

Doğuş Üniversitesi Dergisi, 12 (2) 2011, 171-186

## JAPONYA (1991) VE ABD (2007-2009) FİNANS KRİZLERİNİN POLİTİK İKTİSAT PERSPEKTİFİNDEN BİR DEĞERLENDİRMESİ

*A COMPARATIVE ASSESSMENT OF THE JAPANESE (1991) AND US (2007-2009) FINANCIAL CRISES FROM A POLITICAL ECONOMY PERSPECTIVE*

**K. Ali AKKEMİK**

*Başkent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü  
akkemik@baskent.edu.tr*

**ÖZET:** Bu çalışma 1991 sonrasında Japonya’da ve 2007-2009 yıllarında ABD’de meydana gelen krizleri politik iktisat perspektifinden karşılaştırmaktadır. Her iki krizin ortak yönleri finans sisteminde yürütülen deregülasyon ve ardından meydana gelen varlık fiyatı balonunun bir süre sonra patlamasıdır. Japonya’da devlet müdahalesiyle şekillenmiş olan kurumsal yapı krize çare bulamayarak ülkeyi uzun süren bir durgunluktan çıkaramamışken, ABD’de krize hızlı bir şekilde tepki verilmiştir. Bu çalışmada her iki ülkede krizlere yol açan sebepler ülkelerin kurumsal yapıları içerisinde ele alınmış ve politik iktisat bakış açısıyla karşılaştırılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Japonya; ABD; Finansal Kriz

**ABSTRACT:** *This paper compares from a political economy perspective the financial crisis that broke out in Japan after 1991 and in the US during 2007-2009. Common features of both crises are the initial deregulation in the financial sector and the burst of the consequent asset price bubble. The institutional structure shaped by government interventions in Japan was unable to overcome the crisis and the subsequent long recession while the US government responded relatively quickly to the crisis. This paper comparatively evaluates the causes of the crises from the political economy perspective.*

**Keywords:** *Japan; US; Financial Crisis*

**JEL Classification:** *N22; N25; P16*

### 1. Giriş

2007-2009 yılları arasında, ABD’den başlayarak dünyaya yayılan ve 1930’lardaki büyük buhrandan beri en büyük sistemik kriz olarak nitelendirilen küresel finansal krizin etkisi kapitalizmin geleceğinin sorgulanmasına kadar varmıştır. Küresel çapta olmasa da dünyanın ikinci büyük ekonomisi konumunda bulunan Japonya’yı sarsan bir diğer kriz 1990’ların başlarında meydana gelmiş ve Japon ekonomisini 11 yıl süren uzun bir durgunluğa sürüklemiştir. Hoshi ve Kashyap (2009)’da da belirtildiği üzere, dünyanın en büyük iki ekonomisinde 20 yıl arayla gerçekleşen bu iki kriz arasında önemli benzerlikler bulunmaktadır. Japonya 1991’deki krizden bu yana hala kendine gelememiştir. Mano (2008), ABD ve Japonya krizlerinin 1930’lardaki büyük buhrana benzer özelliklere sahip olduğunu iddia etmiştir.

ABD’de yaşanan krizin akademideki en önemli yansımalarından biri 1970’lerin sonlarından beri devam eden küreselleşme hareketinin ideolojik ve teorik altyapısını oluşturan neoliberalizmin sorgulanmasıdır. Birçok iktisatçıya göre, 2007-2009

küresel krizi ile neoliberal ideoloji ve onu besleyen iktisadi paradigmanın sonuna gelinmiştir (Yeldan, 2009).

Bu çalışma, 1991 sonrasında Japonya’da ve 2007-2009 yıllarında ABD’de meydana gelen krizleri politik iktisat perspektifinden karşılaştırmayı amaçlamaktadır. Politik iktisat perspektifinden bakıldığında, bu iki krizin ortaya çıkış nedeni arasında şaşırtıcı bir benzerlik bulunmaktadır. Her iki krizin de başlangıcında finans sisteminde yürütülen deregülasyon vardır. Ancak, bu iki ekonominin kurumsal yapıları açısından bakıldığında, aralarında önemli bir farklılık göze çarpmaktadır. ABD’de Japonya’ya göre serbest piyasa sisteminin daha kuvvetli olduğu bir ekonomik yapı vardır. İlâveten, kriz esnasında ve krizin hemen ardından alınan önlemler de benzerlik sergilemektedir. ABD’de krize karşı uygulamaya geçirilen müdahalelerin bazıları Japonya’daki krizde Japon hükümeti tarafından da denenmişti (Hoshi ve Kashyap, 2009). Bu nedenle, ABD’deki krizin Japonya ile karşılaştırılması, krizlerden çıkarılabilecek dersler anlamında önemlidir. Batılı iktisatçılar Japonya’daki krizin ve uzun süre krizden çıkamamanın baş sorumlusu olarak genelde Japon ekonomisinin yoğun devlet müdahalesiyle şekillenmiş kurumsal yapısını gösterme eğilimindedirler. Bunlardan biri olan Richard Katz, bir zamanlar işleyen ve Japonya’nın hızlı büyümesine yardımcı olan bu kurumsal yapının kriz ve ardından gelen uzun süreli resesyona beraber “ekşidiğini” belirtmektedir (Katz, 1998). Katz (2009) iki kriz arasındaki benzerliklere dikkat çekerek Japonya’nın aksine ABD’nin krize daha hızlı tepki verdiğini belirterek iyimserliğini göstermektedir. Ancak, Katz serbest piyasa sistemini yerleştirme amacıyla yürütülen deregülasyonun Japonya’daki krize olan etkisini göz ardı etmektedir. ABD’ye bakıldığında, kriz ile beraber, finans sektörü için zayıf regülasyonu savunan anlayış sorgulanmaya başlanmış ve finans sektörünün spekülasyon yoluyla kendi kendini tıkanmaya götürdüğü konusunda henüz üzerinde tam olarak bir konsensüs sağlanmamış olsa da kuvvetli bir düşünce oluşmuştur.

ABD ve Japonya’da krizlere yol açan olguların incelenmesi, bu ülkelerden birinin tamamen serbest piyasa ekonomisine dayalı olması diğerinin ise piyasaların ekonomi bürokrasisince kontrolü ve disipliniyle şekillenmiş olması bağlamında özellikle önemlidir. Bu çalışmanın en önemli katkısı, son zamanlardaki bazı etkili çalışmaların (örneğin, Hoshi ve Kashyap, 2009 ve Katz, 2009) makroekonomik politikaların tasarımı ve krize karşı geliştirilecek önlemler konusunda Japonya krizinden ABD için çıkarılacak önlemlere odaklanmasına karşın, onlardan farklı olarak iki ülkenin politik ekonomilerinden kaynaklanan farklılıklara değinmesidir.

Makalenin bundan sonraki bölümleri şu şekilde ilerlemektedir: İkinci bölümde Japonya krizinin, üçüncü bölümde ise ABD krizinin gelişimi ve her iki krizin ardındaki nedenler tartışılmıştır. Dördüncü bölümde iki kriz arasında bir karşılaştırma ortaya konmuş, beşinci ve son bölümde ise kısa bir değerlendirme yapılmıştır.

## **2. Japonya Krizinin Gelişimi ve Durgunluk**

Birçok Batılı iktisatçı Japonya’daki krizin en önemli nedeninin Japonya’da gelişmiş olan kurumsal yapı olduğunu düşünmektedir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında gerçekleştirilen reformlar sayesinde, Japon ekonomi bürokrasisi politik baskıdan uzak, uzun vadeli kalkınma politikalarını yürütebileceği otonomiye kavuşmuştu. Tasarrufların gerekli endüstriyel yatırımlara dönüşümü, henüz gelişmemiş olan

sermaye piyasalarınca etkin bir şekilde gerçekleştirilemediğinden; kaynak dağılımı bürokrasinin müdahalesiyle sağlanarak, sanayi politikaları yardımıyla yerine getirilmiştir. Ekonomi bürokrasisi, endüstriyel üretime doğrudan el atmamış; ancak yerli şirketleri sanayi politikası amaçları doğrultusunda sıkı biçimde disipline etmiştir. Bu amaçla, şirketlere çeşitli finansal yardımlar ve teşvikler sağlanmıştır. Japon ekonomi bürokrasisi iş dünyasıyla çok sıkı ilişkiler ağı kurarak ekonomide karar verme mekanizmasını etkilemiştir. Bu konuda özellikle Dış Ticaret ve Sanayi Bakanlığı (Ministry of International Trade and Industry – MITI) aktif rol oynamıştır (Johnson, 1982). Buna iktisat yazınında “Japan Inc.” (Japonya A.Ş.) adı verilmiştir.

