

# ULUSLARARASI SOSYAL ARAŐTIRMALAR DERGİSİ THE JOURNAL OF INTERNATIONAL SOCIAL RESEARCH

Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi/The Journal of International Social Research

Cilt: 16 Sayı: 98 Mart 2023 & Volume: 16 Issue: 98 March 2023

Received: March 03, 2023, Manuscript No. jisr-23-92620; Editor assigned: March 06, 2023, PreQC

No. jisr-23-92620 (PQ); Reviewed: March 20, 2023, QC No. jisr-23-92620; Revised: March 24, 2023,

Manuscript No. jisr-23-92620 (R); Published: March 30, 2023, DOI: 10.17719/jisr.2023.92620

[www.sosyalarastirmalar.com](http://www.sosyalarastirmalar.com)

ISSN: 1307-9581

## 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE MERKEZ BANKALARININ SUÇU THE CRIME OF CENTRAL BANKS IN THE 2008 GLOBAL FINANCE CRISIS

Hayrı AKYOL\*

### ÖZ

Merkez bankaları, elindeki en önemli araç olan politika faizini kullanarak düşük ve istikrarlı enflasyona ulaşmayı hedeflemektedir. Ayrıca finansal sistemin istikrarlı olmasında merkez bankalarının önemli bir yeri bulunmakta, iktisadi ajanları elindeki para politikası araçlarıyla yönlendirebilmektedir. Ancak, son yaşanan 2008 Küresel Finans Krizi merkez bankalarının geleneksel para politikası araçlarını kullanarak finansal istikrarı sağlamadaki etkisinin zayıfladığını göstermektedir. Merkez bankalarının düşük ve istikrarlı enflasyon hedefini sağlarken, finansal istikrarı sağlayamamasında, bilişim teknolojilerinin yardımıyla finansal inovasyonların yarattığı karmaşık ve birbirine bağımlı finansal ürünlerin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bu finansal inovasyonların olumsuz etkilerine tepki verecek merkez bankalarının krize kadar geleneksel para politikalarıyla yanıt verdiği, krizden sonra da geleneksel olmayan para politikalarını kullandığı görülmektedir. Bu çalışma son küresel krizde merkez bankalarının suçunu analiz etmeyi ve değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

**Anahtar Kelimler:** Küresel Finansal Kriz (KFK), Geleneksel Olmayan Para Politikası, Merkez Bankacılığı, Parasal İstikrar, Finansal İstikrar, Ekonomik İstikrar, Finansal İnovasyon.

### ABSTRACT

Central banks aim to reach low and stable inflation by using the policy rate, which is the most important tool at their disposal. In addition, central banks have an important place in the stability of the financial

<sup>1</sup> PhD, 0000-0002-7761-6837.



system, and they can direct economic agents with the monetary policy tools in their hands. However, the recent 2008 Global Financial Crisis shows that the effect of central banks in maintaining financial stability by using conventional monetary policy tools has weakened. Complex and interdependent financial products created by financial innovations with the help of information technologies have a significant impact on central banks low and stable inflation target, but not financial stability. It is seen that the central banks, which will react to the negative effects of these financial innovations, responded with traditional monetary policies until the crisis and used unconventional monetary policies after the crisis. This study aims to analyze and evaluate the guilt of central banks in the last global crisis.

**Key Words:** Global Financial Crisis (GFC), Unconventional Monetary Policies, Central Banks, Monetary Stability, Financial Stability, Economic Stability, Financial Innovation.

## GİRİŐ

Finansal inovasyon sanayi toplumunun yaratılmasında kritik öneme sahip olmakta; ancak her modern finansal inovasyon ekonomik büyümeye katkıda bulunmamaktadır. Finansal inovasyonun faydası, ödemeleri yapma, sermayeyi tahsis etme, kişisel finansmanı yönetme ve riski ele alma hedeflerini iletme derecesi ile ölçülmektedir (Kay, 2016). 21. yüzyılın başına gelindiğinde bilişim teknolojisinin de yardımıyla, Amerikan merkezli uygulanan liberal ekonomik politikalar ve finansal piyasalar inovasyonlarla adeta bir devrim yaşamaktadır. Amerikan merkezli yaşanan bu finansal devrim küreselleşmenin sonucu olarak hemen hemen dünyanın tamamını etkilemektedir. Federal Reserve Bankası (FED) finansal piyasalardaki yaşanan devrimin ve küreselleşmenin sonucu olarak sadece Amerika Birleşik Devletleri'nin (ABD) merkez bankası olarak değil küresel ekonominin de merkez bankası olarak hem finansal hem de reel piyasalar tarafından kabul edilmektedir. FED'in vereceği sinyaller sadece küresel piyasalar tarafından takip edilmemektedir. Ayrıca iktisadi ajanlar FED'in verdiği sinyallere göre karar da vermektedir. Bu nedenle FED'in yaptığı hamleler finansal piyasalarda oluşabilecek bir krizde krizin başlamasını, gelişmesini, derinliğini ve reel piyasalara yansımalarını hayati derecede etkileyebilmektedir.

KFK'nin FED'in uyguladığı düşük etkili para politikalarından kaynaklandığı görüşü iktisatçılar tarafından tartışılmaktadır. FED, KFK öncesinde düşük ve istikrarlı enflasyon hedefine odaklanarak finansal piyasalarda yaşanan devrimin sonucunda ortaya çıkan kompleks finansal inovasyonların taşıdığı riski engelleyecek para politikası geliştirememiştir. Bu nedenle KFK ancak kamunun Lehman Brothers isimli yatırım bankası dışında kalan, ana akım iktisatçıları tarafından piyasanın temizlemesi gereken, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi riskli finansal kurumları devletleştirilmesiyle (Akat, 2008) ve devamında mali politik önlemlerle krizin derinleşmesini ve reel piyasaları etkilemesini azaltmıştır. Devletin ve



merkez bankalarının direkt piyasalara müdahalesine rağmen KFK, küresel ekonomide yatırımların azalmasına, işsizliğin artmasına ve büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur.

