

LİKİDİTE TUZAĞI ALTINDA PARA VE MALİYE POLİTİKASI: AB VE TÜRKİYE DENEYİMİ

OPTIMAL MONETARY AND FISCAL POLICIES UNDER LIQUIDTY TRAP: EU AND TURKISH EXPERIENCE

Prof.Dr.C.Mehmet BAYDUR*
Doç.Dr.Bora SÜSLÜ**

ÖZET

ABD’de başlayan İngiltere ve Avrupa’yı da derinden etkileyen finansal kriz olumsuz beklentiler ile beraber likidite tuzağını yaratmıştır. Finansal kriz çarpan süreci ile beraber reel bir krize dönüşmüş, para ve maliye politikalarının etkilerini ve yapılarını değiştirmiştir. Bu anlamda likidite tuzağının klasik tanımı da yetersiz hale gelmiştir. Klasik anlamda fiyatların dışsal kabul edildiği likidite tuzağı yerine fiyat beklentilerinin içselleştiği likidite tuzağı, tanımlamak ve anlamak için daha doğru bir başlangıç noktasıdır. Bu anlamda likidite tuzağı altında para ve maliye politikası araçlarının niteliği ve etkinliği değişmiştir. Bu çalışmada amaç, fiyat beklentilerinin içsel kabul edildiği likidite tuzağı altında optimal para ve maliye politikasını tanımlamak ve bu doğrultuda AB’nin ve Türkiye’nin izlediği para ve maliye politikalarının optimalitesini araştırmaktır. Bunun için hem AB ekonomisi hem de Türkiye ekonomisi için geliştirilen modeller EKK ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda AB’nin resesyon ve deflasyonla mücadeleye odaklandığı, Türkiye’nin ise pasif bir politika izleyerek AB ve ABD’nin toparlanması ile ekonomisinin düzeleceğini beklediği sonucuna ulaşılmıştır.

ABSTRACT

The financial crisis which started in the USA and affected England and Europe deeply created the liquidity trap with negative expectations. With the financial crisis, it turned into a real crisis and it changed the effect and the structure of the monetary and the fiscal policies. In this sense, the classical definition of liquidity trap has become inadequate. Instead of the classical meaning of liquidity trap in which the prices are regarded as an external one, it is appropriate starting point to define and understand the liquidity trap in which the price expectation becomes an internal one. When the liquidity trap is considered, the quality and the efficiency of monetary and fiscal policies tools has changed. In this study, the purpose is to define the

* Muğla Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, cbaydur@mu.edu.tr

** Muğla Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, sbora@mu.edu.tr

optimal monetary and fiscal policies under the liquidity trap with internal acceptance of price expectation so the optimality of monetary and fiscal policies policy which Turkey and the EU implemented are studied. In the study OLS test was applied for the economy of the EU economy and Turkey. As a result of this study; the EU's focus on the fight against recession and deflation, what is reached as a conclusion is that by following a passive policy, Turkey is following a passive policy which is waiting for the EU and the U.S. recovery has been concluded with the economy, it would be recover.

Likidite Tuzağı, Beklentiler, Para Politikası
Liquidity Trap, Expectations, Monetary Policy
Jel Codes: E52, E44, E62

1. GİRİŞ

ABD'de başlayan İngiltere ve Avrupa'yı etkileyen finansal kriz çarpan süreci ile beraber reel bir krize dönüşmüş, tüketim ve yatırım harcamaları düşmüş, artan işsizlik, deflasyon ve resesyon ekonomi politikalarının etkilerini ve yapılarını değiştirmiştir. Finansal kriz aynı zamanda beklentileri olumsuz yönde etkileyerek likidite tuzağına yol açmıştır.

Likidite tuzağı aslında tasarruf paradoksudur. Tasarruf paradoksu yatırım beklentilerinin kötüleşmesi sonucu tasarruf fazlasının ortaya çıktığı durum olarak bilinir. Yatırım beklentilerinin kötüleşmesi varlık fiyatlarının düşmesine neden olur ve en sonunda riskten ve harcamadan kaçınmaya kadar genişler. Riskten kaçınma süreci likidite tuzağının temelini oluşturur. Servetler, riskli varlıklardan nakit veya hükümet bonoları gibi göreceli olarak daha risksiz varlıklara yönelir. Ancak beklentiler dahil edildiği zaman likidite tuzağının içeriği değişmektedir. Bu anlamda likidite tuzağı iki şekilde tanımlanabilir.

Birincisi klasik likidite tuzağı olarak ifade edilebilir. Klasik tanıma göre likidite tuzağı, iktisadi birimlerin para taleplerinin faize karşı duyarlılıkları sonsuz iken para politikasının faizleri etkileme gücünün ortadan kalktığı durumdur. Klasik likidite tuzağı analizi ekonominin mikro temellerinden kopuktur. Klasik anlamda likidite tuzağı faiz düzeyinin sıfır dolayısıyla para ve bono getirilerinin aynı olduğu, iktisadi birimlerin para ile diğer varlıkları ikame etmekten kaçındıkları durum olarak ele alınmaktadır. Bu durumda genişleyici para politikası faizleri etkilememekte, dolayısıyla nispi fiyatlar değişmediğinden tüketim ve yatırım harcamaları değişmemektedir (Baydur ve Süslü, 2009).

Klasik likidite modeli fiyat beklentilerini veri alır. Dolayısıyla fiyat beklentilerinin içselleşmediği bir modelleme, likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomiyi betimlemede yetersizdir. Bu nedenle klasik modelin öngördüğü para politikası ile ilgili çıkarımlar da yetersiz hale gelmektedir. Çünkü geleneksel yaklaşımda para politikası eylemleri dışsal bir süreç olarak

görülürken, bütün politik tepkiler esasında ekonominin kendi içsel reaksiyonlarına verilen tepkilerdir (Baydur, 2006). Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide amaç ve araç kullanımlarının değişmesi gerekir. Amaç ve araçlar değiştikçe likidite tuzağı altında optimal koşulları sağlayacak politikalar da değişecektir. Bu doğrultuda politika sonuçlarının bağımsız unsurlar olarak algılanmaması gerekir. Ortaya konan hedefleri bir ekonomik bütünlük içerisinde değerlendirmek gerekmektedir (Tinbergen, 1959). Dolayısıyla likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide izlenecek para ve maliye politikası iktisadi birimlerin zamanlararası fayda fonksiyonunda değişikliğe neden olmak zorundadır. Zamanlararası fayda fonksiyonu dahil edildiğinde likidite tuzağının tanımı da değişmiş olacaktır.

Zamanlararası fayda fonksiyonunu dikkate alarak tanımlanmış likidite tuzağında ekonomi, enflasyona ihtiyaç duymasına rağmen, kendiliğinden depresyon üretir. Ekonomide reel faizler negatif hale gelir, fiyat beklentilerdeki karamsarlıktan dolayı yatırım harcamaları durur (Krugman, 2008). Ancak bu tek başına yeterli bir unsur değildir. Likidite tuzağının anlamlı olabilmesi için bir şartın daha gerçekleşmesi gerekmektedir. Dış alemde de yatırım getirilerinin negatif olması gerekmektedir (Buitter ve Panigirtzoglou, 2001). Bu koşullarda likidite tuzağı tanımı da değişeceğinden yerleşik iktisat politikaları anlamsız olmaktadır. Karamsar beklentilerle bir araya gelen zamanlararası fayda fonksiyonunun belirlediği davranışlarla likidite tuzağı geleceğe taşınmaktadır.

Artık likidite tuzağının zamanlararası bir boyut kazanarak tanımı değiştiğinden, likidite tuzağından çıkış için uygulanan yöntemlerin de değişmesi gerekmektedir. Bu çalışmanın amacı da *AB ve Türkiye'nin likidite tuzağı altında optimal para ve maliye politikalarını tanımlamak ve izlenen politikaların etkilerini incelemektir*. Bu amaca ulaşmak için ilk olarak likidite tuzağı altında uygulanan para ve maliye politikaları ile ilgili literatür taraması verilecektir. Daha sonra likidite tuzağı altında optimal para ve maliye politikası teorik olarak gösterilecektir. Ortaya koyduğumuz bu teorik modele istinaden gerek AB'nin gerekse Türkiye'nin para ve maliye politikalarının sonuçları hem betimleyici olarak hem de geliştirilen modeller yardımıyla EKK ile test edilecektir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Çalışmamızın temel sorusu, likidite tuzağından çıkmak için optimal para ve maliye politikaları nasıl olmalıdır şeklindedir. Bu açıdan bakıldığında likidite tuzağından çıkış için önerilen politikaların başında enflasyon hedeflemesini yukarı yönlü olarak değiştirmek gelmektedir. Likidite tuzağından çıkış için bir başka öneri ise likidite tuzağı altında Açık Piyasa İşlemlerini (APİ) uzun dönemli kamu kâğıtları üzerinden yapmaktır. Maliye politikalarını destekleyici bir APİ kullanımı hem para ve maliye politikasında genişleme yaratır, hem de nispi olarak daha değerli olan kamu kâğıtları ile pozitif bir getiri de sağlandığından ekonomideki durmuş olan harcamaları başlatabilir (Svensson, 2001). Meltzler (1999), Coenen ve Wieland (2003),

API işlemlerinin reel balansı artıracak şekilde kullanılmasını önermiştir. Bunun için API işlemlerine konu olan kağıtlar ya uzun vadeli kamu kağıtları olmalı ya da yabancı varlıklar olmalıdır. Aynı şekilde Auerbach ve Obstfeld (2005) yaptıkları çalışmada, API işlemlerinin para politikası aracı olarak değil de maliye politikası aracı olarak kullanılmasının likidite tuzağından çıkış için daha doğru olacağını düşünmektedirler. McCallum (2005), ise likidite tuzağından çıkışı döviz kuruna müdahaleye bağlamaktadır. Yapılacak olan bir devalüasyon yabancı varlıkların değerini artıracak, bu durum da yabancı varlık tutan bankacılık ve banka dışı sektörün riskini minimize edecektir. Svensson (2001)'da dışı açık bir ekonomide sıfır faizli bonolar olduğu bir durumda anahtar değişkenin döviz kuru olduğunu ortaya koyarak McCallum'u desteklemektedir. Enflasyon ve uzun vadeli faizler birbirlerine bağlı değişkenler olduğundan, likidite tuzağı altında kısır döngüden çıkmak için nispi fiyatları değiştirmek gerekmektedir. Svensson' a göre ilk olarak, fiyat hedefi yukarı yönlü revize edilmelidir. İkinci olarak döviz kuru devalüe edilmeli ve kur politikası uygulanmalıdır. İzlenen kur politikası güvenilirliğe sahip ise, özel sektör gelecekteki kur hedefini merkez bankasınınkiyle uyumlaştıracaktır. Bu durum aynı zamanda enflasyon beklentisini artıracaktır. Enflasyon hedefine ulaşıncaya kur politikasından vazgeçilip, kısa vadeli faiz oranları yükseltilecek likidite tuzağından çıkılabilir (Svensson, 2001).