1950’lerin başlarından itibaren çeyrek asır süren ve yoğun devlet müdahalesi ile yürütülen kalkınma stratejisi nihayet amacına ulaşmış ve ekonominin sürekli ve hızlı bir biçimde büyümesini temin eden bir endüstriyel yapının kurulması sağlanmıştır. Üstelik bu sanayilerin önce korunarak gelişmeleri, sonra da dinamik karşılaştırmalı üstünlüklere ulaşarak uluslararası pazarlarda rekabet edebilmeleri sağlanmıştır. 1980’lerin başlarında ise ABD’den gelen baskıların da etkisiyle, Japon ekonomisi kabuk değiştirmeye başlamış ve 1990’larda ekonomide liberalleşme dönemine geçilmiştir. Hızlı büyüme döneminde ortaya çıkan kurumsal yapı hızlı büyümenin yanında bazı sorunları da getirmiştir. En önemli sorun ABD ile olan dış ticaret fazlasıydı. Japonya’nın ABD’ye karşı artan ve büyük rakamlara ulaşan dış ticaret fazlası, Amerikan hükümetini endişelendirmekteydi. Japon otomobil firmaları 1980’lerin başlarında Amerika’nın gönüllü ihracat sınırlaması (*voluntary export restraint*) önerisini kabul etmek zorunda kalmışlardı. Sorunun bu şekilde çözümü mümkün görülmezince, 1985 yılında ABD’nin zorlamasıyla gerçekleştirilen “Plaza Düzenlemesi” (*Plaza Accord*) ile Japon yeninin değeri dolara karşı artırılarak ABD’nin Japonya’ya karşı ticaret açığı sorunu çözülmeye çalışılmıştır. Bu düzenlemenin Japonya açısından önemli sonuçlarından biri istikrarlı bir enflasyon ortamında varlık fiyatlarının aşırı değerlenmesinden doğan bir “balon” (*bubble*) ve aşırı değerli yenin yol açtığı görece bir refah dönemi (*Bubble Economy*, 1986–1991) olmuştur. Bu dönemde Japon ekonomisi 1980 sonrası en yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır (Şekil 1). Balonun başlangıcında, 1986 yılında yenin değerlenmesinin ekonomi üzerine olası negatif etkilerine karşı önlem olarak Japon Merkez Bankası faizleri indirdi (Şekil 2) ve bir süre sonra, önce borsa endeksi sonra da arsa fiyatları artmaya başladı (Browne, 2001). 1980’lerin ikinci yarısında borsa endeksindeki hızlı yükseliş Şekil 2’de, arsa fiyatlarında yaşanan hızlı artış da Şekil 3’te gösterilmektedir. Shiratsuka’nın (2003) da belirttiği üzere, balon ekonomisi gelecekle ilgili oldukça iyimser beklentiler yüzünden oluşmuş ve yine bu beklentilerle beslenmiştir.

Varlık piyasalarında aşırı fiyat enflasyonu olarak bilinen balonun oluşumunun temelinde Japon finans sisteminin sorunlu yapısının yattığı genel kabul gören bir görüştür. Japonya’da finans sisteminin denetiminden sorumlu olan Maliye Bakanlığı sermayenin dağılımında kişisel ve politik ilişkileri ön planda tutan bir yapı oluşturmuştu. Finans sektörü Maliye Bakanlığı’nın kılavuzluğuna son derecede bağımlıydı (Ozawa, 1999). Bürokrasinin bu desteğinin yanı sıra ekonomi çok hızlı büyüdüğü için fon birikimi de kolay olduğundan dolayı zayıf bir finans sistemi oluştu. Çünkü böyle bir yapı içinde bankalar fon bulmakta zorlanıyorlardı ve işletme etkinliği ve verimlilik o kadar önemli bir konu değildi. Böylesine bir iş ortamında bankalar kredi dağıtımında risk yönetimini iyi yapamıyorlardı. Ayrıca, böylesine önemli bir konuda bile Maliye Bakanlığı bürokratları bu işi onlar için düşünüyorlardı. Bir finansal zorluk baş gösterdiği zaman bunun çok zararlı etkileri

olacağını ise ancak 1990'larda öğrendiler. Wood (1992) ve Kanaya ve Woo (2000) balon ekonomisinin çöküşünü ve çöküş sonrasında ekonomideki ve özellikle bankacılık sektöründeki değişimleri incelemişlerdir. Onlara göre, bankaların durumu sağlıklı değildi. 1985 yılında uygulanmakta olan faiz kontrolleri finansal deregülasyon amacıyla kaldırıldığında bankalar mevduat faiz oranlarını yükselterek mevduatlar için birbirleriyle rekabete girdiler fakat bunu karşılamak için dağıttıkları kredilerin faizlerini yükseltmediler. Faiz oranları arasında aleyhlerindeki bu farktan doğan maliyeti karşılamak için portföylerindeki hisselerden elde ettikleri kârları kullandılar. Bunun sonucunda Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (Bank for International Settlements, BIS) uluslararası sermaye işlemleri yapan bankalar için getirdiği yüzde 8'lik sermaye oranını karşılamaları zorlaştı. Bankaların verdiği kredilerin büyük bir kısmı hisse senedi ve gayrimenkul piyasalarında spekülasyon amacıyla kullanılıyordu. Emlak sektörüne verilen kredilerin toplam banka kredileri içerisindeki payı da 1980'lerin ikinci yarısı boyunca giderek artmaktaydı (Şekil 4). Verilen kredilerin çoğunda değeri sürekli olarak yapay bir şekilde artan arsalar teminat olarak gösteriliyordu. Krediler firma nakit akışına değil teminat olarak gösterilen ve değerlerinin düşeceği düşünülmemen gayrimenkullere bakılarak verilmeye başladığında bankalar büyük risk altına giriyorlardı. Bankalar dışında, mortgage ve tüketici kredileri konusunda uzman kredi şirketleri (*jusen*) de gayrimenkul için kredi veriyorlardı. Krediler artık Japonya'nın hızlı büyüme döneminde olduğu gibi imalat şirketlerine değil, finans ve emlak şirketlerine veriliyordu. Bir anlamda, bankacılık sektörü balon ekonomisi döneminde yavaşça ileride başına bela olacak riskleri oluştuyordu.

Değeri hızla artan varlıkların piyasasında oluşan balon 1991 yılında patladı ve etkisi oldukça yıkıcı oldu. 1980'lerin ikinci yarısında hisse senetlerinin ortalama değeri üçe katlanan borsa 1991'den itibaren düşüşe geçti (Şekil 2) ve bankalar ellerinde tuttukları hisselerin değeri düşünce kredileri kısmak zorunda kaldılar. Arsa fiyatları da borsa gibi 1991 yılından itibaren hızla düşmekteydi (Şekil 3). Krediler için teminat olarak gösterilen emlak fiyatları düştüğünde bankalar büyük zarara girdiler. Geri dönmeyen kredilerin toplamı tam olarak bilinmese de 1990'ların sonlarında 1 trilyon dolar, diğer bir deyişle, milli gelirin üçte biri kadar olduğu yönünde tahminler yapılıyordu (Sanger, 1998). Bazı büyük menkul kıymet şirketleri ve bazı bankalar iflasın eşiğine geldiler. Tüm bunların sonucunda ekonomi 1991'den sonra durgunluğa girdi ve 2002 yılına dek büyüme oranları eskisine oranla çok düşük seviyelerde seyretti (Şekil 1). Kimura vd. (2002) batık kredilerin 1990'larda para politikasının işlemesinin önündeki önemli sorunlardan biri olduğunu bulmuşlardır. Henüz 1990'ların ortalarında Japon Merkez Bankası (Bank of Japan) faiz indirimi yoluyla ekonomik faaliyetleri uyarmada sınıra ulaşmış ve gecelik faiz oranlarını % 0,5 oranına dek indirmişti (Şekil 2). Krugman (1999) tarafından popüler hale getirilen ve likidite tuzağı olarak bilinen bu durum 2000 yılında uygulanmaya başlanan "sıfır faiz politikası" ile en uç noktasına ulaşmıştır. Bir taraftan deflasyon sorunuyla uğraşan merkez bankası pozitif enflasyona ulaşma hedefi benimsemişti. Yapısal sorunların kurumsal kaynaklarından biri olan bankaların yeniden düzenlenmesi sürecinde bankaların finans piyasalarında aracı olarak üstlendikleri rol gevşetilmiş ve bankaların dağıttıkları krediler üzerine kontroller getirilmiştir. Bunun önemli bir nedeni büyük bankaların sürekli para kaybeden büyük firmalara kredi dağıtımına devam ederek yeni iş alanlarının yaratımına veya bu fonların daha verimli olarak değerlendirilebileceği alanlara yönelmesini engelledikleri düşüncesiydi (Caballero vd., 2008). Ayrıca, bankacılık sektöründe yeniden yapılanmaya gidilmişti. 1997-1998 yıllarında bazı büyük finans şirketleri batmıştı.

