

Keyifli Okumalar Dileriz

Binlerce kategoride milyonlarca PDF e-kitap, ders kitapları, dergiler ve romanlara platformumuz üzerinden ücretsiz ulaşabilirsiniz.

RESMİ WEB SİTEMİZ

<https://rantey.org>

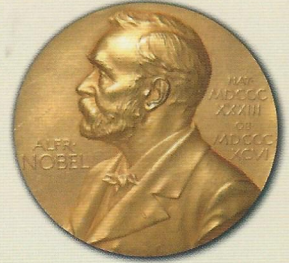
Yedek ve Duyuru Kanallarımız

Sitemize erişim engeli gelmesi veya adres değişikliği durumunda aşağıdaki kanallardan güncel giriş adresine erişebilirsiniz:

- Telegram: <https://t.me/birkitapbir>
- WhatsApp Kanalımız : <https://whatsapp.com/channel/0029VbDHv8uE50Us4lvMoc0Y>

Büyük Enflasyonist 70'lerden
COVID-19'a ABD Merkez Bankası

21.



YÜZYIL
PARA
POLİTİKALARI

BEN S. BERNANKE

2022 YILI NOBEL EKONOMİ ÖDÜLÜ SAHİBİ

► **DESTEK**BANK

SCALA
YAYINCILIK

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - <https://rantey.org>

21. YÜZYIL PARA POLİTİKALARI

BEN S. BERNANKE

ÇEVİRİ: DENİZ KILINÇ



21. YÜZYIL PARA POLİTİKALARI

Büyük Enflasyonist 70'lerden
COVID-19'a ABD Merkez Bankası

© Ben S. Bernanke

© Scala Yayıncılık

Sertifika No: 44921

ISBN: 978-625-8177-31-2

Tanıtım için yapılacak kısa alıntılar dışında
yayıncının izni olmaksızın hiçbir yolla çoğaltılamaz.

İlk Basım: Aralık 2022

Dizi Editörü: Hakan Feyyat

Çeviri: Deniz Kılınç

Redaksiyon: Cengiz Ayvaz

Grafik tasarım: Kemal Okur

Ofset Hazırlık: Scala Yayıncılık

Baskı: Egem Basım Yayın Sanayi Ve Tic Ltd.
Maltepe Mah. Gümüşsuyu Cad. Odin İş Merkezi
B Blok Kat: 2 No: 436 Topkapı-İst
Serfika no: 43624



ScalaYayıncılık

İstiklal Caddesi Han Geçidi Sokak No: 116 3B
Galatasaray - Beyoğlu - 34430 - İstanbul
Tel: (0212) 251 5126
Faks: (0212) 245 2843
E-Mail: scala@scalakitapci.com

İnternet satış:

scalakitapci.com

Büyük Enflasyonist 70'lerden COVID-19'a ABD Merkez Bankası

21.

YÜZYIL PARA POLİTİKALARI

BEN S. BERNANKE

2022 YILI NOBEL EKONOMİ ÖDÜLÜ SAHİBİ

ÇEVİRİ: DENİZ KILINÇ



İÇİNDEKİLER

SUNUŞ	7
GİRİŞ	9
I. BÖLÜM	29
20. YÜZYIL PARA POLİTİKASI	
Enflasyonun Düşüşü ve Yükselişi	
1 BÜYÜK ENFLASYON	31
2 BURNS VE VOLCKER	51
3 GREENSPAN VE 90'LAR PATLAMASI	71
II.BÖLÜM	105
21. YÜZYIL PARA POLİTİKASI	
Küresel Finans Krizi Ve Büyük Durgunluk	
4 YENİ YÜZYIL, YENİ ZORLUKLAR	107
5 KÜRESEL FİNANS KRİZİ	127
6 YENİ PARA REJİMİ: QE1'den QE2'ye	155
7 PARASAL EVRİM: QE3 VE TAPER TANTRUM	187
III. BÖLÜM	217
21. YÜZYIL PARA POLİTİKASI	
Liftoff'dan COVID-19 Pandemisine	
8 LIFTOFF	219
9 POWELL VE TRUMP	243
10 PANDEMİ	267

IV. BÖLÜM	291
21. YÜZYIL PARA POLİTİKASI	
Gelecekte Neler Var	
11 FED'İN 2008 SONRASI ARAÇLARI:	
PARASAL GENİŞLEME VE SÖZLÜ YÖNLENDİRME	293
12 FED'İN ARAÇLARI YETERLİ Mİ?	319
13 POLİTİKAYI GÜÇLENDİRMEK:	
YENİ ARAÇLAR VE ÇERÇEVELER	339
14 PARA POLİTİKALARI VE FİNANSAL İSTİKRAR	373
15 FED'İN BAĞIMSIZLIĞI VE TOPLUMDAKİ ROLÜ	409
TEŞEKKÜRLER	425
KAYNAKLAR ÜZERİNE BİR NOT	427
NOTLAR	431
BİBLİYOGRAFİ	459

SUNUŞ

Değerli okuyucular,

Yüzyılımızın en büyük ekonomik darboğazlarından biri olarak gösterilen ve “Mortgage Krizi” olarak da bilinen, 2007-2009 küresel finansal kriz dönemini de içeren 2006 - 2014 yılları arasında sekiz yıl boyunca ABD Merkez Bankası (Federal Reserve - Fed) başkanlığını yürüten Benjamin Shalom Bernanke, tüm dünyada en çok tanınan Fed Başkanı olarak gösteriliyor.

Aynı zamanda Princeton Üniversitesi Öğretim Üyesi olan Bernanke, 2022 Nobel Ekonomi Ödülü’nü, Douglas W. Diamond ve Douglas Philip H. Dybvig ile birlikte aldı. İsveç Kraliyet Bilimler Akademisi ödülün, Bernanke, Diamond ve Dybvig’e, ekonomide ve özellikle finansal krizler sırasında bankaların rolü ve finansal piyasaların regülasyonuna ilişkin çalışmalarından dolayı verildiğini açıkladı.

“Yazdığı ve söylediklerini ABD gibi bir ülkede iktisat politikasına dönüştürmüş bir kişi” olarak da tanımlanan Bernanke’nin ödüle ortak olmasında önemli bir ayağın da, elinizdeki kitapta anlattıklarına ilişkin akademik çalışmalarının yanı sıra, bu konuda verdiği dersler ve açıklamaları olduğunun altı çiziliyor.

Finansal okur yazarlık projelerine katkı sağlama vizyonu ile bugüne kadar pek çok finansal okur yazarlık projesine destek vermiş olan Destek Grubu olarak, ABD Başkanı Barack Obama’nın kurduğu Küresel Kalkınma Konseyi’nin Başkanı Mohamed A. El-Erian’ın, Şehirdeki Tek Oyun ve Nobel Ekonomi Ödülü sahibi “Efsane Fed Başkanı” Ben Bernanke’nin “Karar Alma Cesareti” adlı kitaplarının ardından, yine Bernanke’nin para politikalarının tarihsel gelişiminin küresel ekonomi üzerindeki somut etkilerine ilişkin

ayrıntılı ve çok yönlü analizinin yanında, geleceğe ilişkin verdiği ipuçlarını içeren bu kitabının Türkçe çevirisini okurlara sunmaktan kıvanç duyuyor, keyifli okumalar diliyoruz.

ALTUNÇ KUMOVA

Destek Yatırım Bankası AŞ

Yönetim Kurulu Başkanı

GİRİŞ

Jay Powell 29 Ocak 2020’de, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve) Başkanı olarak üçüncü yılının ilk basın toplantısını başlatmak üzere, hızlı adımlarla podyuma çıktı. Başparmağıyla beyaz bir dosyayı açtı, toplanmış gazetecileri selamlamak için başını hafifçe kaldırdı ve sonra hazırladığı açıklamayı okumak için aşağı baktı. Hareketleri oldukça ciddi ve sakindi. Ancak mesajı iyimserdi: ABD ekonomisi rekor düzeyde uzun bir genişlemenin on birinci yılına girdi, işsizlik yarım yüzyılın en düşük düzeyinde kaldı ve düşük ücretli işlerde çalışan insanlar yıllarca süren durgunluğun ardından ücret artışları görüyorlardı. Son iki yıldır finans piyasalarını alt üst eden ticari gerilimler azalmıştı ve küresel büyüme istikrar kazanıyor gibi görünüyordu.

Laf arasında, “yeni koronavirüs nedeniyle oluşunlar da dâhil olmak üzere” ekonomik görünümü etkileyen “belirsizliklere” dikkat çekti.*¹ Virüsle ilgili bir tamamlayıcı soru, CNN’den Donna Borak’tan, 54 dakikalık basın toplantısının 21. dakikasında geldi. O zamana kadar, Çin dışında yalnızca birkaç vaka bildirilmişti. Powell temkinli bir şekilde, virüsün “Çin’de ve muhtemelen küresel olarak faaliyetlerde bir miktar kesintiye” neden olabilecek “çok ciddi bir sorun” olduğunu kabul etti.²

Powell, beş hafta sonra, 3 Mart’ta aynı podyuma yürüdü ve gazetecilere aynı sakin tonda çok daha karanlık bir açıklama okudu. Virüsün dünya çapında zarar verdiği insanların acısını paylaştı, birçok ülkenin ekonomisini

* Kitabın sonundaki Kaynaklara İlişkin Not, basın toplantılarının ve FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) toplantılarının dökümleri, politika açıklamaları, basın bültenleri, toplantı tutanakları, projeksiyonlar ve kongre tanıklıkları dâhil olmak üzere resmi Federal Rezerv belgelerine bağlantılar sağlıyor. Kitaptaki son notlar, doğrudan alıntılar için sayfa referansları ve daha eski veya daha az erişilebilir materyallere referanslar dâhil olmak üzere gerektiğinde ek bilgiler sağlıyor. ABD Merkez Bankası yetkililerinin konuşmaları ayrıca alıntılандı.

bozduğundan söz etti ve virüsü kontrol altına almak için alınan önlemlerin “kesinlikle hem burada hem de yurtdışında ekonomik aktivite üzerinde bir süre yük olacağını” öngördü. Fed’in “ekonominin yeni riskler karşısında güçlü kalmasına yardımcı olmak için” faiz oranlarını düşürdüğünü söyledi.³ Daha fazlasının geleceğini ima etti. Dünyanın durumu çarpıcı biçimde değişmişti ve Dünya’yla birlikte Fed’in politikası da değişmişti.

Virüs, 29 Ocak ve 3 Mart arasındaki basın toplantıları arasında, yerel bir sorundan, yeni başlayan bir küresel krize evrildi. COVID-19 olarak bilinecek hastalığın rapor edilen vakaları, neredeyse tamamı Çin’de ve 10.000’den azken, dünya çapında 90.000’in üzerine çıktı. İtalya, Lombardiya bölgesindeki kasabaları karantinaya aldı ve İran, enfeksiyon artışı bildirdi. Amerika Birleşik Devletleri’nde ilk virüs ölümü 29 Şubat’ta, Seattle yakınlarında 50’li yaşlarda bir adam olarak bildirildi. ABD’de vakalar ve ölümler bu düzeyden katlanarak arttı ve New York City ve diğer sorunlu bölgelerde sağlık sistemlerini bozguna uğratma tehlikesi yarattı.

Bu arada virüs korkuları, ABD finans piyasalarında 2007-2009 mali krizinden bu yana en kötü haftayı tetikleyerek, ekonomiyi bekleyen sorunların sinyalini verdi. Ayın başlarında rekor düzeye ulaşan Dow Jones Sanayi Ortalaması Endeksi, 28 Şubat’ta sona eren haftada yüzde 12’den fazla düştü. Çalkantı, Mart ayında tahvil piyasalarına sıçradı. Ultra güvenli ABD Hazine menkul kıymetlerinin satıcıları bile, nakitten başka bir şey tutmaya pek ilgi göstermeyen alıcıları bulmakta zorluk çekiyordu. Borç verenler ve yatırımcıların koronavirüs kaynaklı belirsizliklerle boğuştuğu, şirketlere, konut alıcılarına ve eyalet ve yerel yönetimlere borç sağlayan özel kredi piyasaları da tamamen donma tehdidi altında kaldı.

Piyasanın panik atağı aslında ekonomik travmanın habercisiydi. İşletmelerin ve okulların gönüllü olarak veya yerel yönetimler tarafından uygulanan sokağa çıkma yasakları kapsamında kapanmasıyla birlikte, ekonomik faaliyet benzeri görülmemiş bir oranda daraldı. Büyük Durgunluk’tan uzun bir toparlanmanın ardından, Şubat 2020’de, işgücünün yalnızca yüzde 3.5’i işsizdi. İki ay sonra, Nisan ayında, resmi işsizlik oranı yüzde 14.8 düzeyindeydi ve bu, işgücü piyasasına verilen zararı muhtemelen olduğundan da az gösteren şok edici bir artıştı. Nisan ayında 20 milyondan fazla iş kaybedildi; bu, veri serisinin 1939’da başlamasından bu yana kaydedilen en büyük düşüştü. Durgunluklar ve genişlemeler zamanlamasının belirleyicisi olan

Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu'nun Konjonktür Hareketlerini Tarihleme Komitesi daha sonra pandemik durgunluğun başlangıcını Şubat ayı olarak tarihleyecekti.