Likidite tuzağı altında izlenen bir başka parasal politika ise parasal genişlemedir. Auerbach ve Obstfeld (2005)'e göre parasal genişleme ile merkez bankası finansal aracı rolü üstlenerek özel sektör finansal araçları dışlar. Kelly v.d (2010) çalışmalarında klasik likidite tuzağı altında dar para tanımının anlamlı olmadığını, daha çok geniş para tanımının kullanılması gerektiğini VAR yöntemi ile ortaya koymuşlardır. Palley (2006) ise parasal genişlemenin sermaye hareketlerinin yoğun olduğu bir durumda işe yaramayacağını, bunun yerine varlık temelli rezerv yaklaşımının doğru olacağını önermektedir. Bu yaklaşıma göre bankaların varlık kaynaklarındaki değişim ekonomik aktivitelerin de değişmesine neden olacaktır. Bu durum hem merkez bankasının politika gücünü artıracak, hem de bankaların daha sağlam temellere dayanmasını sağlayacaktır. Buna karşılık Okina (1999) ve Uedor (1999) ise faizlerin sıfıra düşmesi karşısında pasif bir politika izlenilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Çünkü her türlü politika, iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemekte başarısız olacaktır.

Ortodoks olmayan para politikaları ile iktisadi birimlerin geleceğe dönük beklentilerinin değiştirilmesi amaçlanmaktadır. Doğrudan FED'in ABD hükümetine borç vermesi ve bankaların kamusallaştırılması ile nakit tutma süreci tersine çevrilmeye, ekonominin harcama çarkları yeniden harekete geçirilmeye çalışılmaktadır. Bu doğrultuda izlenen para politikası kısa dönemli faizleri sıfır seviyesine getirmiş ve uzun dönemli hükümet bonoları nispi olarak karlı hale gelmiştir. Bu sayede bankacılık kesiminin kriz ile beraber yatıklaşan getiri eğrisi bir ölçüde dikleştirilmeye, krizin reel sektöre yayılması engellenmeye çalışılmıştır.

Bütün bu literatür taraması, beklentilerin dahil edildiği likidite tuzağı modeli altında ortodoks olmayan para ve maliye politikalarının geçerli olacağını vurgulamaktadır. Bu açıdan Türkiye ve AB’de likiditeden çıkmak için uygulanan politikaların etkinliği temel araştırma konumuz olmaktadır.

3. LİKİDİTE TUZAĞININ İKTİSADİ OLARAK MODELLENMESİ

Likidite tuzağını ortaya koyabilmek için para politikası ve beklentiler arasındaki ilişkiyi incelemek gerekmektedir. Likidite tuzağı altında para politikası içselleşmekte, beklentileri etkileme gücü ortadan kalmaktadır. Daha teknik bir tanımlama ile para politikasının faizleri ve beklentileri etkileyemediği durumda ekonomi likidite tuzağına yakalanmıştır. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide para politikasının etkisizliği, hane halklarının zamanlararası optimizasyonuna bağlanarak incelenmelidir. Bunun için aşağıdaki denklemler Eggerston ve Woodford (2003)’dan Obsfeld ve Rogoof (1996)’dan, Walsh (2002)’dan ve Krugman (2008)’dan alınarak modellenmiştir. Bu bilgilerin ışında hane halklarının zamanlararası fayda fonksiyonu ve bütçe kısıtı aşağıda verilmiştir.

$$U = U(C_t, C_{t+1}) \quad (1)$$

$$EQ(C_{t+j} + M_{t+j}) \leq W_t + EQ(W_{t+j} - T_{t+j}) \quad (2)$$

(2) nolu denklemdeki bütçe kısıtında Q, iskonto faktörünü; C, toplam tüketimi; M, elde tutulan parayı; W, serveti; T devletin aldığı vergiyi; W-T hane halklarının net servetini; E beklenen değeri göstermektedir. İktisadi birimler hem cari hem de gelecekteki harcamaları için para talep edeceklerdir. Buna göre zamanlararası bütçe denkleminin sol tarafı tüketim harcamaları ile gelecekteki tüketim harcamaları için para tutumundan oluşurken, sağ tarafta t anındaki servet ile net gelirlerin bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamından oluşmaktadır. (1) ve (2) nolu denklemin beraber çözülmesi sonucunda hane halklarının zamanlararası faydasını maksimize etme koşulu olan Euler özdeşliği elde edilir.

(3) nolu denklem Euler özdeşliğini göstermektedir. Bu özdeşlik hane halklarının faydalarını maksimize eden tüketim harcamaları ile para taleplerini belirlemektedir. Euler özdeşliğine göre iktisadi birimler zaman içinde yapacakları tüketim harcamalarının marjinal faydalarının reel faiz düzeyine eşitleyerek, faydalarını maksimize ederler.

$$\frac{U_M}{U_C} = \frac{1+i_t}{1+P_{t+1}/P_t} \quad (3)$$

(3) nolu denklemde U_m , para tutmanın faydasını; U_c , tüketim faydasını; P_t ve P_{t+1} bugünkü ve gelecekteki fiyatları göstermektedir. Bu eşitlikten faydalanarak para talebi de belirlenebilir. Pozitif bir faiz düzeyinde reel para talebi gelire, faize ve belirsizliğe bağlıdır. $L(Y_t, i_t, u_t)$ ’dir. Para piyasası dengesi aşağıdaki gibi bir eşitsizlik olarak yazılabilir.

$$\frac{M_t}{P_t} \geq L(Y_t, i_t, u_t) \quad (4)$$

$$i_t > 0$$

Üç nolu eşitlikten faydalanılarak likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomi betimlenebilir. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide para politikası devre dışı kalırken kısa dönem faizler sıfıra kadar düşer. Belli bir süre ekonomide gerek cari gerekse gelecekteki faiz düzeyi sıfıra eşit olur: $i_1 = i_2 = i_3 = \dots = i_t = 0$.

Faizlerin düştüğü bir ortamda Euler özdeşliğinin sürdürülebilmesi için P_{t+1} 'in azalması gerekmektedir. P_{t+1} gelecekteki fiyatlar olduğu için likidite tuzağı analizinde önemli bir değişken olan beklentiler de analize girmiş olur (Obsfeld ve Rogoof, 1996). Fiyatların düştüğü bir ortamda tüketim ve yatırım harcamalarını ertelemek rasyonel olacaktır. Bu durumda kendi kendini besleyen bir talep çökmesi ortaya çıkar ki, ekonomi likidite tuzağına yakalanmıştır. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide faiz düzeyi sıfırdır. Faiz düzeyinin sıfır olduğu bir ekonomide paranın da marjinal faydası sıfırdır. Bu koşullarda parayı harcamak yerine para tutmak rasyonel hale gelecektir. Böyle bir durum geçerli iken klasik para politikası bankaların rezervlerini arttırmaktan daha fazla bir fonksiyona sahip olmaz (Palley, 2006).

Dolayısıyla likidite tuzağında faizlerin sıfır, gelecekteki fiyat beklentilerinin ve yukarıda saydığımız şartlardan dolayı uzun vadeli reel faizin (yani büyüme hızının) negatif olduğu bir ekonomide para ve maliye politikasının optimalitesine bakmak ve önceliklerini yeniden tanımlamak gerekmektedir.

4. LİKİDİTE TUZAĞI ALTINDA OPTİMAL PARA VE MALİYE POLİTİKASI

İster siyasal otorite, isterse ekonomi otoritesi açısından bakılsın amaç kayıp fonksiyonunu minimize etmektir. Kayıp fonksiyonu aynı zamanda farklı bir formatta düzenlenmiş bir talep fonksiyonudur. Toplam talebin iki unsuru olan çıktı ve fiyatlar genel düzeyi kayıp fonksiyonunun bağımsız değişkenleridir (Baydur, 2008). Bu açıdan kayıp fonksiyonu düzenlendiğinde (5) nolu denklem elde ederiz. Denklemde x , çıktı açığını; π , enflasyonu; λ da çıktı önem katsayısını göstermektedir (Walsh, 2002).

$$\min E(\lambda x_t^2 + \pi_t^2) \quad (5)$$

Denge değerlerini belirtmek için üç fonksiyondan daha faydalanmak gerekmektedir.

$$x_t = E(x_{t+1}) - a(r_t - r_t^n) \quad (6)$$

$$r_t = i_t - E(\pi_{t+1})$$

$$\pi_t = kx_t + bE(\pi_t) + u_t \quad (7)$$

Denklemler takımından birincisi talep fonksiyonunun klasik formu olan IS' dir ((6) nolu denklem). Fonksiyondaki r_t , cari reel faiz ve r_t^n Wickselyen doğal faizdir. Bu iki faiz farkına göre çıktı açığı artacak veya azalacaktır. İkincisi de toplam arz fonksiyonunu temsil eden Phillips eğrisidir ((7) nolu denklem). (5), (6) ve (7) nolu denklemler beraber kullanılarak para otoritesinin toplam talebi kontrol etme sürecinde davranışlarını betimleyecek reaksiyon fonksiyonu elde edilebilir. Bu fonksiyon çok basit formda Taylor kuralıdır. Taylor kuralı merkez bankasının ekonominin içsel hallerine göre tepkilerini tasvir eder. Bu açıdan Taylor kuralına reaksiyon fonksiyonu denilmektedir ve para politikasının içselliğini göstermektedir.