Japon hükümeti 1998 yılında Finansal Denetim Ajansı'nı (Financial Supervisory Agency) kurarak bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmış ve 2000'lerin başlarında büyük bankaları beş büyük banka grubu şeklinde birleştirmiştir (Kawai, 2005). Bankacılık sektörü böylece güçlendirildi, ancak borsadaki yıkım sert oldu. Refah döneminde, 1980'lerin sonlarında zirvede 40000'e yaklaşan Nikkei 225 indeksi 2009 yılında sadece 10000 seviyelerindeydi (Şekil 2). Bankaların baskın bir şekilde varlığını sürdürdüğü Japon finans sistemindeki sorunun Japonya'nın makroekonomik sorunlarının temelinde yer aldığı artık kabul gören bir görüştür (Hoshi ve Kashyap, 2004).

### 3. ABD'deki Krizin Gelişimi

ABD'de 2007-2009 benzeri daha küçük çaplı bir kriz (S&L Krizi) 1987 yılında da yaşanmıştı. Finans sektöründe yürütülen deregülasyon her iki krizde de önemli rol oynamıştır. ABD'de 1970'lere dek ticari bankalar ve kredi kuruluşları mevduat sahiplerinin korunması amacıyla sıkı bir şekilde regüle edilmekteydi. Yüksek riskli kredi vermelerine izin verilmiyordu ve faiz kontrolleri uygulanıyordu. Aynı uygulama bankalar için Japonya'da da vardı. Bu dönemde Japonya'da kredi dağıtımı da çoğunlukla ticari bankalar aracılığıyla yürütülüyordu. 1980'lerin hemen başlarında Reagan'ın deregülasyon ve liberalleşme politikaları (Reaganomics) ile birlikte ABD'de kredi kurumlarının (S&L) karlılıklarını artırabilmeleri amacıyla regülasyonun gevşetilmesiyle birlikte, bu kurumlar konut dışındaki alanlar için de krediler vermeye başladılar. Bunlara ek olarak, faiz tavanı kontrolleri de gevşetildi. Birbirleriyle rekabet eden kredi kuruluşları faiz yarışına girdiler ve bu durum emlak sektöründe yaşanan canlılıkla da birleşince, artan emlak fiyatlarını gören kredi kuruluşları fütursuzca kredi dağıtımına devam ettiler. Ticari bankalar da yatırım bankaları ve kredi kuruluşları ile olan yarışta geri kalmak istemediler ve ticari banka lobisinin uğraşları sonucunda 1990'ların sonlarında ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetleri arasındaki sınırı neredeyse ortadan kaldıran düzenlemelerle ticari bankaların da riskli kredi vermeleri kolaylaştırıldı.

2007 yılında ABD'de ipotekli konut sektöründen başlayarak önce ülke çapında bir finans krizine ve ardından kısa sürede küresel bir krize dönüşen büyük bir kriz baş göstermiştir. Bu krizin ortaya çıkış nedenleri konusunda çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bunlar içinde iki erken çalışma, Utt (2008) ve Hoshi ve Kashyap (2009), ABD'deki krizin ortaya çıkış nedenlerini ayrıntılı biçimde ortaya koymuşlardır. İpotekli konut finansmanında geri ödenemeyen kredilerin büyüklüğünden kaynaklanan sorunun temelinde 2000'li yılların başlarındaki olumlu ekonomik gelişmeler yatmaktadır. Ev sahibi olmak isteyen her Amerikalıya giderek azalan düşük faiz oranları sunulurken (Şekil 5), risk değerlendirmesi yapılmadan mortgage kredileri veriliyordu. Aynı zamanda, Amerikan ekonomisinde konut fiyatları da giderek yükselme eğilimindeydi (Şekil 6). Bunun da en önemli nedeni düşük faizler ve düşük enflasyon ile pozitif ekonomik büyüme (Şekil 7) nedeniyle ısınmakta olan ekonomiydi. Krizden kısa bir süre önce, uzun süreden beri yükselmekte olan konut fiyatları en yüksek seviyelerine yükselmişti. Hisse senedi piyasasındaki olumlu gidişat (Şekil 8) aynı Japonya'da olduğu gibi bu durumdan cesaret alıyordu.

Dağıtılan mortgage kredilerinden finans piyasasında yeni finansal araçlar türetilerek yüksek riskli (*subprime*) krediler yeniden değerlendirme yoluyla ve daha yüksek getiri elde etme umuduyla olağanüstü büyüklükte bir menkul kıymetler setini doyurmaya çalıştı. Aslında, menkul kıymetleri değerlendiren kurumlar olarak çalışan yatırım

bankaları ve ihtiyat fonları (*hedge funds*) Amerikan finans sisteminde bankalar kadar önemli bir konuma gelmelerine rağmen regüle edilmiyorlardı (Economist, 11-17 Ekim 2008). Bu durum Amerikan hükümetinin bir yanlıydı; çünkü doğal olarak risk alma eğilimine sahip olan yatırım bankalarının üzerindeki kontrolü kaldıran hükümetin kendisiydi. Bu da borç verenlerin daha fazla risk alabilmelerine olanak sağladı. Mortgage'a dayanan değerli kağıtlar ve bankaların bu kağıtların oluşturduğu piyasaya akıttığı fonlar sistemin kırılganlığını giderek artırıyordu. Artma eğilimini sürdüren konut fiyatları üzerinden yapılan spekülasyon yatırımları da unutmamak gerekir. Fed, düşük enflasyonun yaşandığı 2001 sonrası dönemde faiz oranlarını % 1 seviyesine kadar indirmişti (Şekil 8). Bir başka önemli nokta tüm dünyada – özellikle Çin ve Doğu Asya'nın diğer hızlı büyüyen ekonomileri tarafından – biriktirilen dolar rezervlerinin ve dünyanın geri kalanının tasarruflarının Amerikan finans sistemine akmasından dolayı oluşan likidite bolluğuydu. Bu şekilde, tasarruf oranları çok düşük olan ancak ürettiğinden daha fazla tüketmek isteyen Amerikan tüketicisinin ihtiyaç duyduğu likidite yaratılmış oluyordu.

Bu artan likidite döneminde sistem riski tamamen ihmal edilmişti. Kredi dağıtımı son derecede kolaylaştırıldı ve dağıtılan kredilerle sistem riski göz ardı edilerek yeniden değerlendirme (menkul kıymetleştirme) çabasına girildi. Daha da kötüsü, Amerikan finans sisteminin işleyişinde önemli bir rol üstlenen üst düzey ekonomi bürokrasisi ve kredi derecelendirme kuruluşları asıl rollerini yerine getiremeyerek bu durumu öngöremediler. Bu nedenlerden dolayı, bir süre sonra sistem tıkanı ve finans kuruluşları birbirlerine kredi vermemeye başladılar; bir likidite sorunu ortaya çıktı ve konut fiyatları 2007 yılında sert bir şekilde düşmeye başladı (Şekil 6). Zaten yüksek risk taşıyan ve büyük kısmı değişken faiz oranı ile alınan krediler geri ödenmemeye ve bunu takiben haciz olayları artmaya başladığında, 2008 yılında ABD'de bir sorun olduğu ortaya çıkmıştı. Bu durum bu kredileri dağıtan mortgage kurumlarını (özellikle en önemli ikisi olan Fannie Mae ve Freddie Mac) ve bu kredilere dayanarak geliştirilen finansal araçları müşterilerine satan menkul kıymet şirketleri ile bunları ellerinde tutan diğer finans kuruluşlarını (özellikle yatırım bankaları ve ihtiyat fonları) zora soktu. Zararlar kısa sürede bir trilyon dolardan yüksek rakamlarla ifade edilmeye başladı. ABD'nin dünyanın geri kalanıyla olan finansal ilişkileri de hesaba katıldığında sistem riski küresel bir boyuta ulaştı. İngiltere ve ABD'deki bazı büyük finans kuruluşlarının 2008 yılının ikinci yarısında birbiri ardına zor duruma düşmeleri ve batmaları sonucunda önce ABD'de sonra da küresel çapta bir finansal kriz baş gösterdi. Bu durum kısa bir süre sonra özellikle gelişmiş ekonomilerde reel sektörü de vurdu ve büyük firmalar birbiri ardına iflas ettiler veya satılmak zorunda kaldılar.

ABD hükümeti bu süreçte milyarlarca dolarlık paketlerle bazı finans ve reel sektör firmalarını satın almak ve kurtarmak zorunda kaldı ve adeta büyük bir şirkete dönüştü. Benzer durumlar gelişmiş dünyanın neredeyse her ülkesinde görüldü. Gelişmekte olan ülkeleri ise, özellikle Türkiye gibi yurtdışı talebin ihracat için önemli olduğu ülkelerde reel sektörü farklı derecelerde etkiledi. ABD hükümeti Nouriel Roubini ve Joseph Stiglitz gibi önemli bazı iktisatçıların daha sıkılaştırılmış regülasyon önerileriyle yatırım bankaları ve özel kredi kuruluşlarını disipline etmeyi ve yeniden güven oluşturmak amacıyla tüketicileri koruyan ve desteklemeyi hedefleyen paketler açıkladı.