2008'de Lehman Brothers'ın çöküşüyle birlikte, Amerikan kapitalizm tarzında kusurların olduğu ortaya çıkmıştır (Stiglitz J. , 2018). Büyük Buhran'dan bu yana ilk kez, finansal piyasalardaki sorunlar en büyük ve en gelişmiş ekonomilerde ekonomik aktiviteyi durdurma tehdidiyle karşı karşıya bırakmıştır. Gelişmiş ekonomilerin finansal piyasalarında, örneğin 1987 borsa çöküşü ya da teknoloji balonunun çöküşünden önce önemli türbülans olayları yaşanmıştır. Ancak bunların hiçbirinin reel ekonomi üzerindeki etkileri KFK kadar güçlü olmamıştır. Diğer taraftan KFK, finansal sistemdeki risklerin yeniden değerlendirilmesini de sağlamıştır. Düzenleyiciler, tamamlanmış ve aşamalı olarak yeni ve daha sıkı düzenleyici çerçevelerle KFK'ye yanıt vermektedirler. Parasal otoriteler faiz oranlarını keskin bir biçimde düşürmüştü ve merkez bankaları bilançolarını önce likidite programları aracılığıyla ve daha sonra varlık alımları yoluyla genişletmekteydi. KFK'ye hızlı tepki kriz sırasında piyasaların zarar gördüğü anı kurtarmıştı. Ancak riskler ve ödülleri arasındaki denge zaman geçtikçe KFK'nin etkilerini daha da kötüleştirmekteydi. En büyük gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranları sıfıra yakın ve hatta negatif seyretilmekteydi. Merkez bankası faaliyetleri, faiz oranlarının tüm vadeli yapısını sıkılaştırmakta, prim vadesini negatif bölgeye çekmekteydi (Caruana, 2016).

KFK, merkez bankacılığı ile ilgili farklı söylemleri de başlatmaktadır. Bu farklı söylemlerdeki amaç, değişen makroekonomik koşullar ışığında bunları uygulamak için merkez bankacılığı ilkelerini ve teorik çerçeveyi yeniden gözden geçirtmektir. Farklı perspektiften bakarsak, ekonomik sürecin anlaşılması ve merkez bankacılığı hâkim teknokratik yaklaşımın dışında geleneksel olmayan politik ekonomi yaklaşımı ile ileri teorileri gerektirmektedir. Son dönemde ileri sürülen "geleneksel olmayan" para politikası araçları ve bir dizi güncel teklifin kullanımı; para, bankacılık ve merkez bankacılığı reformu için bir dizi yeni para politikası araçlarına gereksinimi arttırmaktadır. Merkez bankacılığı, tartıştığı yeni makroekonomik koşulları tanıyan yeni bir çerçeveye ihtiyaç duymaktadır. Bu çerçeve "parasal istikrar", "finansal istikrar" ve "ekonomik istikrar" için bu hedeflerin ele alınabileceği politik önlemlerle çizilmesi gerekmektedir (Dow, 2017).

Diğer taraftan yakın tarih, faiz oranlarının makroekonomik beklentilerden daha yüksek oranda artırılmasının finansal istikrar için doğru politika olmayacağını da göstermektedir. Gelişmiş ekonomilerdeki para politikalarının 2004 ortasından 2006 ortasına kadar önemli ölçüde sıkılaştırılması finansal sistemde risk almanın arttırılmasını engelleyememiştir. KFK öncesi politika başarısızlığı sadece gevşek bir para politikasının sonucu olarak görülmemelidir. Aynı zamanda düzenleyicilerin uluslararası bankalarda finansal inovasyonun yarattığı yeni riskleri ele alma biçimi de KFK'yi tetiklemiştir. Kriz sonrası parasal genişleme, ilk başta yetersiz kalmakla birlikte birçok radikal biçime bürünerek ciddi bir



küresel durgunluğu sona erdirmiştir. Bunu, gelişmiş ekonomilerde finansal olmayan özel sektörün toplam borç/gelir oranlarını arttırmadan yapmıştır. Ancak, yeni düzenlemelerin getirdiği bir etki olan finansal aracılarn bilançolarının faiz oranını arttırmıştır. Faiz oranı riskini iyi değerlendirmeyen muhasebe kurallarının ve makro ihtiyati düzenlemelerin yeniden incelenmesi gerekmektedir. Mevcut makro ihtiyati politikalar finansal firmaların karşı karşıya kaldığı faiz oranı ve likidite riskine yönelik artan riskleri büyük ölçüde giderememektedir. Para politikasına ilişkin sorun, finansal aracılarn bilançolarındaki faiz oranı riski dikkate alındığında faiz artırımlarının makroekonomik etkilerinin daha büyük ve daha belirsiz hale gelmesinden kaynaklanmaktadır (Turner, 2017).

## 1. FED VE ECB'NİN PARA POLİTİKASI

Küresel ekonominin iki çok önemli aktörü FED ve ECB uyguladığı para politikaları ile sadece ülkelerinin ekonomik aktivitelerini etkilememektedir. Aynı zamanda bu merkez banklarının para politikaları tüm küresel finansal sisteme yön verebilmektedir. Bu nedenle uygulandıkları para politikaları küresel boyutta; parasal istikrar, finansal istikrar ve ekonomik istikrar için önemli etkileri bulunmaktadır.

### 1.1. FED'in Para Politikası

FED'in finansal hizmetlerin sağlanmasıdaki en önemli oynadığı role baktığımızda esas olarak kendi bölgelerindeki Rezerv Bankaları, tasarruf sahipleri ve kredi birlikleri için bir finans kurumu olarak farklı bir ifade ile her biri bölgesindeki yerel bankalar için banka olarak hareket etmektedir. Bunu sıradan bankaların bireysel ve ticari müşterilerine sağladığına benzer biçimde mevduat kurumlarına hizmet sunarak ve sunduğu hizmetleri de ücretlendirerek yapmaktadır. Rezerv Bankaları; hesapların kontrolü, krediler, madeni para, saklama hizmetleri, bankalara ve nihai olarak müşterilere mal, hizmet ve menkul kıymet alıp satmalarına yardımcı olan ödeme hizmetleri ile yerel bankalara hizmet vermektedir. Federal Rezerv Bankaları bunlara ek olarak yöneticileri ve yerel topluluklarının üyeleriyle olan bağlantılarının etkileşimleri aracılığıyla Federal Rezerv Sistemine ülkesinin hemen hemen her kesimindeki koşullar hakkında çok sayıda bilgi sağlamaktadır. Böylece ekonominin sağlığını korumaya ve ülkenin mali sisteminin istikrarına katkıda bulunacak ülke çapında bir para politikası oluşturmaktadır. FED yöneticileri ile diğer kaynaklar tarafından toplanan bazı bilgiler, her bir FOMC toplantısından önce "Bej Kitabı" olarak bilinen bir raporda kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Ayrıca her yedi haftada bir, her bir Rezerv Bankası yönetim kurulu faiz oranı tavsiye etmektedir. Bu faiz oranı önerileri yönetim kurulu tarafından gözden geçirilmekte ve karara bağlanarak FED'in politika faiz oranını belirlemektedir (FED, 2023).