Taylor kuralını yorumlamak için bir amaç ortaya koymak gerekir. Aktüel para politikasının amacı enflasyonla mücadeledir. Bu açıdan merkez bankaları belli bir enflasyon oranını (π^*) hedefler. Enflasyon hedeflemesinin formel bir tanımı şu şekilde yapılabilir; $\pi_t^* = E(\pi_{t+1}|i_t)$.

Formüle göre merkez bankası hedeflediği enflasyona ulaşabilmek için hane halklarının enflasyon beklentilerini, faizleri ayarlayarak kontrol etmeye çalışır. (8) nolu denkleme göre merkez bankası hedeflediği enflasyon beklentisine bağlı olarak nominal faiz düzeyini değiştirir.

$$\begin{aligned} \pi_t &= \pi_t^* \\ i_t &= r_t^n + \pi_t^* \end{aligned} \quad (8)$$

(8) nolu denklemde merkez bankası, enflasyon hedefine göre belirleyeceği faiz politikası ile toplam talebi temsil eden kayıp fonksiyonunu minimize edecek şekilde davranır. Ancak likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide faiz aracı ile beklentilere yön verme imkânı ortadan kalkar. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide faiz düzeyi sıfıra eşittir ve enflasyon ve doğal büyüme/reel faiz hızı negatif değerler almaktadır (Krugman, 2008).

$$\begin{aligned} r_t^n &< -\pi_t \\ i_t &= 0 \end{aligned} \quad (9)$$

(9) nolu denklemdeki koşullar geçerli iken merkez bankası (8) nolu denklemdeki gibi bir para politikası, yani enflasyon hedeflemesi uygulayamaz. En fazla faizlerin sıfıra eşitlendiği bu durumda enflasyon hedefi sadece $\pi_t^* = 0$ olur ki deflasyon ortamında sıfır enflasyon hedeflemesi katı bir enflasyon hedeflemesi olarak krizi daha da derinleştirir. Bu koşullar altında optimal para ve maliye politikasının deflasyon sürecini tersine çevirecek bir politika olarak dizayn edilmesi gerekir.

Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide bir tarafta deflasyon bir tarafta da resesyon yaşanırken merkez bankası çıktı açığını; azaltıcı yani büyüme hızını pozitive çevirecek, iktisadi birimlerin kötümser fiyat beklentilerini kırarak aktif bir para politikası izlemelidir. Bunun için düşen fiyatları yukarı çekecek düzeltilmiş fiyat hedeflemesi yapılabilir. Düzeltilmiş

fiyat hedefi de çıktı açığına göre belirlenebilir. Bu tür bir politikaya, merkez bankasının kredi kaybını engelleyecek bir taahhüt politikası olarak da bakılabilir. Tabi bu tür fiyatları arttırıcı bir politikanın başarılı olması için para politikası araçlarının da sıra dışı kullanılması gerekmektedir. Likidite tuzağına bağlı olarak amaç değiştiğinde merkez bankasının vereceği tepkiler yeni bir reaksiyon fonksiyonunu, yani yeni bir kuralı içerir. (10) nolu denklem de bu yeni kuralı göstermektedir. Denklemde p_t , fiili fiyat düzeyini; \bar{p}_t , düzeltilmiş fiyat indeksini; p_t^* , merkez bankasının hedeflediği fiyatı göstermektedir.

$$\begin{aligned} \bar{p}_t &= p_t^* \\ \bar{p}_t &= p_t + \lambda/k x_t \end{aligned} \quad (10)$$

Merkez bankası (10) nolu denklemdeki düzeltilmiş fiyat düzeyini elde edebilmek için (11) nolu denklemdeki para politikası araç setini belli bir süre kullanabilir. M_t para politikası araç setini gösteren bir vektör olarak tanımlanmaktadır. Açık piyasa işlemlerinden mevduat munzam karşılığına kadar farklı para politikası araçlarını içermektedir.

$$M_t = p_t^* - \bar{p}_t \quad (11)$$

Hedeflenen fiyat düzeyi ile düzeltilmiş fiyat düzeyi arasındaki fark açıldıkça, merkez bankasının para politikasını daha uzun bir süre ve daha aktif bir şekilde kullanması gerekmektedir. Fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye gelmesi aynı zamanda fiyat beklentilerinin ve ekonomik büyüme hızının düzelmesi anlamına da gelmektedir. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide izlenecek para politikası, klasik para politikası araçları olsa bile bunların kullanım şekli tamamen değişmektedir. Bu tür bir radikal uygulama, bir kural politikası ile merkez bankası tarafından hayata geçirildiğinde güvenilirlik açısından problem yaratmayacaktır.

Para politikasının esas olarak beklentileri etkilemesi gerekmektedir. Klasik para politikası bunu tek başına başaramaz. Merkez bankası, yukarıda da belirtildiği gibi, klasik olmayan para politikalarını uygulamaktadır. Genelde izlenen yol açık piyasa işlemleri ile kısa vadeli kâğıtların değil, hazinenin uzun vadeli kâğıtlarının alınıp satılmasıdır (Eggerston ve Woodford, 2003). Bu ise merkez bankasının kamu kâğıtlarını satın alması ile kamu harcamalarının yani bütçe açıklarının parasallaştırılmasıdır. Bu durum para ve maliye politikasının birleşmesini, maliye politikası ile ilgili güvenilirlik veya Ricardocu ve Ricardocu olmayan rejimlerin tartışmasını devreye sokmaktadır.

(12) nolu denklem Ricardocu ve Ricardocu olmayan mali rejimlerin tanımlanması için kamunun bütçe dengesinin incelenmesini içerir. (12) nolu denklemde B , kamunun borçlarını veya kamu borçlanma kâğıtlarının toplamını; Z , kamunun senyoraaj gelirleri ile faiz dışı bütçe fazlasının toplamını ve Δ_{β} , maliye politikasını göstermektedir (Woodford, 2003).

$$\begin{aligned} B_t + M_t &= (1 + r_t)B_{t-1} - Z \\ \Delta_{ft} &= M_t \end{aligned} \quad (12)$$

Maliye politikasının ekonomik konjonktüre göre belirlendiği kabul edilsin. Ekonomi likidite tuzağına yakalandığında, yani doğal faiz negatif değerler ($r_t^n < -\pi_t$) aldığı anda hükümet genişleyici maliye politikası izlemek isteyecektir ($\Delta_{ft} > 0$). Ancak böyle bir politikanın hükümet tarafından uygulanabilmesi için kaynak bulunması gerekir. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide bütçe vergi gelirleri hızla azalır. Genişleyici maliye politikası izlemek için gerekli olan kaynak merkez bankasının kamu borçlanma kâğıtlarını alması ile sağlanabilir. (12) nolu denklemdeki M_t kamu harcamalarının merkez bankası tarafından finanse edilmesini göstermektedir. Bu takdirde hükümetin bütçedeki harcama imkânları merkez bankasının API işlemleri kadar artmış olur.

Böyle bir politika uygulamasının inandırıcılığı Ricardocu ve Ricardocu olmayan rejimler çerçevesinde sorgulanabilir. Ricardocu rejimlerde kamu borçlanması açısından (13) nolu denklemdeki koşulun gerçekleşmesi gerekir. Bütçe imkânlarını aşma sonucu ortaya çıkan borçların beklenen değeri T sonsuza giderken sıfıra eşit olmak zorundadır. Kamu bütçesi aşağıdaki şartı yerine getirdiği sürece Ricardocudur. Nihai açıdan kamu borçları özel tasarruflarla ödeneceği için, artan kamu harcamaları ile uyumlu olarak cari veya gelecekte vergiler artıyorsa, toplam talep değişmeyecektir.

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \beta^T (U_c(Y_t, M_t), B_t) = 0 \quad (13)$$

Likidite tuzağı ile ortaya çıkan deflasyona rağmen artan bütçe açıkları ve kamu borçlanması Ricardocu bir rejim yaratmamalıdır. (14) nolu denklemin kamu borçlanma sürecinde de geçerli olduğunu düşünürsek, likidite tuzağından çıkmak için gerekli olan harcama artışına bağlı olarak belli bir süre için diğer iktisadi ajanlar tasarruflarını arttırmamalı veya (t_0, T) bu zaman aralığında mali rejim Ricardocu olmamalıdır.

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \beta^T (U_c(Y_t, M_t), B_t + M_t) = 0 \quad (14)$$

(13) nolu denkleme göre merkez bankası kamu kâğıtları satın alsa bile bunların beklenen değeri sıfırdır. Bütçenin her zaman fazla vermesi veya denk olması gerekmez. Bir deflasyon ortamında bütçe açıkları merkez bankası tarafından finanse edilse bile, belli bir tarihten sonra sağlanan fazlalar ile kamu bütçe denkliliği sağlanır ki nihai açıdan $T \rightarrow \infty$ olur. Bu tür bir mali politika da güvenilirdir. Merkez bankası deflasyonu tersine döndürecek yeni bir fiyat düzeyini elde edinceye kadar para arzını klasik olmayan yollar dışında genişleterek uzun dönem faizleri ve reel kuru etkilemeye çalışacak ve maliye politikası ile bütünleştirecektir (Woodford, 2003; Walsh, 2002).

5. AB VE TÜRKİYE'DE PARA VE MALİYE POLİTİKALARI

Teorik kısımdaki tartışmanın arkasındaki fiili ekonomik durumu özetleyerek AB ve Türkiye'deki para politikasını incelemek faydalı olacaktır. Başta ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ekonomik durum bir deflasyon ve resesyon halindedir. 2007-2008 yıllarında başta bankacılık sistemindeki zararların boyutunun belirsiz olması, beklentileri önemli ölçüde kötüleştirmiştir. 2007 yılında Northern Rock bankasının batması, takip eden aylarda ABD Mortgage krizinin giderek derinleşmesi, artan güven bunalımı, iflas eden bankalar ve firmalar tarihin en büyük finansal ve reel krizini yaratmışlardır. AB ve ABD'de yatırım beklentilerindeki kötümserlik, paranın ve diğer varlıkların getirilerindeki belirsizlik ciddi bir talep daralması meydana getirmiştir. Toksik kâğıtların yarattığı yatırım ve tüketim beklentilerindeki ciddi güven bunalımı bir çarpan süreci ile dünyaya taşınması krizi küresel hale getirmiştir.