Fed Başkanı olarak, 2007-2009 küresel mali krizi sırasında görevde olduğum için, Powell ve Fed'deki meslektaşlarının yaşadığı strese ilişkin fikir sahibiydim. Ancak, bir düzine yıl önce karşılaştığımız -neredeyse iki yıl boyunca devam eden- krizin aksine, bu bir anda ortaya çıktı. Powell Fed'i, mümkün olduğunca bir krizin önüne geçmenin daha iyi olduğu ilkesiyle, finansal çalkantıyı yatıştırmak ve ekonomiyi korumak için hızla dikkate değer bir dizi önlem aldı. Kısa vadeli faiz hedefini sıfıra yaklaştırdı ve orada gerektiği kadar tutacağına söz verdi. Para piyasalarında ve Hazine borçlanma piyasalarında normal işleyişin yeniden sağlanmasını desteklemek için, nakit sıkıntısı çeken finans firmalarına borç verdi ve açık piyasada yüz milyarlarca dolar değerinde Hazine ve ipoteğe dayalı menkul kıymet satın aldı. İş ve tüketici kredisi piyasalarını desteklemek için mali kriz dönemi programlarını yeniden yürürlüğe koydu. Yabancı merkez bankalarıyla birlikte çalışarak, küresel piyasalarda dünyanın rezerv para birimi olan doların yeterli arzını sağladı. Ve son olarak da, ekonomik koşullar önemli ölçüde iyileşene kadar, büyük ölçekli menkul kıymet alımlarını -parasal genişleme olarak bilinen bir politikayı- sürdürme sözü verecekti.

Tüm bu önlemler, 2007-2009 krizi sırasında geliştirilen bir senaryodan alındı. Ancak Powell Fed'i burada durmadı. Kurumsal ve yerel yönetim tahvil piyasalarını desteklemek ve orta ölçekli işletmelere ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen banka kredilerini finanse etmeyi destekleyecek yeni programlar oluşturmak için Kongre ve Hazine ile birlikte çalıştı. Ve Ağustos 2020'de, faiz oranları zaten düşükken politikayı daha da güçlendirmeyi amaçlayan -pandemi başlamadan önce başlayan bir sürecin sonucu olan- para politikası oluşturma çerçevesinde önemli değişiklikler açıkladı. Sonraki aylarda, faiz oranlarını gerektiği kadar düşük tutma sözünü daha da belirginleştirerek, parasal yaklaşımını ayrıntılı bir şekilde ortaya koydu.

Elbette, Federal Rezerv, krizin temel kaynağı olan virüsün seyrini etkilemek için hiçbir şey yapamazdı. Hastalıktan en çok etkilenen insanları ve işletmeleri desteklemek için, Yönetim ve Kongre'nin yapabileceği gibi, vergi ödeyemez ve harcama yapamaz. Ancak finansal sisteme istikrar sağlamak, ekonomiye kredi akışını kolaylaştırmak, tüketici ve iş dünyası harcamalarını

desteklemek ve istihdam yaratmayı teşvik etmek için hem para politikasını hem de borç verme yetkilerini kullanabilir. Bunu yaparken, ekonomiyi pandeminin ardından gelecek toparlanmaya bağlamada önemli bir rol oynayacaktır.

Fed'i yönetirken sık sık belirttiğim gibi, para politikası her derde deva değil. Ancak para önemlidir -pek çok. Ve Powell Fed'in pandemiye verdiği yanıtların gösterdiği gibi, 21. yüzyıldaki para politikası -ve daha genel olarak merkez bankacılığı- dikkate değer yenilik ve değişimle tanımlandı. Fed'in pandemi sırasındaki çeşitli ve kapsamlı eylemleri ve kararlaştırılma ve duyurulma hızı bir zamanlar -yalnızca ilk modern Fed lideri William McChesney Martin Jr. başkanlığındaki 1950'lerin ve 1960'ların Fed'i için değil, hatta tarihin en etkili merkez bankacılarından biri olan Alan Greenspan tarafından yönetilen 1990'ların Fed'i için bile- akıl almaz görünürdü. Powell'in kendisinin de kabul edeceği gibi, "Daha önce geçilmemiş birçok kırmızı çizgiyi aştık."⁴

Bu kitabın amacı, okuyucuların ABD para politikasının yöneticisi olan Federal Rezerv'in bugünlere nasıl geldiğini, karşılaştığı çeşitli zorluklardan neler öğrendiğini ve gelecekte nasıl gelişebileceğini anlamalarına yardımcı olmaktır. Her ne kadar hikâyem, en iyi tanıdığım merkez bankası olan Fed'e odaklanmış olsa da aynı zorluklarla karşılaşan ve kendi başlarına önemli yenilikler yapan diğer büyük merkez bankalarının deneyimlerinden de yararlanıyorum. Bu kitabın ekonomist arkadaşlarım ve öğrencileri için yararlı olacağını umuyorum, ancak ben kitabın ekonomi politikası, finans veya merkez bankacılığı ile ilgilenen herkes için anlaşılabilir olmasına çalıştım. Powell Fed'inin pandemi krizinde oynadığı rolün açıkça ortaya koyduğu gibi, Federal Rezerv'in hedeflerinin ve bu hedeflere ulaşmak için kullandığı araç ve stratejilerin takdir edilmesi, çağdaş küresel ekonomiyi anlamak için birinci derecede önemlidir.

TARİHSEL MERCEK

Bu kitap, bugünün (ve yarının) Federal Rezerv'ini öncelikle tarihsel bir mercek altında inceliyor. Konuya yaklaşımım böyle ve Fed'in araçlarının, stratejilerinin ve iletişiminin bugün olduğu yere nasıl evrildiğini tam olarak anlamanın başka bir yolunu göremiyorum.

Para politikasına olan ilgimi, 1970'lerin sonlarında Massachusetts

Teknoloji Enstitüsü'nde (MIT) yüksek lisans öğrencisiyken yaptığım bir sohbet ateşledi. Bir tez konusuna ilişkin danışmak için -o zaman yükselen bir akademik yıldız, daha sonra İsrail Merkez Bankası Başkanı ve Federal Rezerv Başkan Yardımcısı- genç bir profesör olan Stanley Fischer'a gittim.

Daha sonra danışmanım ve akıl hocam olacak olan Stan, bana Milton Friedman ve Anna Schwartz'ın yazdığı 860 sayfalık *Birleşik Devletler Parasal Tarihi 1867-1960 (A Monetary History of the United States 1867-1960)* adlı kitabın bir kopyasını verdi.⁵

"Bunu okuyun," dedi Stan. "Sizi ölesiye sıkabilir. Ama sizi heyecanlandırıyor, parasal ekonomi yapmayı düşünebilirsiniz."

Kitap beni büyüledi. Yalnızca parasal ekonomiyle değil, aynı zamanda akademik yazılarımda da sıkça değineceğim 1930'lardaki Büyük Buhran'ın nedenleriyle de ilgilenmemi sağladı. Friedman ve Schwartz'ın ortaya koyduğu gibi, merkez bankacılarının modası geçmiş doktrinleri ve ekonomiye ilişkin kusurlu anlayışlarının bu felaket on yılda çok önemli bir rol oynaması, fikirlerin olayları yönlendirme gücünü gösterdi. Bu kitabın, Fed'in politikalarının evrimini ve ekonomideki rolünü açıklamak için tarihi kullanması, Friedman ve Schwartz'ın ruhuna uygundur. Ve Friedman ve Schwartz tarihlerini İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki on yıllarda bıraktıklarından, bu anlatıya başlamak için hemen savaş sonrası dönem uygun bir zaman gibi görünüyor. Fed tarihinin derslerini öğrenmek, kitabın son bölümünde yaptığım gibi, bizi gelecek hakkında da spekülasyon yapmaya hazırlıyor.

Gerçekten de 1950'ler ve 1960'ların başları birçok yönden modern merkez bankacılığının başlangıcını işaret ediyor. O zamana gelindiğinde, artık Fed 1920'lerin ve 1930'ların altın standardıyla ya da II. Dünya Savaşı sırasında üstlendiği savaş dönemi borçlarının finansmanına yardım amacıyla faiz oranlarının düşük tutulmasıyla sınırlandırılmıyordu. Aynı zamanda İngiliz iktisatçı John Maynard Keynes'in fikirlerinin Amerika Birleşik Devletleri'nde giderek daha etkili hale geldiği bir dönemdi. Keynes 1946'da öldü, ancak takipçileri, para politikası da dâhil olmak üzere makroekonomik politikaların durgunluklarla mücadele ve enflasyonu kontrol etme potansiyelini vurgulamak için, onun Buhran dönemi yazılarını temel aldılar. Modernize edilmiş biçimiyle Keynesyen ekonomi denilen şey, Fed ve diğer merkez bankalarında merkezi paradigma olmaya devam ediyor.

1960'lar aynı zamanda savaş sonrası ABD tarihinin en travmatik

ekonomik olaylarından birinin ve aynı zamanda ekonomik politika oluşturma-
nın dikkat çekici başarısızlıklarından birinin -şimdi Büyük Enflasyon*
dediğimiz şeyin- başlangıcına da tanık oldu. Paul Volcker'ın 1980'lerdeki
döneminde Fed tarafından (iş kayıplarının yüksek bir maliyetiyle) alt edil-
mesine kadar, Büyük Enflasyon ABD'nin ekonomik ve hatta siyasi istikrarı-
nı tehdit etti. Politika yapıcıların Büyük Enflasyondan öğrendikleri veya öğ-
rendiklerini düşündükleri para politikasının evrimini yönlendirdi ve bugün
bile yönlendirmeyi sürdürüyor.

FEDERAL REZERV: BİRAZ ARKA PLAN

Biraz zemin hazırlamak için, bu aşamada ABD merkez bankacılığının
erken tarihçesini kısaca anlatacağım ve Fed'in yapısı, nasıl yönetildiği ve
para politikası kararlarını nasıl uyguladığına ilişkin arka plan bilgi verece-
ğim. Daha sonra, bu kitabın tartışacağı, modern Fed'i şekillendiren ve son
yıllarda araçları ve politikalarındaki dikkate değer değişiklikleri motive eden
kritik faktörlerle ilgili ön izlemi sunacağım.

Erken Yıllar

Amerika'nın güçlü bir popülist geleneği vardır ve popülistler -Başkan
Andrew Jackson'dan daha yakın zamandaki Tea Party ve Occupy Wall Street
üyelerine kadar- finans kesimi ve hükümette görülen güç yoğunlaşmalarına
her zaman düşman olmuşlardır. Popülist etkiler; Birleşik Devletler'in neden
diğer birçok gelişmiş ekonomiden daha sonra, (İngiltere Merkez Bankası'nın
geçmişi 1694'e, İsveç'in merkez bankası daha da eskiye dayanır) Federal Re-
zerv'in 1913'te kurulmasına kadar, köklü bir merkez bankasından yoksun
olduğunu açıklamaya yardımcı olur. Ülkenin ilk Hazine Bakanı, Amerika'nın
bir gün endüstriyel ve finansal bir güç olacağını anlayan bir çağdaşlaşma
destekçisi olan Alexander Hamilton, ABD ekonomisi için daha pastoral viz-
yonları olan Thomas Jefferson ve James Madison'ın sert muhalefeti üzeri-
ne, 1791'de bir merkez bankası kurdu. Hamilton'un, Birleşik Devletler Birin-
ci Bankası (First Bank of the United States) tüzüğü, dar kapsamlı bir Kongre

* Ç.N. İngilizce: Great Inflation, ABD'de 1965 ila 1982 aralığında enflasyonun yüzde 1'den yüzde 14'e kadar yükseldiği; dört resesyonun, iki ciddi enerji kıtlığının ve ücret-fiyat kontrollerinin uygulandığı, ülke tarihinin belirleyici makroekonomik olaylarından biridir. Türkçe'de henüz resmi bir kullanımı olmadığı için, Büyük Enflasyon olarak çevirmeyi uygun gördük.

oylamasıyla 1811'de yürürlükten kaldırıldı. ABD'de bir başka merkez bankası kurma girişimi olan Birleşik Devletler İkinci Bankası da (Second Bank of the United States), 1832'de, genel olarak bankalara güvenmeyen ve İkinci Banka'nın lideri Nicholas Biddle ile çekişen Başkan Jackson'ın, Kongre'nin tüzük yenilemesini veto etmesiyle suya düştü. (Jackson'ın portresinin 20 dolarlık Federal Rezerv banknotunda kalması ironik. O itiraz ederdi.)

Kabaca 1890'lardan 1920'lere kadar olan İlerleme Dönemi'nin siyasi ortamı, bir merkez bankasının kurulmasına daha elverişliydi. Başkan Woodrow Wilson, 23 Aralık 1913'te Federal Rezerv Yasası'nı imzalayarak tam da bunu yaptı. Ekonomiyi iyileştirmek için bilimsel, rasyonel politikaları savunan zamanın ilerici görüşleri ile tutarlı olan yeni Federal Rezerv Sistemi, Amerika'nın görece gevşek düzenlenmiş ve genellikle işlevsiz bankacılık sistemini denetlemek ve istikrara kavuşturmak için tasarlandı. 19. yüzyıl Amerikan bankacılık sistemi, bazıları oldukça şiddetli olmak üzere neredeyse her zaman durgunluklarla ilişkilendirilen sık sık toplu mevduat çıkışlarıyla sarılmıştı. Hükümetin değil, ünlü yatırımcı J. Pierpont Morgan ve müttefiklerinin müdahalesiyle sona eren 1907 paniği bardağı taşıran son damla oldu. Kongre, merkez bankası fikrini yeniden gözden geçirme konusunda hazırды.