ABD para politikası Kongre'nin FED'den takip etmesini istediği üç ekonomik hedefe; en yüksek istihdama, istikrarlı fiyatlara ve ılımlı uzun vadeli faiz oranlarını destekleyecek eylem ve iletişime odaklanmaktadır. FED ülkenin para politikasını kısa vadeli faiz oranları ile yöneterek ekonomideki toplam kullanılabilirliği ve faiz maliyetlerini etkilemektedir. Para politikası doğrudan kısa vadeli faiz oranlarını etkilemekte; dolaylı olarak uzun vadeli faiz oranlarını, döviz kurlarını, hisse senedi ile diğer varlıkların ve dolayısıyla servetin fiyatlarını etkilemektedir. Bu kanallar aracılığıyla para politikası, ABD'de hanehalkı harcamalarını, iş yatırımlarını, üretimi, istihdamı ve enflasyonu belirlemektedir (FED, 2023).

## 1.2. ECB'nin Para Politikası

ECB'nin para politikasının temel amacı fiyat istikrarını korumaktır. Bu amaçla ECB, enflasyon oranlarını orta vadede %2'ye yakın tutmayı hedeflemektedir. Enflasyon, tüketici fiyatlarında genel bir artışa işaret etmekte ve tüm Avrupa Birliği (AB) Üye Devletleri arasında uyumlaştırılmış bir endeks ile ölçülmektedir. Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), yönetim konseyinin Euro alanında fiyat istikrarını niceliksel olarak tanımlamak ve değerlendirmek için kullandığı enflasyon ölçüsü olarak tanımlanmaktadır. ECB Yönetim Konseyi faiz oranları belirleyerek enflasyon hedeflerine ulaşmayı hedeflemektedir. ECB tarafından belirlenen Euro bölgesi için faiz oranları şunlardır (ECB, 2023):

- i. Bankacılık sistemine normal olarak likiditenin büyük bölümünü sağlayan ana yeniden finansman operasyonları (MRO) üzerindeki faiz oranı. ECB, tekliflerini sabit oran veya değişken oranlı ihaleler şeklinde icra etmektedir.
- ii. Bankaların ECB ile gecelik mevduat yapmak için kullanabilecekleri mevduat tesisindeki oran.
- iii. Euro sisteminden bankalara gecelik kredi veren marjinal kredilendirme faizi oranı.

ECB'in operasyonel çerçevesi ise aşağdaki araç setlerinden oluşmaktadır (ECB, 2013):

- i. **Açık piyasa işlemleri;** Euro cinsinden bir haftalık likidite sağlamaya yönelik operasyonları (ana yeniden finansman operasyonları veya MRO'lar) ve Euro'daki üç aylık likidite sağlama operasyonlarını (uzun vadeli yeniden finansman operasyonları veya LTRO'lar) kapsamaktadır. MRO'lar, kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirmeye, likidite durumunu yönetmeye ve Euro bölgesinde para politikası duruşuna işaret ederken, LTRO'lar finansal sektöre daha uzun vadeli yeniden finansman sağlamaya hizmet etmektedir.



- ii. **Operasyonel daimî araçlar;** ECB'den yeterli elverişli varlıkların sunumuna karşı gecelik likidite elde etmek amacıyla marjinal kredilendirme olanağı ile gecelik mevduat yapmak için mevduat olanağı sağlamaktadır.
- iii. **Kredi kurumları için asgari rezerv gereksinimleri;** ECB, Euro bölgesinde yerleşik kredi kurumlarının ulusal merkez bankası ile hesaplarda mevduat bulundurması için minimum veya gerekli rezervleri (MRR) belirlemektedir.
- iv. Bunlara ek olarak 2009 yılından bu yana Avrupa Merkez Bankası düzenli işlemlerini tamamlamak için standart dışı (geleneksel olmayan) çeşitli para politikası önlemleri yani varlık alım programları uygulamaktadır.

## 2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ (KFK)

### 2.1 Krizin Nedenleri

FED eski başkanı Bernanke'ye göre KFK ABD'deki konut piyasası döngüsünden, birçok finansal kuruluş önemli zararlar veren kredi piyasalarında yatırımcı güvenini sarsmış yüksek faizli ipotek borçlarından ve bunlara yönelik suçlardaki artıştan kaynaklanmaktadır. Subprime fiyaskosu krizi tetiklemesine rağmen ABD mortgage piyasasında yaşanan gelişmeler çok daha büyük ve kapsamlı bir kredi patlamasının sadece bir yönünü içermektedir. Bunun etkisi ipotek piyasasını diğer birçok kredi biçimini etkileyecek şekilde aşmaktaydı. Bu daha geniş kredi patlamasının etkileri; sigortalama standartlarında yaygın düşüşleri, yatırımcılar ve derecelendirme kurumları tarafından borç verme gözetimindeki bozulmaları, stres altında kırılabilirlik gösteren karmaşık ve opak kredi araçlarına duyulan güvenin artmasını, risk alma konusunda olağandışı derecede düşük tazminatları kapsamaktaydı. Bu kredi patlamasının bir anda durması finansal piyasaya ve ekonomiye yayılan önemli sonuçlar doğurmaktaydı. Finansal kurumlar kayıp ve zarar yazımı, karmaşık kredi ürünleri ile belirsiz değere sahip diğer likit olmayan varlıklar tarafından tıkanmış bilançoları yüzünden sermayelerini tüketmekteydiler. Yükselen kredi riskleri ve yoğun riskten kaçınma kredi marjlarını emsalsiz seviyelere iterek menkul kıymetler ile teminat menkul kıymetleri hariç menkul kıymetleştirilen varlıklara yönelik piyasaları kapatmaya başlamaktaydı. Sistemik risklerin artması, varlık değerlerinin düşmesi, kredilerin sıkılaştırılması iş ve tüketici güveni üzerinde ciddi bir baskı yaratarak küresel ekonomik aktivitede keskin bir yavaşlamaya yol açmaktaydı. Bu süreç ekonomik çıktının ve servetlerin azalmasının yanı sıra, işsizliğin artmasına neden olarak KFK'yi başlatmaktaydı (Bernanke, 2009).