#### 4. İki Krizin Karşılaştırılması

1987 yılında gerçekleşen ABD'deki S&L krizi ve 1991 yılında gerçekleşen Japonya krizinin kapsamlı bir karşılaştırması daha önce Mikitani ve Posen (2000) tarafından yapılmıştır. Japon finans sisteminin zayıflıklarının ve daha rekabetçi bir şekilde sokulması gerekliliğinin vurgulandığı bu çalışmada politika yapıcıların deregülasyonun daha etkili bir şekilde yapılmasında önemli roller üstlenmeleri gerektiği belirtiliyordu.

1991 Japonya ve 2007-2009 ABD krizlerinin görünürde birçok ortak yönü vardır. Aslında, Reinhart ve Rogoff (2008) çoğu finans krizinin benzer bir yolu takip ettiğini belirtmektedirler: (1) yüksek ekonomik büyüme oranları, (2) bundan beslenen ve değeri giderek artan varlık (menkul kıymetler ve emlak) fiyatları, (3) varlık finansmanına dönük kredilerde artış, (4) varlık fiyatı balonunun patlaması ve (5) finansal kriz. İkinci ve üçüncü bölümlerde ayrıntılı bir şekilde ortaya konulduğu üzere, her iki ülkede de bankalar veya genel olarak finans sektöründeki şirketleri hedef alan deregülasyon ve emlak piyasasından borsaya dek uzanan bir varlık fiyatı balonu krizin merkezinde yer almıştır. Finans sektöründe deregülasyon esas olarak ABD'de 1970'lerin başlarında ve Japonya'da da 1980'lerin başlarında başlamıştı. Deregülasyonla beraber zaten kar marjlarının düşmekte olduğu finans piyasasında rekabet, finans şirketlerini kar edebilecekleri ama riskli yatırımlara ve emlak sektörü ve borsa gibi spekülasyona açık alanlar için kredi dağıtımına yönlendirdi. Piyasaya likidite veya, diğer bir ifadeyle, "ucuz para" pompalandı. Burada piyasada değer yaratımı konusunda önemli bir ayrım yapmak gerekir. Japonya'da gerçekten var olan ve reel sektör tarafından yaratılan para ticari bankalar yoluyla dağıtılırken, ABD'de Yeldan (2009) tarafından ortaya konulduğu gibi, yaratılan likidite reel sektörden kaynaklanmıyordu. Finans sektöründe düşük gelir sahibi insanların satın aldıkları evlerin değerleri üzerinden yaratılan yeni değerli kağıtların defalarca el değiştirmesi yoluyla tamamen hayal ürünü olan yeni değerler ve yeni değerli kağıtlar yaratılıyordu. Her iki krizde de patlayan varlık fiyatı balonu kredi sıkışıklığına yol açmış ve ortaya çıkan likidite sorunu sistemsel bir krize dönüşmüştü.

Aslında politik ekonomi perspektifinden değerlendirildiğinde, bu benzerliklerine rağmen her iki krizin de kendine özgü farklılıkları bulunmaktadır. Bu iki krizi karşılaştıran çok az çalışma vardır. Bunlardan birinde, *Foreign Affairs* dergisindeki yazısında 1991 Japonya ve 2008 ABD krizlerini karşılaştıran, neoliberal iktisat politikalarının savunucularından Japon ekonomisi uzmanı Richard Katz'a göre ABD'deki krizin ölçeği Japonya'ya göre daha küçüktür ve Japonya'nın aksine ABD'deki politika üreticilerinin krize olan tepkisi daha hızlı ve etkin olmuştur (Katz, 2009). Japon Merkez Bankası'nın 1990'ların başında yaptığının aksine Fed faizleri çok hızlı bir şekilde düşürmüştür.

Japonya (1991) ve Amerika (2007-2009) krizlerini karşılaştırırken bu iki büyük ekonominin kurumlarını ve bu kurumların rolleri arasındaki farklılıkları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. İkinci bölümde bahsedildiği üzere, Japonya'da bankalar Japon Maliye Bakanlığı'nın kontrolünde ve gözetimindeydiler. ABD'de devlet finans sektörü için regülatör görevi görürken, Japonya'da 1990'lı yıllarda bankalar neredeyse tamamen devletin kontrolü altındaydı demek abartı olmaz. Kriz zamanlarında devletin ABD'de 2008 yılında yaptığı gibi bankalar üzerindeki kontrolü ele alması bir önlem olarak görülürken, Japonya'da bu zaten yapılıyordu. Bir başka ifadeyle, kriz meydana geldiğinde, bankaların batık kredi sorunlarının temelinde pervasızca ve risk

yönetimine uygun olmayan bir şekilde kredi dağıtımlarının Maliye Bakanlığı gözetiminde yapıldığı ortaya çıktığında, aslında Japonya'da devletin kontrolü altında bulunan finans sisteminin ne kadar zayıf bir yapıya sahip olduğu anlaşıldı. Bankacılık sektörünün bu kurumsal yapısı, çoğu iktisatçı tarafından Japonya'nın krizden aldığı yararın sorumlusu olarak gösterilmiştir. Japon politik kültürünün ve ekonomi bürokrasisinin yarattığı bu yapı yine de bir finansal panik ve reel ekonomide büyük bir yıkım yaratmamıştır – Japonya'da üretim durgunlaşmışsa da, özellikle teknoloji-yoğun mal üreten sektörlerde gerilememiştir. Japon ekonomisi 2003 yılına dek sürecek uzun bir durgunluk pahasına kendini yaşatmayı ve Japon hükümeti 2001 yılından başlayarak ülkenin bankacılık sektörünü yine bürokrasi eliyle uzun süren bir reform süreciyle yeniden yapılandırmayı başarmıştır. Bu süreçte bankaların sermaye yapıları güçlendirilmiş ve bankalar arasında birleşmeler yoluyla bankacılık sektörü yeniden şekillendirilmiştir.

Her ne kadar ABD, Japonya'ya göre serbest piyasa sisteminin daha fazla işlediği bir ekonomi ise de Murphy (2009) ABD'de de Japon Maliye Bakanlığı'nın finans sektörü üzerindeki etkisine benzer güce sahip kurumlar bulunduğunu belirtmektedir. Murphy'ye göre, Fed ve Hazine Bakanlığı (Treasury) bürokratları ile – Sermaye Piyasası Kurulu'na benzer bir rolü olan – Securities and Exchange Committee (SEC) de finans sistemi üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir. Kişisel refah ve menfaat ilişkilerinin ülke menfaatlerinin önüne geçtiği böyle bir sistemde krizlere karşı geliştirilen çözümlerin teorik olarak önerilecek olandan farklı olması beklenebilir. Örneğin, ABD'de yaşanan krizde bazı bankaların devlet denetimine geçmesi kişisel çıkarlar için çok geçerli bir çözüm değildir. Krizin büyüklüğü bu tür bir uygulamayı gerektirmeseydi, ABD'de bu yapılabilir miydi şüphelidir. Öte yandan, krizin etkisinin şiddetli olduğu bir anda doğal olarak kimseden kişisel çıkarları öne çıkarması beklenemez.

ABD'deki ve Japonya'daki kurumsal yapı farklılıklarını bu kurumların denetiminde de gözlemlemek mümkündür. Johnson'ın (1982) Japon ekonomi bürokrasisini ele aldığı ünlü çalışmasında ayrıntılarıyla ortaya konduğu üzere, Japon devlet geleneği politik yoldan gelerek bakanlıklarda görev yapan üst düzey yöneticilerin bürokratik yoldan gelenlere dokunmalarının ve onları denetlemelerinin önüne sınır koymuştur. 2001-2006 yılları arasında Japonya'da başbakanlık yapan Junichiro Koizumi'nin gerçekleştirdiği reformlardan beri bu durum biraz değişmektedir. Japonya'da krizin meydana geldiği dönemi göz önünde bulundurursak, 1980'lerde ve 1990'larda ekonomi bürokrasisi sahip olduğu otoriteyi kullanırken politikacıya hesap verme zorunluluğu sınırlandırıldığı için, politikacılar bürokratların atama işlemlerine karışmaz ve bürokrasinin insan kaynaklarını ilgilendiren kararları kendi içinde alırdı. Bu durum, bahsedilen dönem için Japon ekonomisinin kurumsal yapısının temel yapı taşlarından biridir. ABD'de ise politikacılar bürokrasiyi denetleyebilir ve genellikle de öyle yapar. Başkan değiştiğinde üst düzey ekonomi bürokrasisi de değişir. Fed için bu durum farklı olabilir; ancak ekonomi bürokrasisi için bu iddia doğru sayılmalıdır. ABD'de krizin oldukça yıkıcı olmasının nedenlerinden birinin finansal sermayenin lobiciliğini üstlenen bazı üst düzey bürokratların finans sektöründeki sorunları göz ardı ederek veya hafife alarak onların çıkarlarının korunması uğruna krizin ağırlaşmasına yol açan tutumları olduğu da krizin gelişimi süresince popüler ekonomi medyasında işlenen bir konu olmuştur. ABD'de krize karşı Başkan Obama idaresindeki yeni ekonomi yönetiminin çözüm arayışları özel olarak kredi sorununu ele almışsa da, Japonya'da durumun böyle olmadığı, aksine ekonomi bürokrasisinin kendi içindeki yapıya hiçbir etki olmadan yine ekonomi bürokrasisi tarafından uzun süreli bir



politikayı tercih ettiği anlaşılmaktadır. Bunun anlamı, Japonya'nın kayıp onyı (Lost Decade) olarak adlandırılan 1990'lardaki uzun durgunluğun Japon politik iktisadının krizi olduğunu söylemek mümkün olmasına rağmen, ABD için bunu iddia etmenin mümkün görünmemesidir. Diğer bir ifadeyle, Japon ekonomi bürokrasisi kendi otorite ve otonomisinin devamını temin etme pahasına ekonomideki uzun durgunluğa karşı önlem almakta yetersiz kalmış veya bunun çözümü olacak politikaların tasarımıda geç kalmıştır.

