiyatlarında geçici bir artış yaşanarak yapay bir genişleme dönemi ortaya çıkmıştır ve sonrasında federal fon oranlarının yükselmesi neticesinde konut yatırımlarının ve fiyatlarının azalmasıyla daralma dönemi yaşanmıştır ve ekonomide konjonktürel hareketler meydana gelmiştir.

Bu bulguların ışığında iktisat teorisi ders kitaplarının; anaakım iktisat teorileri yanında anaakım dışı iktisat teorilerinin tecrübelerini de tanıttacak şekilde genişletilmesi önerilebilir.

#### KAYNAKÇA

Allen, F. & Carletti, E. (2009). The Global Financial Crisis: Causes and Consequences, [http://www.bm.ust.hk/gmifc/Prof.%20Allen%20&%20Carletti\\_The%20Global%20Financial%20Crisis.pdf](http://www.bm.ust.hk/gmifc/Prof.%20Allen%20&%20Carletti_The%20Global%20Financial%20Crisis.pdf) (18.10.2015).

Bocutoğlu, E. (2009). Krizin Makro İktisadından Makro İktisadın Krizine: Eleştirel Bir Değerlendirme, İbrahim Güran Yumuşak (Haz), *Uluslararası 7. Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı*, (245-259), İstanbul: FSM-İstanbul.

\_\_\_\_\_ (2010). Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun Mu? Heterodoks Bir Değerlendirme, *Bankacılar Dergisi*, 75, 3-33.

\_\_\_\_\_ (2014). ABD’de 1933 Glass-Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Küresel Finansal Krizini Tetikledi Mi?: Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme, *Bankacılar Dergisi*, 90, 83-111.

Bocutoğlu, E. & Ekinci, A. (2009). Avusturya İktisadi Dalgalanmalar Teorisini Anlamak, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 20 (71), 37-56.

\_\_\_\_\_ (2010). Küresel Krize Farklı Bir Teorik Çerçeve: Avusturyacı Konjonktür Teorisi, *Bankacılar Dergisi*, 73, 20-34.

Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering The Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 77-100.

Bulut, E. (2015). 2007 Küresel Finansal Krizi Üzerine Teorik Tartışmalar: Avusturyacı ve Anaakım Konjonktür Teorilerinin Karşılaştırmalı Analizi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Carliner, M. S. (1998). Development of Federal Homeownership “Policy”, *Housing Policy Debate*, 9 (2), 299-321.

Ciro, T. (2012). *Global Financial Crisis: Triggers, Responses and Aftermath*, 1. Baskı, Surrey: Ashgate Publishing Group.

Desai, P. (2011). *From Financial Crisis to Global Recovery*, 1st Edition, New York: Columbia University Press.

Federal Reserve Bank of St. Louis (2015a). 10-Year Treasury Constant Maturity Rate, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS10/> (21.12.2015).

\_\_\_\_\_ (2015b). Gross Domestic Product in United States, <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/USARGDPQDSNAQ> (22.12.2015).

Formaini, R. L. (2004). Knut Wicksell: The Birth of Modern Monetary Policy, *Economic Insights*, 9 (1), 1-4.

Garrison, R. W. (1978). Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition, Louis M. Spadaro (Ed.), *New Directions in Austrian Economics*, 1st Edition içinde (167-204), Kansas City: Sheed Andrews and McMeel.

\_\_\_\_\_ (1986). The Hayekian Trade Cycle Theory: A Reappraisal, *Cato Journal*, 6 (2), 437-453.

\_\_\_\_\_ (1989). The Austrian Theory Of The Business Cycle In The Light Of Modern Macroeconomics, *Review of Austrian Economics*, 3 (1), 3-29.

\_\_\_\_\_ (1994a). Hayekian Triangles and Beyond, Jack Birner ve Rudy van Zijp (Eds.), *Hayek, Co-Ordination and Evolution: His Legacy in Philosophy, Politics, Economics and The History of Ideas*, 1st Edition içinde (109-125), London: Routledge.