Likidite tuzağına yakalanmış ekonomilerde temel problem toplam talebin ve talep beklentilerinin kötümserleşmesidir. Resesyon ve deflasyon sürecinde geleceğe dönük fiyat beklentilerindeki karamsarlık ciddi bir talep yetersizliği ve reel faizlerin negatif olduğu bir ortam yaratarak harcama yapma yerine para tutmayı rasyonel hale getirmektedir (Eggerston, 2003). Aşağıdaki Tablo 1 ve 2'de AB'nin merkezi 6 ülkesi ile Türkiye'de 2007'den itibaren GSYH büyüme hızındaki ve tüketici fiyatlarındaki gelişmeler verilmektedir. Böylece bu ekonomilerdeki toplam talepteki daralmanın boyutları ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Tablo 1: AB Ülkelerinde ve Türkiye'de 3'er aylık Büyüme Oranları

	2007 Q 04	2008 Q 01	2008 Q 02	2008 Q 03	2008 Q 04	2009 Q 01	2009 Q 02
EU Bölgesi (27)	1.0	-0.7	0.3	-0.1	0.0	-2.1	0.1
İspanya	1.8	0.4	1.1	-0.4	0.7	-0.1	-0.1
Fransa	0.7	0.9	0.4	0.2	1.2	0.1	-0.4
İtalya	5.8	-3.9	1.8	-0.7	6.4	-3.3	0.3
Hollanda	1.6	1.7	-0.4	-0.0	2.6	-0.6	-1.8
İngiltere	0.5	2.8	0.7	-1.6	0.3	1.9	0.6
Almanya	1.1	-1.1	0.2	1.2	1.6	-1.5	-0.0
Türkiye	4.1	7.1	2.8	0.9	-6.5	-14.2	-6.9

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> ve TCMB

AB ülkelerinde 2008'in ikinci çeyreğinden itibaren durgunluk kendini göstermeye başlanmıştır. AB'nin genelinde ise 2008 yılının üçüncü çeyreği itibariyle ekonomide 0.1 küçülme yaşanmış ve bu süreç 3 çeyrek dönem devam etmiştir. Dolayısıyla arka arkaya üç çeyrek daralan bir ekonominin resesyona girdiği görüşü dikkate alınır AB ekonomisinin durgunluğa girdiği rahatlıkla söylenebilir. Bu durum sadece AB için değil Türkiye için de geçerlidir. 2001 ilk çeyreğinden itibaren Türkiye'nin büyüme

hızında dramatik değişimler yaşanmıştır. 2009 ilk çeyreğinde milli gelirdeki daralma %14 gibi tarihi bir büyüklüğe ulaşmıştır. Bu açıdan AB' ye göre Türkiye ekonomisinin daha derin bir durgunluğa sürüklendiği söylenebilir. Likidite tuzağının ortaya çıktığı ekonomiler için sadece üretime değil fiyat hareketlerine de bakmak gerekmektedir.

Tablo 2: AB Ülkelerinde Harmonize Edilmiş Tüketici Fiyatları (Aylık, % Değişme)

	2008 09	2008 10	2008 11	2008 12	2009 01	2009 02	2009 03	2009 04	2009 05	2009 06	2009 07	2009 08
EU Bölgesi (27)	3.7	3.8	3.7	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
İspanya	4.5	4.5	4.4	4.1	3.8	3.5	3.1	2.8	2.3	1.8	1.2	0.8
Fransa	3.3	3.4	3.3	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9	1.5	1.1	0.8
İtalya	3.4	3.5	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3	1.9	1.6
Hollanda	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	1.8	1.6
İngiltere	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9
Almanya	3.1	3.1	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	1.5	1.1	0.8
Türkiye	10.1	11.1	10.7	10.6	9.5	7.7	7.8	6.1	5.2	5.7	5.3	5.3

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

Tablo 2'ye bakıldığında krizin çıktığı 2008 yılından itibaren düzenli olarak talepteki daralma ile beraber fiyatlarda azalma eğilimi görülmüştür. Bilhassa 2009 ile 2008 fiyat hareketleri kıyaslandığında, fiyat oranlarındaki azalma AB ülkelerinde %50 civarında olmuştur. Yıllık %3-4 civarında artan fiyatlar %2 civarında artmaya başlamıştır. Benzer bir durum Türkiye için geçerlidir, %10 civarında artan tüketici fiyatları %5 civarında artmaya başlamıştır. Likidite tuzağı açısından gerek fiyat oranlarındaki azalma gerekse durgunluk bir semptom olmakla beraber likidite tuzağının esas nedeni fiyat ve büyüme beklentilerdeki karamsarlıktır. Enflasyon gelişmeleri bir likidite tuzağı sürecini doğrulamakla beraber iktisadi birimlerin enflasyon ve büyüme beklentilerine de bakmak gerekmektedir. Tablo 3 ve Tablo 4'te büyüme ve enflasyon beklentilerine yer verilmektedir.

Tablo 3: AB'de Üretim ve Fiyat Beklentileri (Endeks değerler)

	2008 03	2008 04	2008 05	2008 06	2008 07	2008 08	2008 09	2008 10	2008 11	2008 12	2009 01	2009 02	2009 03
İmalat Sanayi Üretim Beklentisi	8	8	7	4	1	-3	-4	-	-	-	-	-	-
Fiyat Beklentisi	13	13	13	16	20	16	12	6	0	-7	11	11	14

Kaynak: ECB

Tablo 3'e bakıldığında AB ülkelerindeki üretime dönük beklentilerin 2008'in Ağustosundan itibaren kötüleştiği görülmektedir. Takip eden aylarda üretim beklentileri de daha da kötümserleşmiştir. Benzer şekilde fiyat beklentileri kötümserleşmiştir.

Tablo 4: Türkiye’de Üretim ve Fiyat Beklentileri (% Değişim), 2007=100

	2008 03	2008 04	2008 05	2008 06	2008 07	2008 08	2008 09	2008 10	2008 11	2008 12	2009 01	2009 02	2009 03
İmalat Sanayi Üretim Beklentisi	139.8	137.8	127.4	118.9	116.2	112.2	102.6	76.2	55	50.9	76.9	88	102.2
Fiyat Beklentisi	4.30	4.70	5.50	6.50	5.50	5.50	4.90	4.90	6.50	5.20	5.40	5.0	4.36

Kaynak. TCMB

Tablo 4’te görüldüğü gibi, Türkiye’de fiyat beklentileri bakımından durum AB ülkelerine benzerken, üretim beklentileri 2008’den itibaren bozulmuş, 2008 sonunda tavan yapmış ve bu tarihten sonra toparlanmaya başlamıştır. Ancak endeksin 2008 yılı Mart değerinin 139.8 olduğu dikkate alındığında, 2009 yılı itibarıyla üretim beklentilerindeki olumsuzluğun devam ettiği söylenebilir.

Finansal krizin toplam talebi çok keskin bir şekilde düşürmesi, negatif büyüme hızları, karamsar fiyat beklentileri ve yatırım harcamalarındaki düşüş tüm dünya genelinde işsizliği ciddi ölçülerde arttırmıştır. Artan işsizlik, krizin finansal bir krizden reel bir krize doğru dönüştüğünün de göstergesidir. Gerek finansal sistemi gerekse reel ekonomiyi kurtarmak için birçok tedbir alınmıştır. Kısaca özetlemek gerekirse, 2008 yılından itibaren hükümetler ve merkez bankaları karamsarlığı ortadan kaldırmak için aktif bir para ve maliye politikası izlemeye başlamışlardır.

Bu açıdan gerek Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) gerekse Avrupa Merkez Bankası (AMB) faizleri düşürmeye başlamıştır. Ancak Tablo 5’de de görüldüğü üzere yatırımlardaki düşme sürecini engelleyememişlerdir. AMB 2007 yılından 2008’e geçerken gecelik faizleri (O/N) %36 düşürürken TCMB gecelik faizleri (O/N) %5 düşürmüştür. 2009 yılında gerek AMB gerekse TCMB faizleri düşürmeye devam etmişlerdir. AMB faizlerini %90’nın üzerinde düşürürken, TCMB faizlerini %60 civarında düşürmüştür. Bu açıdan AMB aktif bir para politikası izlerken TCMB daha pasif kalmıştır. Ancak Tablo 3 ve 4’te görüldüğü üzere her iki merkez bankasının beklentileri etkiledikleri söylenemez.

