

CenRaPS Journal of Social Sciences

International Indexed & Refereed

CenRaPS
Journal of Social Sciences

ISSN: 2687-2226 (Online)

<https://cenraps.org/journal/>

OPEN  ACCESS

Original Article

10.65826/CenRaPS.8.1.1.174

Varlık Fiyat Balonları Nasıl Oluşur ve Bunlardan Nasıl Kaçınılır: Japonya'nın Varlık Fiyat Patlaması ve Kayıp On Yıldan Bir Örnek

Md. Jaynal Abedin

Siyaset Bilimi ve Uluslararası İlişkiler Bölümü, İktisat Fakültesi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, Türkiye.
jaynalju08@gmail.com

Özet

Varlık balonları, genellikle varlık fiyatlarında içsel değerlerine göre rasyonel temellere dayanmayan belirgin dalgalanmalarla karakterize edilen ekonomik olgulardır. Bu bağlamda, 1986-1991 yılları arasında Japon ekonomisinde gayrimenkul ve hisse senedi piyasalarında yaşanan büyük yükseliş ve ardından gelen çöküş dikkat çekici bir vaka teşkil etmektedir. Bu çalışma, varlık fiyat balonlarının ortaya çıkış mekanizmalarını ve temel özelliklerini analiz etmeyi, bu olguların önlenme potansiyelini araştırmayı ve yol açtığı kapsamlı ekonomik sonuçları incelemeyi amaçlamaktadır. Makalenin temel tezi, varlık fiyat balonlarını öngörmenin ve dolayısıyla önlemenin zorlu bir görev olduğudur. Bu iddiayı temellendirmek için, Japonya'nın on yılı aşkın süren varlık fiyatı patlaması ve müteakip çöküşü ayrıntılı bir vaka çalışması olarak ele alınmaktadır. Çalışmanın ana araştırma sorusu: Varlık fiyat balonlarının oluşum mekanizmaları nelerdir ve bunlar hangi derin sonuçları beraberinde getirir? Bu soruyu yanıtlamak üzere, editör yazıları, akademik makaleler, kitaplar ve uluslararası finans kuruluşlarının raporları dâhil olmak üzere geniş bir birincil ve ikincil kaynak yelpazesinden yararlanılmıştır. Niteliksel ve analitik bir yaklaşımla, vaka çalışması metodolojisi kullanılarak veriler incelenmiştir. Yapılan analizler ve vaka incelemesi, varlık fiyat balonlarını erken aşamada kesin olarak tanımlamanın ne denli zorlu olduğunu göstermektedir. Ayrıca, çalışma, Japonya örneği üzerinden ve küresel diğer ülkelere atıfla, bu balonların ekonomik kalkınma ve istikrar üzerindeki ciddi etkilerini vurgulamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Varlık Fiyat Balonları, Japonya'nın Kayıp On Yılı, Ekonomik Kalkınma.

The Formation and Prevention of Asset Price Bubbles: A Case Study of Japan's Asset Price Boom and the Lost Decade

Abstract

Asset bubbles are economic phenomena typically characterized by significant fluctuations in asset prices that are not grounded in rational foundations relative to their intrinsic values. In this context, the massive surge and subsequent collapse experienced in the real estate and stock markets of the Japanese economy between 1986 and 1991 constitute a striking case study. This study aims to analyze the mechanisms of emergence and fundamental characteristics of asset price bubbles, investigate the potential for their prevention, and examine the extensive economic consequences they entail. The primary thesis of the article is that predicting, and consequently preventing, asset price bubbles is a formidable task. To substantiate this claim, Japan's asset price boom and subsequent crash, which spanned over a decade, are addressed as a detailed case study. The central research question of the study is: What are the formation mechanisms of asset price bubbles, and what profound consequences do they bring about? To answer this question, a wide range of primary and secondary sources, including editorials, academic articles, books, and reports from international financial institutions, has been

utilized. Data were examined using a case study methodology through a qualitative and analytical approach. The analyses and case review demonstrate how challenging it is to definitively identify asset price bubbles at an early stage. Furthermore, the study emphasizes the severe impact of these bubbles on economic development and stability, drawing upon the Japanese example and referring to other nations globally.

Keywords: Asset Price Bubbles, Japan's Lost Decade, Economic Development.

1. Giriş

Ekonomik bağlamda “balon” terimi, tipik olarak, tek bir hisse senedinin, finansal varlığın veya hatta bütün bir sektör, piyasa ya da varlık sınıfının fiyatının temel (içsel) değerini büyük bir farkla aştığı bir durumu ifade eder. Diğer bir deyişle, bir varlık balonu, konut, hisse senedi veya altın gibi varlıkların fiyatlarının, ürünün değeri ile desteklenmeyen bir şekilde, kısa bir süre zarfında önemli ölçüde artış kaydetmesidir. Bir balonun ayırt edici özelliği, irrasyonel taşkınlık ve piyasadaki herkesin belirli bir varlığı satın alma eğilimi gösterdiği bir fenomendir. (Mishkin, May 15, 2008b) Balon dönemi boyunca yatırımcılar, bir varlığın fiyatını, herhangi bir gerçek ve sürdürülebilir değer ötesinde artırmaya devam ederler. Nihayetinde, talep düştüğünde ve dolayısıyla iş ve hane halkı harcamalarında azalma meydana geldiğinde balon “patlar”, bu da potansiyel olarak ekonomide bir gerilemeye yol açar. Bir balonun patlamasının neden olduğu hasarın boyutu, etkilenen ekonomik sektörlerle ve katılımın yaygın mı yoksa yerel mi olduğuna bağlıdır. Örneğin, 1989-1992 yılları arasında Japonya’da yaşanan hisse senedi ve gayrimenkul balonlarının çöküşü, Japon ekonomisinde uzun süreli bir durgunluk dönemine neden olmuştur; bu dönemin uzunluğu nedeniyle 1990’lar, literatürde “Kayıp On Yıl” olarak anılmaktadır. (Makin, March 1, 2008)

Balonların en iyi bilinen ve en kapsamlı şekilde incelenmiş örnekleri, varlık fiyatlandırmasındaki spekülasyon balonlarıdır ve bu olguların geçmişi, bazı kaynaklara göre en azından eski Roma dönemine kadar izlenebilen uzun bir geçmişe sahiptir. (Chancellor, 1999) Spekülasyon balonların ilk iyi belgelenmiş örnekleri arasında, 1637 yılında Hollanda’da yaşanan Lale Çılgınlığı (Bkz. Dash, 1999; Garber, 2000) ve 1720 yılındaki Güney Denizi Şirketi balonu yer almaktadır. (Cowles, 1960; Carswell, 1960) Literatürde “balon” terimi özellikle ikinci patlama ve çöküşün ardından ortaya çıkmıştır. Balonların başlıca modern örnekleri ise 1980’lerde hem gayrimenkul hem de hisse senetlerini kapsayan Japonya varlık fiyat balonu (Shiratsuka, 2003), ABD (Amerika Birleşik Devletleri) bilgi teknolojisi hisselerindeki Dot.com balonu (Cassidy, 2002) ve yakın zamanda patlayan gayrimenkul ve daha geniş kredi balonudur. (Sornette ve Woodward, 2009) Bu büyük örneklerin yanı sıra, bölgesel gayrimenkul piyasalarını, belirli sektörlerdeki hisse senetlerini ve bireysel hisse senetlerini kapsayan birçok daha küçük ve yerel balon da meydana gelmiştir. (McKay, 1980)

Bir varlık balonunun oluşumunda düşük faiz oranları, talep enflasyonu ve varlık kıtlığı gibi çeşitli temel faktörler rol oynayabilirken, gözlemlenmesi gereken en kritik göstergelerden biri irrasyonel taşkınlıktır. Bir varlığın değerinin piyasadaki histeriyi haklı çıkarmadığı düşünüldüğünde, yatırım kararlarının yalnızca kârlılık görünümüne dayandırılmasından kaçınılması esastır. Çoğu durumda, fiyatlar yıllarca artış trendini sürdürebilir; ancak temel sorun, varlık balonlarını ve bunların ardından gelen çöküşlerini zamanlamanın zorluğudur. Bu zorluk karşısında, bireysel yatırımcılar için en uygun strateji, iyi çeşitlendirilmiş bir yatırım

portföyü oluşturmaktır. Çeşitlendirme, portföyde hisse senedi, tahvil, emtia ve hatta gayrimenkul gibi varlık sınıflarının dengeli bir karışımını bulundurmaya ifade eder. Varlık tahsisinin zaman zaman gözden geçirilmesi, dengenin korunması açısından kritik öneme sahiptir; zira altın veya konut gibi bir varlık sınıfında balon oluşması, o sınıftaki yüzdemizi aşırı yükseltecektir ki bu da satış yapma zamanının geldiğini gösteren bir sinyaldir. Nitelikli bir finansal planlamacı ile çalışmak, mantık dışı coşkuya kapılmayı ve varlık balonlarına dâhil olmayı önlemede yardımcı olabilir. Piyasalara insanlar yön vermektedir ve insanlar mantık yerine duygularla hareket etme eğilimindedir. Bu insani faktör, piyasada büyük patlamaların ve düşüşlerin tekrar etmesinin temel nedenidir, zira insan doğası bu dinamik bağlamda değişmez bir unsur olarak kalmaktadır.