FED eski başkanı Yellen'a göre 2000'li yılların ortalarında geçmişteki finansal paniğe aşina finansal sistemdeki çok sayıda güvenlik açıkları nedeniyle finansal kurumlar özellikle konut piyasasıyla ilgili olarak çok fazla risk üstlenmekteydi. Çok fazla gevşek ve yüksek borçlanmaya katkıda bulunan ipotek



kredi standartları yoluyla da aşırı talep bilindik bir kalıbı tekrarlayarak yatırımcıların ve hanehalkının ev fiyatlarında hızlı bir şekilde değer kazanmasının beklediği bir balona katkıda bulunmaktaydı. 1980'lerde başlayan uzun vadeli ekonomik istikrar süreci, potansiyel riskler konusunda kayıtsızlığa yol açmış ve risklerin artması yaygın bir şekilde kabul edilmemiştir. Sonuç olarak piyasa ve denetim disiplini eksik finansal kurumlar yüksek kaldıraç seviyelerde işlem yapmaya başlamaktaydı. Bu kaldıraç para piyasası yatırım fonları ve düzenlenmiş mevduat sektörünün dışındaki likidite dönüşümünün hızla genişlemesine olanak tanıyan varlık destekli ticari kâğıt programları gibi kısmen piyasaya dayalı araçlara bağlı olarak kısa vadeli toptan borçlanma ile kolaylaştırılmaktaydı. Son olarak tüm faktörler, yatırımcıların konut ve finans sektörüne bağlı varlıkların artan fiyatlarına maruz kalma yollarını aramaya yoğunlaştığı bir kendinden güçlendirme döngüsü gelişmekteydi. Sonuç olarak menkulleştirme ve karmaşık türev ürünlerin geliştirilmesi, kurumlar arasında riskleri opak ve nihayetinde istikrarsızlaştırıcı yollarla dağıtarak krize zemin hazırlamaktaydı. ABD ve küresel finans sistemi 2007 yılında tehlikeli bir yerde konumlanmaktaydı. ABD konut fiyatları 2006 yılında zirveye çıkmaktaydı. 2007 yılının ilk yarısında düşük faizli ipotek piyasasında yaşanan baskılar daha da şiddetlenmekteydi. 2007 yılının Ağustos ayında, para piyasalarındaki likidite, FED'in bunu desteklemek için adımlar atmasını gerektirecek kadar kötüleşmekteydi. Birkaç önemli istisna dışında ve tüm bunlara rağmen Ağustos 2007'de Jackson Hole'da FED, finansal sistemde görülen streslerden kaynaklanan olası ekonomik çöküşe oldukça iyimser bakmaktaydı (Yellen, 2017).

Politika yapıcılar, ekonomiye yönelik en önemli şokların bazılarının finans sektöründen gelebileceğini kabul etmekteydi (Stiglitz J. E., 2018). Buna karşın, Merkez Bankalarının parasal istikrarı sağlamak için uyguladığı yüksek politika faiz oranları ironik biçimde KFK'nin tohumlarını ekmişti. BIS'in (Bank for International Settlements) üst yöneticilerinden Turner'e (2017) göre yüksek politika faiz oranlarının KFK'yi tetikleemesinin üç nedeni vardı:

- i. 2004'ün ortalarından 2006'nın ortalarına kadarki, 425 baz puanlık yükselişin diğer gelişmiş ekonomilerdeki benzer artışlarla takviye edilmesi küresel finansal piyasalarda risk arayışı davranışını frenleyememekteydi. Merkez bankaları, daha yüksek kısa vadeli faizlerin finansal piyasalardaki coşkunluğu erteleyeceğini umdu, ancak beklenen sonucu alamamaktaydılar.
- ii. Uzun vadeli faiz oranının politika faiz oranı tarafından belirlenmemesi politika faiz oranındaki ve gelecekteki beklenen faiz oranlardaki değişiklikler herhangi bir para birimindeki uzun vadeli faiz oranını etkilemektedir. Ancak uzun vadeli faiz oranına geçiş çoğu zaman eksik kalmaktadır. Politika faizi ve finansal risk alma ile ilgili herhangi bir hikâye politika faiz oranı (merkez bankası tarafından belirlenir) ile uzun vadeli oran arasındaki zayıf ve istikrarsız bağlantı hakkındaki sorunları görmezden gelememektedir. Açık sermaye piyasalarına sahip tüm ülkelerde daha uzun vadeli oranlar sadece iç



gelişmelere değil, küresel ekonomik ve finansal gelişmelere de içsel durumda bulunmaktadır. Uluslararası finansal piyasalarda risk duyarlılığı/likidite tercihlerindeki kaymalar genellikle belirleyici olmaktadır.

- iii. Yüksek faiz oranlarının döviz kuru üzerindeki etkisi, 2000’li yılların başında ABD’nin seviyelerinin oldukça üzerinde faiz oranlarını koruyan gelişmiş ekonomi ülkelerini, özellikle Birleşik Krallık’ta finansal krizden kaçamamıştır. Buna karşın paralarının aşırı değerlendirme riskiyle karşı karşıya kalmaktaydılar. BIS’in son zamanlardaki çalışmaları, çoğu zaman aniden tersine çevrilmiş olan aşırı değerli döviz kuru oranlarının kendi finansal istikrar risklerini nasıl yarattığını göstermektedir. Yüksek faiz oranları böylece finansal sistemi istikrarsızlaştırmaktadır.

Post Keynesyen bir perspektiften bakıldığında KFK merkez bankasının finansal istikrar pahasına, parasal istikrarın peşinde koşarak ikincisinin alaka düzeyini reddeden teori tarafından desteklenen ve kendi yönetişim sorunlarına dikkatsizce odaklanmasından kaynaklanmaktadır. Teorik düzeyde ise KFK, merkez bankası uygulamasının matematiksel modelleme yoluyla ele alınan parasal istikrar üzerine oturtulmasındaki zayıflığını ortaya çıkarmaktadır. KFK vurduğunda merkez bankalarının modelleme yaklaşımı ile inanılan bağımlılıkları ve karmaşıklıkları kabul etmekten başka seçenekleri bulunmamaktaydı (Dow, 2017).