O zamanlar dünyanın en önemli merkez bankası olan İngiltere Merkez Bankası bir model oluşturdu. İki temel sorumluluğu vardı. Birincisi, Büyük Britanya'nın para arzını altın standardına uygun şekilde yönetmekti. Sterlin, diğer büyük para birimleri gibi, altın cinsinden sabit bir değere sahipti ve Banka, sterlinin altın değerinin sabit kalmasını sağlamak için kısa vadeli faiz oranlarını kullanıyordu. İkincisi ve özellikle Amerika Birleşik Devletleri ile ilgili olarak, toplu mevduat çıkışları sırasında son kaynak sağlayıcı olarak işlevini yerine getirdi. Mevduat sahipleri, İngiliz bankalarına veya diğer finans firmalarına olan güvenlerini yitirirlerse ve paralarını çekmek için bankalara hücum ederlerse, İngiltere Merkez Bankası, bankaların kredilerini ve diğer varlıklarını teminat olarak alıp, mevduat sahiplerine ödemek için ihtiyaç duydukları parayı bankalara vermeye hazırды. Bir banka temelde borcunu ödediği sürece, İngiltere Merkez Bankası'nın fonlaması, bankanın ayakta kalmasını sağlayacak ve varlıklarını haraç mezat fiyatlarla satmaktan kurtaracaktı. Bu nedenlerden dolayı Büyük Britanya, 1800'lerde ve 1900'lerin başlarında Amerika Birleşik Devletleri'nin başına bela olan ardışık mali krizler ve ekonomik istikrarsızlıkları savuşturdu.

İngiltere Merkez Bankası gibi, yeni oluşturulan ABD Merkez Bankası'na (altın standardı tarafından dikte edildiği gibi) para arzını yönetme ve Federal Rezerv (ABD Merkez Bankası) Sistemine katılmayı seçen ve üye bankalar adı verilen bankalar için son kredi makamı olarak hizmet etme kritik rolleri verildi.* Yalnızca ödeme gücü olan bankalar Fed'den borç almaya uygun olduğundan, yeni merkez bankasına üye bankaların defterlerini inceleme yetkisi de verildi, bu yetkiyi Para Birimi Denetçisi ile paylaştı (İç Savaş sırasında ulusal olarak imtiyazlı bankaları) ve devlet bankacılığı düzenleyicilerini (devlet tarafından kiralanan bankaları denetleyen) denetlemek için kuruldu. Bugüne kadar, para politikası, banka denetimi ve finansal istikrara yönelik tehditlere karşılık vermek, Fed'in ana sorumluluklarının oldukça iyi bir tanımıdır.

Yeni merkez bankasının Washington'dan mı (çoğu bankacının savunduğu gibi) yoksa merkez bankasının bölgesel şubelerine daha çok yetki veren daha merkezi olmayan bir şekilde mi (orta batı çiftçileri ve doğu mali çıkarlarının yoğun gücünden korkan diğerleri tarafından tercih edilen model) yönetileceği konusunda süren bir tartışma vardı. Wilson bir uzlaşmayı destekledi: ABD Merkez Bankası, hem Washington'daki genel gözetim yetkilerine sahip bir Guvernörler Kurulu'ndan hem de ülke çapındaki büyük kentlerde yerleşik, her biri önemli ölçüde özerkliğe sahip 12 bölgesel Merkez Bankası'ndan oluşacaktı. Kentler, sonuç olarak Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas ve San Francisco'da kurulan Merkez Bankaları'nın yerleşik yerleri olmak için kampanya yürüttü. Bu kentler, Fed'in kuruluşundan bu yana ekonomik faaliyetin batıya kaymasına rağmen, bugün Merkez Bankaları'nın yerleri olmaya devam ediyor. (Fed San Francisco bölgesi, ABD ekonomik faaliyetinin beşte birinden fazlasını içermektedir.)

Büyük Bunalım

ABD ekonomisi, Fed'in ilk 15 yılı boyunca dengeli bir şekilde gelişti, ancak 1929'da dünya küresel bir bunalıma girdi. Büyük Bunalım'ın kökenleri karmaşıktır; ancak ana nedeni, çoğu ülke tarafından I. Dünya Savaşı sırasında

* Ulusal ayrıcalığı olan bankaların Sistem'e katılması gerekiyordu, ancak devlet ayrıcalıklı bankaların katılıp, katılmayı seçme hakkı vardı. ABD bankacılık sistemi bugün hala üç tür bankaya sahiptir: Her biri farklı düzenleyiciler karışımına sahip ulusal bankalar, devlet ayrıcalıklı Fed üyesi olan bankalar ve Fed üyesi olmayan bankalar.

askıya alınan ve daha sonra yeniden uygulanmaya başlanan altın standardıydı. Savaşan ülkelerde kamu maliyesinin çökmesinin etkisiyle kritik mal kıtlığının büyümesine bağlı olarak, savaşa önemli ölçüde bir enflasyon eşlik etmişti. Savaştan sonra ülkeler altın standardına geri dönerek, para arzı ile mevcut altın miktarı arasındaki bağlantıyı yeniden kurarken, yeni ve daha yüksek düzeylere çıkan mal ve hizmet fiyatlarında sürdürülebilirliği sağlamak için, dünyada yeterli altının olmadığı ve ülkeler arasında yeterince eşit olarak dağıtılmadığı ortaya çıktı.

Bir çözüm, mevcut altının daha yüksek para arzını ve fiyat düzeylerini desteklemesine izin vererek, para birimlerinin altına göre resmi değerlerini azaltmak olabilirdi; ancak, birçok ülkede para birimi devalüasyonu altın standardının ruhuyla tutarsız olarak görülüyordu. (Devlet tahvili alıcıları, tahvillerinin gerçek değerini düşüreceği için devalüasyona özellikle karşı çıkıyorlardı.) Bunun yerine, altın kıtlığını dengelemek için geçici çözüme dayalı düzenlemeler geliştirildi. Örneğin, bazı ülkeler gerçek altına karşılık olarak İngiliz sterlini gibi altına dayalı para birimlerini tutmayı benimsedi. İngiltere Merkez Bankası'nın kendisi, uzun süredir uyguladığı gibi, sterlini desteklemek için gerçek altından çok, İngiltere'nin altın standardına bağlılığına olan yatırımcı güvenine dayanarak, göze çarpan kâğıt sterlin sayısına kıyasla küçük bir altın stoku tuttu.

Uluslararası siyasi ve mali koşullar savaştan sonra oldukça istikrarsız olsa da asıl olarak, Almanya'nın ödemesi gereken tazminat miktarı konusundaki anlaşmazlıklar ve Amerika'nın Büyük Britanya ve Fransa'ya verdiği savaş kredilerinin tamamını geri ödemesi yönündeki talepleri durumu daha da kötüleştirdi. Bu anlaşmazlıklar, büyük ölçüde karşılıklı güven ve iş birliğine dayanan yeniden yapılandırılmış küresel para sistemine olan güveni sarstı. Korku ve belirsizlik arttıkça, hükümetler ve yatırımcılar sterlin ve altını ikame eden diğer araçları tutmayı bıraktılar ve bunun yerine fiziksel altın elde etmeye çalıştılar; bu da merkez bankalarının elindeki altınları da kapsayan küresel bir "altın kapışması" ile sonuçlandı. Küresel altın kıtlığı yeniden ortaya çıkmaya başladığında, altın standardı olan ülkelerde para arzı ve fiyatlar çöktü. Örneğin, ABD mal ve hizmetlerinin fiyatları 1931'den 1933'e yüzde 30 düştü.

Fiyat seviyesinin deflasyonu, birçok borçluyu iflas ettirdi -ürün fiyatları düşerken ipoteklerini ödemeye çalışan çiftçileri düşünün- bu da finansal sistem ve onunla birlikte ekonomide çöküşü destekledi.⁶ Ürken mevduat

sahiplerinin kaçışları, daha sert banka iflası dalgalarına yol açtı -Amerika Birleşik Devletleri'nde, çoğunlukla küçük binlerce banka kapılarını kapattı- bu da finansal sıkıntıyı kötüleştirdi, para arzını daha da azalttı ve işletmele- re ve çiftçilere verilen kredileri daralttı. Birkaç istisna dışında, Bunalım kü- reseldi; ancak, gerilemenin ana nedeninin altın standardı olduğu görüşüyle tutarlı olarak, daha önce altın standardını seçen ya da terk etmek zorunda kalan ülkelerin ekonomileri de daha hızlı toparlandı.⁷

1933'te, yeni seçilen Başkan Franklin Roosevelt, Bunalım'ı sona erdir- mek için bir dizi yeni politika başlattı. Özellikle ikisi önemliydi: İlk olarak, FDR, ABD deflasyonunu sona erdiren ve erken parasal ve mali sıkılaştırma 1937'de yeni bir durgunluğa yol açana kadar yeni bir toparlanmaya izin ve- ren dolar ve altın arasındaki bağlantıyı kıldı.* İkincisi, Roosevelt tüm banka- ları kapatıp, yalnızca borcunu ödeyebilecek durumda olan bankaları yeniden açmaya söz verdiği bir bankacılık "tatili" ilan etti. Bu tatil, Kongre'nin küçük mudileri banka başarısızlıklarından kaynaklanan kayıplardan koruyan fede- ral mevduat sigortasının oluşturmasıyla birlikte, bankacılık kaynaklı panik- leri kesin olarak sona erdirdi.

Friedman ve Schwartz'ın Parasal Tarihi, para ve fiyatlardaki çöküşün Bü- yük Bunalım'ın yaratılmasındaki rolünün altını çizdi. Guvernörler Kurulu üyesi olarak Federal Rezerv'e katıldıktan kısa bir süre sonra, Friedman'ın doksanınıcı doğum günü partisinde konuştum. Sözlerimi, Federal Rezerv'in yıkımdaki rolü için özür dileyerek bitirdim: "Milton ve Anna'ya şunu söyle- mek istiyorum: Büyük Bunalım'a ilişkin olarak. Haklısınız, onu biz yaptık. Çok üzgünüz. Ama sizin sayenizde, bir daha yapmayacağız."⁸

Bunalım için tamamen Fed'i suçlamak abartı olur; ancak, göreceli olarak yeni ve deneyimsiz merkez bankası kötü performans gösterdi. Fed'in, borsa- daki spekülasyonları soğutmayı amaçlayan 1920'lerdeki faiz oranı artışları, hem 1929 hisse senedi batışına, hem de ilk küresel çöküşe katkıda bulundu. Altın standardına bağlılığı, 1930'ların başlarındaki yıkıcı deflasyona yete- rince karşılık vermesini engelledi. Ve, her ne kadar panikleri sona erdirmek, yaratılmasının motivasyonlarından biri olsa da banka paniklerini durdur- mak için çok az şey yaptı.** Fed'in parasal veya finansal istikrarı korumadaki

* Uluslararası altın standardının izleri 1970'lere kadar kaldı, ancak 1933'ten sonra altın standardı, Federal Rezerv politikalarına esasen hiçbir kısıtlama getirmede.

** Fed'in, 1930'ların bankacılık paniklerini durduramamasının nedenleri tartışılıyor. O zamanlar çoğu banka

başarısızlığı, Büyük Bunalım'ı normalde olabileceğinden çok daha kötü duruma getirdi.

Fed'in ve diğer politika yapıcılarının Bunalım'ı önleyememesinin temel nedeni, altın standardına finansal kapasitesinin ötesinde bağlılık da dâhil olmak üzere kusurlu bir entelektüel çerçeveydi. Ancak, Friedman ve Schwartz tarafından vurgulandığı gibi, 1930'lar krizi sırasında Fed'in göreceli pasifliğinin bir başka açıklaması, merkezi olmayan yapısı ve etkili liderliğin olmamasıydı. (New York Federal Rezerv Bankası'nın etkili başkanı ve Fed sisteminin fiili lideri Benjamin Strong, 1928'de tüberkülozdan öldü.) Kongre, merkez bankasının organizasyonunu yenileyerek bu zayıflığın üzerine gitti. 1935 Bankacılık Yasası'nın bir parçası olarak, Washington'daki Federal Rezerv Kurulu'nun gücü artırıldı ve bölgesel Rezerv Bankalarının özerkliği azaltılarak, Fed'in bugüne kadar gelen, temel karar alma yapısı yaratıldı.

Reformlar ayrıca, Hazine bakanı ve Para Birimi Denetçisi'ni (ulusal düzeyde lisanslı bankaların düzenleyicisi) Fed Kurulu'ndan çıkarıp, önemli bir sembolik adımla, Kurul'u Hazine Bakanlığı'ndaki yerinden, İstihdam ve Altyapı Yönetimi (WPA) projesi kapsamında, Washington'daki Anayasa Bulvarı'nda yer alan Alışveriş Merkezi'ne bakan yeni büyük bir merkeze taşıyarak, Fed'in yürütme organından bağımsızlığını artırdı. Bina daha sonra 1934'ten 1948'e kadar Fed Başkanı olan Marriner Eccles'in adını aldı. Eccles, 1935 Bankacılık Yasası'nın hazırlanmasında etkili oldu ve sonunda Strong'un ölümünün bıraktığı liderlik boşluğunu doldurdu. Fed'deki öncüllerinin çoğunun aksine Eccles, Bunalım'a karşı koymak için güçlü hükümet önleminin gerekli olduğunu kabul etti ve bazıları Keynes'in teorilerini öngören fikirleri Roosevelt'in Yeni Düzen (New Deal) programının temelini oluşturmaya yardımcı oldu.

Bunalım, 1941-45'teki muazzam seferberliğin Amerikan ekonomisini tam istihdama ve ötesine zorlamasına kadar sürdü. Savaş sırasında ve savaştan hemen sonra Fed, Hazine'nin talebi üzerine hükümetin savaş finans etme maliyetini azaltmak için faiz oranlarını düşük düzeylerde tuttu. Savaştan sonra ve Kore'de yeni savaş durumlarıyla karşı karşıya kalan Başkan Truman, faizleri düşük tutması için Fed'e baskı yaptı. Ancak Fed'in liderleri, çok düşük oranların, savaş zamanı karneye bağlamanın sona ermesiyle tüketim

küçüktü ve çeşitlilik yoktu ve hızla borçlarını ödeyemeyecek duruma düşüyorlardı; bu nedenle, Fed'den alacakları borca karşı gösterecekleri teminattan yoksun kalıyorlardı. Diğer birçokları da, Federal Rezerv Sisteminin üyesi olmadıkları için Fed kredileri için uygun değildi. Yine de çoğu tarihçiye göre Fed, bankacılık sistemini istikrara kavuşturmak için daha fazlasını yapabiliirdi.

mallarına olan talebi teşvik etmesiyle yükselen enflasyonu canlandıracağından endişeliydi.