Bu çalışmanın Giriş bölümü, veri toplama yöntemlerini ve çalışmanın kavramsal çerçevesini ele almaktadır. Ayrıca bu kısımda, varlık fiyat balonları literatürü ile Japonya'daki varlık fiyatı patlaması ve Kayıp On Yıl hakkındaki çalışmalar incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise varlık fiyat balonlarının oluşum mekanizmaları ve potansiyel önleme stratejileri detaylı olarak incelenmektedir; bu kapsamda, varlık fiyatı balonlarının çeşitli aşamaları ve bunların tahmin edilme yöntemleri analiz edilmiştir. İlgili bölümde ayrıca, varlık fiyatlarındaki balonları önlemeye yönelik uygulanabilir politika önerileri ve Japonya'nın varlık fiyatı patlaması deneyimi tartışılmıştır. Sonuç bölümü ise bu çalışmanın temel bulgularını özetleyerek makaleyi sonlandırmaktadır.

1.1. Literatür Taraması

Bu bölümde, varlık fiyat balonları, para politikası ve Japonya'daki Varlık Fiyatı Patlaması ile Kayıp On Yıl süreçlerine ilişkin literatür incelenmektedir. Akademisyenler balonların tanımı konusunda farklı görüşlere sahiptir. Örneğin, Charles Kindleberger ve Robert Aliber (1996), balonu “geniş bir aralıkta yukarı doğru fiyat hareketi ve ardından gelen patlama” olarak sezgisel bir şekilde tanımlamışlardır. Bu kavram, varlık fiyatlarındaki yükseliş ve düşüş döngülerine benzemekle birlikte, Reinhart ve Rogoff (2009) ise varlık fiyatlarındaki büyük artışları doğrudan balon olarak nitelendirmeden tanımlamaya özen göstermektedirler. Daha genel bir bakış açısıyla, iktisatçılar varlık balonlarının tanımını sorunlu bulmaktadırlar, zira bir balonun doğru tanımı belirli ölçütler gerektirirken, bu ölçütlerin ne olması gerektiği konusunda literatürde sınırlı bir fikir birliği mevcuttur. Shiller (2000), balonu, “bir yatırımın gerçek değeri hakkındaki şüphelere rağmen, fiyat artışlarına ilişkin haberlerin, bu artışları haklı çıkarabilecek hikâyeleri büyütür ve daha büyük bir yatırımcı sınıfını sürece dâhil ederek psikolojik bulaşma yoluyla kişiden kişiye yayılan yatırımcı coşkusu teşvik ettiği bir durum” olarak tanımlamaktadır. Bu tanımın arkasındaki temel düşünce, fiyatların arz ve talepten türetilen piyasa koşullarının sinyalleri olarak hizmet etmesidir: Fiyattaki artış arz kıtlığına işaret eder; nihayetinde arz artar, fiyat düşer ve fiyat ile miktarda yeni bir denge kurulur. Ancak, balon dönemlerinde fiyatlar iyi sinyaller vermeyebilir ve bu nedenle piyasa koşullarını veya varlığın temel değerindeki değişimleri doğru yansıtmayabilir; aksine balon, varlığın gerçekte olduğundan daha değerli olduğuna dair yanıltıcı bir sinyal gönderir.

Scherbina (2013), balonlara dair güncel literatüre kapsamlı bir bakış sunarak, özellikle davranışsal modellere ve sürtünmeli rasyonel modellere (frictional rational models) odaklanmaktadır. Brunnermeier ve Schnabel (Nisan 2015), balonların ortaya çıkışının

genellikle genişlemeci bir para politikası, borç patlamaları, sermaye girişleri ve finansal yenilikler veya deregülasyon süreçleriyle ya öncesinde ya da eş zamanlı olarak gerçekleştiğini ifade etmektedirler. Tikhonov vd. (2014) ise finansal varlık piyasalarında subjektif nedenlerden kaynaklanan maliyetlerin yetersiz büyümesi sebebiyle ortaya çıkan kriz olgusunu tartışırken, Scherbina ve Schlusche (2014) çeşitli piyasalarda varlık fiyatı balonlarının neden görünmeye devam ettiği sorusuna yanıt aramaktadır. Varlık fiyatı balonları, geçtiğimiz yüzyılın ABD ekonomi tarihindeki en şiddetli iki düşüşte (1929–33 Büyük Daralma ve 2007–09 Büyük Resesyon) önemli bir rol oynamıştır ve araştırmacılar, bu düşüşleri doğrudan balonların patlamasına bağlamışlardır. Örneğin Romer (1990), 1920’lerdeki hisse senedi balonunun çöküşünün yarattığı belirsizliğin, Büyük Buhran’ın başlangıcını tetiklemeye yardımcı olduğunu öne sürerken; Gorton (2010), konut balonunun patlamasının gölge bankacılık sektöründe nasıl bir paniğe yol açtığını ve bunun Büyük Resesyon’un oluşumuna nasıl katkıda bulunduğunu detaylı bir şekilde anlatmaktadır. Bordo ve Jeanne (2002), varlık fiyatı geri dönüşlerinin reel çıktı üzerinde ciddi etkileri olabileceği durumlar için, önleyici parasal kısıtlamaların potansiyelini ele almakta; yazarlar, bu kapsamda 1929’daki ABD hisse senedi piyasasının çöküşü ve 1989’daki Japon balonunun patlaması olmak üzere iki ünlü varlık fiyatı geri dönüşü olayının tarihsel arka planını sunmaktadırlar. Son olarak Gruen ve diğerleri (2005), varlık-fiyat balonunun oynadığı rolü de içeren basit bir makroekonomik model sunmakta olup, elde ettikleri sonuçlar, varlık fiyat balonlarının üstesinden gelmek için yürütülen aktivist politika yaklaşımının zorunlu kıldığı bilgi gereksinimlerinin önemini vurgulamaktadır.

Mevcut literatür taraması, varlık fiyat balonlarının doğasına dair kapsamlı bir teorik çerçeveye sunsa da bu alanda çözülememiş bazı önemli eksiklikler barındırmaktadır. Öncelikle, Kindleberger ve Shiller’in sezgisel tanımlarıyla (irrasyonel coşku, psikolojik bulaşma) vurgulanan balon kavramının, varlığın temel değerinden sapmayı kesin olarak ölçen uzlaşmış ampirik bir ölçütle desteklenmemesi, balonların erken aşamada kesin olarak teşhis edilmesini zorlaştıran temel bir sorundur. İkinci olarak, balonların nedenleri (genişlemeci para politikası, borç patlamaları) ve sonuçları (Büyük Daralma, Büyük Resesyon) iyi belgelenmiş olsa bile, Bordo ve Jeanne ile Gruen vd.’nin çalışmalarında belirtildiği gibi, merkez bankalarının balonları başarılı bir şekilde ve zamanında önlemesi için gereken aktivist politika bilgisi ve operasyonel araçların etkinliği konusunda bir fikir birliği bulunmamaktadır; bu durum, politika tepkisi ile balonun gerçekleşmesi arasındaki boşluğu derinleştirmektedir.

Bu çalışma, “Varlık Fiyat Balonları Nasıl Oluşur ve Bunlardan Nasıl Kaçınılır” başlığıyla, mevcut literatürdeki bu boşluklara odaklanarak önemli katkılar sunmayı amaçlamaktadır. Japonya’nın 1980’lerdeki varlık fiyatı patlaması ve Kayıp On Yıl deneyimini detaylı bir vaka çalışması olarak kullanarak, balonları erken teşhis etmenin pratik zorluğunu ampirik olarak göstermeyi hedeflemekte ve teorik şüphecilik ile politika yapımcıların karar alma kısıtları arasındaki ayrımı netleştirmektedir. Ayrıca, Shiller’in irrasyonel taşkınlık vurgusunu temel alarak, bireysel yatırımcılar için çeşitlendirme ve finansal danışmanlık gibi mikro düzeyde ve makroihtiyati çerçevelerle desteklenen, bilişsel faktörleri dikkate alan bütünleşik bir “kaçınma stratejisi” çerçevesi sunarak, literatürün genellikle makroekonomik nedenlere odaklanan genel geçer politika tartışmalarına pratik ve davranışsal bir boyut eklemektedir.