Tablo 5: Avrupa Birliği Ülkelerinde ve Türkiye’de Sabit Sermaye Yatırımı ve Gecelik Faiz Değişimi (% Değişme)

	2007	2008	2009	2010
AB	2,6	2,6	2,3	2,34
Almanya	9,1	0,2	-10,0	-1,4
İspanya	7,7	4,2	-9,2	0,7
Fransa	7,4	-3,0	-15,8	-6,9
İtalya	9,5	4,5	-4,8	-0,6
Hollanda	4,6	0,2	-13,8	1,2
İngiltere	6,8	7,1	-6,3	-2,3
Türkiye	9,0	-16,0	-19,1	-3,1
AB Gecelik Faizler	3,88	2,48	0,34	0,25
Türkiye Gecelik Faizler	17,2	16,2	7,2	5,8

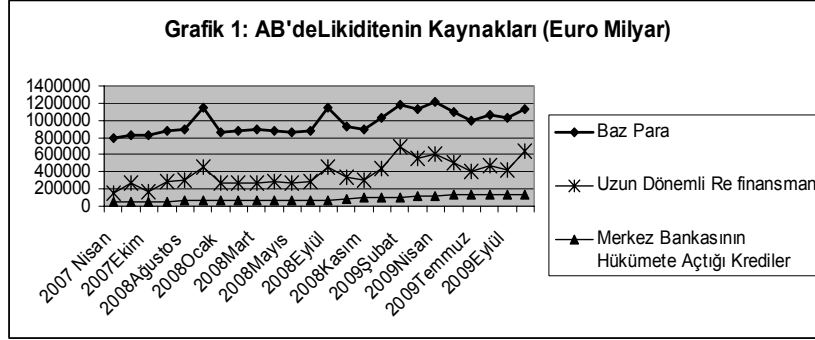
Kaynak: EU Statistics , TCMB

Bu noktada AMB ve TCMB arasındaki farklar daha bariz ortaya çıkmaktadır. AMB ve Avrupa ekonomisi kaynaklarını harcamaya dönüştüremediğinden krizden veya likidite tuzağından etkilenmektedir. AMB'nin önceliği atıl duruma düşen üretim kapasitesini tekrar canlandırmaktır. AMB'nin aksine TCMB yoğun dış kaynak kullanan ve harcama eğilimi yüksek bir ekonominin merkez bankasıdır. Bu açıdan TCMB temel politika önceliğini enflasyonla mücadele üzerine kurmuştur. 2008 yılında dış dünyadaki derin krize rağmen TCMB faizleri düşürmemiştir. Ancak dış bağımlılığı yüksek olan Türkiye ekonomisinden 2009 yılının ilk altı ayında 4.5 milyar dolar dış kaynağın çıkması, ihracatın hızla düşmesi, beklentilerin kötüleşmesi sonucu düşen yatırım ve tüketim ekonomiyi ciddi bir durgunluk sürecine sokmuştur. TCMB temelde enflasyon hedeflemesine bağlı kaldığından enflasyon hedeflemesi ile çelişmeyecek bir faiz politikasına devam ederek faizleri düşürmüştür. Bu şartlarda bile TCMB pozitif reel faiz politikasını terk etmemiştir. Beklentilerdeki bozulmaya göre sınırlı faiz indirimleri Tablo 4’te görüldüğü üzere yatırımları veya fiyat beklentilerini etkileyememiştir. Türkiye ekonomisinin dolaylı olarak dışarıya bağlı olması faizin etkin olarak kullanılmasını zorlaştırmaktadır. Bu duruma dolaylı likidite tuzağı adı verilebilir (Baydur ve Süslü, 2009)¹.

Temelde para politikasına göre, likidite tuzağına yakalanmış bir ekonominin öncelikle amacını değiştirmesi, enflasyonda istikrar yerine doğal büyüme hızını hedefleyen bir yapı kazanması gerekmektedir. Bu açıdan AB’deki ülkelere bakıldığında ekonomiyi canlandırmak için hükümetler harcamalarını artırmış, AMB’de bankalara ciddi bir re-finansman sağlamıştır. Bunun yanında AMB ve AB ülke merkez bankaları da hükümetlere ve bankalara re-finansman sağlarken faizleri de önemli ölçüde indirmişlerdir.

¹ Türkiye ekonomisi sermaye hareketlerine bağlı olduğundan bağımsız para politikası yürütme şansı azdır. Dolayısıyla faizler sadece enflasyon hedeflemesine bağlı değil, aynı zamanda sermaye hareketlerine de bağlıdır.

Aşağıda Grafik 1’de AMB’nin hükümete ve mali sisteme aktardığı kaynak gösterilmektedir.



Kaynak: www.ecb.eu/statistics

Normal koşullarında genişleyici para politikası ve düşürülen faizler toplam talebi canlandırmada etkili olabilir. Ancak likidite tuzağına yakalanmış, fiyat beklentilerinin kötümser olduğu bir ekonomide standart olan para politikası araçlarının işlevi ve etkinliği önemli ölçüde azalmaktadır. Faizleri düşürmek veya para hacmini genişletmek yeterli değildir. Teorik bölümde de vurgulandığı üzere likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide merkez bankası konut almak, firmalara direkt kredi verme ve uzun vadeli kamu kağıtlarını satın alma gibi sıra dışı bir çok yolu izleyebilir. İzlenecek politikaların beklentiler üzerinde etkili olması için belli bir hacim ve büyüklüğe sahip olması gerekir. Grafik 1’de görüldüğü gibi, AMB’nin API işlemlerini kullanarak özellikle bankaların yeniden re-finance etmesinde ve kamu kağıtlarını alarak durgunluk ortamında hükümetlerin daralan bütçe imkânlarını genişletmesiyle beklentilerdeki karamsarlığı yenmesinde kritik bir rol oynayacağı düşünülmektedir.

Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide para politikası bir açıdan maliye politikası ile bütünleşmek zorundadır. Tablo 6 ve 7’de bütçe açıkları, kamu borçları ve gelişimi AB ve Türkiye için verilmektedir.

Tablo 6: AB ve Türkiye’de Bütçe Açıklarının GSMH’ye Oranı (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AB	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,4	-1,4	-0,8	-2,3
İspanya	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	-1,6
Fransa	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,7	-3,4
İtalya	-0,9	-3,1	-3,0	-3,5	-3,6	-4,4	-3,4	-1,5	-2,2
Hollanda	2,0	-0,3	-2,1	-3,2	-1,8	-0,3	0,6	0,3	1,2
İngiltere	1,4	0,6	-1,9	-3,3	-3,4	-3,3	-2,6	-2,7	-3,7
Almanya	-1,3	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1
Türkiye	-14	-16,5	-14,6	-11,3	-7,4	-2,0	-0,8	-4,7	-1,8

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, bumko.gov.tr

Tablo 7: AB ve Türkiye’de Kamu Borçlarının GSMH’ye Oranı (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AB	61	60,3	61,8	62,2	62,3	62,7	61,3	58,7	61,5
İspanya	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43	39,6	36,2	39,5
Fransa	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,9	63,9	68,1
İtalya	109,2	108,8	105,7	104,4	103	105,9	107	104	105,8
Hollanda	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,7	58,2
İngiltere	41	37,7	37,5	38,7	40,6	42,3	43,4	44,2	52
Almanya	59,7	58,8	60,3	63,8	65,8	67,8	67,6	65,1	65,9
Türkiye	-	-	73,7	67,4	59,7	52,3	46,1	39,4	39,5

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, bumko.gov.tr

Avrupa hükümetleri ekonomik krizi hafifletebilmek için önemli ölçüde kamu harcamalarını arttırmışlardır. Tablo 6 ve 7’de görüldüğü gibi AB ülkeleri bütçe açıklarını merkez bankalarına borçlanarak kapatmaktadır. Örneğin, İngiltere ve Hollanda bankacılık sektöründeki zararları kamusalılaştırdıklarından kamu borcunun mili gelire oranı ciddi ölçüde artmıştır. Bu açıdan AB’ye genel olarak bakıldığında, hem bütçe açığı hem de borcun milli gelire oranı artmıştır.

Buna karşılık Türkiye’nin para politikasına benzer bir şekilde maliye politikasının da pasif kaldığı söylenebilir. 2008 yılında kamunun bütçe açığı azalma göstermiş, aynı şekilde kamunun borçlanma oranı da diğer ülkelere göre daha düşük hale gelmiştir. Bu durum Türkiye ekonomisinin likidite tuzağı altında göreceli olarak sıkı maliye politikası izlediğinin bir göstergesidir. Dolayısıyla Türkiye ile AB arasında maliye politikası açısından da ciddi bir farklılık bulunmaktadır.

AMB re-finansmanının talebe doğrudan bir etkisi vardır. Hükümetlerin özel sektörden borç almadan merkez bankası kaynaklarını kullanmaları, deflasyonla mücadelede açısından, iç borçlanmaya göre daha kuvvetli bir durum yaratmaktadır. Türkiye’nin gerek para gerekse maliye politikasındaki farklılıkları daha derin bir resesyon sürecine sürüklenmesi ile noktalanabilir. Türk ekonomi otoritelerinin pasif tutumu, krizden çıkma sürecini dışarıdaki gelişmelere bağlamaları ile ilişkilidir. Bu durum Türkiye ekonomisi için AB’nin ve ABD’nin krizden toparlanma süreçlerini kritik hale getirmiştir. AB ve ABD krizden çıktıkça Türkiye ekonomisi de toparlanacaktır. Yüksek büyüme ve yatırım açlığı dikkate alındığında, Türkiye’nin sadece gümrük birliğine değil parasal birlik ve nihayetinde AB’ye girmesi de bütün tarafların çıkarına olacaktır.

6. EKONOMETRİK ANALİZ: VERİLER VE YÖNTEM

Teorik bölümün ışığında, AB ve Türkiye ekonomilerinin krizden kurtulması için para ve maliye politikalarının enflasyon ve büyüme beklentilerini etkileyebilmesi gerekmektedir. Bu açıdan gerek AB’nin

gerekse Türkiye'nin izlediği politikalar beklentileri değiştirmiş midir ve bu politikalarındaki değişimler ne kadar bir sürede beklentileri etkilemektedir sorularına cevap aranması gerekmektedir. Bu soruları cevaplamak için aşağıdaki (15) nolu denklem tahmin edilmeye çalışılmıştır:

$$FB_{AB} = C1 + C2 * BD + C3 * LRF + C4 * BUY + C5 * \pi + C(6) * KUK + u \quad (15)$$

$$FB_{AB} = C1 + C2 * BD(-1) + C3 * LRF(-1) + C4 * BUY(-1) + C5 * \pi(-1) + C(6) * KUK + u \quad (15)'$$

Modelde BD, bütçe açıklarını; LRF, açık piyasa işlemleri ile hükümete ve bankalara verilen borçları; BUY, reel büyümeyi; FB, fiyat beklentilerini; π de enflasyon değerini göstermektedir. Kukla değişken dünyadaki ekonomik krizi temsil etmek için kullanılmıştır. 2008 yılında Lehman Brothers'ın batışı başlangıç olarak alınmıştır. 2008 öncesi için 0 değeri 2008 ve sonrası içinde 1 değeri verilmiştir. Modeldeki bütün veriler AMB'nin ve TCMB'nin veri dağıtım sitelerinden alınmıştır.