Bölüm 1’de göreceğimiz gibi, Fed isyan etti ve Mart 1951’de Hazine ve Fed, Fed’in faiz oranı sabitlemesini aşamalı olarak kaldırması konusunda anlaştılar ve onu, enflasyonda istikrarın sağlanması dâhil, makroekonomik hedeflere doğru ilerlemek için para politikasını kullanmakta özgür bıraktılar. 1951 Hazine-Fed Anlaşması olarak bilinen bu tarihi anlaşma, modern para politikası için zemin hazırlanmasına yardımcı oldu.

Federal Rezerv’in Yapısı

Federal Rezerv’in bugünkü yapısı, 1913’teki kuruluşunda ve 1935 reformları sürecindeki kongre seçeneklerini büyük ölçüde yansıtıyor.

Başlangıcında olduğu gibi, Federal Rezerv Sistemi (ABD Merkez Bankası-Fed), Washington’daki bir Guvernörler Kurulu ve on iki merkez bankasından oluşur. Kurulun yedi üyesi, başkan tarafından aday gösterilir ve Senato da kademeli olarak 14 yıllığına onaylar. Kurul başkanı ve başkan yardımcısı; ayrıca, 2010 yılında düzenleyici reformların kabul edilmesinden bu yana, banka denetiminin gözetiminden sorumlu ikinci bir başkan yardımcısı da başkan tarafından atanıyor ve Senato da dört yıllık bir süre için onaylıyor. Bakanların aksine, yasal olarak Fed başkanı Kurul üyelerini, politika anlaşmazlıkları nedeniyle görevden alamaz; yalnızca görevi kötüye kullanma veya Kongre’nin kararıyla görevden uzaklaştırabilir.

Fed kurulduğunda varılan anlaşma gereği, her ne kadar kamu amaçlı da olsalar, 12 merkez bankası teknik olarak özel kuruluşlardır. Her birinin yerel bankacılar, iş insanları ve toplum liderlerinden oluşan bir yönetim kurulu vardır. Bu kurullar, kendi merkez bankalarının denetlemesine yardımcı olurlar ve daha da önemlisi, yöneticiler (2010’dan bu yana bankacılar dışında), Washington’daki Kurul’un onayına bağlı olarak kendi başkanlarını seçerler.

Merkez Bankası başkanlarının aksine, 1935 reformlarının yanı sıra, üyeleri başkan tarafından atanan kişiler olduğu gerçeğini yansıtan Kurul, bugün Federal Rezerv’in politika yapma yetkisinin de ağırlığını elinde tutuyor. Daha da önemlisi, Kurul son borç veren politikasından sorumludur; iskonto oranını (Fed’in bankalara borç verdiği faiz oranını) ve Fed’in acil borç verme yetkilerine başvurup, başvurmayacağını belirler. Kurul ayrıca, bankalar ve banka holding şirketleri (bankalara sahip şirketler ve muhtemelen diğer

finansal firmalar) için, Fed'in düzenlediği ve denetlediği, sermaye yeterliliği gibi kuralları da belirler.* Bölgesel rezerv bankalarındaki personel, kendi bölgelerindeki bankaların, Kurul'un belirlediği kurallara uymalarını sağlamak amacıyla, bankaların fiili uygulamalı denetimini yapar.

Kurul'un Federal Rezerv politikalarını belirlemeye ilişkin ilkesinin çok önemli bir istisnası vardır: Kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesi ve genel finansal koşulları ve bunlar aracılığıyla ekonominin sağlığını etkilemeyi amaçlayan diğer önlemleri içeren para politikası. Yasaya göre, para politikası Federal Açık Piyasa Komitesi (kısaca FOMC veya Komite) olarak adlandırılan daha büyük bir grup tarafından yapılır. FOMC'nin toplantılarına (boş pozisyon olmadığında) 19 politika yapıcı -yedi Yönetim Kurulu üyesi ve 12 Rezerv Bankası başkanı- ile birlikte Yönetim Kurulu'ndan ve rezerv bankalarının her birinden personel katılır. Geleneklere göre, Komite her yıl Yönetim Kurulu başkanını kendi başkanı olarak seçer. FOMC her yıl sekiz kez, Washington'daki Eccles binasının yönetim kurulu odasında, devasa bir maun ve siyah granit masanın etrafında toplanır. Başkan ayrıca, önceleri telefonla ve şimdi video konferansla yapılan planlanmamış toplantılar da düzenleyebilir.

FOMC'nin oylama kuralları karmaşıktır. Herhangi bir toplantıda, katılan ve hazır bulunan 19 guvernör ve başkandan yalnızca on ikisi oy kullanır. Yedi Kurul üyesi ve New York Federal Rezerv Bankası başkanı (ki aynı zamanda gelenek gereği FOMC'nin başkan yardımcısı olarak görev yapar) her toplantıda oy kullanır. Kalan dört oy, diğer 11 Rezerv Bankası başkanı arasında yıllık olarak değişir. Bu karmaşık tasarım, bölgesel Rezerv Bankası başkanlarına söz hakkı verir, ancak çoğunluğu (boş Kurul pozisyonlarına bağlı olarak) siyasi olarak atanan Kurul üyelerine verir. Fed dilinde, FOMC toplantılarına katılan 19 politika yapıcıya *katılımcı*, oy kullananlara da *üye* denir.

Fed başkanının, FOMC başkanı sıfatıyla, para politikası üzerinde yalnızca bir oyu vardır; ancak, gündemi belirleme ve politika eylemleri önerme yetkisi, Komite'nin oybirliğiyle karar alma geleneği ile birlikte, başkanı eşitler arasında birinci derecede etkili kılar. Kurul başkan yardımcısı ve New York Federal Rezerv Bankası başkanı da genellikle oldukça etkilidir ve başkanla yakın iş birliği içinde çalışır.

* Bir bankanın sermayesi, kabaca varlıklarının borçlarını aşan bölümdür ve bu da hissedarlarının özsermayesine eşittir. Sermaye, iflası tetiklemeden kredilerdeki ve diğer yatırımlardaki zararları karşılamak için kullanılabilir, bu nedenle büyük miktarda sermayeye sahip bir bankanın batma riski daha azdır.

Sonuç olarak, elbette, yönetim ve Kongre, düzenlemeler yoluyla Fed'in hedeflerini, yapısını ve yetkilerini belirler. 1977 tarihli Federal Rezerv Reform Yasası'nda resmi olarak ortaya konan ve ikili görev denilen, Fed'in para politikasının kongre denetiminin temel taşı: Kongre'nin FOMC'ye maksimum istihdam ve istikrarlı fiyatlar gibi ekonomik hedefleri sürdürme talimatıdır. Fed'in para politikası hedefleri yasada yer almasına karşın, Fed politika yapıcılar bu hedeflere ulaşmak için, faiz oranlarını ve diğer politika araçlarını yönetmekten sorumludur. Stanley Fischer tarafından popüler hale getirilen bir ayrımında, Fed'in hedef bağımsızlığı yoktur -hedefleri yasama yoluyla başkan ve Kongre tarafından belirlenir- ama en azından ilke olarak, politika bağımsızlığı diyeceğim şeye sahiptir ve bu belirlenmiş hedefleri en iyi şekilde tutturmak için politika araçlarını uygun gördüğü şekilde kullanır.⁹

Fed'in yapısının farklı yönleri -guvernörlerin uzun, birbiriyle örtüşen dönemleri dâhil; politika farklılıkları nedeniyle guvernörlerin başkan tarafından görevden alınamayacağı hükmü; Fed başkanlarının siyasi atamalar olmadığı gerçeği ve Fed'in operasyonları için kongre ödeneklerine güvenmek yerine, sahip olduğu menkul kıymetlerden elde edilen getirilerden ödeme yapma kabiliyeti- onu kısa vadeli siyasi baskılardan korumaya yardımcı olur; hükümet departmanlarından daha bağımsız hareket etmesine ve daha uzun vadeli sonuçlar için daha fazla odaklanmasına izin verir.

Federal Rezerv Bilançosu ve Para Politikası

Herhangi bir banka gibi, Fed'in de varlıkları ve borçları içeren bir bilançosu vardır.* İki ana yükümlülüğü vardır: para birimi, Federal Rezerv notları olarak bilinen nakit ve banka rezervleri. Dikkate değer ölçüde büyük miktarda ABD para birimi dolaşımda; 2021'de yaklaşık 2.15 trilyon dolar veya her bir Amerikalı için 6000 dolardan fazla. (Tabii ki, çok az Amerikalı bu kadar nakit tutar; doların çoğu, genellikle enflasyona ya da yerel para biriminin istikrarsızlığına karşı bir önlem olarak yurtdışında tutulur.)

Banka rezervleri, ticari bankaların Fed'de tuttukları mevduatlardır. (Bankaların kasalarında tuttukları nakit de rezerv olarak sayılır.) Bankalar artık mevzuat gerekliliklerini karşılamak için geçmişte olduğu gibi rezerv tutmak

* Daha doğrusu, her bölgesel federal rezerv bankasının kendi bilançosu vardır, her rezerv bankasının kendi bölgesindeki bankalara son çare olarak bağımsız bir borç veren olarak hizmet verdiği zamanın bir kalıntısı. Birlikte ele alındığında, bölgesel Fed bilançoları, Federal Rezerv Sistemi'nin toplu bilançosunu oluşturur.

zorunda değiller; ancak, yine de bunu yararlı buluyorlar. Örneğin, San Francisco'daki bir bankanın New York'taki bir bankaya para transfer etmesi gerekiyorsa, Fed'e söz konusu parayı, kendi hesabından New York bankasının hesabına aktarma talimatı vererek bunu kolayca yapabilir. Banka rezervleri de güvenli ve likittir ve mevduat sahiplerinin ihtiyaçlarını karşılamak için hızla nakde çevrilebilir.

Ek rezerv isteyen bir banka, bunları genellikle bir gecelik olarak başka bir bankadan ödünç alabilir. Bankaların rezerv ödünç almak için birbirlerinden talep ettiği faiz oranına *federal fonlama oranı* denir. Adına rağmen, federal fonlama oranı, piyasa tarafından belirlenen bir orandır. Ancak, kısaca fonlama oranı, para politikası yapımcıları için kilit bir faiz oranıdır. Modern tarihinin çoğu boyunca, FOMC para politikasını, fonlama oranını etkileme yeteneği aracılığıyla uyguladı; ancak zaman zaman iskonto oranı da para politikası değişikliklerini belirtmek için kullanıldı.

Bilançosunun varlık tarafında, Fed'in ana varlıklarını, farklı vadelerde ABD Hazine tahvilleri (federal hükümet borcu) ile ipotēge dayalı menkul kıymetler (çok sayıda bireysel ipotēgi bir araya toplayan menkul kıymetler) oluşturur. Fed tarafından tutulan ipotēge dayalı menkul kıymetler, devlet destekli işletmeler veya GSE'ler (Government Sponsored Enterprise-Devlet Destekli Girişim) tarafından verilir. Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae takma adlarına sahip GSE'ler, federal hükümet tarafından konut piyasasına kredi akışını kolaylaştırmak için oluşturuldu. Fed'in satın almasına ve elinde tutmasına izin verilen GSE'ler tarafından ihraç edilen tüm menkul kıymetler şu anda devlet garantisi altındadır. Ek olarak, Fed'in son çare olarak borç veren rolündeki bir bankaya verdiği krediler varlık olarak sayılır.

Fed'in bilançosu genellikle azımsanmayacak bir gelir sağlar. Varlık tarafında Fed, sahip olduğu tahvillerden faiz alır. Yükümlülük tarafında ise banka rezervleri için faiz öder ancak para için ödemez. Gelirinin bir kısmını kendi operasyonları için kullanır fakat çoğunluğunu Hazine'ye aktarır, böylece hükümetin bütçe açığını azaltır.

Daha da önemlisi, Fed bilançosunu para politikası kararlarını uygulamak için kullanır. FOMC'nin ekonomik hedeflerine ulaşmak için daha yüksek faiz oranlarına ihtiyaç duyulduğunu varsayalım. Bu kararı veren Komite, federal fonlama oranı için hedef seviyeyi (veya son zamanlarda hedef aralığını) yükseltir.

Son yıllarda Fed, Fed'de tuttıkları rezervler için bankalara ödediği faiz oranı da dâhil olmak üzere, hükümetin belirlediği iki oranı çeşitlendirerek fon oranını etkiledi. Fakat modern tarihinin büyük bir kısmı boyunca Fed banka rezervleri açığı yaratarak fonları yükseltti ve bu da bankaların fon oranını artırmalarına yol açtı. Fed, banka rezervleri tedarikini azaltmak için New York Federal Rezerv Bankası'ndaki Açık Piyasa Masası yoluyla, özel olarak belirlenen ve *piyasa yapıcı* denilen bir dizi özel finansal kurumunu kendi temsilcileri olarak kullanarak özel yatırımcılara Hazine tahvilleri sattı. Yatırımcılar tahviller için para ödedikçe, bankacılık sistemindeki rezervler de eşit derecede düştü. (Tahvil alıcılarını Fed'e çek yazıyormuş gibi düşünün; bu çekleri bozdurmak için alıcıların bankalarının kendi rezervlerini tüketmesi gerekir.) Elde daha az rezerv olunca, doğal olarak bankalara birbirlerinden borç rezerv almaları için ödenen oran (fiyat) da yükseldi. FOMC'nin niyeti de buydu. Benzer şekilde, federal fon oranını (rezerv borç alma fiyatı) düşürmek için Açık Piyasa Masası açık piyasada Hazine tahvilleri satın aldı ve bu da bankacılık sistemindeki rezerv tedarikini artırdı. Parasal genişlemenin bir parçası olan büyük miktarlarda tahvil alımları gibi diğer para politikası türleri de Federal Rezerv'in bilançosunda değişiklikler içeriyor.