1.2. Kavramsal çerçeve

1.2.1. Varlık Fiyatı Balonları

Varlık fiyatlarında zaman zaman balon olarak nitelendirilen keskin artışlar ve ardından gelen çökmeler yüzyıllar boyunca tecrübe edilmiştir. Aşırı bir sapma biçimi olan balon, Garber (2000) tarafından “temellere dayalı olarak açıklanamayan, büyük çapta artış gösteren varlık fiyat hareketinin bir parçası” olarak tanımlanabilir (Varlık fiyatı balonlarının ayrıntılı incelemeleri için bkz., Evanoff ve diğerleri, 2012 ve Scherbina, 2013). Balonlar, fiyat artışlarının bizzat varlığın içsel nedenlerinden değil, yatırımcıların aşırı coşkulu davranışları gerçekleştiğinde ortaya çıkar. Aşırı şişirilmiş fiyatı ödemeye istekli yeni bir yatırımcı kalmadığında, piyasada panik başlar, satışlar yoğunlaşır ve balon patlar. Stanford Üniversitesi’nden Peter Kugis, balonları daha basit bir ifadeyle tanımlamaktadır: “Bir balon, yatırımcıların bir varlığı temel değeri için değil, daha yüksek bir fiyata bir sonraki yatırımcıya satmayı planladıkları için satın aldıkları durumdur.”

Varlık fiyatı balonları doğrudan gözlemlenebilen bir olgu değildir ve bunları ampirik olarak tanımlamanın en uygun yolu konusunda akademik çevrelerde bir fikir birliği bulunmamaktadır. Bu durum, Brunnermeier (2008) tarafından dile getirilen teorik tartışmaları yansıtmaktadır: “Balonlar, tipik olarak dramatik varlık fiyat artışları ve ardından bir yerle bir olmayla ilişkilendirilir. Fiyat, varlığın temel değerini aşarsa balonlar ortaya çıkar.” Böyle bir tanım, varlık fiyatı balonlarının iki temel boyutunu vurgulamaktadır: bir temel değer kavramına dayanmaları ve temel değere bağlı olmayan aşırı fiyat hareketleri içermeleridir. Bu bağlamda Fama (2014), balonları “öngörülebilir güçlü bir düşüşe işaret eden güçlü bir irrasyonel fiyat artışı” olarak tanımlar. Bir balonu tanımlamanın çeşitli yolları mevcuttur; en basit tanımıyla balon, piyasa fiyatının varlığın temel değerinden sapmasıdır. (Scherbina, 2013: 3) Harrison ve Kreps (1978: 323), durumu daha analitik bir ifadeyle şöyle açıklar: “Yatırımcılar, bir hisseyi yeniden satma hakkına sahip olduklarında, bu hisseye sonsuza kadar ellerinde tutma durumunda ödeyeceklerinden daha fazla ödemeye razı kılmıyorlarsa, spekülasyon davranış sergilediklerini söyleriz.” Benzer şekilde Tirole (1985: 1071) ise “(bir) balon, piyasa fiyatı ile temel piyasa değeri arasındaki fark olarak tanımlanır” görüşünü savunur. Öte yandan Weil (1990: 1467), tanıma hukuki bir perspektif getirerek, “Hukuki açıdan, esas olan intifa hakkının (usufruct) değeridir; oysa balon, hisse senedinin fiyatından intifa hakkı değeri çıkarıldığında kalan kısımdır” ifadesini kullanır.

Varlık fiyatlarında, bazen balon olarak adlandırılan keskin artışlar ve genellikle bunları takip eden çökmeler yüzyıllardır yaşanmıştır. Bu tür tarihsel örnekler arasında, 1634’ten 1637’ye kadar süren Hollanda Lale Çılgınlığı (Garber, 1989, 1990), 1719-20 yılları arasındaki Fransız Mississippi Balonu ve 1720’deki Birleşik Krallık’taki Güney Deniz Balonu sayılabilir. (Neal, 1993: bölüm 4; Garber, 2000; Kindleberger, 1978; Kindleberger, 1986; Neal, 2011 ve Velde, 2003) Modern çağdaki en eski ve muhtemelen en ünlü hisse senedi piyasası patlaması ve çöküşü ise 1824-25 yıllarında gerçekleşmiş ve borsa çöküşüyle sonuçlanmıştır. (Bordo, 2003; Bordo, 1998; Neal 1998) Varlık fiyatlarındaki patlamanın en meşhurlarından biri, 1923’te başlayıp Ekim 1929’daki çöküşle sonlanan Wall Street Patlamasıdır. Bu süreçte hisse senedi fiyatları %200’ün üzerinde yükselirken, 1929’dan 1932’ye kadar süren çöküşte %66 oranında düşüş kaydedilmiştir. Bu patlama, on dokuzuncu yüzyılın sonlarında elektrik ve otomobil gibi büyük icatların ürünü olan önemli yatırımlarla ilişkilendirilmiştir. Irving Fisher ve diğer çağdaşları,

hisse senedi piyasasındaki bu patlamanın, faaliyete geçen yüksek büyüme endüstrilerinden gelecek kârların temellerini yansıttığına ve dolayısıyla bir balon olmadığına inanıyorlardı. McGrattan ve Prescott (2003) tarafından yapılan yeni bir çalışma da bu görüşle hemfikir, ancak diğer araştırmacılar bu olayı bir balon olarak görmektedir. (Galbraith, 1955) Bu patlamayı beslemede genişlemeci Federal Rezerv politikasının rolü üzerine tartışmalar hala sürmektedir. 1932 yılında Federal Rezerv Yönetim Kurulu üyesi Adolph Miller, New York Fed'i ve Başkan Benjamin Strong'u, 1924 ve ardından 1927'de Britanya Sterlininin savaş öncesi paritesine geri dönmesine yardımcı olacak, spekülasyon bir saldırıdan Sterlini korumak amacıyla genişlemeci açık piyasa alımları sürdürmekle suçlamıştır. Her iki durumda da ABD ekonomisi, genişlemeci politikayı haklı çıkaracak şekilde bir resesyon halindeydi. (Friedman ve Schwartz, 1963) Miller, Strong'u (1928'de vefat etmiştir) hisse senedi piyasası patlamasını ve sonuçta meydana gelen çöküşü körüklemekle suçlamıştır.

1.3. Yöntem ve Veri Toplama

Bu çalışma, nitel araştırma metodolojisini benimseyerek birincil ve ikincil kaynaklardan veri toplamıştır. Birincil kaynaklar; önde gelen gazete yayınlarını, Federal Rezerv Sistemi (Fed), Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB) ve diğer uluslararası kuruluşların resmî açıklamalarını içermektedir. İkincil kaynaklar ise ilgili kitaplar, bilimsel makaleler ve araştırma raporlarından oluşmaktadır; bu amaçla Fed, IMF, Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu (NBER), Dünya Bankası (WB), JSTOR, Project Syndicate, ScienceDirect.com, Google Scholar, ResearchGate ve Academia gibi akademik veri tabanları ve kurumsal web siteleri aracılığıyla ilgili literatür taranmıştır.

2. Varlık Fiyatı Balonları Nasıl Oluşur ve Nasıl Önlenir?

2.1. Varlık Fiyatı Balonları Nasıl Oluşur

Üç temel koşul, irrasyonel taşkınlığa ve müteakip varlık enflasyonuna katkıda bulunmaktadır:

2.1.1. Düşük Faiz Oranları

Düşük faiz oranları, bireylerin ve işletmelerin ucuz kredi temin etmesini kolaylaştırarak toplam harcama düzeyini artırır. Artan bu harcama gücü ise, talepteki yükseliş nedeniyle mal fiyatlarının artmasına yol açar. (Mishkin, May 15, 2008b) Ancak, yatırımcılar bu düşük faiz oranlarının geçerli olduğu geleneksel yatırım araçlarından tatmin edici bir getiri elde edemediklerinde, sermayelerini daha yüksek getiri potansiyeli sunan, fakat aynı zamanda daha yüksek riskli varlık sınıflarına kaydırırlar; bu durum, ilgili varlıkların fiyatlarında yükselişe neden olarak balon oluşumunu tetikleyebilir.

2.1.2. Talep Çeken Enflasyon

Bu durum, alıcıların bir varlığa yönelik talebinin, ilgili varlığın mevcut arz kapasitesini sürekli olarak aşması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Bir varlığa olan talebin bu şekilde sürekli artması, doğal olarak varlığın piyasa fiyatının yükselmesine neden olur. Ancak, fiyatlardaki bu yükseliş, rasyonel temellerden bağımsızlaşarak, salt gelecekteki fiyat artışlarının bir göstergesi olarak algılanmaya başlanır. Bu algısal döngü, piyasa katılımcılarının beklentilerini

körükleyerek, nihayetinde spekülâtif bir balonun oluşmasına ve fiyatların içsel değerinin çok üzerine çıkmasına yol açan temel mekanizmalardan biridir.