ABD'de krizin sonuçlarının Japonya'daki gibi olup olmayacağı tartışılabilir. Her iki kriz de gevşek para politikası ve sürdürülemez varlık fiyatı enflasyonu sonrasında ortaya çıkmış olsa da, Japonya'daki krizde ABD'deki gibi firmaların kaldıraç oranları yüksek değildi ve finansal araç çeşitliliği kriz yıllarındaki Japonya ile karşılaştırıldığında ABD'de daha fazladır. Ayrıca, Japonya krizi küresel bir etkiye sahip olmamıştı. Oysa ABD krizi, IMF World Economic Outlook Database verilerine bakılacak olursa, toplam dünya GSYH'sinin 2009 yılında % 2.1 civarında azalmasına varacak derecede yıkıcı bir küresel etkisi olmuştur. Japon politika yapımcılarının krize cevap vermekte 1-2 yıl geç kaldıkları ve özellikle batık kredileri halletme sorununa korkuyla ve çok yavaş hareket ederek eğildikleri düşünülürse, ABD'de hükümetin ve firmaların hızlı bir şekilde tepki verdiği öne sürülebilir. Fakat bu yine de sistemin içindeki sorunları çözmez. ABD hükümeti ihtiyat fonları hakkında şeffaflığın olmadığını kabul etmiş ve finans sektöründeki zararları bile hesaplamakta zorlanmıştır. Açıklanan rakamlar kısa süre içinde 2-3 katına kadar çıkarılmıştır. ABD'de faizler Japonya'da olduğu gibi kısa sürede çok düşük seviyelere çekilmiştir. Bu da Japonya'da olduğu gibi bir likidite tuzağı olasılığını akla getirmektedir. Japonya'da sıfır faiz politikası ve deflasyon uzun süren bir resesyona yol açmıştı.

Bir diğer önemli konu kamu maliyesiyle ilgilidir. Reel sektör krizlerden olumsuz etkilendiği için, ABD'de olduğu gibi, Keynezyen bir bakışla krize cevaben genişletici maliye politikası yoluyla toplam talebin uyarılması ve ekonominin canlandırılması 1990'larda Japonya'da da denenmiştir. Ancak, Japon hükümeti bunun için çok geç kalmıştır. Bunun önemli bir nedeni, Japon hükümetinin krizin varlığının ve sonrasında da büyüklüğünün farkına geç varmasıdır. Kamu fonları ekonomiye enjekte edilmeye başladığında krizin başlangıcının üzerinden dört yıl geçmişti ve bu politikanın sonucu Japon hükümetinin iç borçlarının giderek artması oldu. Japonya'nın iç borçlarının milli gelire oranı zaman içinde % 150'nin üzerinde yüksek seviyelere ulaştı. ABD için benzer bir durum düşünülse de ABD maliye politikası uygulamakta Japonya kadar geç kalmamıştır. Bir diğer önemli konu da kamu fonlarını kullanmanın seçmen gözünde popüler bir politika olmaması ve bunun politikacıların hareket alanını sınırlamasıdır. Gerekli olan mali genişleme, krizin boyutuyla doğru orantılı olarak yüksek miktarda kamu kaynağı kullanımını gerektirmektedir.

Japonya ve ABD arasındaki önemli bir farklılığı makroiktisadın temel bir özdeşliği yardımıyla açıklayabiliriz:

$$(Sp - Ip) + (Sg - Ig) = CA \quad (1)$$

Burada  $Sp$ ,  $Sg$ ,  $Ip$ ,  $Ig$  ve  $CA$ , sırasıyla özel kesim tasarrufları, kamu tasarrufları, özel kesim yatırımları, kamu yatırımları ve cari hesap dengesini ifade etmektedir. Yatırımlardan net olarak ifade edilen özel kesim tasarrufları ve kabaca devletin bütçe fazlası (eksi olduğunda bütçe açığı) toplamı cari hesap dengesine eşittir. ABD ve

Japonya için bu veriler Tablo 1’de özetlenmektedir. Japonya’nın durumunda, cari hesap dengesi geleneksel olarak fazla vermektedir; dolayısıyla, devletin yüksek borçları özel kesimin net tasarrufları tarafından fazlasıyla finanse edilmektedir. Japonya hala cari hesabında fazla vermektedir ve kamu borçları için bu durum devam etmektedir. Kısaca ifade etmek gerekirse, Japonya için maliye politikası etkili olarak kullanılabilir bir politikadır. ABD için ise durum daha kötüdür. Cari hesap dengesinde büyük cari açık veren ABD’de devlet borçları 2001 yılından itibaren sekiz yıl başkanlık yapan George W. Bush yönetiminde hızla artmıştır. Bundan hareketle, ABD’de maliye politikasının toplam talebi uyararak amacıyla kullanıldığında makroekonomik dengeleri sarsacağı sonucu çıkarılabilir. Bu durumda, ABD ve Japonya krizleri karşılaştırıldığında, uygulanan maliye politikalarının uzun vadede sonuçları aynı olabilir.

## 5. Sonuç

Son olarak Japonya ve ABD’nin dünya ekonomisindeki rollerine değinmekte fayda vardır. 1980’lerin ikinci yarısında Amerikalı iktisatçılar balon ekonomisi yaşanan Japonya’nın yakın gelecekte ABD’yi ekonomik olarak istila edeceğinden bahsetmekteydiler ve gelecekte umutsuzlardı. 1990’lı yıllarda ve sonrasında ise önce bunalıma ardından da uzun bir durgunluğa giren Japonya’nın dünya ekonomisindeki payı azalmakla kalmadı; Çin’in sessizce yükselişe geçtiği konjonktürde, Asya ekonomisinin ağırlık merkezinin yavaşça Japonya’dan Çin’e kaymasına neden oldu. Hatta, Japonya’nın 2003-2005 arasında pozitif büyüme kaydetmesinin nedeni 1960’lardaki Japon mucizesi olarak ifade edilen dönemde olduğu gibi ekonomik büyümenin ana motoru olan yurtiçi talep değil, Amerika’daki tüketim çılgınlığı ve Çin’e olan ihracat, yani yurtdışı taleptir. Japonya örneğine benzer şekilde, 2007’de başlayan kriz de ABD’nin dünya ekonomisindeki konumunu derinden etkilemiştir. Değeri düşen Amerikan şirketleri hızla büyüyen ihracat sayesinde döviz rezervlerini arttıran Çin ve Hindistan gibi yeni gelişen ülkelerin şirketlerince ve yüksek petrol fiyatları sayesinde tasarrufları artan Arap ülkelerinin devlet kontrolündeki yatırım fonlarınca satın alınmıştır. Dev Amerikan otomotiv ve finans şirketlerinin önemli miktarda hissesi Çin, Hindistan ve Arap sermayesine satın alınmıştır.

Krizlere karşı uygulanan makroekonomi politikaları üzerine oldukça geniş bir literatür bulunmaktadır ve bu çalışmanın kapsamı dışındadır. ABD 1987 yılındaki S&L krizinden aktif ve kararlı bir şekilde yürüttüğü düzenleyici politikayla kurtuldu. Japonya ise önce krizi algılayamadığı, sonra da düzenleyici hamleleri yapmakta geç kaldığı için krizden yaralanarak çıktı ve hala kendine gelmiş değildir. ABD ise, belki de Japonya’nın ve kendisinin deneyiminden ders alarak çözümü piyasaya bırakmak yerine devlet müdahalesini hemen devreye soktu. Katz (2009) ABD hükümetinin krize karşı müdahaleler yoluyla hızla cevap vermesini bir başarı olarak yorumlamış ve Japonya’da yaşanan başarısızlığın ABD’de tekrarlanmayacağını iddia etmişti. Görünen odur ki, bu durum gerçekleşmiştir. Hoshi ve Kashyap (2009) da Japon bankalarının batmakta olan başarısız şirketleri zorla ayakta tutmak için gayret sarf ettiklerini, ABD’de ise doğru bir seçimle bunun yapılmadığını belirtmiştir. Kriz artık sona ermiştir ancak henüz ABD’deki tepkinin başarısı veya başarısızlığı konusunda kesin bir hükme varmak zordur.