Finansal piyasalar sıkı sıkıya birbirlerine bağlı oldukları için Fed'in federal fon oranlarını değiştirebilme becerisi, finansal koşulları daha geniş bir kapsamda etkilemesine izin veriyor. Kolay finansal koşullar borç alma ve harcamayı ve böylece ekonomik faaliyeti teşvik ediyor. Finansal koşulları kolaylaştırmak için FOMC fon oranı için hedef düzeyini düşürüyor, bu da diğer finansal değişkenleri etkiliyor. Örneğin, daha düşük fon oranı genellikle ipotekler ve şirket tahvilleri (konut ve sermaye yatırımı harcamalarını desteklemek), daha yüksek hisse fiyatları (refahı yükselterek harcamayı artırmak) ve daha zayıf dolar (ABD mallarını ucuzlaştırarak ihracat yapmayı teşvik etmek) için daha düşük faiz oranlarıyla ilişkilendirilir. Finansal koşulları sıkılaştırmak için, FOMC fonlama oranı hedefini yükseltir ve gevşek politikanın etkilerini tersine çevirir.

BU KİTABIN TEZİ

Powell'in Fed'inin pandemiye yanıtının da gösterdiği gibi, Fed'in araçları, politika çerçeveleri ve tebligatları, 1951 Hazine-Fed Anlaşması merkez bankasını makroekonomik hedefler peşinde koşması için serbest bıraktığından

beri köklü bir değişimden geçti. Bu kitabın birleştirici tezi, bu değişimlerin ekseriyetle ekonomik teorilerdeki veya Fed'in resmi yetkilerindeki değişimlerin değil, birlikte merkez bankasının hedeflerini ve kısıtlamalarını nasıl gördüğünü şekillendiren üç geniş ekonomik gelişmenin bir sonucu olmasıdır.

Bu gelişmelerin ilki, *enflasyon davranışındaki süregelen değişim ve enflasyonun istihdamla olan ilişkisi*. ABD para politikası, 1950'lerden bu yana ağırlıklı olarak ekonomistler ve politika yapımcıların enflasyon ve iş piyasası arasındaki ilişkiye yönelik görüşlerinden etkilendi. 1960'lar ve 70'lerin politika yapımcıları, bu ilişkiyi yanlış değerlendirdi ve ekonomistlerin "enflasyon psikolojisi" dedikleri şeyin istikrarı bozan etkilerini değerlendirmeyi başaramadı. Bu faktör, yaklaşık 15 yıl boyunca fiyat artışlarına yol açan ikiz hataların bir sonucu olarak Büyük Enflasyonu getirdi.

Eski Fed başkanları Volcker ve Greenspan yönetiminde, 1980'ler ve 90'larda Fed'in enflasyonla mücadele güvenilirliğinin iyileştirilmesi önemli faydalar sağladı ve enflasyonun kontrol altına alınması o dönemlerde Fed'in politika stratejisinin merkezinde yer aldı. Bununla birlikte, sonraki yıllar enflasyon ve işsizlik arasındaki zayıflayan ilişki de dâhil olmak üzere, enflasyon davranışında gözle görülür değişimlere sahne oldu. Para politika yapımcıları 2000'den sonra enflasyonun çok yüksek olabileceği gibi çok düşük olabileceğini de anladılar. Bu değişimler, Powell'ın Fed'inin Ağustos 2020'de sunduğu yeni çerçeve de dâhil olmak üzere, yeni politika stratejileri ve taktiklerinin oluşturulmasına yol açtı. Daha sonra, 2021'de pandemi sonrası ekonomilerin yeniden açılmasıyla ilişkilendirilen sıkıntılar ve darboğazlar, istihdamın pandemi öncesi düzeylerin oldukça altında kalmasına rağmen enflasyonda sert bir yükseliş görülmesine destek oldu. İstihdamla olan ilişkisi de dâhil olmak üzere, enflasyon davranışı zaman içinde neden değişti? Bu durumun şimdi ve gelecekte para politikası ve ekonomi için ne gibi sonuçları olacak?

İkinci gelişme, *faiz oranlarının normal düzeylerinde uzun vadeli düşüş*. Kısmen düşük enflasyon sebebiyle, faiz oranlarının genel düzeyi -para politikası ekonomiye teşvikte bulunmadığı zamanlarda bile- geçmişe göre oldukça düşük. Daha da önemlisi, bu durum Fed ve diğer merkez bankalarının durgunluk dönemlerinde ekonomiyi desteklemek için faiz oranlarını düşürme alanını daraltıyor. Küresel finans krizinin yaşandığı 2008'de ve ekonominin pandemi sebebiyle kapandığı 2020'de federal fonlama oranı sıfıra indi

fakat ekonominin çok daha fazla teşviğe ihtiyacı vardı. Kısa vadeli faiz oranları sıfıra yakinken Fed ve diğer merkez bankaları ekonomiyi nasıl destekleyebilir? Geçmişte hangi araçlar kullanıldı, nasıl işe yaradılar ve gelecekte hangi yeni araçlar kullanılabilir? Mali politikalar -hükümet harcamaları ve vergilendirme- ekonomiyi dengelemek için nasıl bir role sahip olmalı?

Üçüncü ve son uzun vadeli gelişme, *artan sistemik finansal istikrarsızlık riski*. Fed finansal sistemin istikrarını sağlama ve ekonomiyi tehlikeye atan panikler ve iflasları engellemeye yardımcı olmak için kuruldu. Buhran döneminde bunu başaramadı. İkinci Dünya Savaşı ve 2007-2009 küresel finans krizi aralığında ABD, finansal istikrara yönelik periyodik fakat sonunda kısıtlı tehditlerle karşılaştı. Fakat küresel finans krizi, şiddetli finansal istikrarsızlığın tarihsel bir garabet olmadığını veya yalnızca gelişmekte olan piyasalarda olan bir şey olmadığını ortaya koydu. Böyle bir kriz, en gelişmiş ekonomilerde veya en sofistike finans sistemlerinde bile gerçekleşebilir ve büyük hasarlara yol açabilir. Benim başkanlık dönemimde 2007-2009 krizi Fed'i finansal istikrarsızlıkla mücadele etmek için yeni araçlar oluşturmaya zorladı ve Fed, Mart 2020'deki pandemi dönemi krizinde, krizle mücadele araçlarını daha da geliştirdi. Artan istikrarsızlık, ayrıca kayda değer düzenleyici reformlar oluşturulmasını ve finansal sistemin daha yoğun bir şekilde izlenmesini sağladı. Peki bu önlemler yeterli mi? Başka neler yapılabilir? Para politikaları olası finansal istikrarsızlık risklerini ne ölçüde dikkate almalı?

Bu üç faktör esasen ekonomik olsa da Fed'in politika tercihlerini anlamak, politik ve sosyal çevrelerine de dikkat edilmesini gerektiriyor. Fed'in karar alma sürecinin en önemli siyasi etkenlerinden biri de kurumun sahip olduğu bağımsızlık derecesi. Gördüğümüz gibi, Fed'in yapısı -gubernörlerin uzun görev dönemleri ve bütçesel özerlik gibi- kurumun politika bağımsızlığını destekliyor. Öte yandan, Kongre istediği an Fed'in yapısını ve yetkililerini değiştirebilir ve Fed'in demokratik meşruiyeti, yasama ve yürütme dallarında belirtildiği gibi halk iradesine uymasını gerektiriyor. Merkez bankası bağımsızlığının modern durumu nedir? Merkez bankası ne zaman Hazine veya diğer hükümet branşlarıyla iş birliği yapmalı? Para ve maliye politikaları daha koordine olmalı mı? Ekonomik eşitsizliği azaltmak veya iklim değişikliğiyle mücadele etmek gibi daha geniş kapsamlı sosyal hedeflerde Fed'in rolü olmalı mı?

Burada yöneltilecek kritik sorular bu özette değil, bu sorunların ortaya

çıktığı ve Fed politikalarının oluşturulduğu tarihsel bağlamın anlaşılmasıyla yanıtlanabilir. Bu kitabın I. bölümünden III. bölümüne kadar olan kısım; Fed, erken savaş sonrası döneminden bugüne değişen ekonomik ve siyasi bir ortamda çeşitli tepkiler verdiği için Federal Rezerv politikalarının evrimini inceliyor. IV. bölüm ise geleceğe bakıyor; mevcut tartışmaları ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla ABD para politikalarına yönelik gelecekteki beklentileri değerlendirmek için bu deneyimden dersler çıkarıyor.

I. BÖLÜM

20. YÜZYIL PARA POLİTİKASI

Enflasyonun Düşüşü ve Yükselişi

BÜYÜK ENFLASYON

“Büyük” kelimesi genellikle olumlu bir çağrışım yapar. Fakat ekonomide durum pek böyle değil. 1930’lardaki Büyük Buhran ve 2007-2009 dönemindeki Büyük Durgunluk’ta işsizlik tavan yaptı ve gelirlerde sert bir düşüş görüldü. 1960’ların ortalarından 1980’lerin ortalarına kadar süren ABD’nin Büyük Enflasyonu, diğer iki “büyük” döneme göre daha az ekonomik sıkıntıya sebep oldu. Buna rağmen, petrol kuyrukları ve Ford yönetiminin meşhur fakat nafiye Whip-Inflation Now (WIN) rozetleriyle simgelenen bu dönem, Amerikalıların ekonomilerine ve hükümetlerine olan güvenlerini sarstı. Federal Rezerv için ise dönemin hem iyi hem kötü tarafları oldu. Siyasi baskılar ve para politikasının gerekli rolü hakkında çeşitli görüşlerle karşılaşan Fed, 1960’lar ve 70’lerin artan enflasyonuna tereddütlü ve yetersiz bir yanıt verdi. Fakat Paul Volcker yönetimi altındaki kuruluş, enflasyonla mücadeleye başladı ve 1980’lerde bu mücadeleyi kazandı. Zafer maliyetliydi fakat ekonomik politikalara yönelik güveni tazelemeye yardım etti ve yirmi yıl sürececek güçlü bir ekonomik performansın başlangıcı oldu.

Tıpkı bir çocukluk travmasının bir yetişkinin kişiliğini şekillendirmesi gibi, Büyük Enflasyon da hem ABD’de hem de dünyada yıllar boyunca para politikası teorisi ve uygulamasını şekillendirdi. Merkez bankaları bu dönemden çıkarılan dersleri son derece ciddi bir şekilde enflasyonu kontrol altına almaya ve enflasyon beklentilerini yönetmeye odaklanan, enflasyon düşse

bile oldukça etkili olmaya devam eden bir politika çerçevesine dâhil etti. Siyasi baskıların para politikalarını nasıl saptırabileceğini ortaya koyan Büyük Eflasyon deneyimi, birçok kişiyi politika yapımcıların kararlarını tarafsız analizler yoluyla ekonominin uzun vadeli çıkarı için belirli bir düzeyde bağımsız bir şekilde vermeleri gerektiğine ikna etti.

BÜYÜK ENFLASYON: KISA BİR ÖZET

Enflasyon, savaş dönemleri ve bunu takiben gelen seferberliğin sona erdiği dönemler haricinde, 1960'lardan önce ABD'de pek bir sorun teşkil etmiyordu. Hatırladığımız kadarıyla, ABD topraklarındaki en kötü enflasyonlar Bağımsızlık Savaşı'nda -bireysel kolonilerin kendi para birimlerini bastığı dönem- ve Konfederasyon para biriminin çöküşünün görüldüğü İç Savaş'ta yaşandı. Fakat bu dönemlerin ikisi de federal hükümet tarafından basılmış bir para birimi içermiyordu. Büyük Buhran sırasında endişe kaynağı enflasyon değil, deflasyondur -yani fiyatların hızla düşmesi. Enflasyon İkinci Dünya Savaşı'nın sonunda ve tekrar Kore Savaşı'nın başlangıcında kısa bir süreliğine yükseldi. Ancak 1950'lerin başından 1960'ların ortalarına kadar oldukça durgundu. Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) -standart tüketici malları sepeti maliyetinin bir ölçüsü- 1952 ve 1965 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 1,3'e yükseldi.

Bu durum, tüketici fiyatlarının şaşırtıcı bir şekilde yüzde 3,5 arttığı 1966 yılında değişmeye başladı. Bu artış devam etti ve yaklaşık 15 yıllık yüksek ve değişken enflasyonun habercisi oldu. Enflasyon, 1965'in sonundan 1981'in sonuna kadar yıllık ortalama yüzde 7'nin üzerinde geldi ve 1979 ve 1980'de yüzde 13'e yakın bir oranda pik yaptı. Amerikalılar şimdiye kadar bu düzeyde devam eden bir enflasyon oranıyla karşılaşmamıştı ve bundan hoşlanmadılar. 1970'lerin sonuna gelindiğinde yüksek enflasyon ekonomistlerle yapılan anketlerde en büyük endişe kaynağıydı ve insanlar hükümetin ekonomi politikalarına neredeyse hiç güvenmiyorlardı.

Enflasyon 1965'ten sonra neden bu kadar yükseldi? Dönemin ekonomik öğretileri, en azından en başta bu artışı açıklayabiliyor gibi görünüyordu. Kariyerinin büyük bir kısmını London School of Economics'te geçiren Yeni Zelandalı A. W. Phillips tarafından yayınlanan bir makale ana fikri veriyordu. Phillips, Birleşik Krallık'tan neredeyse bir yüzyıllık veri kullanarak, ortalama ücret artışı ve (işsizlik oranıyla ölçülen) iş piyasasındaki durgunluk

arasındaki ilişkiyi inceledi. Phillips, düşük işsizlik oranlarına daha hızlı ücret büyümesinin eşlik etme eğiliminde olduğunu keşfetti. Bu empirik ilişki artık *Phillips Eğrisi*¹ olarak biliniyor.