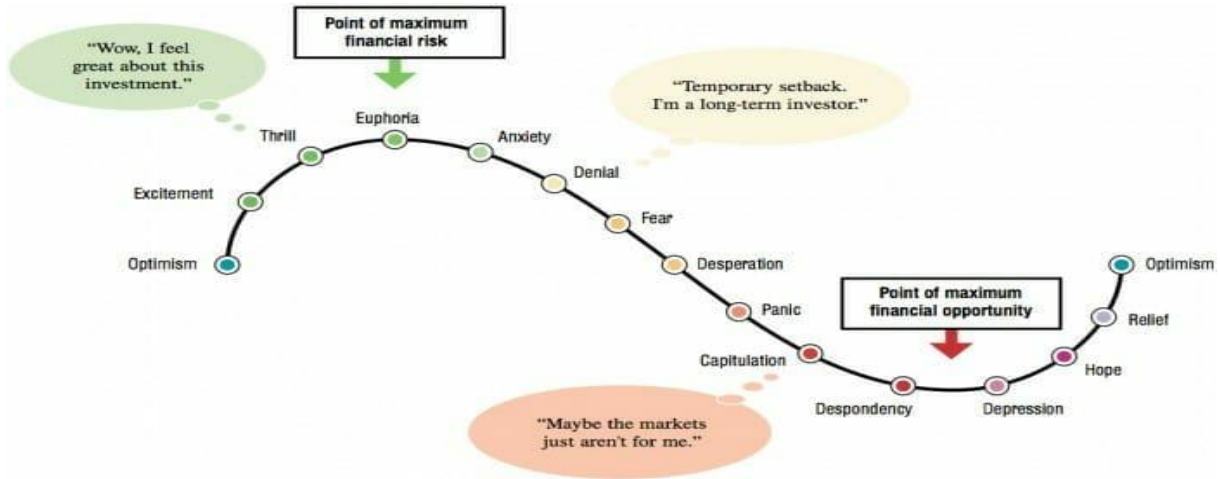
2.1.3. Arz kısıtlılığı

Azalan mevcut arz ya da gelecekte bir varlığın arzında düşüş olacağı yönündeki beklentiler, o varlığa olan talebin belirgin bir şekilde artmasına neden olmaktadır. Bu durumda yatırımcılar, piyasada sınırlı sayıda varlık bulunduğu algısıyla hareket ederek, mümkün olan en kısa sürede ve en yüksek miktarda varlık edinmek için aceleci bir davranış sergilerler. Arz ile talep arasındaki bu tür bir dengesizlik, fiyatların varlığın temel (içsel) değerinin ötesinde değerlendirilmesine yol açtığından, varlık kıtlığı veya kıtlık beklentisi varlık balonlarının oluşma olasılığını önemli ölçüde artırmaktadır. (Chen ve Imam, April 2012: 18)

2.1.4. Önemli Çıkarımlar

- a) **Varlık Balonlarının Ortaya Çıkışı:** Varlık balonları, belirli sektörlerde piyasa fiyatlarının zaman içinde sürdürülemez bir şekilde yükselmesiyle ve alım-satım işlemlerinin, varlıkların içsel veya temel değerlerinin önerdiğinden belirgin ölçüde daha yüksek seviyelerde gerçekleşmesiyle karakterize edilir. Bu durum, fiyatların rasyonel beklentilerden ayrıştığını gösterir.
- b) **Makroekonomik Temeller:** Bir ekonomide para ve kredi arzının aşırı genişlemesi (likidite fazlası), varlık fiyatlarının hızla artması için gerekli zemini hazırlayan temel makroekonomik koşullardan biridir. Bu genişleme, düşük borçlanma maliyetleri aracılığıyla spekülâtif yatırımları teşvik eder.
- c) **Balonun Odak Noktası:** Teknolojik ilerlemeler, belirli kamu politikaları (vergî teşvikleri gibi) ve belirli bir balonun etrafındaki özgün tarihsel koşullar, hangi varlık sınıflarının veya endüstrilerin spekülâtif bir balonun odak noktası olacağını belirlemede kritik bir rol oynamaktadır. Örneğin, yeni bir teknoloji (internet) etrafındaki belirsizlik, aşırı değerlemeyi kolaylaştırabilir.
- d) **Davranışsal Faktörler:** Piyasa psikolojisi ve yatırımcıların açgözlülük ile sürü içgüdüğü gibi duygusal eğilimleri, balonun boyutunu ve süresini daha da büyütürken fiyatların rasyonel temellerden kopuşunu hızlandıran kilit davranışsal mekanizmalar olarak kabul edilmektedir.
- e) **Ekonomik Sonuçlar:** Balonlar, nihayetinde içsel değere geri dönmek üzere patladığında, arkalarında ekonomik bir çöküş izi bırakma eğilimindedirler. Bu çöküşler, yaygın kredi daralması, iş ve hane halkı harcamalarının azalması ile karakterize edilen uzun süreli durgunlukları ve hatta büyük buhranları (depresyonları) tetikleme potansiyeline sahiptir.

Şekil 1: Varlık Fiyatı Balonunun Oluşumu



Kaynak: Elliott, tarih yok.

Varlık fiyatı balonlarının ardındaki önemli spekülative mekanizmalardan biri, literatürde “Daha Büyük Aptal Teorisi” (Greater Fool Theory) olarak adlandırılan kavrama dayanmaktadır. (Buttonwood, 1 Kasım 2017) Bu teoriye göre, balona erken aşamada dâhil olan yatırımcılar, satın aldıkları varlığın içsel olarak faydalı veya mevcut fiyata değer olduğuna inanmayabilirler; ancak gelecekte bir başkasının, yani “daha büyük bir aptalın”, bu varlık için kendilerinin ödediğinden daha yüksek bir fiyat ödeyeceğini varsayarlar. Dolayısıyla, bu strateji, piyasada her zaman için kendilerinden daha iyimser (veya daha az rasyonel) bir alıcının bulunacağı beklentisine dayanır. Ancak bu zincirleme işlem, kaçınılmaz olarak, artık fiyatı artırarak varlığı devralmaya istekli kimsenin kalmadığı, “son aptalın” bulunduğu bir noktada son bulur. (Aynı Eser)

2.2. Balonların Oluşumunun Beş Aşaması

İktisatçı Hyman P. Minsky, finansal istikrarsızlığın gelişimini ve bunun ekonomiyle olan etkileşimini ilk açıklayan önemli isimlerden biridir. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy* (1986) adlı ufuk açıcı eserinde, tekrarlayan birkaç ekonomik döngüden biri olan tipik bir kredi döngüsü dâhilinde ilerleyen beş aşamalı bir süreç tanımlamıştır. Bu aşamalar dizisi, aynı zamanda spekülative bir balonun altında yatan temel gelişim modelini de özetlemektedir.

2.2.1. Deplasman

İlk aşama deplasman (veya yer değiştirme) olarak adlandırılmaktadır. Bu aşama, yatırımcıların, yeni bir teknolojik gelişme ya da tarihsel olarak düşük faiz oranları gibi piyasadaki belirgin bir değişime veya yeni bir ekonomik paradigmaya yönelmeye başladığı dönemi işaret eder. Bir başka ifadeyle, yatırımcı beklentilerini değiştiren yenilikçi bir teknoloji veya makroekonomik bir şok olduğunda bir deplasman meydana gelir. Örneğin Bitcoin, bu tür bir deplasmanın klasik bir örneği olarak değerlendirilebilir. Bu dönemde, bazı bireyler Bitcoin’in yüksek oranda kârlı olduğu bilgisini edinir, ancak varlığın temel işleyişini veya içsel değerini tam olarak anlamayabilirler; bu durum, onu gerçek bir para birimi olmamasına rağmen yüksek değerli bir varlık olarak algılamalarına yol açar. Bilgisi kısıtlı bir kişinin (örneğin, Mehmet’in) bu varlığın gelecekte kesinlikle çok değerli olacağına dair yaydığı iyimser görüşler,

daha sonra diğer yatırımcılar ve sosyal çevreler arasında hızla yayılarak spekülasyonun başlangıcını oluşturur.

2.2.2. Patlama

İkinci aşama, patlama (boom) aşamasıdır. Bu aşamada, ilk yer değiştirme olayını takiben varlık fiyatları ivme kazanarak hızla yükselmeye başlar ve bu durum, giderek daha fazla sayıda kişinin dikkatini çeker. Sonuç olarak, piyasaya giren katılımcı sayısı artar ve bu durum, patlama aşamasının zeminini hazırlar. Bu dönemde, söz konusu varlık piyasası, ana akım medyada ve finansal çevrelerde geniş yer bulur. Fırsatı kaçırma korkusu olarak bilinen psikolojik etki, daha fazla spekülasyona yol açarak, artan sayıda hem profesyonel hem de bireysel yatırımcıyı bu sürece dâhil etmektedir.