Kukla değişkenin kullanılmasının sebebi uzun vadeli finansmanın ortalama fiyat beklentisi ile fiyat beklenti katsayısını değiştirip değiştirmedini test etmektir. Bunun için iki farklı kukla (KUK) değişken kullanılmıştır. KUK olarak ifade edilen kukla değişken (15) nolu denklemdeki değişiklikleri test ederken, KUKE (KUKLA EĞİLİM) değişkeni ise uzun vadeli finansman değişkeninin katsayısının yani eğiminin değişip değişmediğini test etmektedir.

Çalışmada ilk olarak zaman serileri durağanlık sınamasına tabi tutulacaktır. Durağanlık sınaması için Advanced Dickey-Fuller (ADF) testi uygulanmıştır. Bu testte kullanılan denklemler hem sabit hem de trendlidir. Zaman serilerinin durağanlık sınamaları aşağıda tablo olarak verilmiştir.

Tablo 8: AB Verileri İçin Birim Kök Test Sonuçları

	I(0)	I(1)
Fiyat Beklentisi	-2.607	-4.241*
Bütçe Açığı	-1.807	-4.680*
Uzun dönem finans	-1.095	-6.154*
Büyüme	-3.363***	-6.358
Enflasyon	-2.543	-3.324***
Kritik değer	(-4.234)	(-3.5386)

* % 1, **% 5, *** % 10

% 5 istatistikî anlamlılık düzeyi açısından bakıldığında büyüme hariç (%10 anlamlılık düzeyinde) bütün değişkenler düzeyden birim kök taşımaktadır². AB ile ilgili değişkenler birinci farktan durağan oldukları için (15) nolu denklem 2005:1 2009:1 dönemleri arasında EKK ile regresyona koşulmuştur.

² Dolayısıyla zaman serileri durağan olmadığında sahte regresyonu önlemek için serilerin durağanlaştırılması gerekir. Eğer seriler benzer düzeyden durağan ise durağanlaştırmaya gerek kalmadan seriler düzeyden regresyona koşulabilir (Prescott, 1986: 9-22).

2005 yılının başlangıç yılı olarak seçilmesinin nedeni hem AB için hem de Türkiye için istikrarlı bir yıl olmasıdır. Ele alınan dönem gerek Avrupa'da gerekse Türkiye'de ekonominin düzenli büyüdüğü, fiyatların istikrarlı olduğu, ciddi yapısal sorunların çıkmadığı bir yıl olduğundan başlangıç yılı olarak kabul edilmiştir.

Regresyon sonucunda, yoğun otokorelasyon problemi ile karşılaşmıştır. Bu problemten kurtulmak için değişkenlerin gecikmeli değerleri alınarak (15) nolu denklem tekrar regresyona koşulmuştur. Elde edilen sonuçlar Tablo 9'da verilmektedir.

Tablo 9: AB için Likidite Tuzağı Modelinin Tahmini

Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	-46.05413	14.15484	-3.253596	0.0028
Bütçe Açığı	-0.206066	0.370418	-0.556307	0.5821
Uzun Dönem Finansman	4.884289	1.278430	3.820536	0.0006
Büyüme	-0.919911	0.742924	-1.238230	0.2252
Enflasyon	-2.923705	0.990762	-2.950966	0.0061
Kukla	-20.52894	3.292799	-6.234495	0.0000
Fiyat Beklentisinin Gecikmeli Değeri	0.615733	0.099792	6.170184	0.0000
R ²	0.848135	Akaike Bigi kriteri		5.478664
Düzenlenmiş R ²	0.817762	Schwarz Kriteri		5.783432
Max Olabilirlik	-94.35528	F-İstatistik		27.92402
Durbin-Watson istatistik	2.244364	Olasılık		0.000000

Tablo 9'daki denklemin genel olarak anlamlı olup olmadığı F testi ile sınıranır. Tabloda da görüldüğü üzere F istatistiği (27.92) > F tablo değerinden büyük olduğu için (15) nolu denklem istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu denklemin olmama olasılığı p (olasılık)= 0.000000 dır.

(15) nolu denklemde tahmin edilen katsayıların anlamlı olabilmesi için EKK yönteminin varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığına bakılması, yani diognastik testlerinin yapılması gerekir. Korelasyon probleminin olup olmadığını anlamak için ARCH LM testi yapılmıştır. Yapılan test sonucu hata terimi ile gecikmeli değerleri arasında yani Resid (-1), Resid (-2) değişkenlerinin katsayısının anlamlı olup olmadığına bakılmış, %5 anlamlılık düzeyinde, Resid (-1), Resid (-2) değerlerinin katsayıları istatistiki bakımdan anlamlı olmadığından otokorelasyon problemi yoktur.

EKK yönteminin elde ettiği tahmin katsayılarının anlamlı olabilmesi için değişken varyans probleminin olmaması gerekmektedir. Değişken varyans durumunda parametrelerin standart hataları yanlış hesaplandığından, tahminler güvenilir değildir. Tahmin ediciler değişken varyans altında minimum varyansa sahip olamadıklarından, F ve t testlerine bağlı olarak bulunan güven aralıkları güvenilir değildir. Bunun için de White testi yapılmıştır. Bu test için hata terimi ile Tablo 9' daki diğer bağımsız/bağımlı

değişkenler arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki aranmıştır. Bu bilgiye göre %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı bir katsayı bulunmamaktadır. Tahmin edilen regresyon denkleminin R^2 ile W istatistiği hesaplanmıştır. H_0 hipotezini test etmek için hesaplanan W istatistiği ile %5 anlamlılık düzeyinde Ki-kare değeri ile kıyaslanmıştır. Eğer $W < \chi^2$ ise H_0 kabul edilir. Yani değişken varyans yoktur hipotezi kabul edilir. Hesaplanan W değeri $W = 15.63$ 'dir. Bu değer $\chi^2(0.05;37) = 26.50$ değerinden küçük olduğu için H_0 hipotezi kabul edilir.

EKK yöntemi kullanılarak yapılan tahminlerin doğruluğu hata terimlerin dağılımına bağlıdır. Hata terimlerinin normal dağılıma uyması gerekir. Çünkü tahmin edilen katsayıların anlamlı olması için tahmin edilenlerin de normal dağılması gerekir. Bunun için H_0 : Hata terimleri normal dağılmakta ve H_1 : Hata terimleri normal dağılmamaktadır, hipotezi ortaya konur. Bu testi yapmak için Jarque Bera istatistiği (JB) ile Ki-kare tablo değeri kıyaslanır. $JB = 2.88 < \chi^2(sd:7,0.05) = 18.49$ olduğundan, H_0 hipotezi kabul edilir. Hata terimleri normal olarak dağılmaktadır.

Son olarak da bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallığın olup olmadığına bakmak gerekir. Özellikle zaman serileri birlikte değişme eğilimine sahip olduklarında çoklu doğrusallık problemi çıkabilir. Bu problem regresyon katsayılarını belirsiz hale getirir, varyansları büyütür ve belirlilik katsayısı olduğundan büyük çıkar.

Çoklu doğrusallık testini yapmak için yardımcı bir regersyon koşulmuştur. Bu regresyonun F hesaplanan $3.99 >$ tablo F ($k-2=5$, $n-k=31;0.05$) $= 2.59$ değerinden büyük olduğu için H_0 hipotezini redederiz, yani çoklu doğrusallık bulunmaktadır. Regresyon denkleminin olmama olasılığı $p = 0.004$ dür, denklemin olma olasılığı yüksektir. H_0 hipotezini reddedip H_1 hipotezini kabul ederiz.

Çoklu doğrusallıktan kurtulmak için de önsel bilgi, verileri bir araya getirme, değişken çıkarma, değişkenleri dönüştürme veya verilerin çoğaltılması kullanılabilir (Gujarati, 1999). Bunun yanında amacımız fiyat beklentileri ile uzun dönem ve kukla değişken arasındaki ilişkileri tahmin etmek olduğu için ve elde edilen yardımcı regresyon denklemin $R^2 = 0.44$ gibi düşük bir değeri olduğundan modeldeki doğrusallık problemi ihmal edilmiştir. Bütçe açıkları çıkarılarak Tablo 9'daki regresyon denklemini yeniden koşulmuş, sonuçlar Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10: AB için Yeni Likidite Tuzağı Modelinin Tahmini

Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	-44.99347	13.86875	-3.244234	0.0028
Uzun Dönem Finansman (-1)	4.836364	1.261238	3.834616	0.0006
Büyüme (-1)	-0.822294	0.713818	-1.151965	0.2581
Enflasyon (-1)	-2.976095	0.975230	-3.051686	0.0046
Kukla (-1)	-20.51459	3.255819	-6.300901	0.0000
Fiyat Beklentisi (-1)	0.604622	0.096678	6.254004	0.0000
R ²	0.846569	Akaike Bigi kriteri		5.434873
Düzenlenmiş R ²	0.821822	Schwarz Kriteri		5.696103
Max Olabilirlik	-94.54515	F-İstatistik		34.20893
Durbin-Watson istatistik	2.237404	Olasılık		0.000000

Tablo 10'da AB açısından yeniden tanzim edilmiş regresyon denkleminin katsayılarının istatistiki açıdan anlamlı olup olmadığına bakılırsa, % 5 anlamlılık düzeyinde büyüme hariç bütün katsayıların istatistiki açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Büyüme hariç bütün katsayıların p (olasılık) değerleri % 5' den küçüktür. Bu çalışmada likidite tuzağı test edilmek istendiğinden uzun dönem finans katsayısı ve kukla değişkenin katsayısı önem taşımaktadır. Uzun vadeli finansmandaki %100' lük artış fiyat beklentilerini yaklaşık % 5 arttırmaktadır. Bu açıdan AMB genişleyici maliye politikasını destekleyen para politikası ile beklentilerdeki çöküşü durdurmaya çalışmıştır.

Likidite tuzağının karakteristik özelliği beklentilerdeki bozulmadır. İncelenen dönemde 2008 Temmuz'undaki Lehman Brothers batışıyla beraber fiyat beklentilerinin 15 puan aşağıya düştüğü KUKLA değişkenin katsayısına bakıldığında rahatlıkla görülür. Beklentilerdeki bu kadar hızlı bir çöküş AB ekonomilerinin likidite tuzağına yakalandıklarının göstergesi olarak yorumlanabilir. AMB tarafından izlenen hükümete ve bankalara borç verme politikasının fiyat beklentilerini etkileyip etkilemediğini anlamak için, KUKLE değişkeni yeni regresyon denklemine ilave edilmiştir. Hatırlanacağı üzere KUKLE değişkeni uzun vadeli finansman değişkeninin katsayısının değişip değişmediğini, yani eğilimi test etmektedir. Yapılan testin sonucu Tablo 11'de verilmektedir.