Krizin nlenmesindeki temel sorun, finans sektörünün aşırı risk almasını engellemeye ve finansal sistemin istikrarını sağlamaya odaklanmakta yatmaktadır (Stiglitz J. E., 2018). KFK’nin nedenini kısaca özetlersek; kriz bilişim teknolojilerinin gelişimiyle karmaşık yeni finansal araçların kredi risklerini saklayarak yüksek riskli tüketicilerin krediye ulaşımını kolaylaştırmasından kaynaklanmaktaydı. Krize neden olan bu riskler ne merkez bankaları ne de muhasebe standartları tarafından modellenememekteydi. Bu nedenle finansal kurumlar riskleri ve bu riskten doğacak zararlarını göremeyerek veya görmek istemeyerek sermayelerini tüketecek yüksek riskli işlemler yapmaktaydılar. Bu nedenle merkez bankaları politika faizini arttırmasına rağmen finansal kurumların risk alma iştahını frenleyememekteydi. Lehman Brothers isimli yatırım bankasının batmasının tetiklediği kredi döngüsünün durmasıyla gelinen durumun farkına varıldığında ise KFK başlamıştı.

## 2.2 Kriz Sonrası

FED, 2007 yazında ortaya çıkmasından sonra krize agresif bir Şekilde tepki göstermekteydi. O yılın Ağustos ayında politika faiz oranındaki hedefin 50 baz puan indirilmesinin ardından FOMC Eylül 2007’de para politikasını gevşetmeye başlamaktaydı. Ekonomik güçsüzlüğün göstergeleri çoğaldıkça 2008 ilkbaharına kadar FOMC yanıt vermeye devam ederek faiz oranı hedefini 325 baz puan kümülatif olarak dşrmekteydi. Tarihsel karşılaştırmada bu politika tepkisi son derece hızlı ve proaktif olarak öne





çıkılmaktadır. Bu eylemleri gerçekteştirirken ekonomideki finansal çalkantıların doğrudan etkilerini hafifletmeyi ve ekonomik zafiyet ile finansal stresin karşılıklı olarak güçlenmesini sağlayan olumsuz geri bildirim döngüsünün ölümcüllüğünü azaltmayı hedeflemektedir. Bu politika eylemleri krizin ilk yılında istihdam ve gelirleri desteklemeye yardım etmektedir. Ancak 2008 yılının sonbaharında yaşanan mali dalgalanmanın yoğunlaşması ekonomik görünümde daha da bozulmaya yol açmaktaydı. FED bu bozulmaya faiz oranını 0 ila 25 baz puanlı bir aralığında hedef olarak yanıt vermektedir (Bernanke, 2009).

Mart 2008'de Bear Stearns'in çöküşü dâhil olmak üzere mali sistemde biriken stres, sistem genelinde güvenlik açıklarının artmış olduğunu açıkça ortaya koymaktaydı. Sonuç olarak politika yapımcılar olağanüstü önlemler almaktadılar. FOMC federal fon oranını keskin bir şekilde düşürmektaydı. FED, Hazine Bakanlığı ve diğer kurumlarla koordinasyon içinde geleneksel bankacılık sektörünün ötesinde genişletilmiş likidite olanaklarını uygulamaya koymaktaydı. Yine de mali sektördeki bozulma, Fannie Mae ve Freddie Mac'in Eylül başında başarısızlıkla devam etmesine yol açmaktaydı. Fannie ve Freddie Mac'i hükümet kamulaştırıldıktan kısa bir süre sonra Lehman Brothers çökmekteydi. Bunların ardından bir hafta gibi kısa sürede American International Group (AIG) çöküşün eşiğine gelmesiyle FED'den sistemik riski hafifletmek için büyük krediler istemekteydi (Yellen, 2017).

Küresel dolar finansmanı piyasalarının neredeyse çökmesi dünya çapındaki merkez bankaları tarafından koordine eylemler gerektirmektedir. Krizden çıkan iki büyük yatırım bankası, banka holding şirketleri olarak ABD'deki büyük bağımsız yatırım bankalarının dönemini sona erdirmektedir. Hazine, finans sektörünün kurtarılmasını önermektedir. Birkaç hafta içinde Kongreden 700 milyar dolarlık Borçlu Varlık Yardım Programı'nı oluşturan 2008'in Acil Ekonomik İstikrar Yasası kongreden geçirildi ve Başkan Bush tarafından imzalandı. FED daha fazla acil durum kredi programları başlatmaktaydı. Federal Mevduat Sigorta Kurumu (FDIC) çok çeşitli banka borçlarını garanti etmekteydi. Kendi yetki alanlarındaki benzer zorluklarla karşılaşan pek çok yabancı hükümet bankalara geniş ölçekli sermaye enjeksiyonları da dahil olmak üzere kredi piyasalarının işleyişini desteklemek için agresif tedbirler almaktaydı. Hazine, Kongre, FDIC ve FED'in yanı sıra yurtdışındaki yetkililerin de güçlü politika tepkilerine rağmen kriz yoğunlaşmaya devam ederek ABD ve küresel ekonomilerdeki kırılma noktaları çok büyütürken ekonomide büyük bir hasara yol açmaktaydı. 2008'in başından 2010'un başına kadar net olarak yaklaşık 9 milyon Amerikalı işini ve milyonlarca Amerikalı da evlerini kaybetmekteydi. Kriz ABD ekonomisi ile sınırlı kalmayarak; küresel ticaret ve ekonomik faaliyetleri 1930'lardan beri görülmemiş bir seviyede daraltmaktaydı. Olağanüstü politika eylemlerine rağmen takip edilen ekonomik iyileşme acı verici bir şekilde yavaş ilerlemekteydi (Yellen, 2017).