ABD ve Japonya’nın kriz deneyimlerinden Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için dersler çıkarmak mümkündür. İncelenen her iki ülkede de sağlam bir ekonomik büyüme performansı ve gelecekle ilgili iyimser beklentiler, denetimi gevşetilen finans kurumları vasıtasıyla varlık fiyatlarının anormal seviyelere yükselmesinde önemli rol

oynameştir. Hızlı büyüme beklentileri ve son zamanlardaki düşük enflasyon performansı da Türkiye için yakın gelecekle ilgili iyimser beklentilere yol açmaktadır. ABD ve Japonya'da olduğu gibi bir varlık fiyatı oluşumunu önlemek için, finans piyasalarının regülasyonu Türkiye açısından önemli bir konudur. Shiratsuka (2003) bankacılık sektörü ağırlıklı bir finans sisteminin ortaya varlık piyasalarında ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmelerin reel sektöre yansımalarının daha kuvvetli olacağını Japonya örneği üzerinden göstermektedir. 1980'ler ve 1990'larda Japon finans sisteminde olduğu gibi ağırlıklı bankalardan oluşan, 2001 sonrasındaki reformlarla sermaye yapısı güçlendirildiği için 2007-2009 dünya krizinden az hasarla kurtulan Türkiye'deki finans sisteminin regülasyonu, bu nedenden dolayı bundan sonrası için önemlidir. ABD örneği ise, tamamen serbest piyasa sistemine dayalı bir finans sisteminin de başboş bırakıldığında reel sektöre ve ekonomiye ne kadar zarar verebileceğini göstermiştir. Türkiye'de Japonya veya ABD'de olduğu gibi bir finans krizi, aynı yolu takip ederek meydana gelmeyebilir. Ancak, reel sektör firmalarının son zamanlarda artan finansallaşması (Demir, 2009), Japonya ve ABD'deki gibi bir finans krizinin oluşumunu önlemek amacıyla önemli olan bir konu olarak göze çarpmaktadır. Finansallaşma (financialization), firma gelirleri içinde finansal yatırımlardan elde edilen gelirlerin artmasını ifade etmektedir. Reel sektör firmalarının esas faaliyetleri olan üretim ve reel yatırımlardan çok finansal yatırımlarla ilgilenmeleri, Türkiye'de meydana gelebilecek bir finansal krizin sonuçlarının daha ağır olmasına neden olacaktır. Bu konu gelecekte üzerinde çalışılması gereken önemli bir konudur.

## Referanslar

- BROWNE, L.E. (2001). Does Japan offer any lessons for the United States? *New England Economic Review*, 2001 (3), 3-18.
- CABALLERO, R.J., HOSHI, T., KASHYAP, A.K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98 (5), 1943-1977.
- DEMİR, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88 (2), 314-324.
- ECONOMIST*. 11-17 Ekim 2008. *Supplement: a special report on the world economy*.
- HOSHI, T., KASHYAP, A.K. (2004). Japan's financial crisis and economic stagnation. *Journal of Economic Perspectives*, 18 (1), 3-26.
- HOSHI, T., KASHYAP, A.K. (2009). Will the US bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan. NBER Working Paper No. 14401.
- JOHNSON, C.A. (1982). *MITI and the Japanese miracle: the growth of industrial policy, 1925-1975*. Stanford: Stanford University Pres.
- KANAYA, A., WOO, D. (2000). The Japanese banking crisis of the 1990s: sources and lessons. IMF Working Paper No. 00/7.
- KATZ, R. (1998). *Japan: the system that soured – the rise and fall of the Japanese economic miracle*. M.E. Sharpe.
- KATZ, R. (2009). The Japan fallacy. *Foreign Policy*, March/April 2009, 9-14.
- KAWAI, M. (2005). Reform of the Japanese banking system. *International Economics and Economic Policy*, 2(4), 307-335.
- KIMURA, T., KOBAYASHI, H., MURANAGA, J., UGAI, H. (2002). The effect of the increase in monetary base on Japan's economy at zero interest rates: an empirical analysis, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, *IMES Discussion Paper Series* No: 2002-E-2.
- KRUGMAN, P. (1999). *The return of depression economics*. W.W. Norton Company Limited.
- MANO, T. (2008). U.S., Japanese crises share factors from Great Depression. *Japan Times*, 29 Eylül 2008.
- MIKITANI, R., POSEN, A.S. (2000). *Japan's financial crisis and its parallels to U.S. Experience*. Washington DC: Institute for International Economics.

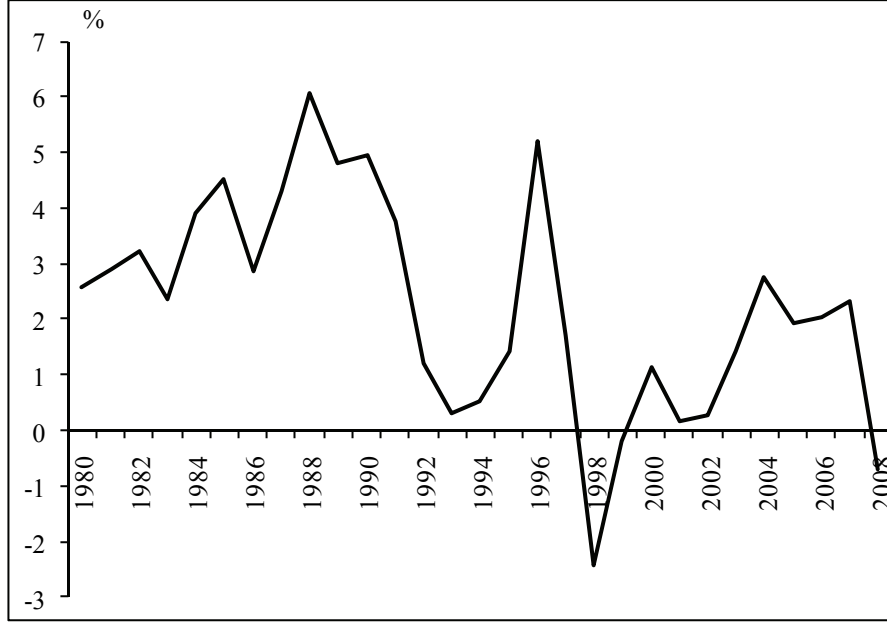
- MURPHY, R.T. (2009). Rethinking the lessons for the US and the world of Japan's 1990s economic collapse: finance capital and the state. *Asia-Pacific Journal*, 17-4-09.
- OZAWA, T. (1999). The rise and fall of bank-loan capitalism: institutionally driven growth and crisis in Japan. *Journal of Economic Issues*, 33(2): 351-358.
- REINHART, C., ROGOFF, K. (2008). Is the 2007 US subprime financial crisis so different?: an international historical comparison. NBER Working Paper No. 13761.
- SANGER, D.E. (1998). Bad debt held by Japan's banks now estimated near \$1 trillion. *New York Times*, 30 Temmuz 1998.
- SHIRATSUKA, S. (2003). Asset price bubble in Japan in the 1980s: lessons for financial and macroeconomic stability. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Paper No. 2003-E-15.
- UTT, R.D. (2008). The subprime mortgage market collapse: a primer on the causes and possible solutions. *Executive Summary Backgrounder*, issue 2127, the Heritage Foundation.
- WOOD, C. (1992). *The Bubble economy: Japan's extraordinary speculative boom of the '80's and the dramatic bust of the '90's*, The Atlantic Monthly Press.
- YELDAN, E. (2009). On the nature and causes of the collapse of the wealth of nations, 2007/2008: the end of a façade called globalization. Şubat 2009, Bilkent Üniversitesi İktisat Bölümü.