Phillips eğrisi, sezgisel bir fikri yansıtıyordu: Eğer işçi talebi, arza göre görece yüksekse -yani eğer işverenler işçi bulmakta ve bu işçileri ellerinde tutmakta zorlanıyorsa- işçiler de daha yüksek ücret talep edebiliyorlar. Bunun ötesinde, birçok ekonomistin de dikkat çektiği gibi, bu temel düşünce mal ve hizmetlerin fiyatlarına da uygulanabilir². Eğer talep, şirketlerin müşterilerinin siparişlerini tamamlamalarında zorluk çıkaracak kadar yüksekse, şirketlerin fiyatları artırmak için daha fazla alanı olur. (Ekonomistler artık, orijinal Phillips makalesinde olduğu gibi ücret artışını işsizliğe bağlayan Phillips ücret eğrisi ile tüketici fiyat enflasyonunu işsizlik ve diğer ekonomik eksikliklere bağlayan Phillips fiyat eğrisini ayırıyor.) Esasen Phillips eğrisinin mantığı; enflasyonun, özel ve kamu sektörlerindeki talebin devamlı olarak ekonominin üretim kapasitesini aştığı dönemlerde artması gerektiğini ortaya koyuyor.

Bu basit anlayış, ekonomi genelinde mal ve hizmetlere yönelik talebin hızla yükseldiği 1960'ların sonundaki dönemi betimliyor gibi görünüyor. Talep artışındaki ana faktör federal hükümetin vergi ve harcama politikaları, yani *maliye politikası*ydı. Ekonomiye yönelik hoşnutsuzluk, John F. Kennedy'nin 1960 seçimlerini kazanmasına yardımcı oldu. Ekonomi, 1957-58'deki gerilemede yalnızca hafif bir toparlanma yaşadı. Seçim kampanyalarının devam ettiği 1960 yılında kısa süreli bir gerileme daha başladı ve yıl boyunca ve 1961'e kadar işsizliğin yükselmesine neden oldu. Kennedy, seçmenlere "Amerika'yı yeniden hareketlendireceği"³ sözünü verdi. Bu sözünü tutabilmek için yönetim kadrosunu, Keynes'in 1930'lu yıllardaki yazılarının ruhuyla istihdamı artırmak amacıyla aktif ekonomi müdahalesi yapılması gerektiğini savunan yeni nesil danışmanlarla doldurdu. Kennedy'nin Beyaz Sarayı'nda yer alan ekonomik aydınlar arasında, geleceğin Nobel ödüllü isimleri olan James Tobin, Kenneth Arrow ve Robert Solow vardı. Minnesota Üniversitesi'nden saygıdeğer ekonomist Walter Heller, Başkan'ın Ekonomik Danışmanlar Konseyi'ndeki (Council of Economic Advisers/CEA) bu ekonomi ekibinin başındaydı.

Keynes, işsizlikle mücadelede maliye politikalarının aktif kullanımını savunuyordu. Yeni başkan, danışmanlarının tavsiyeleriyle tüketici ve iş harcamalarını hareketlendirmek için geniş kapsamlı bir vergi indirimi teklifi

sundu. Kennedy, teklifi yasalaşmadan suikasta uğradı ancak halefi Lyndon B. Johnson, 1964'te vergi indiriminin yapılmasını sağladı.

Vergi indirimi geniş çapta bir başarı olarak yorumlandı. Kennedy döneminin başlangıcı 1961'in ortalarında yüzde 7,1'le zirve yapan işsizliğin, 1965 sonunda yüzde 4'e inmesinde rol oynadı.* Makroekonomik politika perspektifinden bakıldığında, bu dönemde politikadaki bu hızlanmayı hafifletmek mantıklı olabilirdi ancak dış politika ve sosyal hedefler, ekonomik istikrara göre daha öncelikliydi. Johnson yönetimi maliye politikası, Vietnam Savaşı ve başkanın gıda değil silah örneğindeki gibi Great Society programları harcamalarını karşılamak için artırıldı. Vietnam'a 1964'te 23 bin Amerikan askeri gönderilmiş ve bu sayı 1965'te 184 bine ve 1968'de yarım milyonun üzerine çıkmıştı.⁴ Bu arada Johnson 1964 yılında War on Poverty (Yoksulluğa Karşı Savaş) politikasını duyurmuş ve 1965'te hükümetin emekli ve düşük gelirli Amerikalıların sağlık giderlerini ödemeyi vaat ettiği Medicare ve Medicaid sağlık sigortası programları açıklanmıştı. Great Society programları, 65 yaş ve üzeri Amerikalılarda işsizliğin gözle görülür bir şekilde düşmesi de dâhil olmak üzere birçok fayda sağladı ancak hükümet harcamalarını artıran bir etkiye de sahipti.

Ekonomi hareketlendikçe ve işsizlik düştükçe (1968-69'da yüzde 3,5'e indi) Phillips eğrisinin öngörülerine paralel olarak maaşlar ve fiyatlar artmaya başladı. Bu noktada sağlık hizmetleri iyi bir örnek: Medicare ve Medicaid'le sağlık hizmetlerine yönelik talebin artmasıyla, sağlık hizmetleri ücretlerindeki artış, muayene ücretleri başta olmak üzere 1965'teki yüzde 4 düzeyinden 1966'da yüzde 9'a yükseldi.⁵ Bu arada nominal savunma harcamaları 1965 ve 1968 arasındaki dönemde yaklaşık yüzde 44 yükselerek askeri müteahhitlerin üretim ve istihdamı artırmasına yol açtı. Ekonomi genelindeki enflasyonist etki, artan harcamaların en azından bir kısmının yüksek vergilerle ödenmesiyle hafifletilebilir, böylece özel sektörün satın alma gücünü düşürebilirdi. Fakat savaş pek ragbet görmüyordu ve Johnson bunun halk desteğini daha da zayıflatacağı korkusuyla yüksek bir vergi artışına direniyordu. (Aslında başkan, 1968'de kişisel ve kurumsal gelirlerde bir yıllık yüzde 10 vergi artışı uyguladı ancak -muhtemelen yalnızca geçici

* Hem vergi indirimlerinin talep yönlü etkilerine odaklanan, hem de daha düşük marjinal vergi oranlarının daha fazla ekonomik aktiviteyi teşvik ettiğine inanan arz yönlü Keynesyenler, bu başarıyı takdir ettiler. Vergi indirimini, güçlü talebin bir işareti olan daha yüksek enflasyon izlediği için, muhtemelen Keynesyenler'in yaklaşımı daha iyi.

bir önlem olarak görüldüğü için- özel sektör harcamalarını düşürmede çok az etkisi oldu.)

Hararetli bir ekonomiyi soğutan tek araç vergi artışları ve harcama kısıtlamaları yoluyla uygulanan maliye politikaları değildir, bunu para politikaları da yapabilir. 1960'larda daha sıkı bir para politikası -yani daha yüksek faiz oranları- konut inşaatları, sermaye yatırımı ve diğer özel sektör harcamalarını federal harcamaları telafi edecek kadar düşürebilirdi. Fakat, az sonra inceleyeceğimiz sebeplerle, Fed para politikalarını enflasyonist güçleri dengeleyecek kadar yeterli veya dirençli bir şekilde sıkılaştırmadı.

Johnson'un halefi Richard Nixon, büyüyen enflasyon problemini kabullenmişti ama tıpkı selefi gibi, o da özellikle 1970'te görülen hafif resesyondan sonra daha sıkı maliye ve para politikalarının siyasi bedellerinden kaçınmak istiyordu. Ekonomist Ray Fair, birkaç yıl sonra başkanlık seçimlerinin ekonomik büyüme üzerindeki güçlü etkisini belgeleyecekti ancak Nixon, bu bağlantıyı ekonometrik bir modele danışmaya ihtiyaç duymadan anlamıştı.⁶

Artan enflasyonla ekonomiyi yavaşlatmadan baş etmenin bir yolu var mıydı? Yaklaşan 1972 seçimini de gözüne kestiren Nixon, ilk başta biraz tereddüt etse de Kongre'den aldığı otoriteyle 1970'te ücret ve fiyat kontrolleri uygulanmasını onayladı. Program, 15 Ağustos 1971'de, I. Aşama olarak da bilinen doksan günlük bir blokeyle başladı. Ocak 1973'e kadar süren II. Aşama'da ücret artışları yüzde 5,5 ile kısıtlandı ve çoğu fiyat artışlarının Fiyat Komisyonu tarafından onaylanması gerekiyordu. III. Aşama kontroller ve gönüllü ücret-fiyat kısıtlamaları arasında geçici bir dönem olarak düşünülmüştü ancak gıda ve yakıt fiyatlarındaki artışın enflasyonu bir kez daha yükseltmesiyle, yönetim 1973'te bu kez altmış günlük bir bloke uyguladı. İkinci blokeyi, bazı fiyatların seçici kontrolünün kaldırıldığı IV. Aşama dönemi izledi. Ücret-fiyat kontrolleri, Nisan 1974'te sona erdi.⁷

Kontroller en başta sevilmişti. Hükümetin sonunda enflasyona karşı güçlü bir eylem aldığının işaretleri olarak yorumlanıyordu. Ancak sonunda maaliyetli bir başarısızlık olacaktı. Bir piyasa ekonomisinde ücretler ve fiyatlar işçi, üretici ve tüketici kararlarını koordine ederek kritik bilgiler sağlar. Örneğin, bir emtia için görece yüksek bir fiyat, üreticileri bu ürünü daha çok üretmeye, tüketicileri ise daha az kullanmaya teşvik eder. Ücret-fiyat kontrolleri, bu koordinasyon mekanizmasına kısa devre attırarak işleri aksatabilir. Nixon'ın kontrollerinin dayatılmasıyla, bazı tüketim malları ve üretim

için kritik bilgilerde kıtlıklar başladı. Örneğin yem fiyatlarını (dünya piyasalarında sabit ve kontrol edilmeyen) artırmak ve et ve tavuğun perakende fiyatlarını kısıtlamak arasında kalan çiftçiler, sürülerini zararına yetiştirmektense mezbahalara gönderdi. Bu arada market rafları da bomboştı. Kontrolleri yok saymak oldukça yaygınlaştı. Şirketler, kurallardan kaçınmanın yollarını buldu ve istisnalar yapılması için lobiler kurdu.

Kontrollerin enflasyon üzerinde kalıcı bir etkisi de olmadı. Enflasyon 1971 ve 1972'de hafif düşse de kontroller kaldırıldıktan sonra yeniden yükseldi. Kontroller, aşırı ısınan bir motorla sıcaklık göstergesin kapatarak baş etmeye benzetilebilir. İşe yaramarları için hükümet harcamalarının düşürülmesi veya para politikasının sıkılaştırılması gibi genel talebi hafifletecek tedbirler alınması gerekiyordu. Örneğin savaş dönemi fiyat kontrollerine, genellikle karneye bağlama (bazı ürünleri satın almak için karneniz olmalı) ve tüketici alım gücünü düşürmek için önlemler (daha yüksek vergiler, savaş tahvilleri satışları) eşlik eder. Ayrıca savaş dönemlerinde vatanseverlikten gelen itaat de işe yarayabilir. Ancak 1972 seçim kampanyalarının da başlamasıyla kitlesel talebi kısıtlamak için bir eylem alınmadı. Aksine, seçim öncesinde hem maliye hem de para politikaları işsizliği düşürmeye odaklı ve genişlemeciydi.

Nixon'ın stratejisi bir açıdan başarılı oldu: Büyük bir yankı yaratarak yeniden seçilmişti. Ancak 1970'lerin ilerleyen dönemlerinde enflasyon daha da yükseldi. Kontrollerin sona ermesinin yanı sıra, enflasyon oranını yükselten iki ana gelişme petrol fiyatları ve insan psikolojisiydi.

İsrail ve komşuları arasında yaşanan Yom Kippur Savaşı'na bir tepki olarak, Arap petrol üreticileri Ekim 1973'te ihracata ambargo uyguladı. Petrol fiyatları, 1972'den 1975'e kadar olan dönemde dört katın üzerine çıktı.⁸ Petrol ithalatında daha yüksek fiyatlar, gaz ve konut yakıtı fiyatlarında artışa yol açtı. Ama yüksek petrol fiyatları, ayrıca üretimi oldukça fazla enerji gerektiren mal ve hizmetlerin fiyatlarında da artışa sebep oldu. Örneğin taksiler ve kamyoncular ek yakıt masraflarını karşılayabilmek için fiyat artışlarına gitti.

Bazı ücret-fiyat kontrolleri ambargo döneminde hala uygulanıyordu ve hükümet Kasım 1973'te seçili petrolle ilişkili fiyatlara ek kontroller getirdi. Tahmin edileceği üzere, tavan fiyatları kıtlıklara yol açtı: meşhur doğal-gaz sıraları, disko ve Watergate ile dönemin simgelerinden biri haline geldi. 1974'te birçok araç sahibi, plakalarının son rakamına göre ayın tek veya

çift günlerinde yakıt satın alabiliyordu. Pompa sırasında bekleyen huzursuz şoförler arasında bazen kavgalar bile çıkabiliyordu. Küresel ekonomide 1970'lerin ortalarında talebi düşüren gözle görülür ekonomik durgunluğa rağmen dünya genelinde petrol fiyatları sonraki birkaç yılda yüksek seyretmeye devam etti. 1979'daki İran devrimi ve Şah'ın devrilmesi tedariki bir kez daha sekteye uğrattı ve petrol fiyatlarının iki kat artmasına ve bir kez daha enflasyonun fırlamasına yol açtı.