KFK geliştikçe bankalar arası fonlama pazarı kuruyarak kredi mevcudiyeti keskin bir şekilde daralmaktaydı. Özel sektöre yönelik yıllık kredi büyümesi ABD'de 2007 yılının üçüncü çeyreğinde %9,3



iken 2009 yılının üçüncü çeyreğinde %-2,1'e ve aynı dönemde euro bölgesinde %8,5'den %0,7'ye gerilemekteydi. Ekonomik faaliyet üzerindeki krizin etkisi ani ve anlamlı gelişmekteydi. 2008 yılının üçüncü çeyreği ile 2009'un ikinci çeyreği arasında Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (GSYH) ABD'de %3,6 ve Euro bölgesinde %4,9 oranında azalmaktaydı. ABD ve AB'de kredi daralmasının başlangıçtaki etkisi benzer olmasına rağmen AB'nin ağırlıklı olarak banka temelli finansman sistemi sayesinde yayılımı oldukça farklılaşmaktaydı. 2007'de ilk darbe alacak bankalar, en çok değer kazandıran finansal ürünlere en çok yatırım yapanlardan oluşmaktaydı. Bu bankalar çoğunlukla Almanya, Fransa ve Hollanda'da güçlü mali pozisyonlara sahip ülkelerde faaliyet göstermekteydi. 2008'den başlayarak çökmekte olan yerli emlak piyasasına çok fazla maruz kalan birkaç İspanyol ve İrlanda bankası için kriz değişik bir boyut kazanmaktaydı. Dünyanın dört bir yanındaki hükümetler, bankacılık sistemlerini desteklemeye başlamaktaydılar. Avrupa Komisyonu, AB'de 2008 yılında sağlanan kamu sektörü yardımlarının yaklaşık %5 ve 2009'da AB GSYH'sinin yaklaşık %9'unu oluşturduğunu tahmin etmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde 2007 ve 2009 yılları arasında mali sektör desteğinin doğrudan net mali maliyetlerinin GSYH'nin yaklaşık %5'inde olduğu tahmin edilmektedir (Draghi, 2017).

Bankalar arası piyasalar küresel olduğundan FED ayrıca 14 yabancı merkez bankası ile ikili para swap anlaşmaları onaylamaktaydı. Takas tesisleri bu merkez bankalarının FED'den dolar cinsinden bankalarına borç vermek için dolar almalarına izin vermektedir. Çoğu durumda yurtdışındaki bu dolar likiditesinin sağlanması FED'in kendi fon ihaleleriyle sıkı bir şekilde eşgüdüm içinde gerçekleştirilmekteydi. Ayrıca Merkez bankası tarafından sağlanan likidite teminatı piyasa katılımcılarına, kısa vadede yatırımcıların güven kaybetmeye başlaması durumunda, finansal kuruluşların varlıkları potansiyel olarak istikrarsızlaştırıcı panik satışlara (fire sale) başvurmadan nakit para taleplerini karşılayabileceklerini garanti ederek sistemik riski azaltmaktaydı (Bernanke, 2009).

Bir noktaya kadar ülke borcu, devletin notuna bakılmaksızın, etkin bir şekilde risksiz olarak değerlendirilmektedir. Ancak, Yunan krizi bu yanılsamayı yok etmekteydi. Bu, AB'de genel bir yeniden risk oluşturmaya başlamaktaydı. Devlet piyasaları ve diğer risklerin yeniden finanse edilmesi, fon piyasalarının kurutulmasıyla birleştiğinde, diğer ülkelerin bankalarını da etkilemekteydi. Bu durum ya toksik finansal ürünlere ya da gayrimenkullere çok az maruz kaldığı için bir noktaya kadar bağımsızlık kazanmaktaydı. Örneğin, İtalya ve Portekiz'deki bankalar kırılanlaştıran etkilere aşırı derecede maruz kalmaktaydı. Bir bankacılık krizi olan KFK bir borç krizine dönüşmekteydi. Bu ülkelerde krediler daralarak devam eden durgunluğu daha da kötüleştirdi ve bankacılık sistemini kısır bir döngü içinde daha da zayıflamaktaydı. Yerel bankacılık sektörleri üzerinde büyük bir felaket etkisi yaratabilecek potansiyel devlet temerrüde düşmeleri, ülkeler arasında bankalar arası borçlanmanın yaratılmasının ve Euro bölgesinde piyasaların finanse edilmesinin ulusal hatlar boyunca parçalanmasına neden



olmaktaydı. Bu, para politikasının Euro bölgesi genelinde dahi aktarılmasını tehdit etmekteydi. İşletmelerin ve hanehalklarının karşılaştıkları faiz oranları, kısa vadeli merkez banka oranlarındaki hareketlerden giderek daha fazla ayrılmaktaydı. Küresel bir kriz olarak başlayan KFK, bu aşamada Euro'nun krizi haline gelmekteydi. Finans sektörü sadece yayılmasında değil, aynı zamanda olumsuz şokların ekonomiye yansımada da önemli bir rol oynamaktaydı. Finansal sürtüşmeler durgunluğun başlıca itici güçleri haline gelmekteydi. Ortaya çıkan kriz, akademisyenlerin mevcut ekonomik paradigmaları ve politika yapıcılarının çerçevelerini düzeltmek için yeniden değerlendirmelere yol açmaktaydı. Günümüzde yaşanan KFK sonrası dünyaya geçişte kriz, ciddi belirsizlik zamanlarında politikanın özel beklentileri koordine etmede rol oynayabileceği düşüncesinin yeniden keşfedilmesinde büyük rol oynamaktaydı (Draghi, 2017).

Yüzyıldaki en kötü finansal krizine tepki olarak ECB, LOLR (son çare borç verme işlevi) fonksiyonu ile iki farklı yaklaşımla ele aldığı iki zorlukla karşı karşıya kalmaktaydı. İlk olarak, gözetimsiz bırakılırsa, likidite sıkışıklığına ve daha sonra geniş para ile nominal gelir stokunun düzensiz bir şekilde daralmasına neden olacak bir sistem çapında likidite şokuyla baş etmesi gerekmektedir. Bu müthiş strese, LOLR'a parasal yaklaşım denilen enstrümana başvurarak karşı koymaktaydı. Böylelikle, banka tarafından yaratılan para stokundaki bir daralmayı engellemeye ve dolaşım hızındaki düşüşü telafi etmeye çalışmaktaydı. Aksi durumunda istihdamda ve fiyatlarda gerçekte gözlemlenenlerden daha ciddi bir düşüşe neden olabilecek bir düşüş yaşanabilirdi. Ayrıca karmaşık ve eksik bir kurumsal ortamda ECB, sistematik ve özgün likidite problemlerini ele almak için ilkelerinde enstrümanlarının izin verdiği tüm esnekliği kullanarak kendi müdahale setlerini adapte edebilmekteydi (Praet, 2016).