**Tablo 1. ABD ve Japonya İçin Tasarruf ve Yatırım Dengeleri**

	ABD					Japonya				
	Sp	Ip	Sg	Ig	CA	Sp	Ip	Sg	Ig	CA
1980	19.0	17.2	0.5	3.6	-1.3	27.2	18.6	1.3	8.8	1.1
1981	20.0	18.3	0.7	3.4	-1.1	27.2	18.3	1.8	8.8	1.9
1982	21.0	15.9	-1.9	3.5	-0.2	26.8	17.8	1.2	8.3	1.9
1983	19.6	16.0	-2.5	3.5	-2.4	26.7	17.0	0.6	8.0	2.3
1984	20.7	18.7	-1.5	3.5	-3.1	25.9	17.2	1.6	7.6	2.7
1985	19.0	17.5	-1.5	3.8	-3.7	26.0	18.6	2.4	6.7	3.1
1986	17.6	16.7	-1.7	3.9	-4.7	26.0	19.2	2.3	6.7	2.4
1987	17.2	16.6	-0.7	3.9	-4.0	25.1	20.1	3.5	6.8	1.7
1988	17.8	16.1	-0.1	3.6	-2.1	24.9	21.8	4.5	6.7	0.9
1989	16.7	16.0	0.1	3.6	-2.7	24.5	23.1	5.3	6.3	0.4
1990	16.5	14.8	-0.7	3.7	-2.7	24.5	23.8	6.0	6.4	0.3
1991	17.3	13.4	-1.4	3.7	-1.2	24.9	23.7	5.9	6.4	0.7
1992	17.2	13.6	-2.5	3.5	-2.5	24.9	21.8	5.3	7.3	1.1
1993	16.3	14.3	-1.9	3.3	-3.2	26.4	20.1	3.0	8.1	1.2
1994	16.2	15.5	-0.8	3.1	-3.2	27.0	19.4	1.5	8.2	0.9
1995	16.9	15.4	-0.4	3.1	-2.1	27.1	19.2	0.5	8.1	0.3
1996	16.6	15.8	0.6	3.1	-1.8	27.0	19.4	0.5	8.3	-0.2
1997	16.5	16.7	1.8	3.0	-1.4	27.5	19.6	0.5	7.6	0.8
1998	15.9	17.2	3.0	3.0	-1.4	28.2	18.4	-1.2	7.4	1.2
1999	14.8	17.5	3.5	3.1	-2.4	29.4	17.8	-2.8	7.8	1.0
2000	13.8	17.8	4.3	3.1	-2.8	29.4	18.3	-2.8	6.8	1.5
2001	14.3	16.2	2.2	3.1	-2.8	28.1	18.3	-2.6	6.6	0.6
2002	15.6	15.5	-0.9	3.2	-4.0	29.9	17.3	-5.0	6.3	1.3
2003	15.7	15.5	-1.8	3.2	-4.8	30.5	17.7	-5.4	5.5	1.9
2004	15.8	16.6	-1.3	3.1	-5.2	31.3	18.1	-5.7	4.9	2.6
2005	15.1	17.2	-0.1	3.1	-5.2	30.6	19.1	-4.5	4.3	2.7
2006	15.4	17.4	0.9	3.2	-4.3	29.3	19.0	-3.1	4.0	3.2
2007	14.0	16.3	0.5	3.3	-5.0	29.8	19.0	-2.9	3.6	4.3
2008	15.2	14.8	-2.6	3.4	-5.6	25.3	19.6	-0.4	4.0	1.3

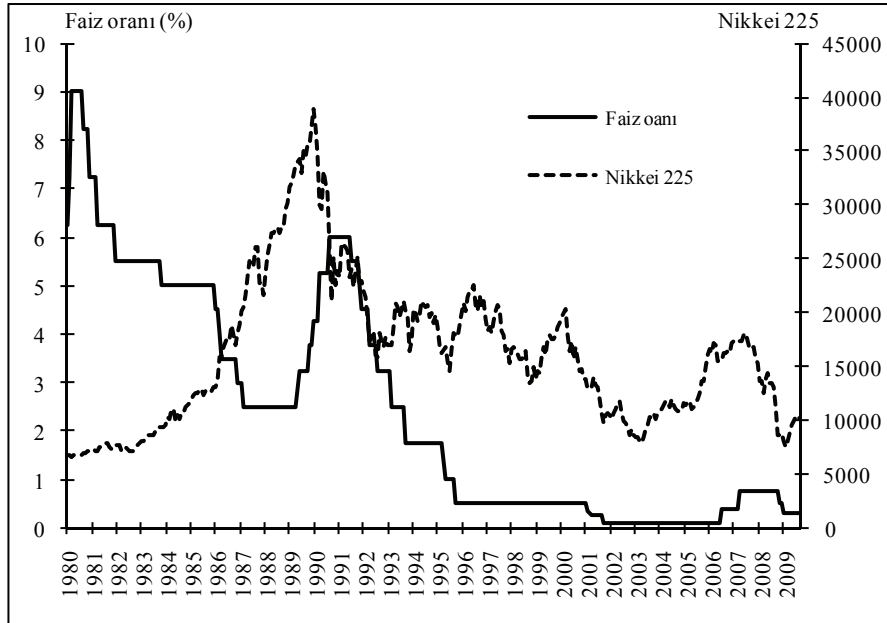
**Not:** Tablodaki rakamlar GSYH'nin yüzdesi olarak ifade edilmiştir.

**Kaynaklar:** Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov>); Government of Japan, Cabinet Office, Economic and Social Research Institute (<http://www.esri.cao.go.jp>)



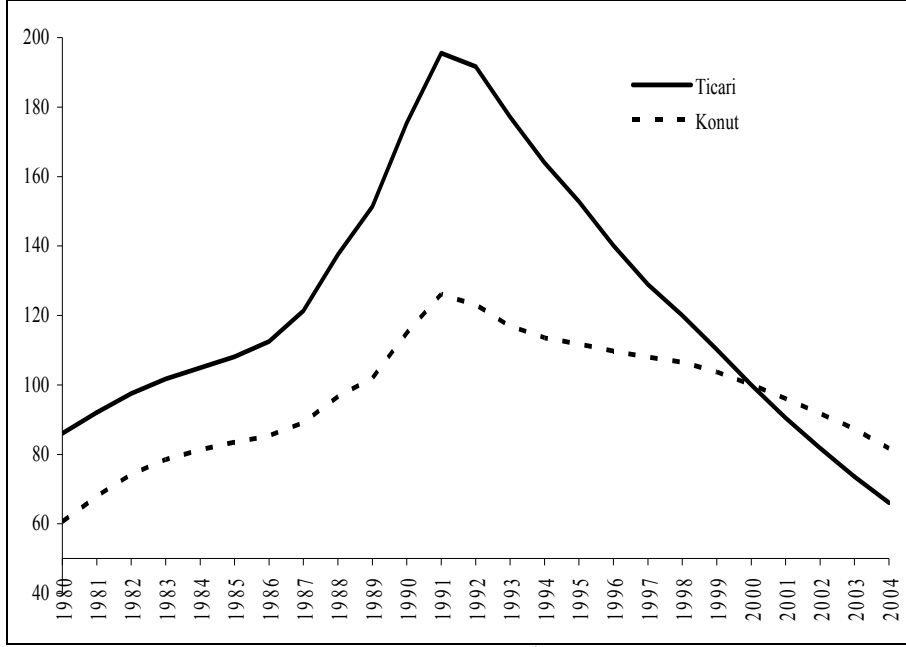
**Şekil 1. Japonya'da Yıllık GSYH Büyüme Oranları**

**Kaynak:** Government of Japan, Cabinet Office, Economic and Social Research Institute (<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data.html#annual>)



**Şekil 2. Aylık Nikkei 225 Borsa Endeksi ve Bank of Japan Faiz Oranları**

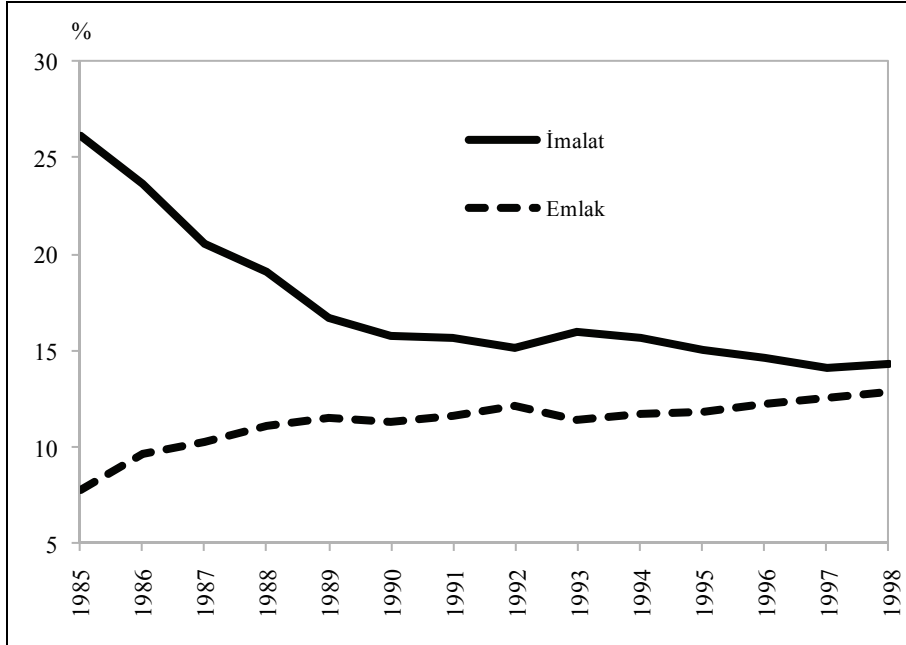
**Kaynak:** Bank of Japan (<http://www.boj.or.jp/en/theme/stat/index.htm>)