Aynı anda, daha endişe verici bir gelişme daha vardı: yeni bir enflasyon psikolojisi toplumu ele geçiriyordu. Enflasyon 1950'ler ve 1960'ların başında o kadar düşüktü ki insanlar günlük hayatlarında enflasyonu rahatça göz ardı edebiliyordu. Fakat enflasyon tırmanmaya başladığında ve hükümetin bu artışı kontrol altına alma çabaları yetersiz veya hatta ters etki yaptığında insanlar yüksek ve istikrarsız enflasyonu yeni normal olarak görmeye başladı. Çalışanlar, bir rutin olarak ücret pazarlıklarında enflasyon tazminatı talep etmeye başladı. Bunu genellikle gayri resmi olarak yapsalar da bazıları 1970'lerde çoğalmaya başlayan otomatik endeksleme mekanizmaları (COLA'lar veya hayat pahalılığı ayarlamaları) yoluyla talep etti. İşverenlerin ücret artışlarına direnebilecek teşviki yoktu, bunun yerine artan maliyetleri tüketicilere ödetmeye odaklandılar. Kendi kendine güçlenen bir döngüde yüksek enflasyon beklentileri enflasyona yeni bir hız kazandırdı, bu da bu beklentileri onayladı. Böylece *"ücret-fiyat spirali"* terimi sözlükte yer bulmaya başladı.

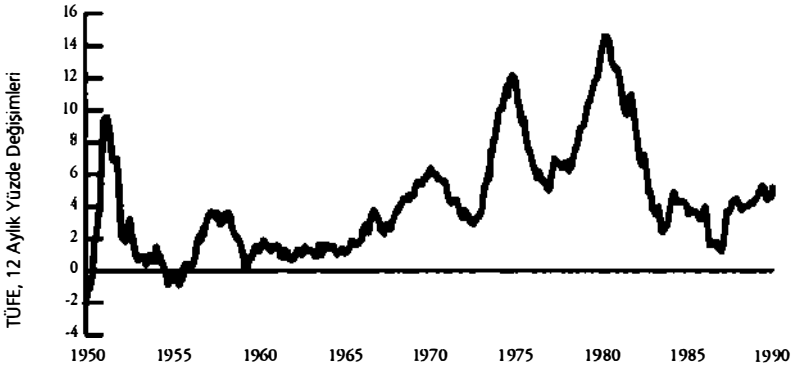
İstikrarsız enflasyon beklentileri ayrıca petrol fiyatı şoklarını da güçlendirdi. Petrol veya diğer önemli bir emtia fiyatında tek seferlik bir artış, kendi başına enflasyonda yalnızca geçici bir artışa yol açar. Bununla birlikte, ilk enflasyon artışı insanların enflasyonun sürekli olarak yükseleceği sonucuna varmalarına neden olursa bu beklenti, işçiler ve şirketler süregelen fiyat artışı beklentilerini kendi ücret ve fiyat taleplerine dâhil etmeye başladıkları için kendi kendine gerçekleşebilir. Bu model 1970'lerde oldukça belirgindi.

Ani enflasyon artışı beklentileri bir problemdir ama muhtemelen bundan daha da beteri var: enflasyona yönelik belirsizlik. Prensipte yüzde 8'lik bir enflasyon oranına -eğer gerçekten istikrarlı ve öngörülebilirse- adapte olmak o kadar da zor olmayabilir. Şirketlerin belirlediği ücretler ve fiyatlar, tüm fiyatlarda yüzde 8'lik bir artışı hesaba alan bir artışa kolayca adapte olabilir ve faizler yatırımcılar ve bankaların yatırımlarının alım gücünde olası

bir kaybı telafi etmek için yüzde 8'lik bir prim içerebilir.

Gerçek hayatta ise, özellikle emeklilik planlamalarında, uzun zaman dilimlerinde nispeten istikrarlı bir enflasyon bile insanların kafasını karıştırabilir. Fakat her koşulda, enflasyon yüksekse aynı zamanda istikrarsız, dengesiz ve tahmin edilmesi zor oluyor. Büyük Enflasyon döneminde de olan buydu. TÜFE enflasyonu 1972'de yüzde 3,4'ten 1974'te yüzde 12,3'e, 1976'da yüzde 4,9'a ve 1978'de yüzde 9'a fırladı. Öngörmesi zor bir enflasyon, karışıklık ve ekonomik riskler yaratır. İnsanlar, maaşlarının veya birikimlerinin gelecekteki alım gücüne güvenememeye başlar. Özellikle düşük gelirli haneler savunmasız bir konumdadır çünkü sahip oldukları birikimin büyük bir kısmını nakit olarak veya vadesiz hesaplarda tutarlar ve fiyat değişikliklerine karşı kendilerini daha az koruyabilirler. Yüksek enflasyonun neden olduğu güvensizlik ve belirsizlik, 1970'lerin sonunda neden birçok insanın enflasyonu yıkıcı bir problem olarak gördüğünü açıklamaya yardımcı oluyor.

Grafik 1.1 Enflasyon, 1950-1990



Enflasyon 1950'ler ve 1960'larda istikrarlıyken 1960'ların sonunda yükselmeye başladı ve 1970'lerde oldukça yüksekti. En nihayetinde 1980'lerde kontrol altına alındı. Kaynak: İşgücü İstatistikleri Bürosu ve FRED.

Petrol fiyatı şokları ve istikrarsız enflasyon beklentilerinin birleşmesi büyük bir etki yaratmıştı. Enflasyon giderek daha da kontrolden çıkmış gibiydi; 1979'da yüzde 13,3'e ulaşmış, 1980'de yüzde 12,5'e inmişti. 1974'te görülen yüzde 12,3'lük enflasyonla birlikte, bunlar 1946'dan beri görülen en yüksek enflasyon oranlarıydı.

EVİRİLEN PHILLIPS EĞRİSİ

1970'lerin enflasyonu, yalnızca yüksek enflasyonun aşırı düşük işsizlik oranlarıyla meydana geldiğini tahmin eden eski 1958 Phillips eğrisine aşına olan bir ekonomisti muhtemelen şaşkına çevirmiştir. Aslında 1970'lerde işsizlik ortalamada pek düşük sayılmazdı ama 1973-75 dönemindeki şiddetli ekonomik gerilemenin ardından yüzde 9 yükseldi. Yüksek enflasyon ve ekonomik durgunluğun ızdıraplı birleşimine *stagflasyon* adı verildi. 1970'lerin ortalarına gelindiğinde Phillips eğrisi, en azından o dönemde anlaşıldığı kadarıyla, bozulmuş gibi görünüyordu.

Fakat dönemin ekonomistleri, esasen Phillips eğrisi fikrinin hala kullanılabileceğini ve iki makul iyileştirmeye enflasyon teorisinin modern biçimine yakın bir şeye dönüştürülebileceğini ortaya koydu.

İlk iyileştirme: orijinal Phillips eğrisinin enflasyon ve işsizlikteki çoğu değişikliğin ekonomi genelinde mal ve hizmetler talebindeki değişiklikleri yansıttığı (çoğunlukla üstü kapalı) önermesini vurgulamaktı. Tıpkı patates talebindeki bir artışın patates sektöründe üretimi, fiyatları ve istihdamı artıracığı gibi, talepte bir artış da (örneğin Vietnam Savaşı ve Great Society için artan hükümet harcamaları), istihdamı artırmalı ve ücretleri ve fiyatları yükseltmeliydi. Eğer ekonomik dalgalanmaların ana nedeni talepteki değişikliklerse, tıpkı orijinal Phillips eğrisinin öngördüğü gibi, düşük işsizliğe de nispeten yüksek enflasyon eşlik etmeliydi.

Bununla birlikte, bazen ekonomi talepten çok arz şokları yaşar. Petrol fiyatlarında 1973-74 ve 1979'da görülen ani artışlar bunun klasik bir örneği. 1970'lerdeki artan petrol fiyatları, birçok mal ve hizmetin üretim ve nakliye maliyetlerini artırarak enflasyonu besledi. Tıpkı patatesleri mahveden bir kufün, patates sektöründe patates fiyatlarını artırırken patates üretimi ve istihdamını düşüreceği gibi, makroekonomik bir arz şoku da stagflasyonisttir; yani hem enflasyon hem de işsizlik artar. Bu yüzden, Phillips eğrisinin verileri açıklayabilmesi için arz şoklarından kaynaklanan enflasyonla talep şoklarından kaynaklanan enflasyonu ayırmak gerekir. Ekonomistler bu ayırımı yapabilmek için yöntemler geliştirdi.

Enerji ve gıda fiyatlarını barındırmayan bir enflasyon ölçümü olan *çekirdek enflasyona* -değişkendir ve arz sıkıntılarına maruz kalır- odaklanmak pratik bir yaklaşımdır. Arz şoklarının bazı önemli kaynaklarını barındırmadığı için, çekirdek enflasyon talepteki artış ve düşüşlerin enflasyon oranını nasıl

etkilediğinin daha iyi bir göstergesi olabilir. 1970'lerde çekirdek enflasyondaki görünüm, arz tarafındaki şoklar daha belirgin olsa da enflasyonunun talebe de yanıt verdiğini ortaya koyuyordu. Örneğin, çekirdek enflasyon 1969-70, 1973-75 ve 1980 resesyonlarından sonra gözle görülür bir şekilde düştü. Bu da yavaş büyüme ve yüksek işsizliğin, arz faktörlerinin etkisine rağmen hala fiyat artışları oranını yavaşlatabilme becerisine sahip olduğunu gösteriyor.

Arz şoklarını eklemenin yanı sıra geleneksel Phillips eğrisine yapılan ikinci iyileştirme, enflasyon beklentilerinin daha belirgin bir role sahip olmasına izin vermektir. 1960'ların sonunda, geleceğin Nobel ödüllü isimleri Milton Friedman ve Edmund Phelps, -1970'lerde hüküm süren- kendi kendini güçlendiren bir enflasyon psikolojisi olasılığını öngörmüştü. Friedman, Aralık 1967'de American Economic Association'da* yaptığı konuşmada, enflasyon ve işsizlik arasındaki geleneksel Phillips eğrisi ilişkisinin, -enflasyonun yüksek kalması durumunda olacağı gibi- enflasyon beklentileri yükselirse istikrarsızlaşacağını öngördü.⁹ Friedman, insanların enflasyonun yükselmesini bekliyorlarsa, ücret ve fiyat artışına yönelik taleplerini aynı oranda artırarak alım güçlerini korumaya çalışacaklarını savundu. Yani, haneler ve şirketlerin enflasyon beklentilerinde yüzde 1'lik bir artış, zaman içinde enflasyonda yüzde 1'lik bir artışa yol açmalıydı. Phelps de 1968 tarihli makalesinde benzer savlar yaptı.¹⁰ 1970'ler, Friedman-Phelps teorisinin geçerliliğini ortaya koyacaktı.

İnsanların enflasyon beklentilerini değiştiren nedir? Enflasyon beklentilerinin belirleyici faktörleri ve merkez bankalarının bu beklentileri nasıl etkileyebileceğine yönelik tartışmalar, 1960'lardan beri -hatta belki daha öncesi- para politikası analizi ve uygulamasında kilit bir rol oynuyor. Fakat insanların deneyimlerinden öğrendiği tartışılmaz bir gerçek, bu yüzden hükümetin 1960'ların sonu ve 1970'lerin başında enflasyonu kontrol altına alma konusundaki başarısızlığı, enflasyonun düşük kalacağına yönelik beklentileri alt üst etti. Haliyle daha yüksek enflasyon beklentileri, gerçek enflasyonu artırmaya yardımcı oldu. Bu, daha sonra bir kısır döngü halini alacak, enflasyonu ve enflasyon beklentilerini makul bir düzeyde yeniden dengelemenin oldukça zor olacağı anlaşılacaktı.

1970'ler deneyimi ve Friedman, Phelps ve diğerlerinin ortaya attığı

* Ç.N. ABD'de ekonomik araştırma tartışmaları ve yayını üzerine çalışan, kâr amacı gütmeyen akademik bir kuruluştur.

fikirlerle değişen Phillips eğrisi, bugün ekonomistlerin enflasyon anlayışının merkezinde yer almaya devam ediyor. Modern biçiminde özetlemek gerekirse Phillips eğrisi üç iddiada bulunuyor:¹¹

Bir: Talepteki artışın arzdaki artışla uyuşmamasıyla güçlenen ekonomik genişleme hem ücretler hem de fiyatlarda kaçınılmaz olarak daha yüksek bir enflasyona yol açar. Bu, Phillips'in araştırması sonrası gelen orijinal 1958 Phillips eğrisi ve çalışmalarının ana mesajıydı.

İki: Arz şokları, en azından bir süreliğine stagflasyonisttir; enflasyonu artırır fakat çıktıları ve istihdamı azaltır. 1970'lerdeki petrol fiyatı şoklarından sonra yaşanan buydu.

Üç: İşsizlik düzeyi ve arz şokları etkisini sabit tutmak, hane ve şirketlerin enflasyon beklentilerini artırarak nihayetinde gerçek enflasyonda kabaca bire bir oranında artışa yol açar. Buna karşılık daha yüksek bir enflasyon, yüksek enflasyon tahminlerini haklı çıkarır ve bu da bir kısır döngü halini alır.

Phillips eğrisinin güncellenmiş hali, ABD'nin Büyük Enflasyonu için iyi bir açıklama sunuyor. Kennedy ve Johnson yönetimindeki mali politika-vergi kesintileri, savaş harcamaları ve toplumsal harcamalar- gereğinden fazla bir süre gevşek kaldı. Bu da ekonomide aşırı ısınmaya ve enflasyon probleminin başlamasına yol açtı. Başkan Nixon, enflasyonu ücret ve fiyatlarda doğrudan kontrollerle yatıştırma umuduyla talebi artırmaya devam etti fakat başarısız oldu. Nixon'ın kontrolleri kısıtlılara ve kaynakların yanlış dağıtılmasına yol açtı, kontroller kaldırıldıktan sonra enflasyon yine geri döndü. Petrol fiyatlarındaki küresel artış ve diğer olumsuz arz şokları, Phillips eğrisi dengelenmesini daha da zorlaştırdı ve ekonomiyi stagflasyona sürükledi. Ve enflasyon psikolojisi daha da etkili olmaya başlayarak, daha yüksek enflasyon ve daha yüksek enflasyon beklentilerinden oluşan, sürekli yenilenen bir spirale dönüştü.