2.2.3. Öfori

Üçüncü aşama, öfori (coşku) dönemidir. Bu, yatırımcıların kontrolsüz bir şekilde yoğun alımlara giriştiği ve fiyatların hızla fırladığı kritik aşamadır. Varlık değerlemeleri bu noktada aşırı seviyelere ulaşır. Pazardaki amansız yükselişi ve “daha büyük aptal teorisini” (fiyat ne olursa olsun, her zaman daha fazla ödemeye razı olacak bir sonraki alıcının bulunacağı inancı) meşrulaştırmak amacıyla, yeni değerlendirme ölçütleri ve metrikleri ortaya atılmaktadır. Örneğin, 1989’da Japonya emlak balonunun zirvesinde, Tokyo’daki birinci sınıf ofis alanlarının metrekaresi fiyatı 139.000 dolara ulaşmıştı. (Patalon, Temmuz 17, 2008) Benzer bir şekilde, Mart 2000’deki İnternet balonunun zirve noktasında, Nasdaq’ta işlem gören tüm teknoloji hisselerinin toplam piyasa değeri, çoğu ülkenin Gayri Safi Yurt İçi Hasılasından (GSYİH) daha yüksek bir düzeye erişmişti. (Federal Reserve Bank of St. Louis)

2.2.4. Kar Alma

Dördüncü aşama, kâr alma aşamasıdır. Bu kritik evrede, balonun patlama noktasına yaklaştığına dair uyarı işaretlerini doğru bir şekilde değerlendiren akıllı para, pozisyonlarını satmaya ve kârlarını realize etmeye başlar. Bununla birlikte, bir balonun ne zaman çökeceğini tam olarak tahmin etmek zorlu bir girişim olmaya devam etmektedir; zira iktisatçı John Maynard Keynes’in ünlü ifadesiyle, “piyasalar, sizin rasyonel kalabileceğinizden daha uzun süre irrasyonel kalabilir.” Örneğin, Ağustos 2007’de Fransız bankası BNP Paribas, ABD yüksek faizli ipoteklere önemli ölçüde maruz kalan üç yatırım fonundan çekilmeyi, bu varlıkları doğru bir şekilde değerleyemediği gerekçesiyle durdurmuştur. (BNP Paribas, Çevrimiçi) Bu gelişme başlangıçta finansal piyasaları sarsmış, ancak takip eden birkaç ay içinde küresel hisse senedi piyasaları yeni zirvelere ulaştığında hızla göz ardı edilmiştir. Geriye dönüp bakıldığında, BNP Paribas doğru bir öngörüye sahipti ve bu nispeten küçük olay, yaklaşan çalkantılı dönemlerin erken bir uyarı işareti niteliğindedir.

2.2.5. Panik ve Büst

Beşinci aşamada, çöküş evresine girilmektedir. Bu, balonun patladığı, gerçekliğin ortaya çıktığı ve fiyatların sert bir şekilde gerilediği andır. Bir balonu delmek için nispeten küçük bir olay yeterli olabilir; ancak bir kez delindiğinde balonun yeniden şişmesi mümkün olmaz. Panik aşamasında, varlık fiyatları yönünü tersine çevirir ve yükseldiği hızla düşmeye başlar. Yatırımcılar ve spekülasyoncular, marj tamamlama çağrıları ve varlıklarının değer kaybıyla karşı

karşıya kaldıklarında, ne pahasına olursa olsun pozisyonlarını tasfiye etme eğilimine girerler. Arzın talebi aşması nedeniyle, varlık fiyatları keskin bir düşüş yaşar. Finansal piyasalardaki küresel paniğin en çarpıcı örneklerinden biri, Ekim 2008’de yaşanmıştır. Lehman Brothers’ın iflasını ilan etmesinden sadece birkaç hafta sonra, Fannie Mae, Freddie Mac ve AIG kurumları da neredeyse çöküş yaşamıştır. Bu ayda S&P 500 endeksi yaklaşık %17 oranında düşerek tarihindeki en kötü dokuzuncu aylık performansına ulaşmıştır. (Yahoo Finans)

Son olarak, Shiller (2005) tarafından balon oluşumunun ardındaki mekanizmaya dair basit ve sezgisel bir açıklama sunulmuştur: “Varlık fiyatları güçlü bir şekilde yükselmeye başladığında, bazı yatırımcıların bu başarısı kamuoyunun dikkatini çeker ve piyasaya yönelik coşkunun yayılmasını körükler. Bu durum, yeni (ve genellikle daha az sofistike) yatırımcıların piyasaya girmesine ve fiyatları daha da yükseltmesine neden olur. Yatırımcıların son fiyat hareketlerini geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak için kullanmaları nedeniyle, bu ‘irrasyonel taşkınlık’ daha fazla fiyat artışı beklentilerini beslemektedir. Piyasadaki hızlı yükseliş, popüler kültürde genellikle geleneksel değerlendirme ölçütlerinin terk edilmesini meşrulaştıran, yüzeysel olarak makul bazı ‘yeni çağ’ teorileri ile haklı çıkarılmaktadır. Ancak balon kendi yıkımının tohumlarını taşır; fiyatlar düşmeye başlarsa, karamsarlık piyasaya hâkim olabilir ve bu durum bazı yatırımcıların piyasadan çıkmasına yol açar. Aşağı yönlü fiyat hareketi, daha fazla düşüş beklentisini doğurur ve bu süreç, nihayetinde bir dip noktaya ulaşılan kadar devam eder.”

2.3. Varlık Fiyatı Balonları Nasıl Önlenir?

Merkez bankalarının varlık fiyatlarına nasıl tepki vermesi gerektiği konusunu değerlendirmeden önce, para politikasının temel amaçlarını hatırlamak önem arz etmektedir. Bir merkez bankasının nihai hedefi, ekonomik refahı teşvik eden politikalar aracılığıyla kamu yararını desteklemek olmalıdır. Para ekonomisi alanındaki araştırmalar, bu nihai hedefin hem enflasyonu hem de ekonomik aktiviteyi istikrara kavuşturmak şeklinde somutlaştığını tanımlamıştır. (Mishkin, 2007a; 2008a) Varlık fiyat hareketlerinden kaynaklanan makroekonomik dalgalanmalar, fiyatlar ve istihdam üzerindeki potansiyel etkileri nedeniyle para politikası yapımcıları için endişe kaynağı teşkil etmektedir. Bununla birlikte, para politikasının bu dalgalanmalara uygun şekilde tepki vermesi koşuluyla, varlık fiyatı oynamalarının makroekonomik sonuçlarının ekonomi için uzun süreli ve ciddi etkiler yaratması olası değildir. Varlık fiyatlarında bir balon oluşsa da oluşmasa da varlık fiyatları yükselirken ve ekonomik aktivite ile enflasyon görünümü iyileşirken, para politikasının daha kısıtlayıcı bir duruşa geçerek yanıt vermesi gerekmektedir. Bir balon patladıktan ve ekonomik faaliyet görünümü kötüleştikten sonra ise politika duruşu daha uyumlu (gevşek) hale gelmelidir. (Kohn, 2006) Para politikasının varlık fiyatlarındaki düşüşe anında tepki vermesi durumunda, servetteki düşüş ve sermaye maliyetindeki artış gibi kanallar aracılığıyla varlık fiyatı balonunun patlamasından firmalara ve hane halkına kaynaklanan olumsuz makroekonomik etkilerin küçük olması muhtemeldir. (Mishkin, 2007b) Daha genel bir ilke olarak, para politikası varlık fiyat balonlarına, bu balonların istihdam ve enflasyon üzerindeki etkilerini dikkate alarak tepki vermeli ve ardından maksimum sürdürülebilir istihdam ile fiyat istikrarını sağlamak için politika araçlarını gerektiği gibi ayarlamalıdır.

Açık bir ifadeyle, para politikasının çoğu durumda doğrudan varlık fiyatlarına yanıt vermektен kaçınması, bunun yerine varlık fiyat hareketlerinin neden olduğu enflasyon ve toplam talep görünümündeki değişikliklere tepki vermesi gerekmektedir. Bu bakış açısı, bir varlık fiyatı balonunu doğrudan “delmeye” yönelik eylemlerden kaçınılması gerektiğini ima eder. Bu görüşü destekleyen (en azından) üç önemli neden ileri sürülebilir. (Mishkin ve White, 2003) İlk olarak, varlık fiyatı balonlarını kesin olarak belirlemek zor bir görevdir. Sonuç olarak, yanlış tanımlanmış bir balonu dizginlemek amacıyla uygulanan sıkılaştırıcı para politikası, ekonomik temellerle haklı gösterilmeyen, gereksiz yere zayıf bir ekonomik büyümeye yol açabilir. İkinci olarak, merkez bankası bir balonun varlığı veya boyutu konusunda emin olmadığında, varlık fiyatlarını etkilemeye yönelik müdahaleci eylemleri, fiyatların piyasada kaynak tahsisindeki kritik rolüne müdahale edebilir. (Bernanke, 2002) Üçüncü önemli sebep ise (metnin devamı), balonları başarılı bir şekilde delmek için gereken faiz artışlarının makroekonomik sonuçlarının, genellikle tolere edilenden çok daha büyük olmasıdır.