KFK'nin sistematik niteliği, mali sektördeki karmaşık bağımlılıkları ve özel sektör, merkez bankaları ve hükümet arasındaki yansımaları çok çabuk ortaya çıkarmaktaydı. Yetkililer, bu bağımlılıkları kabul eden bir şekilde yanıt vermedikleri takdirde mali (ve ekonomik) sistem çöküşü beklentisiyle karşı karşıya kalmaktaydılar. Merkez bankası politikası, bir bütün olarak bankacılık sistemi için likidite desteğine, yani finansal istikrarın takip edilmesine doğru kaymaktaydı. Ancak, Birleşik Krallık Para Politikası Kurulu gibi politika yapma organlarının tutanaklarında açıkça görüleceği üzere enflasyon hedeflemesi rejimlerine tabi olan merkez bankaları için parasal istikrar resmi olarak önceliklendirilmekteydi. Bu daha da önemliydi çünkü kriz sonrası makroekonomik politika, para politikasına büyük ölçüde bağlı kalmaya devam etmekteydi. Maliye canlandırmasının durgunluğa kapılmasının ardından, maliye politikası genel olarak kısıtlanmaktaydı. GSYH büyümesi açısından halkın iyiliği konusundaki yeni fikir birliği, bilgi asimetrisinin azaltılması, teşviklerin ve kısıtlamaların değiştirilmesiyle sağlanacak olan parasal istikrar tarafından sürdürülmekteydi. Bazı merkez bankaları (Danimarka, İsveç, İsviçre, Japonya ve Avrupa Merkez Bankası) deflasyon korkularından dolayı resmi oranlarını sifira indirmekteydi. Ancak negatif



oranı sadece bir banka rezerv sınıfına uygulanmaktaydı. Ancak bankalar bunu negatif mevduat oranları biçiminde bireysel mevduat sahiplerine aktarmamaktaydı (Dow, 2017).

## SONUÇ

Esnek bir finansal sistem dinamik bir küresel ekonomi için kritik öneme sahiptir. İyi işleyen bir finansal sistem, üretken yatırımı ve yeni iş oluşumunu kolaylaştırarak işletmelerin iş döngüsünün sağlıklı işlemesine yardım etmektedir. İhtiyatlı borçlanma hanehalkının bir ev satın alarak, eğitime yatırım yaparak ya da bir işe başlayarak yaşam standartlarını iyileştirmesini sağlamaktadır. Finansal sistemi güçlendiren reformlar, parasal ve diğer politikaların desteğiyle krediler iyi şartlar altında kullanılabilirse borç verme ekonomik faaliyetteki gelişmeye paralel olarak güçlü ekonomisinin oluşumuna katkıda bulunmaktadır (Yellen, 2017). Borçlanma kaynağı olan bankalara bakıldığında kavramsal çerçeve banka sermayesinin ekonomik krizi tetikleyen mali sorunları azalttığını ortaya koymaktadır. Banka sermayesinin maliyeti, bankaların finansman maliyetlerindeki artışlarla belirlenmektedir. Bu artışlar daha yüksek borçlanma maliyetleri biçiminde borç alanlara aktarılmakta ve bu da daha düşük bir ekonomik çıktı düzeyine yol açmaktadır. En uygun banka sermaye seviyeleri, faydalar ve maliyetler arasındaki farkı veya net faydaları en üst düzeye çıkarmaktadır (Firestone, Lorenc, & Ranish, 2017).

Yakın geçmişe gidildiğinde bir Amerikan yatırım bankasının iflasının küresel bir finansal krizi tetiklediği kriz ve belirsizlik ile karşılaşılacaktır. Ayrıca KFK'nin yanı sıra bir Avrupa borç krizi ve Birleşik Krallık halkının Avrupa Birliği'nden ayrılmayı nasıl seçtiği de görülmektedir. Krizler artık günlük yaşamın bir parçası haline gelmiş gibi durmaktadır. İmkânsızlık yeni normal haline gelmektedir. Bu belirsizlik zamanlarında para politikası, istikrarın önemli bir destekçisi olarak hizmet etmektedir. Bununla birlikte, son birkaç yılın krizleri para politikasını bilinmeyen bölgelere itmektedir (Lautenschläger, 2016). Buna karşın yeni normalin neye benzeyeceği hakkında hiçbir fikrimiz bulunmamaktadır. Büyüme oranı ile denge reel faiz oranı ve bunların temelini oluşturan temel makroekonomik değişkenlerin herhangi birinin nereye yerleşeceği henüz bilinmemektedir (Tucker, 2015).

KFK'ye merkez bankaları kriz yönetimi için herhangi bir eklemlenmemiş araç seti olmaksızın girmişlerdir (Tucker, 2015). Merkez bankaları fiyat istikrarı hedefinden sapmayı altta yatan şokun doğası ve sürekliliğinden bağımsız harekete geçirme çabası olarak yorumlamaktadır. Bu nedenle merkez bankaları katı enflasyon hedeflemesiyle kararlarını vermektedir. Bu merkez bankaları, yerel fiyat baskılarını uzun bir süre koruyan bir dizi pozitif maliyet-itici şokla karşı karşıya olduğunu da varsaymaktadır. Ortaya bu durumda şu reel örnekler çıkmaktadır: Dijital teknolojilerin son on yıllarda hızlanan yayılımı ile verimliliği artıran yeni teknolojilerin kademeli olarak devreye girmesi ve Çin'in küresel bir üretim merkezi olarak ortaya çıkması ile küresel üretimde yeni ve ucuz kaynakların ortaya



çıkması bu durumu örneklendirmektedir. Merkez bankası belirli bir süre zarfında belirli bir enflasyon hedefine ulaşmaya çok dar bir şekilde odaklanmışsa; bu tepkiyle zaten yükselen ekonomik iyimserlikle birlikte yükselen coşkunluğu güçlendirmektedir. Bu koşullarda aşırı gevşek bir para politikası mali çevrimi körüklemekte; bu da finansal sektördeki istikrarsız kısa vadeli fonlara aşırı bağımlılığı yüksek kaldıraç ve zayıf sigortalama standartları ile karakterize olan dengesizliklerin oluşturmaktadır. Ayrıca aşırı gevşek bir para politikası zayıf risk ölçümü ve risk yönetimini de teşvik etmektedir. Fiyat istikrarı hedefinin aşırı katı uygulanması zaman zaman finansal istikrar ile arasında çelişkilere yol açmaktadır. Bunlara ilaveten merkez bankasının para politikası stratejilerinde bu riski uygun bir şekilde hesaba katmaması küresel düzeyde mevcut olan finansal zayıflıkları yaratmakta veya güçlendirmektedir (Praet, 2016).