Şekil 3. Şehirlerdeki Arsa Fiyatı İndeksi (2000 = 100)

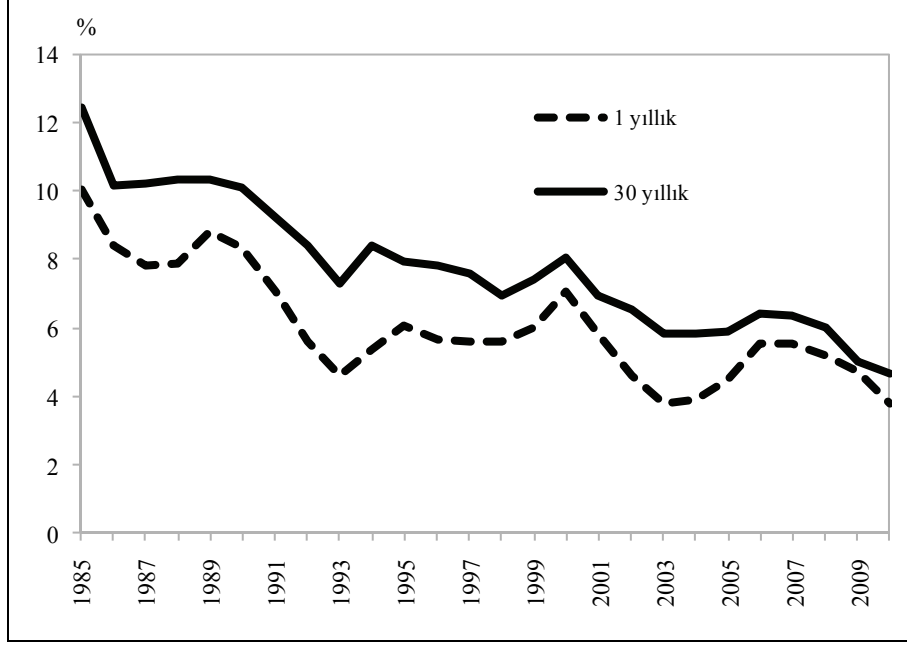
Kaynak: Statistics Bureau of Japan

(<http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/15.htm>)

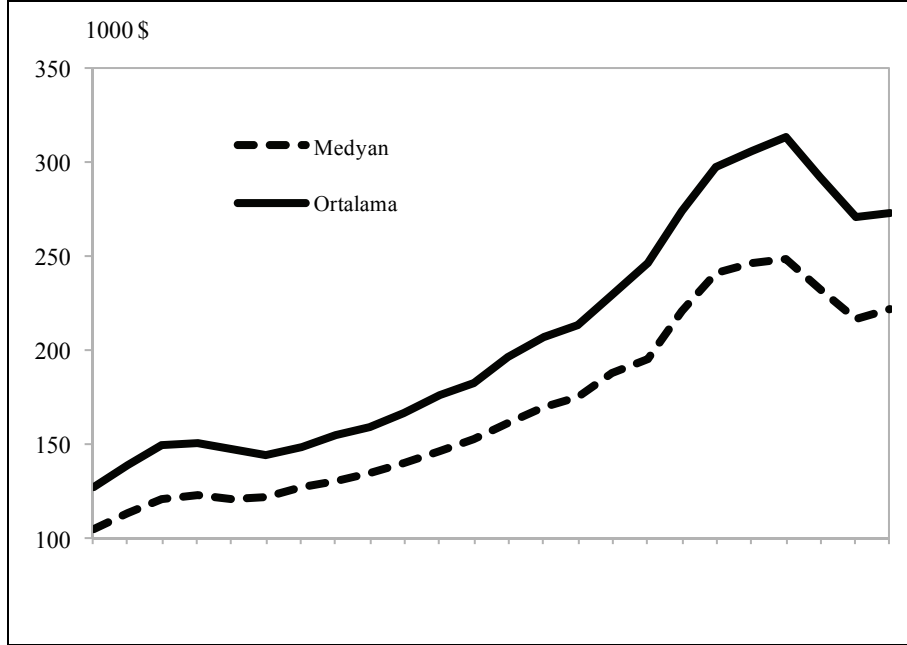


Şekil 4. İmalat ve Emlak Sektörüne Dağıtılan Kredilerin Japon Bankalarının Dağıttıkları Toplam Krediler İçindeki Payı (%)

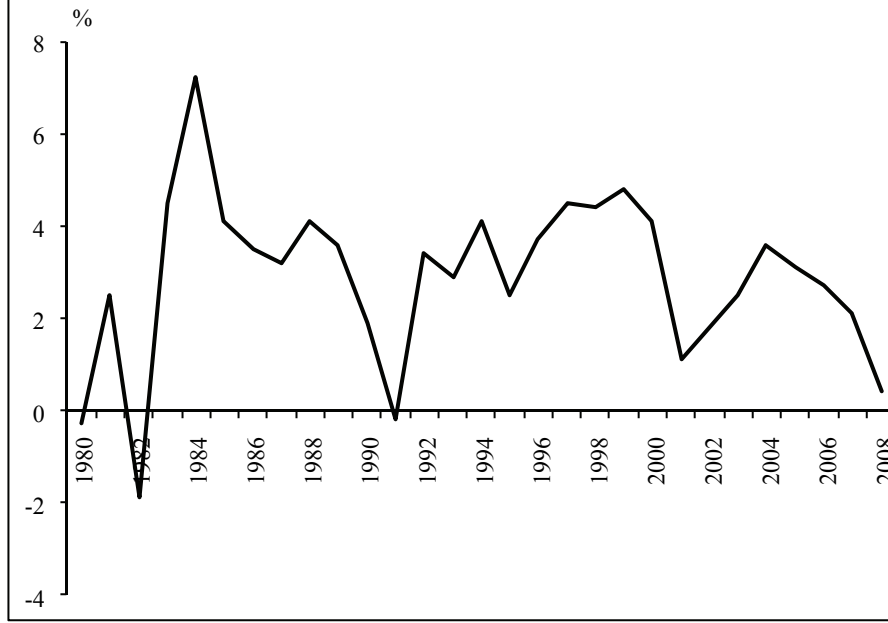
Kaynak: Kanaya ve Woo (2000), s. 37.



**Şekil 5. Bir Yıllık ve 30 Yıllık Mortgage Faiz Oranları**  
**Kaynak:** Freddie Mac (<http://www.freddiemac.com/dlink/html/PMMS/display/PMMSOutputYr.jsp>)

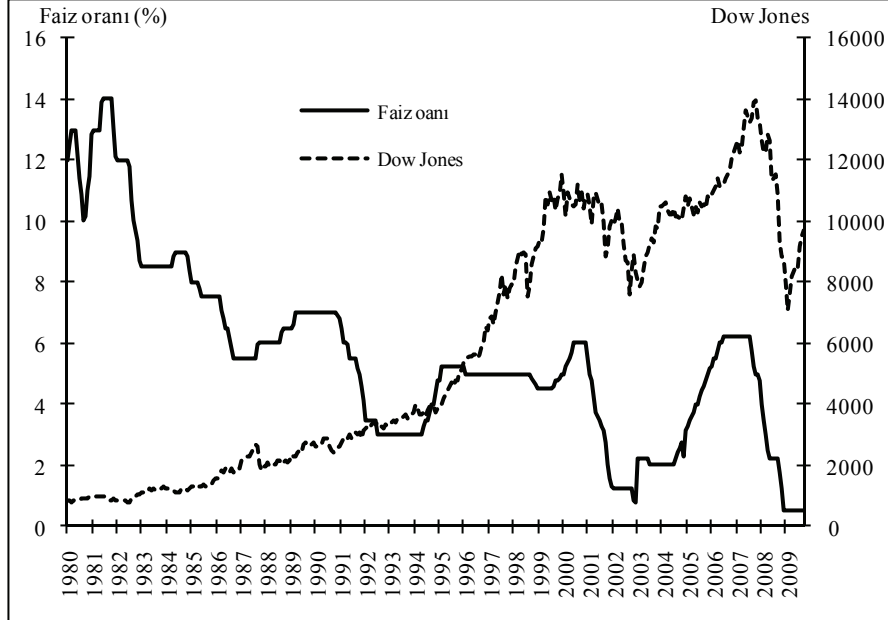


**Şekil 6. Amerika'da Ortalama ve Medyan Konut Fiyatları**  
**Kaynak:** US Census Bureau (<http://www.census.gov/const/uspriceann.pdf>)



Şekil 7. ABD'de Yıllık GSYH Büyüme Oranları

Kaynak: Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov>)



Şekil 8. Aylık Dow Jones Industrial Average Endeksi ve Fed Faiz Oranları

Kaynak: Economagic ([www.economagic.com](http://www.economagic.com))