Tablo 11: İzlenen Politikaların Likidite Tuzağına Olan Etkisi

Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	-48.97807	14.79601	-3.310222	0.0024
Uzun Dönem Finansman (-1)	5.140629	1.323271	3.884788	0.0005
Enflasyon (-1)	-2.629617	1.070660	-2.456071	0.0201
Büyüme (-1)	-1.031969	0.763461	-1.351698	0.1866
Kukla (-1)	-17.42104	5.042030	-3.455165	0.0017
Kukla Eğilim	-0.277726	0.344218	-0.806833	0.4261
Fiyat Beklentisi (-1)	0.601876	0.097286	6.186661	0.0000
R ²	0.849827	Akaike Bigi kriteri		5.467460
Düzenlenmiş R ²	0.819793	Schwarz Kriteri		5.772228
Max Olabilirlik	-94.14801	F-İstatistik		28.29498
Durbin-Watson istatistik	2.165718	Olasılık		0.000000

Tablo 11’de tahmin edilen denklem istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu denklemin olmama olasılığı çok düşüktür. DW değerine bakıldığında DW=2.16 eşit olduğundan otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. Bu regresyon için $W < \chi^2$ ise H_0 kabul edilir. Yani değişken varyans yoktur hipotezi kabul edilir. JB=1.5 dir. Böyle bir ki-kare bulmanın olasılık değeri % 46’dir. Bu değer yüksek bir olasılık olduğundan normallik varsayımı kabul edilir. Dolayısıyla Tablo 11’deki tahmin edilen katsayılara güvenilir olarak bakılabilir.

Bu regresyonda makale açısından önemli olan değişken KUKE değişkendir. Bu değişkenin katsayısı pozitif değerlidir ve %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir. Uzun dönemli finansman değişkeninin katsayısını etkilememektedir. AMB’nin izlediği genişleyici finansman politikası incelenen dönemde fiyat beklentilerini etkileyemediği için AB adına krizin ve likidite tuzağının sürdüğü söylenebilir. Benzer bir test süreci Türkiye ekonomisine uygulanarak likidite tuzağı ve kriz açısından bir değerlendirme yapılabilir.

Yukarıdaki (15) nolu denklemi Türkiye’ye uyarlamak istersek bağımsız değişkenlerde değişiklik yapmak gerekmektedir. TCMB, AMB’ye benzer bir para politikası izlemediğinden tersine enflasyonla mücadele programına devam ettiğinden LRF değişkeni yerine gecelik faizler (O/N) esas alınmıştır. Türkiye kredibilitesi düşük bir gelişen ekonomi olduğundan bütçe açıkları yerine kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) yeni değişken olarak modele dahil edilmiştir. Türkiye için aşağıdaki model EKK ile tahmin edilmiştir.

$$FB_{TUR} = C1 + C2 * KKGB - C3 * ENF + C4 * ON + C5 * BUY - C(6) * KUK + C(7) * FB(-1) + u \quad (16)$$

Modeldeki durağanlık düzeyine göre değişkenlerin gecikme yapısı değişmiştir. Hem bu durağanlık yapısı hem de yoğun otokorelasyon problemlerinden kurtulmak için fiyat beklentilerinin gecikmeli değeri de modele

ilave edilmiştir. Tablo 12’de görüldüğü üzere %1 anlamlılık düzeyinde bütün değişkenler birim kök taşımaktadırlar.

Tablo 12: Türkiye Verileri İçin Birim Kök Test Sonuçları

	I(0)	I(1)
Fiyat Beklentisi	-3.8721**	-6.4729*
KKBG	-1.904	-4.6437*
ON	-2.5774	-5.2193*
Büyüme	-6.064***	-6.358
Enflasyon	-3.4257**	-6.1585*
Kritik değer	(%1) -6.1585	(%5) -3.5112

* % 1, **% 5, *** % 10

Tablo 13: Türkiye için Likidite Tuzağı Modelinin Tahmini

Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	1.097808	0.587614	1.868247	0.0691
KKBG(-1)	-0.141182	0.073980	-1.908367	0.0635
Enflasyon (-1)	0.099615	0.046929	2.122690	0.0400
Gecelik Faiz (-1)	-0.000348	0.036284	-0.009604	0.9924
Büyüme (-1)	-0.012610	0.007731	-1.631168	0.1107
Kukla (-1)	0.443908	0.186604	2.378881	0.0222
Fiyat Beklentisi (-1)	0.187822	0.141304	1.329206	0.1913
R ²	0.422874	Akaike Bigi kriteri		0.969439
Düzenlenmiş R ²	0.336305	Schwarz Kriteri		1.244993
Max Olabilirlik	-15.78181	F-İstatistik		4.884823
Durbin-Watson istatistik	1.843987	Olasılık		0.000790

Tabloda da görüldüğü üzere F istatistiği (4.884) > F tablo değerinden büyük olduğu için (16) nolu denklem istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu denklemin olmama olasılığı p= 0.0007 dir. Bu da düşük bir olasılıktır. (16) nolu denklemde tahmin edilen katsayıların anlamlı olabilmesi için EKK yönteminin varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığına bakılması, yani diognastik testlerinin yapılması gerekir.

Bu denklemle alakalı otokorelasyon problemi bulunmamaktadır (k=5 anlamlılık düzeyi 0.05 iken $d_U = 1.19 < (DW = 1.96) < 4 - (d_L = 1.18)$ olduğu için). Bu tür bir regresyonda değişken varyans probleminin olup olmadığını anlamak için White testine başvurulmuştur. Test sonucunda $W=32.03$ $\chi^2(0.05;47)= 34.76$ olduğu için H_0 kabul edilir, değişen varyans problemi yoktur. Hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığını anlamak için JB testi uygulanmıştır. JB:0.49’dur. Böyle bir ki-kare bulmanın olasılık değeri %78’dir. Bu değer yüksek bir olasılık olduğundan normallik

varsayımı kabul edilir. Son olarak da çoklu doğrusallık olup olmadığını anlamak için bir yardımcı regresyon koşulmaktadır.

Tablo 14: Türkiye için Yardımcı Regresyon Modeli

Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	-5.484944	11.58819	-0.473322	0.6386
KKBG (-1)	-0.737001	1.458950	-0.505159	0.6162
Enflasyon (-1)	1.638542	0.925466	1.770505	0.0843
Gecelik Faiz (-1)	0.729040	0.715542	1.018864	0.3144
Fiyat Beklentisi (-1)	-4.368818	2.786626	-1.567781	0.1248
Kukla(-1)	0.633571	3.679967	0.172168	0.8642
Büyüme(-1)	-0.128276	0.152456	-0.841398	0.4051
R ²	0.108871	Akaike Bigi kriteri		6.932782
Düzenlenmiş R ₂	-0.024799	Schwarz Kriteri		7.208336
Max Olabilirlik	-155.9204	F-İstatistik		0.814476
Durbin-Watson istatistik	2.051327	Olasılık		0.565107

Tablo 14’de görüldüğü üzere çoklu doğrusallık bulunmamaktadır. Regresyon denkleminin olmama olasılığı p (olasılık) değerinden anlaşılmaktadır. p=0.56 gibi oldukça yüksek bir değerdir. % 56 olasılıkla F hesaplanan < F tablo olduğu için H₀ hipotezini kabul ederiz. Dolayısıyla çoklu doğrusallık tahminler için varyans ve standart sapmayı etkilememektedir. Tablo 14’deki değişkenlerden büyüme gecelik faiz ve fiyat beklentilerinin gecikmeli değerleri %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı değildir. Diğer değişkenlerden kamu kesimi borçlanma gereği ve enflasyonda % 10 anlamlılık düzeyi istatistiki açıdan güvenilirdir. Kukla değişken istatistiki açıdan anlamlıdır. % 5 güven aralığında kukla değişkenin anlamlı ve işaretinin de pozitif olması Türkiye’nin likidite tuzağına yakalanmadığı anlamına gelmektedir. Bu da beklenen bir sonuçtur. Dünya ekonomilerini etkileyen kriz Türkiye kaynaklı değildir.

Kukla değişken krize rağmen fiyat artışlarının devam ettiğini göstermektedir. Kamu kesiminin fiyat beklentileri ile ters yönlü bir ilişkinin çıkması, artan borçlanmaların sıkı politikalarla telafi edileceği şeklinde yorumlanabilir. Gerek gecelik faizler gerekse büyüme değişkenleri enflasyon beklentileri açısından anlamlı bulunmamıştır. Aynı zamanda Türkiye açısından kukla değişkene bakarak fiyat beklentilerinde olumsuz bir gelişmenin olmadığı, Avrupa’nın aksine krizle beraber enflasyon beklentilerinin arttığı söylenebilir. Sıkı para politikası izlense de gecelik faizlerin fiyat beklentilerini etkilememesi para politikasının Türkiye’de etkisiz olduğunun da göstergesi olarak yorumlanabilir. Türkiye dış kaynağa bağımlı bir ekonomi olduğundan, fiyat dinamiklerini belirleyen yabancı kaynak ve bu kaynağın fiyatı olan döviz kurudur. Dolayısıyla AB ve ABD’de yaşanan krizden dolayı, Türkiye ekonomisi durgunluğa girmiş ve enflasyon görece düşmüştür. Türkiye’de enflasyon ve beklentilerini belirleyen yabancı

kaynak girişi ve dış konjonktürdür (Baydur, 2007). Türkiye direkt bir şekilde likidite tuzağına yakalanmadığı için sonuçlar Avrupa'ya benzememektedir.