Organizasyonel sosyolog Charles Perrow'a göre etkileşimli olarak karmaşık sistemlerden sorumlu mühendisler stabilitenin bilinçli ve sistematik basitleştirmesinin sistematik hataları önlediğini bilerek sistemlerini sadeleştirmekteydiler. Ancak bu sadeleştirme 2008'de finansal sistemin özelliğinde bulunmamaktaydı. Aksine finansal sistem karmaşıklığı, etkileşimi ve karşılıklı bağımlılığı büyük ölçüde arttırmaktaydı. Sistemler etkileşimli bir şekilde karmaşık olmaları durumunda sağlamlıktan yoksun kalmaktaydı. Her şey diğer bir şeye bağlı olduğundan hata toleransı düşmekteydi. Paradoksal olarak, birçok güvenlik önlemi katmanını birleştirerek esnekliği artırma girişimleri karmaşıklığı artırarak sistemi daha az sağlam hale getirmektedir (Kay, 2016).

Şokların kökenini ve ekonomilerin şoklara maruz kalma derecesini açıklamanın ötesinde yeterli makro modellerin en azından ılımlı bir şokun büyük makroekonomik sonuçlara nasıl sahip olduğunu açıklaması gerekmektedir. KFK'de merkez bankalarının en önemli başarısızlıklarından biri risklerin çeşitlendirilmesi nedeniyle bir sub-prime krizin büyük ekonomik sonuçlara sahip olamayacağını varsaymasından kaynaklanmaktadır. Kilit politika yapımcılar tarafından kriz öncesi kullanılan Dinamik Stokastik Genel Denge (DSGE) çerçevesinde bu doğal karşılanmaktadır. Bununla birlikte, diğer modeller ekonomideki önemli kaldıraçlara odaklanarak başka türlü öngöründe bulunmuş ve aslında bunlardan bazıları krizin standart açıklamalarının bir parçasını bile yapmışlardı. Tüm modeller sadeleştirmeler yapmaktadır. Ancak, basitleştirmeler için yapılan sadeleştirmelerin uygun olup olmadığı sorun yaratmaktadır. Buradaki tehlike ise basitleştirmelerin cevaplarının bazen bizi çözümden uzaklaştıracak yollara saptırmasıdır. DSGE modeli KFK'de önemli olan konuları göz ardı etmekteydi. Beklenen bir şekilde DSGE, KFK gibi en önemli makroekonomik olayı öngöremediği gibi uygun politika müdahaleleri konusunda da iyi bir rehberlik sağlayamamaktaydı. Modellerin yapılandırılma biçimi düşünüldüğünde, böyle bir olayı tahmin etmeleri beklenmemektedir. Ancak, KFK'ye girerken parasal otoriteler odaklanmaları gerekenden daha fazla enflasyona odaklanarak finansal istikrarı kaybetmekteydi. Bazı



eylemleri özellikle deregülatif olanlar finansal istikrarsızlığa açıkça katkıda bulunmaktaydı. DSGE modeli, doğru şeyi yaptıklarına dair parasal otoritelere yanlış güvence sağlamaktaydı (Stiglitz J. E., 2018).

Merkez bankalarının KFK'deki suçuna gelirsek; merkez bankaları, finansal inovasyonların yarattığı aşırı karmaşık ve birbirine bağımlı finansal ürünlerin risklerini krize kadarki süreçte modelleyememiştir. Ayrıca merkez bankaları elindeki geleneksel para politikası araçlarıyla krizi önleyemeye çalışarak KFK'nin zeminini oluşturmuştur. Kar hırsıyla hareket eden finansal kurumlar merkez bankalarının bu zayıfladığından faydalanarak yüksek kaldıraçlı ve aynı zamanda yüksek riskli işlemler yapmışlardır. Lehman Brothers isimli yatırım bankasının iflasına izin verilmesiyle Minsky Anı başladığında merkez bankaları finansal inovasyonların yarattığı aşırı karmaşık bağımlılıkları kabul ederek geleneksel olmayan para politikasıyla krize tepki vermek zorunda kalmıştır. Merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikalarını uygulanmasıyla KFK'nin ekonomik buhrana dönüşmesi önemli ölçüde azaltılsa da verilen tepkide çok geç kalındığından krizden sonraki ekonomik olumsuzluklar engellenememiştir.

## KAYNAKÇA

- Akat AS. (2008). *ABD'de Tarihi Devletleştirme*. İstanbul: Vatan.
- Bernanke BS. (2009, Mart 17). *The Crisis and the Policy Response*.
- Caruana J. (2016). *Towards a "New Normal" in Financial Markets?* Basel: Jaime Caruana (General Manager, Bank for International Settlements), "Towards a "New Normal" in Financial Markets?"
- Dow S. (2017). *Central banking in the twenty-first century*. Cambridge Journal of Economics, 1539–1557.
- Draghi M. (2017, Ağustos 23). *The interdependence of research and policymaking*.
- ECB. (2013, Mart 16). Standing Facilities.
- ECB. (2023, Mart 12). About.
- ECB. (2023, Mart 12). Economic and Monetary Union.
- FED. (2023, Mart 15). Monetary Policy.
- FED. (2023, Mart 20). Structure of the Federal Reserve System.
- Firestone S, Lorenc A, & Ranish B. (2017, Mart 31). An Empirical Economic Assessment of the Costs and Benefits of Bank Capital in the US.
- Kay J. (2016). Finance is just another industry. Basel: BIS Papers.
- Lautenschläger, S. (2016, Eylül 13). Monetary policy in uncertain times – the ECB and the crisis.
- Praet P. (2016, Ağustos 31). Financial cycles and monetary policy.
- Praet P. (2016, Şubat 10). The ECB and its role as lender of last resort during the crisis.
- Stiglitz J. (2018). America has been afflicted by an ideology that doesn't work. Times now news.



Stiglitz JE. (2018). Where Modern Macroeconomics Went Wrong. *Oxford Review of Economic Policy*, 70-106.

Tucker P. (2015, Haziran 26). Towards a “new normal”.

Turner P. (2017). Did Central Banks Cause The Last Financial Crisis? Will They Cause The Next? Basel: National Institute of Economic and Social Research.

Yellen JL. (2017, Ağustos 25). Financial Stability a Decade after the Onset of the Crisis.