İkincisi, varlık fiyatlarındaki balonlar tespit edilebilse dahi, faiz oranlarının bu balonlar üzerindeki etkisi oldukça belirsizdir. Bazı teorik modeller faiz oranlarını yükseltmenin varlık fiyatlarının ivmesini azaltabileceğini öne sürse de piyasa katılımcılarının balona dayalı varlıklardan çok daha yüksek getiri oranları beklemeleri nedeniyle, faiz oranlarını artırmak balonu dizginlemede etkisiz kalabilir. (Greenspan, 2002) Diğer araştırmalar ve tarihsel örnekler ise, faiz oranlarını yükseltmenin aksine, bir balonun daha şiddetli patlamasına neden olabileceğini ve böylece ekonomiye verilen zararı artırabileceğini ileri sürmektedir. (Gruen, Plumb ve Stone, 2005) Bunu ifade etmenin başka bir yolu da balonların normal davranıştan sapmalar olduğu ve olağan para politikası araçlarının bu anormal koşullarda etkili olmasını beklemenin gerçekçi olmadığıdır. Sonuç olarak, para politikası eylemlerinin varlık fiyat balonları üzerindeki net etkileri hakkında kesin bilgilere sahip değiliz.

Üçüncüsü, piyasada çok sayıda farklı varlık fiyatı bulunmaktadır ve herhangi bir zamanda balon oluşumu varlıkların yalnızca bir kısmını etkileyebilir. Böyle bir senaryoda para politikası eylemleri çok kör bir araç olarak işlev görür, zira bu tür müdahaleler sadece balondan etkilenen varlıkları değil, aynı zamanda genel olarak tüm varlık fiyatlarını ve sağlıklı işleyen piyasa segmentlerini etkileyecektir. Bu durum, merkez bankası müdahalesinin, hedeflenen sorunu çözmekten çok, ekonominin diğer kısımlarında istenmeyen ikincil hasara yol açma riskini artırır.

Araştırmalar, varlık fiyat balonlarını patlatmaya yönelik girişimlerde bulunmayan, bunun yerine yalnızca enflasyon ve toplam talep görünümündeki değişimlere yanıt veren bir para politikasının, balonlar ortaya çıksa bile daha üstün sonuçlar doğurma olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir. (Bu görüşü destekleyen çalışmalar arasında Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1999; Bernanke ve Gertler, 2001; ve Gruen, Plumb ve Stone, 2005 yer almaktadır) Bu bulgu, merkez bankalarının ana hedefleri olan fiyat istikrarı ve maksimum sürdürülebilir istihdama odaklanmasının, doğrudan balonu hedeflemekten daha sağlam bir yaklaşım olduğunu teyit etmektedir.

2.3.1. Diğer Politika Yanıtı Türleri Uygun Mudur?

Şimdi, varlık fiyat balonlarının finansal sistemin istikrarı üzerindeki etkisine odaklanmak gerekmektedir. Daha önce de vurgulandığı gibi, varlık fiyat balonlarının tümü olmasa da bir kısmı, makroekonomi üzerinde büyük olumsuz etkiler yaratabilecek riskler üreterek finansal sistemi tehdit etmektedir. Sonuç olarak, hükümet politikalarının, varlık fiyatları ile finansal istikrar arasında güçlü bir geri besleme döngüsünün bulunduğu balon türlerini ele alma potansiyelini incelemek kritik öneme sahiptir. Bu noktada, düzenleyici politikanın rolünün altını çizmek istiyoruz. Para politikası-yani, gecelik faiz oranlarının belirlenmesi-görevi itibarıyla zaten hem fiyat istikrarını hem de maksimum sürdürülebilir istihdamı yönetmekle yükümlü olduğu için zorlanmaktadır. Dolayısıyla, finansal sistemin genel olarak güçlendirilmesine ve varlık fiyatlarındaki hem yükselişlere hem de düşüşlere karşı olan kırılganlığının azaltılmasına yardımcı olma sorumluluğu, büyük ölçüde düzenleyici politikalara ve denetim uygulamalarına düşmektedir.

Bu tür politikaların bazı yönleri, iyi işleyen ihtiyatlı bir düzenleyici ve denetleyici sistemin olağan unsurları arasında yer alır. Bu unsurlar; yeterli şeffaflık ve sermaye gerekliliklerini, hızlı düzeltici eylem mekanizmalarını, bir kurumun risk yönetimi prosedürlerinin titizlikle izlenmesini, düzenlemelere uyumu sağlamak için finansal kurumların yakından gözetimini ve denetçiler için yeterli kaynak ile hesap verebilirliği içermektedir. Daha genel bir yaklaşımla, düzenleme stratejimiz varlık fiyatlarındaki balonlar ile kredi arzı arasındaki gelecekteki geri bildirim döngülerini önlemeye yardımcı olacak politikaları desteklemelidir. Bu tür politikaların nasıl olması gerektiğini düşünürken birkaç genel ilke yol göstericidir. İlk olarak, düzenlemeler piyasa aksaklıklarını (başarısızlıklarını) düzeltmeye yönelik olarak tasarlanmalıdır. İkinci olarak, düzenlemeler, varlık fiyatlarındaki balonlar ile kredi temini arasındaki etkileşimi şiddetlendirmeyecek şekilde oluşturulmalıdır. Örneğin, araştırmalar, bir patlamaya eşlik eden varlık değerlerindeki artışın, finansal kurumlarda daha yüksek sermaye tamponları ile sonuçlandığını ve sermaye yeterliliği için değişmeyen bir ölçüt bağlamında daha fazla kredi vermeyi desteklediğini göstermiştir; çöküş anında ise bu sermayenin değeri aniden düşebilir ve hatta muhtemelen borç vermede bir kesintiye zorunlu kılabilir. (Kashyap ve Stein, 2004; Goodhart, 2008) Finansal istikrarın desteklenmesinde banka sermaye gereksinimlerinin rolünü analiz etmeye devam etmek, sermaye gereksinimlerinin iş çevrimi boyunca ayarlanması gerekip gerekmediği veya makroekonomik verimliliği sağlamak için düzenleyici yapıda başka değişikliklerin gerekli olup olmadığı gibi konular da dâhil olmak üzere, araştırma alanı için önemini korumaktadır. (İlgili konulara ilişkin daha kapsamlı bir tartışma için bkz.- Goodhart, Hofmann ve Segoviano, 2005; Kashyap ve Stein, 2004; Gordy ve Howells, 2006) Son olarak, düzenleyici politikalar genellikle bireysel kurumların sağlamlığına odaklanmaktadır. Ancak, belirli dönemlerde kurumlar arasındaki riskler yüksek oranda bağlantılı hale gelebilir ve bu nedenle politikaların hem bireysel kurumların hem de bir bütün olarak finansal sistemin olası dış şoklara karşı dayanıklılığını değerlendirirken bu tür daha yüksek stresli ortamları dikkate alıp almaması gerektiğini incelememiz gerekmektedir.

Varlık fiyatlarındaki balonlardan kaynaklanan finansal istikrar risklerini ele almaya yönelik bazı politikalar, düzenleyici sistemin standart bir bileşeni haline getirilebilir ve bir balonun varlığından bağımsız olarak sürekli işlerlik kazanabilir. Ancak, belirli veya yeni türdeki

piyasa aksaklıklarının spesifik bir varlık fiyatı balonunu tetiklemesi muhtemel olduğundan, gelecekteki bazı balonlar neredeyse kesinlikle öngörülemeyen zorluklar yaratacaktır. Sonuç olarak, bir balona katkıda bulunan piyasa aksaklığını sınırlamak amacıyla politika duruşumuzda yapılacak uygun zamanlı ayarlamalar, eğer doğru tespit edilir ve uygulanırsa, finansal sistemin dayanıklılığı açısından oldukça faydalı olacaktır.

Daha önce de belirttiğimiz gibi, bir balonun varlığını tanımlamak zor bir süreçtir; bu zorluk, özellikle borsa balonları söz konusu olduğunda daha da belirgindir. Merkez bankaları veya hükümet yetkililerinin, piyasa katılımcıları üzerinde bilgi avantajına sahip olmaları pek olası görünmemektedir. Şayet bir merkez bankası borsa balonlarını tespit edebilecek bilgiye sahip olsaydı, piyasa katılımcıları da teorik olarak aynı tespiti yapamaz mıydı? Eğer bu mümkün olsaydı, piyasa katılımcıları fiyatların temel ekonomik ilkelerle uyumlu olmadığını bilecekleri için bir balonun oluşması zaten pek olası olmazdı. Bu durum, bilgi simetrisi varsayımı altında, rasyonel bir piyasada balonların neden var olduğu şeklindeki temel paradoksu yansıtmaktadır.