7. SONUÇ

Likidite tuzağına fiyat ve büyüme beklentilerindeki kötümserlik olarak bakılabilir. Bu noktada kötümser beklentilerin kaynağı varlık piyasalarındaki balonlar veya nüfusun demografik yapısındaki değişimler sayılabilir. Özellikle ABD'de bu krizin yayılması, çarpan süreci içinde AB ve Türkiye'yi en az ABD kadar olumsuz etkilemiştir. Teorik bölümde de gösterildiği üzere, gerek fiyat gerekse büyüme beklentilerinin negatif değer aldığı bir ekonomik ortamda standart para ve maliye politikası yerine fiyat ve büyümeyi canlandırıcı politikalar izlemek gerekmektedir. Para politikası açısından enflasyon hedeflemesinden vazgeçilirken, maliye politikası ile para politikası birleşerek büyüme ve fiyat beklentilerini canlandırmaya dönük genişletici bir şekilde kullanılmalıdır. Bu açıdan birbirinden çok farklı karakteristiği olan AB ve Türkiye ekonomisi incelendiğinde elde edilen sonuçlar da ilginçtir.

AB verileri incelendiğinde 2008 yılı itibarıyla ciddi bir şekilde büyüme gerilemiş, fiyat beklentileri deflasyona dönmüş işsizlik artmaya başlamıştır. ABD mortgage krizi gerek İngiltere gerekse diğer AB ülkelerinde kredi piyasalarında ciddi dalgalanmalar meydana getirmiştir. Batan bankalar, bozulan beklentiler üretimde ciddi daralmalara neden olurken fiyatlar çökmüş talep önemli ölçüde daralmıştır. Bu sürecin önüne geçmek için ABD ve AB'de banka zararları kamusallaştırılmış gerek FED gerekse AMB hükümetlere uzun vadeli borç vermiştir. Böylece AB için para ve maliye politikası birleşerek önemli ölçüde parasal genişleme yaratmıştır. Bu açıdan AB için koşulan regresyon sonuçları anlamlıdır.

Ampirik test bölümünde likidite tuzağının karakteristik özelliği olarak beklentilerdeki bozulmanın AB için gerçekleştiği saptanmıştır. Hatırlanacağı üzere incelenen dönemde 2008 Temmuz'undaki Lehman Brothers batışıyla beraber fiyat beklentilerinin AB'de 15 puan aşağıya düştüğü saptanmıştır. Beklentilerdeki bu kadar hızlı bir çöküş AB ekonomilerinin likidite tuzağına yakalandıklarının göstergesi olarak yorumlanabilir. Beklentilerdeki çöküşü durdurmak için AMB tarafından izlenen hükümete ve bankalara borç verme politikasının fiyat beklentilerini etkileyip etkilemediğini anlamak için, KUKLE değişkeni yardımıyla yapılan regresyon sonucunda uzun dönemli finansman değişkeninin katsayısının etkilenmediği belirlenmiştir, dolayısıyla AB adına krizin ve likidite tuzağının sürdüğü söylenebilir.

Likidite tuzağının Türkiye için anlamlı olabilmesi için Temmuz 2008 sonrasında fiyat/fiyat beklentilerini bozulması veya çökmesi gerekmektedir. Türkiye için yapılan tahminde elde edilen Kukla değişken katsayısı krize rağmen fiyat artışlarının devam ettiğini göstermektedir. Kukla değişkenin anlamlı ve işaretinin de pozitif olması Türkiye'nin likidite tuzağına direkt olarak yakalanmadığı şeklinde yorumlanabilir. Bu da

beklenen bir sonuçtur. Dünya ekonomilerini etkileyen kriz Türkiye kaynaklı değildir. Türkiye'deki kronik kaynak yetersizliği dikkate alındığında, ABD ve AB ülkelerinde beklentilerdeki bozulma ve dış kaynak çıkışı yanında, Türkiye'nin dış kaynak kullanımlı bir ekonomi olması nedeniyle Türkiye'deki yatırım ve tüketim beklentileri bozulmuş, ekonomi resesyona girmiş ve enflasyon da önemli ölçüde yavaşlamıştır. Genelde likidite tuzağına yakalanan ekonomilerde karamsar fiyat ve büyüme beklentileri ile beraber bir tasarruf fazlası oluşur. Bu açıdan Türkiye'deki tasarruf açığı dikkate alındığında, beklentilerdeki bozulmanın kaynağı da dış kökenli olduğundan, Türkiye ekonomisi için direkt değil dolaylı olarak likidite tuzağından bahsedilebilir. Türkiye açısından durum AB' ye göre daha farklıdır. Regresyona da bu farklılık yansımıştır.

Likidite tuzağı altında izlenen politikalarda da farklılık kendini göstermektedir. AMB politikasını durgunluk ve deflasyonla mücadeleye odaklarken TCMB enflasyon hedeflemesi yoluyla % 6.5 hedefi yakalamaya çalışmakta, bir taraftan da hükümetten sıkı bütçe politikası uygulanmasını istemektedir. Bu bilgilerin ışığında Türkiye ile ilgili regresyona bakıldığında likidite tuzağına yakalandığı söylenemez. Bunun yanında para politikası enflasyon hedeflemesi doğrultusunda faizlerle şekillendirilmektedir. Gecelik faiz değişkeni anlamlı çıkmamış, kamu kesimi borçlanma gereği değişkeni anlamlı çıkmıştır. Bu değişkenin anlamlı olması ve katsayısının işaretinin negatif olması artan hükümet açıklarının ileride sıkı maliye politikası ile kapatılacağı beklentisinin iktisadi birimler arasında yaygın bir kanı olduğunu göstermektedir. Bu açıdan Türkiye'de izlenen gerek para gerekse maliye politikasının likidite tuzağı ile mücadele etmekten çok mali disiplini ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik olduğu söylenebilir. OECD ülkeleri içinde en çok daralan ekonomi olmasına rağmen Türkiye pasif bir politika izleyerek AB ve ABD'nin toparlanması ile ekonomisinin düzeleceği beklentisine girmiştir.

KAYNAKÇA

1. Aurebach A, ve Obstfeld, M., (2005). "The Case for Open Market Purchases in a Liquidity Trap". *The American Economic Review*. Vol. 95, No. 1.
2. Baydur, Cem Mehmet, (2005). "Mali Yaklaşım Modelinin Yetersizlikleri: Belirsiz Fiyatlar". *Ekonomik Yorumlar*, Sayı. 500.
3. Baydur, Cem Mehmet, (2006), "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru mu? Yanlış mı?", *Ekonomik Yorumlar*, Yıl.43, Sayı 506.
4. Baydur, Cem Mehmet, (2008). "Dünyadaki Kriz, Doğru Dış Açık ve Bize Sunulan Fırsat: Hükümet IMF ile Anlaşmamalıdır". *Ekonomik Yorumlar*, Sayı. 525.
5. Baydur, Cem Mehmet, (2007). "Yükselen Reel Faizler Toplam Talebi Artırır" *Ekonomik Yorumlar*, Sayı. 525.

6. Baydur, Cem Mehmet, Bora Süslü, (2010), “Türkiye Açısından Likidite Tuzağının Tanımlanması ve Çözümlemesi”, *Disk Akademi*
7. Buiter, W., N Panigirtzoglou, (2001). “Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them”. *Nber Working Paper*. No.7245, (02.02.2009).
8. Cabral Ricardo, (2009),” The 2009 Liquidity Trap: a Critical Analysis of the Monetary Policy Response”, *Symposium of 3. Protugal Economic Meeting*.
9. Coenen Guenter, Volker Wieland, (2003). "The Zero-Interest-Rate and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan," *CFS Working Paper Series*, 2003/09, Center for Financial Studies
10. Eggerston, Gauti, ve Woodford, M., (2003). “Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap”, *NBER Working Paper*. No.9968. (28,01,2009).
11. Eggertsson Gauti B., 2003. "How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsible," *IMF Working papers* 03/64, International Monetary Fund.
12. Enders, Walter, (1995), *Applied Econometric Time Series*, Canada: John Willy and Sons.
13. Gujarati, Damodar, (1999), *Temel Ekonometri*, Çev Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul: Literatür Yayınları
14. Kellya Logan J, William A. Barnettb, John W. Keating, (2010), “Rethinking the Liquidity Puzzle: Application of a New Measure of the Economic Money Stock” <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/22085/> (22/04/2010)
15. Krugman, Paul, (2008). “Optimal Fiscal Policy in a Liquidity Trap”. <http://www.princeton.edu/~pkrugman/optimalg.pdf>, (05-1-2009).
16. McCallum Beneth.T, (2001), “Inflation targeting and Liquidity Trap”, *Nber Working Paper*, No.w8225.
17. McCallum Bennett T., (2005), “A Monetary Policy Rule For Automatic Prevention Of A Liquidity Trap?”, *Nber Working Paper*, No.w11056.
18. Meltzer, Allan, (1999), “The Transmission Process,” presented to the Deutsche Bundesbank Conference on The Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe, March, 1999.
19. Obstfeld M ve Roggof. K., (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, USA: The MIT Pres.
20. Okina, K. (1999), “Monetary Policy Under Zero Infation: A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy”., *Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies*, Discussion Paper 99-e-20.

21. Palley, Tomas, (2006), “A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Producers are not Enough” Ed: Claude Gnos, Louis-Philippe Rochon, *Post-Keynesian Principle of Economic Policy*, USA Edward-Elgar Press.
22. Posen, Adam, (1998). *Restoring Japan's Economic Growth*. USA: MIT Press.
23. Prescott, E.C., (1986), “Theory Ahead of Business Cycle Measurements”, *Quarterly Review of Federal Reserv Bank*, pp:9-22.
24. Svensson Lars, (2001), “The Zero Bound in an Open Economy:A Foolproof Way Of Escaping from a Liquidity Trap”, *Monetary and Economic Studies February*
25. Tinbergen, Jan, (1959), *Economic Policy*: Holland: Nourthen Sout Press.
26. Walsh, Carl, (2002), *Monetary Theory and Policy*, London: The MIT Press
27. Woodford, Michael, (2003), *Interest and Prices*, USA: Princeton University Press.
28. Ueda, Kazuo, (2004), “The Role of Capital for Central Banks.” Speech on October 25.
29. www.boj.or.jp/en/press/04/ko0402b.htm.