- \_\_\_\_\_ (1994b). The Federal Reserve: Then and Now, *The Review of Austrian Economics*, 8 (1), 3-19.
- \_\_\_\_\_ (1999). The Great Depression Revisited, *The Independent Review*, 3 (4), 595-603.
- \_\_\_\_\_ (2001a). *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, 1st Edition, London: Routledge Publications.
- \_\_\_\_\_ (2001b). *Ebenstein vs. Ebeling, Caldwell, and Klein*, <http://www.auburn.edu/~garriro/ebenstein.htm> (08.05.2014).
- \_\_\_\_\_ (2002). Business Cycles: Austrian Approach, Howard Vane and Brian Snowdon (Eds.), *An Encyclopedia of Macroeconomics*, 1st Edition, Aldershot: Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_ (2004). Overconsumption and Forced Saving In The Mises-Hayek Theory of Business Cycle, *History of Political Economy*, 36 (2), 323-349.
- \_\_\_\_\_ (2005). The Austrian School, Brian Snowdon and Howard R. Vane (Eds.), *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*, 1st Edition içinde (474-516), Northampton: Edward Elgar Publishing.
- \_\_\_\_\_ (2006a). Natural and Neutral Rates of Interest In Theory and Policy Formulation, *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 9 (4), 57-68.
- \_\_\_\_\_ (2006b). From Keynes to Hayek: The Marvel of Thriving Macroeconomies, *The Review of Austrian Economics*, 19 (1), 5-15.
- \_\_\_\_\_ (2008). Ahiakpor on Mises and Forced Saving: A Rejoinder, *History of Political Economy*, 40 (2), 397-405.
- \_\_\_\_\_ (2009a). Interest-Rate Targeting During The Great Moderation: A Reappraisal, *Cato Journal*, 29 (1), 187-200.
- \_\_\_\_\_ (2009b). Mainstream Macro in an Austrian Nutshell, *The Freeman*, 59 (5), 10-15.
- Hayek, F. A. (1941[2009]). *The Pure Theory of Capital*, 1st Edition, Auburn, Alabama: Mises Institute Publications.
- Kabataş, Y. (2007). İpotekli Konut Finansman (Mortgage) Sistemindeki Riskler ve Mortgage Sigortası, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 22 (1), 189-199.
- Kliman, A. (2011). *Failure of Capitalist Production: Underlying Causes of The Great Recession*, 1st Edition, London: Pluto Press.
- Mohan, R. (2009). Global Financial Crisis – Causes, Impact, Policy Responses and Lessons, <http://www.bis.org/review/r090506d.pdf?frames=0> (24.09.2015).



Murphy, R. P. (2008). *Did the Fed, or Asian Saving, Cause the Housing Bubble?*, <http://mises.org/daily/3203> (21.12.2015).

Oktar, S. ve diğeri (2013). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayıncılık.

Ravier, A. & Lewin, P. (2012). The Subprime Crisis, *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15 (1), 45-74.

Roubini, N. & Mihm, S. (2012). *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*, (Çev. Işıl Tezcan), 1. Baskı, İstanbul: Pegasus Yayınları.

Sakong, I. (2011). The Global Financial Crisis: Causes and Policy Responses, Yifu Lin Justin ve Boris Pleskovic (Eds.), *Annual World Bank Conference on Development Economics 2010, Global: Lessons From East Asia and The Global Financial Crisis*, 1st Edition içinde (31-36), Herndon: World Bank Publications.

Saxton, J. (2010). Housing Bubble and The Global Financial Crisis, Emilio Gullini (Ed.), *Global Recession-Causes, Impacts and Remedies: Economic Crisis as a Result of Distrust*, 1st Edition içinde (97-104), New York: Nova Science Publishers.

Schwartz, A. J. (2009). Origins of The Financial Market Crisis of 2008, *Cato Journal*, 29 (1), 19-23.

S&P Dow Jones Indices (2015). S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, <http://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-shiller-us-national-home-price-index> (15.12.2015).

Taub, J. S. (2011). The Sophisticated Investor and The Global Financial Crisis, James P. Hawley, Shyam J. Kamath ve Andrew T. Williams (Eds), *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investors In The Global Financial Crisis*, 1st Edition içinde (188-216), Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

The Swedish National Audit Office (2010). *The Causes of the Global Financial Crisis and Their Implications for Supreme Audit Institutions*, Stockholm: Swedish NAO Publications.

Wicksell, K. (1898 [1936]). *Interest and Prices*, (Çev. R. F. Kahn), New York: Sentry Press.

Young, A. T. (2012). The Time Structure of Production In The US, 2002–2009, *The Review of Austrian Economics*, 25 (2), 77-92.