Bununla birlikte, borsa balonlarının genellikle kredi patlamaları tarafından yönlendirilmedikleri için tespit edilmesinin zor olduğuna inanmamıza rağmen, varlık fiyatları kredi patlamasıyla eş zamanlı olarak hızla yükseldiğinde, varlık fiyatlarının temel değerden sapma olasılığı daha yüksek olabilmektedir. Zira gevşeyen kredi standartları, varlık fiyatlarını spekülatif bir şekilde yukarı çekiyor olabilir. Böyle bir durumda, merkez bankalarındaki ve diğer kurumlardaki mali düzenleyicilerin bir balonun sürmekte olduğunu belirleme olasılığı daha yüksektir; örneğin, borç verenlerin yüklenim standartlarını zayıflattığı ve kredi genişlemesinin anormal derecede yüksek oranlarda arttığı bilgisine sahip olabilirler. Buradaki mantık, kredi patlamasının eşlik ettiği varlık fiyatlarındaki hızlı bir artışın, merkez bankacılarını ve diğer mali denetçileri, piyasa aksaklıklarının varlık fiyatlarındaki patlamayı tetikleyip tetiklemediğini görmek için finansal gelişmeleri daha dikkatli incelemeye yönlendirmesi gereken bir sinyal verdiğini öne sürmektedir. Sonuç olarak, finansal gelişmelerin bu analizi, politika yapımcıları piyasa aksaklıklarının ardındaki kusurları ele almak için politikalar uygulamayı düşünmeye ve böylece balonun büyüklüğünü azaltmaya yardımcı olabilmektedir.

2.4. Japonya'nın Varlık Fiyatındaki Patlama ve Kayıp On Yıl

Bir varlık fiyatı balonu, 1980'lerin ortalarından sonlarına doğru başlayarak Japonya Merkez Bankası'nı (JMB) zorlu politika kararlarıyla karşı karşıya getirmiştir. 1980'lerin sonlarında Japonya'daki varlık fiyatlarındaki patlamanın ulaştığı boyut, o dönemde Tokyo'daki İmparatorluk Sarayı'nı çevreleyen arazinin, tek başına tüm Kaliforniya eyaletinden daha değerli olduğu tahmin edilmesi gerçeğiyle çarpıcı bir şekilde ölçülebilir. Şüphesiz ki 1980'ler, Japonya için yüksek büyüme, düşük işsizlik, düşük enflasyon ve kıskanılan bir iş modeli ile karakterize edilen müreffeh bir on yıldır. Bu on yıllık süreç zarfında, hisse senedi fiyatları yüzde 600'ün üzerinde, arazi fiyatları ise yüzde 400'den fazla artış kaydetmiştir.

1980'lerde yükselen öz sermaye ve arazi fiyatları, nispeten düşük faiz oranlarıyla birleşerek, yatırım için finansman koşullarını kayda değer ölçüde kolaylaştırmıştır.¹ Bu

¹ 1980'lerin ortalarında, JMB, 1985 Plaza Anlaşması'nın ardından yenin hızlı değerlenmesini sınırlamaya çalıştığı ve dış dengesizlikleri düzeltmek için iç talebi canlandırdığı için para politikasının duruşu nispeten kolaydı.

dönemde banka kredilerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı yükselmiş ve yatırım harcamaları ekonomik aktivitenin ana itici gücü haline gelmiştir. Finansal kuralsızlaştırma (deregülasyon) nedeniyle, bankaların risk alma eğilimleri artmış; bu durum, bankaların gayrimenkulle ilgili sektörlere ve daha küçük firmalara daha fazla fon aktarması ve mülkleri teminat olarak daha kolay kabul etmesiyle belirginleşmiştir.² Yükselen emlak piyasasına aşırı güven duyan bazı bankalar, bir mülkün ekspertiz değerinin yüzde 100'ünden fazlasını borç vermeye kadar varan uygulamalara gitmiştir.

JMB, 1980'lerin ortalarından itibaren varlık fiyatlarındaki hızlı artış ve devam eden bir balon olasılığı nedeniyle derin endişe duymaktaydı. 1989 yılında, varlık fiyatları yükselmeye devam ederken ve enflasyon baskıları artış gösterirken, JMB faiz oranlarını artırma kararı almıştır. 1990 yılının başında borsa çökmüş olmasına rağmen, arazi fiyatları yükselişini sürdürdüğü için JMB sıkılaştırma politikasını devam ettirmiştir. Ancak, 1991 yazında büyümenin ivme kaybetmesi ve enflasyon ile arazi fiyatlarının düşüş eğilimine girmesiyle birlikte, para politikası ancak kademeli bir şekilde gevşetilmiştir. Takip eden on yıl, Japonya'nın "Kayıp On Yıl"ı olarak adlandırılmıştır; zira bu dönem boyunca ülke, cansız bir büyüme performansı ile çok düşük enflasyon ve deflasyon dönemleri yaşamıştır.

Japonya'nın yaşadığı deneyim, varlık fiyatlarındaki balonlar ile kredi arzı arasındaki geri bildirim döngülerini önleyebilecek etkili düzenleyici politikaların hayati önemini bir kez daha ortaya koymaktadır. Canlanma dönemi boyunca, Japonya'daki düzenlemelerin bankaların hisse senetlerinden elde edilen gerçekleştirmemiş kazançları sermayeden saymasına izin vermesi, bankaların borsa yükselişi sırasında spekülasyon iştahını artırmış ve borsa çöktüğünde finansal istikrarsızlığa katkıda bulunmuş olabilir. Balonun patlamasını takiben, politika yapımcıların bankacılık sektöründeki kırılganlığı hızla çözmemesi, koşulların daha da kötüleşmesine izin vermiştir; zira bu süreçte bankalar, verimsiz, borca batık ve literatürde "zombi firmalar" olarak adlandırılan işletmelere kredi vermeye devam etmiştir.

Öte yandan, Japonya'nın deneyimi, bazı yorumcuların öne sürdüğü gibi, bir balonu söndürmek amacıyla önleyici para politikası eylemlerine duyulan ihtiyacı desteklememektedir (Örneğin Posen (2003), Japon deneyimine ilişkin böyle bir yorumlamanın neden hatalı olduğuna dair kapsamlı bir tartışma sunmuştur). Balon dönemi boyunca para politikasının sıkılaştırılması, sonuç olarak daha iyi ekonomik çıktılara yol açmış gibi görünmemektedir. Dahası, Japonya Merkez Bankası (JMB) krizin patlak vermesinin ardından politika rotasını ne yeterince ne de hızlı bir şekilde tersine çevirmiştir. (Örneğin, bkz. Ahearne ve diğerleri, 2002; Posen, 2003) Yapılan araştırmalar, deflasyonun başlamasının temel sebebinin, para politikasının ekonomik görünümdeki bozulmaya ve balonun patlamasının ardından enflasyondaki düşüşe karşı gösterdiği yavaş tepki olduğunu göstermektedir. (Ito ve Mishkin, 2006)

² Menkul kıymetler piyasasında fonlama üzerindeki kurumsal kısıtlamalar 1980'lerde kaldırıldı ve bu da büyük firmaların banka kredilerine bağımlılığını azaltmıştır. Ayrıca, banka mevduatlarındaki faiz tavanları da kademeli olarak kaldırılmıştır. Bkz. Okina, Shirakawa ve Shiratsuka, 2001.

3. Sonuç

Varlık fiyatı balonları, varlıkların piyasa fiyatlarının, ekonomik temelleri veya içsel değerlerini sürdürülemez bir şekilde aştığı durumlarda meydana gelmektedir. Kindleberger ve O’Keefe (2001), fiyat sapmasını, varlık fiyatındaki geçici bir yer değiştirme olarak tanımlamıştır. Balonları önceden tahmin etmek zor olmakla birlikte, genellikle yalnızca patlamanın ardından teşhis edilebilmektedir. Varlık fiyatlarındaki balonların patlamadan önce tespit edilememesinin nedenlerinden biri, bir varlığın içsel değerine dair algının piyasa fiyatıyla eş zamanlı olarak artma eğilimi göstermesidir. Bu nedenle fiyattaki yükseliş, yatırımcıların irrasyonel davranışlarına yol açabilecek bir “yeni normal” olarak adlandırılmaktadır. Varlık fiyatı balonları tarih boyunca oldukça yaygın olarak gözlemlenmiş olup, yatırımcılar aynı hataları tekrarlama ve “Bu sefer farklı olacak” yanılgısına düşme eğilimi göstermektedirler. Balon patladıktan sonra, şiddetli fiyat artışlarına ve balonun büyüklüğüne bağlı olarak değişen bir finansal kriz başlamaktadır. Bunu takip eden krizler genellikle durgunluk veya daha şiddetli durumlar için depresyon olarak adlandırılmaktadır. Bu bağlamda, balonu önceden tahmin edebilmek ve etkilerini azaltacak önlemleri almak, sonuç krizlerinin şiddetini hafifletmek açısından kritik öneme sahiptir.

Kaynakça

Ahearne, A., Gagnon, J., Haltimaier, J., Kamin, S., Erceg, C., Faust, J., Guerrieri, L., Hemphill, C., Kole, L., Roush, J., Rogers, J., Sheets, N., & Wright, J. (2002). *Preventing deflation: Lessons from Japan's experience in the 1990s* (International Finance Discussion Papers No. 729). Board of Governors of the Federal Reserve System.

Bernanke, B. S. (2002). *Asset-price ‘bubbles’ and monetary policy* [Konuşma]. New York Chapter of the National Association for Business Economics.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (2001). Should central banks respond to movements in asset prices? *American Economic Review*, 91(2), 253–257.

Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. In J. B. Taylor & M. Woodford (Eds.), *Handbook of macroeconomics* (Vol. 1C, pp. 1341–1393). Elsevier Science-North Holland.

BNP Paribas. (t.y.). *BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the net asset value of the following funds: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA*. Retrieved from <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporaly-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-eonia>

Bordo, M. (1998). Commentary on Larry Neal, “The financial crisis of 1825 and the reconstruction of the British financial system.” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 80(3), 57–59.

- Bordo, M. (2003). Stock market crashes, productivity boom busts and recessions: Some historical evidence. In *World economic outlook, April 2003: A survey by the staff of the International Monetary Fund* (Chapter 3). International Monetary Fund.
- Bordo, M. D., & Jeanne, O. (2002). *Boom-busts in asset prices, economic instability, and monetary policy* (NBER Working Paper No. 8966). National Bureau of Economic Research.
- Brunnermeier, M. (2008). Bubbles. In S. N. Durlauf & L. E. Blume (Eds.), *The new Palgrave dictionary of economics* (2nd ed.). Palgrave Macmillan.
- Brunnermeier, M. K., & Schnabel, I. (2015). *Bubbles and central banks: Historical perspectives* (CEPR Discussion Paper No. DP10528). Centre for Economic Policy Research.
- Buttonwood. (2017, November 1). Greater fool theory: The bitcoin bubble. *The Economist*. <https://www.economist.com/buttonwoods-notebook/2017/11/01/the-bitcoin-bubble>
- Carswell, J. (1960). *The South Sea Bubble*. Cresset Press.
- Cassidy, J. (2002). *Dot.con: How America lost its mind and its money in the Internet era*. Harper Perennial.
- Chancellor, E. (1999). *Devil take the hindmost: The history of financial speculation*. Farrar, Straus and Giroux.
- Chen, J., & Imam, P. (2012). *Consequences of asset shortages in emerging markets* (IMF Working Paper No. WP/12/102). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12102.pdf>
- Cowles, V. (1960). *The great swindle: The story of the South Sea Bubble*. Harper.
- Dash, M. (1999). *Tulipomania: The story of the world's most coveted flower and the extraordinary passions it aroused*. Gollancz.
- Elliott, C. (t.y.). *Understanding economic bubbles*. Listen Money Matters. <https://www.listenmoneymatters.com/economic-bubble/>
- Evanoff, D. D., Kaufman, G. G., & Malliaris, A. G. (2012). *New perspectives on asset price bubbles*. Oxford University Press.
- Fallible, A. K. (2018, November 12). *Financial bubbles explained: How asset bubbles form & bust* [Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=S-1GNzLUxWQ>
- Fama, E. (2014). Two pillars of asset pricing. *American Economic Review*, 104(6), 1467–1485.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (t.y.). *NASDAQ Composite Index*. FRED. <https://fred.stlouisfed.org/series/NASDAQCOM#>
- Friedman, M., & Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press.
- Garber, P. M. (1989). Tulipmania. *Journal of Political Economy*, 97(3), 535–560.
- Garber, P. M. (2000). *Famous first bubbles: The fundamentals of early manias*. MIT Press.

- Goodhart, C. (2008). *The regulatory response to the financial crisis* (CESifo Working Paper No. 2257). CESifo.
- Goodhart, C., Hofmann, B., & Segoviano, M. (2005). Bank regulation and macroeconomic fluctuations. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(4), 591–615.
- Gordy, M. B., & Howells, B. (2006). Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? *Journal of Financial Intermediation*, 15(3), 395–417.
- Gorton, G. B. (2010). *Slapped by the invisible hand: The panic of 2007*. Oxford University Press.
- Greenspan, A. (2002). *Economic volatility* [Konuşma]. Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY.
- Gruen, D., Plumb, M., & Stone, A. (2005). How should monetary policy respond to asset price bubbles? *International Journal of Central Banking*, 1(4), 1–31.
- Harrison, J. M., & Kreps, D. M. (1978). Speculative investor behavior in a stock market with heterogeneous expectations. *Quarterly Journal of Economics*, 92(2), 323–336.
- Ito, T., & Mishkin, F. S. (2006). Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem. In T. Ito & A. Rose (Eds.), *Monetary policy under very low inflation in the Pacific Rim* (Vol. 15, pp. 131–193). University of Chicago Press.
- Kashyap, A., & Stein, J. C. (2004). Cyclical implications of the Basel II capital standards. *Economic Perspectives*, 28(1), 18–31.
- Kindleberger, C. (1978). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*. Basic Books.
- Kindleberger, C. (1986). *The world in depression: 1929–1939*. University of California Press.
- Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (1996). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*. John Wiley & Sons.
- Kindleberger, C. P., & O’Keefe, R. (2001). *Manias, panics and crashes*. Springer.
- Kohn, D. L. (2006). *Monetary policy and asset prices* [Konuşma]. European Central Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany.
- Makin, J. H. (2008, March 1). *Japan’s lost decade: Lessons for the United States in 2008*. American Enterprise Institute. <https://www.aei.org/research-products/report/japans-lost-decade/>
- McGrattan, E., & Prescott, E. (2003). *The 1929 stock market: Irving Fisher was right* (Staff Report No. 294). Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department.
- McKay, C. (1980). *Extraordinary popular delusions and the madness of crowds*. Harmony Books.

Mishkin, F. S. (2007a). *Monetary policy and the dual mandate* [Konuşma]. Bridgewater College.

Mishkin, F. S. (2007b). *Housing and the monetary transmission mechanism* (Finance and Economics Discussion Series No. 2007-40). Board of Governors of the Federal Reserve System.

Mishkin, F. S. (2008a). *Does stabilizing inflation contribute to stabilizing economic activity?* [Konuşma]. East Carolina University's Beta Gamma Sigma Distinguished Lecture Series.

Mishkin, F. S. (2008b, May 15). *How should we respond to asset price bubbles?* Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080515a.htm>

Mishkin, F. S., & White, E. N. (2003). U.S. stock market crashes and their aftermath: Implications for monetary policy. In W. C. Hunter, G. G. Kaufman, & M. Pomerleano (Eds.), *Asset price bubbles: The implications for monetary, regulatory, and international policies* (pp. 53–79). MIT Press.

Neal, L. (1993). *The rise of financial capitalism: International capital markets in the age of reason*. Cambridge University Press.

Neal, L. (1998). The financial crisis of 1825 and the reconstruction of the British financial system. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 80(3).

Neal, L. (2011). *I am not master of events: The speculations of John Law and Lord Londonderry in the Mississippi and South Sea bubbles*. Yale University Press.

Okina, K., Shirakawa, M., & Shiratsuka, S. (2001). The asset price bubble and monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons. *Monetary and Economic Studies*, 19(Special Issue), 53–112.

Patalon, W. (2008, July 17). The lost decade: How the U.S. financial crisis resembles Japan's ten years of misery - and how to play it. *Money Morning*. <https://moneymorning.com/2008/07/17/the-lost-decade/>

Posen, A. (2003). It takes more than a bubble to become Japan. In *Asset prices and monetary policy: Proceedings of a conference* (pp. 203–249). Reserve Bank of Australia.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.

Romer, C. D. (1990). The great crash and the onset of the Great Depression. *Quarterly Journal of Economics*, 105(3), 597–624.

Scherbina, M. A. (2013). *Asset price bubbles: A selective survey* (IMF Working Paper No. WP/13/45). International Monetary Fund.

Scherbina, A., & Schlusche, B. (2014). Asset price bubbles: A survey. *Quantitative Finance*, 14(4), 589–604.

Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.

Shiller, R. J. (2005). *Irrational exuberance* (2nd ed.). Princeton University Press.

Shiratsuka, S. (2003). *Asset price bubble in Japan in the 1980s: Lessons for financial and macroeconomic stability* (IMES Discussion Paper Series No. 03-E-15). Bank of Japan. <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/2003/03-E-15.pdf>

Sornette, D., & Woodward, R. (2009). *Financial bubbles, real estate bubbles, derivative bubbles, and the financial and economic crisis*. arXiv. <https://arxiv.org/abs/0905.0220>

Tikhonov, Y. A., Pudovkina, O. E., & Bratukhina, E. A. (2014). The problem of “financial bubbles” in the context of monetary policy. In *Economic research: Condition analysis and prospects for development* (Chapter 7, pp. 174–191). VSPU.

Tirole, J. (1985). Asset bubbles and overlapping generations. *Econometrica*, 53(5), 1499–1528.

Velde, F. (1990). Famous first bubbles. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 35–54. <https://doi.org/10.1257/jep.4.2.35>

Velde, F. (2003). *Government equity and money: John Law’s system in 1720* (Working Paper 2003-31). Federal Reserve Bank of Chicago.

Weil, P. (1990). On the possibility of price decreasing bubbles. *Econometrica*, 58(6), 1467–1474. <https://doi.org/10.2307/2938325>

Yahoo Finance. (t.y.). *S&P 500 (^GSPC) historical data*. Retrieved from <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?period1=1221404400&period2=1230649200&interval=1d&filter=history&frequency=1d&guccounter=1>.