Güncellenen Phillips Eğrisi Büyük Enflasyonu açıklamaya yardımcı olsa da bir soru yanıtsız kalmaya devam ediyor: Federal Rezerv neredeydi? Fed enflasyonun kontrolden çıkmasına neden izin verdi ve enflasyonist döngüyü bozmak için neden daha fazlasını yapmadı? Bunların kısa yanıtı: Ham politikalar ve enflasyon sürecine yönelik hatalı görüşler, Fed liderlerinin kritik anlarda geriye çekilmelerine ve enflasyonu kontrol altına alabilecek can sıkıcı adımlardan kaçınmalarına sebep oldu.

WILLIAM MCCHESNEY MARTIN, LYNDON B. JONHSON VE BÜYÜK ENFLASYONUN BAŞLANGICI

Bugün de olduğu gibi, Fed başkanları 1960'lar ve 1970'lerde kurumun politikalarını ciddi ölçüde etkiledi. Büyük Enflasyonun hem başlangıcı hem de zirvesinin görüldüğü yirmi yedi yıllık süreçte Fed'i yalnızca iki kişi yönetti: William McChesney Martin Jr. (1951-1970 aralığında başkanlığı) ve Arthur Burns (1970-1978 aralığında görev aldı). Fed'in Büyük Enflasyonu kontrol altına almada neden başarısız olduğunu anlamak için, önce bu iki kişinin kararlarını şekillendiren anlayışları ve siyasi güçleri anlamamız gerekiyor.

Fed tarihinin en uzun süreli başkanı Martin Jr., görev süresince beş ABD başkanı gördü. Babası William McChesney Martin Sr. Fed'i oluşturan yasanın yazılmasına yardımcı oldu ve daha sonra St. Louis Fed başkanlığı yaptı. Martin Jr. Yale Üniversitesi'nde İngilizce ve Latince eğitimi aldı ve ciddi ciddi bir Presbiteryen kilisesinde papaz olmayı düşünüyordu – sigara, alkol ve kumardan uzak dururdu. Öte yandan babasının iş ve finans alanlarına gösterdiği ilgiyi miras edinmişti. İlk işinde, St Louis Fed'de banka müfettişi olarak babası için çalıştı.¹² Sonraki dönemde kariyerinde hem bankerlik hem de memurluk yer aldı. 1938'de, 31 yaşındayken New York Menkul Kıymetler Borsası başkanı oldu ve borsadaki güveni yeniden inşa etmek için çalıştı. Daha sonraki dönemlerde Export-Import Bank başkanı ve Hazine Bakanlığı başkan yardımcısı olarak görev aldı.

Martin, Hazine Bakanlığı'ndayken ABD tarihinde bir dönüm noktası özelliği taşıyan 1951 Hazine Bakanlığı-Federal Rezerv Anlaşması'nda baş müzakereci oldu. (Hazine Bakanı John Snyder bir katarakt ameliyatı için hastaneye kaldırıldığından tüm yetkiler Martin'e devredilmişti.) Fed, Hazine Bakanlığı talebiyle 1942'den itibaren hükümetin savaş borçlarını ödeme maliyetlerini düşürmek için kısa ve uzun vadeli faiz oranlarını sabitledi. Savaş dönemi kontrolleri ve tahsisleri sonrası gelen enflasyon patlaması kısa süreli olsa da Fed, sonraki birkaç yılda faiz oranlarını düşük oranlarda sabit tutmanın ekonomide aşırı bir hareketlenmeye yol açmasından korkuyordu. Bu yüzden sabitlemeyi sona erdirmeye çalıştı.

Güney Kore'de yeni bir savaş başlarken, Beyaz Saray ve Hazine Bakanlığı Fed'in politikasında değişiklik yapılması önerisine direniyordu. Olağanüstü bir kamu savaşı çıkmıştı –hatta bir noktada Başkan Truman, Federal Açık Piyasa Komitesi'nin tüm üyelerini Beyaz Saray'da toplayarak bir nutuk

çektii. Toplantı sonrası Başkan Truman yayınladığı açıklamada, FOMC'nin faiz oranlarındaki sabitlemeyi sürdürmeyi kabul ettiğini öne sürdü. Fakat FOMC böyle bir taahhütte bulunmamıştı ve Marriner Eccles -eski Fed başkanı, o dönemde Yönetim Kurulu'ndaydı- medyaya Başkan'ın sözleriyle çelişen bir açıklama sızdırdı. Fed, Kongre veya medyadan neredeyse hiç destek almasa da süregelen inadıyla haklı çıktı.¹³ Bunu takiben Hazine Bakanlığı'yla yapılan anlaşma, Fed'in sabitlemeyi aşamalı olarak durdurmasına, enflasyon kontrolü de dâhil olmak üzere ekonomik istikrar sağlanması için faiz oranları belirlemesine izin verdi.¹⁴

Anlaşmada da belirtildiği üzere Fed'in rolündeki değişim, dönemin siyasi ve entelektüellerinin ortak kanısıyla tutarlıydı; bu konsensüs, -savaş sonrası Buhran ve Keynes öğretisi etkisini yansıtan- hükümet politikalarının ekonomik patlamalar ve resesyonları doğal ve kaçınılmaz olarak kabul etmek yerine, enflasyon da dâhil ekonomiyi istikrarlı bir hale getirmek için sürekli olarak çalışması gerektiğini savunuyordu. Kanunen, 1946 yılındaki İstihdam Yasası bu görüşü yansıtıyordu: federal hükümetin "maksimum istihdam, üretim ve alım gücü" sağlamak için tüm uygulanabilir araçları kullanmasını gerektiriyordu. Doğrusu Kongre'nin daha güçlü ve istikrarlı bir ekonomi arayışında Federal Rezerv'i görevlendirme isteği, Hazine'yle olan anlaşmazlığında Fed'e bir avantaj sağlamış gibi görünüyor.¹⁵ Fed'in açısından, anlaşma kuruluşun para politikalarında daha fazla bağımsızlık yolunda bir dönüm noktasıydı -yani bu durumda, Hazine'nin finansman ihtiyaçlarına hizmet etmek yerine daha büyük ekonomik hedeflerde ilerleme sağlamak için politika oluşturma özgürlüğü kazanmıştı. Anlaşmaya varıldıktan kısa bir süre sonra, Truman Fed'in -bazen acımasız olabilen Hazine-Fed anlaşmazlığı sonrasında- hükümetle daha fazla çalışamayacağına inandığı için istifa eden eski başkanı Thomas McCabe'in yerine Martin'i atamıştı. Truman, Hazine'deki eski rolü göz önüne alındığında Martin'in para politikasını gevşek tutarak Fed'de başkanın siyasi kolu olarak hizmet edeceğini umuyordu. Fakat Martin, Fed'in yeni kazanılan politikâ özgürlüğü pahasına Beyaz Saray talimatlarını kabul etmeyi reddeden daha iyi olduğunu gösterecekti.

* Tarafların yayınladığı kısa açıklamaların ikisi de aslında belirsizdi, Hazine ve Fed yalnızca "hükümetin gereksinimlerinin başarılı bir şekilde finanse edilmesini sağlamak ve aynı zamanda kamu borcunun parasallaşmasını en aza indirmek için borç yönetimi ve izlenecek para politikaları konusunda anlaşmaya vardı." Fed, bu ifadeyi, Hazine menkul kıymetleri üzerindeki faiz oranlarını sabitleme zorunluluğundan kurtuluşu olarak yorumladı.

(Truman, daha sonra Martin'le şans eseri karşılaştığında ona tek bir kelime söylemişti: "Hain."¹⁶) Kendisi de bir pısrık olmayan ve 1980'lerde Fed başkanı olarak görev alan Paul Volcker, Martin'in "dostane tavrı ve alçakgönüllülüğüyle politika ve Federal Rezerv'in bağımsızlığını savunma konusunda güçlü bir karaktere sahip olduğunu"¹⁷ yazacaktı. Fakat bu karakter sınanacaktı.

Martin belirli bir ekonomik öğretiyi savunmuyordu. Temel yaklaşımı basitti: Para politikasının iş döngüsüne dayanması ve hem resesyona hem de ekonomik patlamalara karşı enflasyonda aşırılaşmaktan kaçınmak için kullanılması gerektiğine inanıyordu.¹⁸ Bu, pratikte enflasyon bir sorun oluşturmada önce ekonomik genişleme dönemlerinde faiz oranlarını yükseltmek ve resesyonlarda veya büyüme yavaşladığında da faiz oranlarını düşürmek anlamına geliyordu. Meşhur bir şekilde Federal Rezerv'i, "tam da parti canlanmaya başlarken punç kasesinin kaldırılmasını"¹⁹ emreden bir refakatçiye benzetmişti. Martin, uzun vadede düşük enflasyonun büyüme ve istihdamla takas edilen bir şey olmak yerine sağlıklı ekonomik gelişmeyi desteklediğine inanıyordu: 1957'de "Fiyat istikrarı, sürdürülebilir büyüme için elzemdir"²⁰ demişti.

Martin ekonomik istikrar sağlamak ve düşük enflasyonu teşvik etmek için para politikası yönetiminde -eski dönemlerdeki gibi- doların altın karşısındaki değerini korumak, spekülasyoncu fazlalıklara karşı çıkmak veya hükümet borcu finansmanını kolaylaştırmak yerine, modern merkez bankacılığının şablonunu oluşturmaya yardımcı oldu. İktisat tarihçileri Christina Romer ve David Romer, Martin'in 1950'lerdeki para politikasının -yani döngüsel rüzgarlara karşı direnmesi ve gerektiğinde enflasyonist baskıları önceden engellemesi- 1960'lar ve 1970'lerin politikalarından ziyade 1980'ler ve 1990'ların politikalarına benzediğini savunuyor.²¹ Şüphesiz, bu yaklaşım 1952'de Başkan seçilen Eisenhower'ın da enflasyonu düşük tutmanın önemi ikna olmasına ve Martin'in bu on yıl boyunca yaptığı enflasyon karşıtı faiz artışlarına direnmemesine yardımcı oldu.

Kennedy yönetiminde siyasi ve politika ortamı kayda değer bir değişim geçirdi ve Kennedy'nin suikastından sonra göreve gelen Johnson döneminde bu değişim daha da hızlandı. 1960'lardan önce "maksimum istihdam" sağlaması için hükümeti sorumlu tutan 1946 tarihli İstihdam Yasası destekleniyordu. Buna karşılık, (İstihdam Yasası'nı yaratan kuruluş olan) Beyaz

Saray Ekonomik Danışmanlar Konseyi (Council of Economic Advisers/CEA) başta olmak üzere Kennedy yönetimi, maksimum istihdamı nicel olarak tanımlayarak yasayı işler hale getirmeye çalıştı. Maksimum istihdam -veya zaman içinde daha yaygın haliyle tam istihdam- için bir sayı belirlemek, ekonomi politikasına belirli bir hedef sağlayacak, böylece politika başarısı için de bir ölçüt sunacaktı.²²

Fakat -bugünkü gibi- o dönemlerde tam istihdamı tanımlayacak belirli unsurlar yoktu. Hem Kennedy hem de Johnson'a danışmanlık yapan nüfuzlu ekonomistlerden Arthur Okun, 1962'de Phillips eğrisi mantığını kullanarak tam istihdamı "enflasyon baskısı olmadan"²³ elde edilebilecek en yüksek istihdam düzeyi olarak tanımladı. Ve resesyon dönemleri dışında, yüksek enflasyonun görülmediği bir dönem olan 1950'lerde işsizlik oranı yüzde 4 veya daha aşağısında olduğu için, CEA ekonomistleri tam istihdamın yüzde 4'lük işsizlik oranı demek olacağını tahmin etti. Bu tahmin politika yapımcılar ve ekonomistler tarafından yaygın bir şekilde kabul edildi. Kennedy'nin göreve gelmesinden kısa bir süre sonra işsizlik oranı yüzde 7'yi aştı ve 1962'nin sonunda yüzde 5.5 düzeyindeydi. Bu da iş piyasasında gözle görülür bir durgunluk olduğunu ima ediyordu. Başka bir deyişle ülke, tam istihdam sağlandığında elde edilecek üretim oranına göre düşük üretim anlamına gelen bir çıktı açığıyla savaşıyordu. Okun, işsizlik oranındaki her bir yüzde puanın, çıktıda yüzde 3 kayba denk geldiğini öne sürdü. Bu tahmin, daha sonra genel olarak kabul gören *Okun Yasası*²⁴ olarak bilinecekti. CEA, çıktı açığını kapatmanın para politikasının ana hedefi olması gerektiğini ve bunun, enflasyonist baskı yaratmadan -yani işsizlik yüzde 4 düzeylerinde olduğu sürece- yapılabileceğini savundu.

Okun tarafından tanımlanan tam veya maksimum istihdam ve tam istihdama işaret eden işsizlik oranı, modern makroekonomide önemli kavramlar olmayı sürdürüyor. Bugün, ekonomistler istikrarlı enflasyonla tutarlı en düşük işsizlik oranını *doğal işsizlik oranı* -bazen u^* olarak kısaltılır- olarak adlandırıyor. "Doğal oran" tanımı, u^* 'nin değişmez olduğunu ima ettiği için biraz yanıltıcı olabilir. Gerçekte ise, örneğin iş gücünün demografik yapının veya ekonomi yapısındaki değişiklikler sebebiyle u^* zaman içinde

* İşsizlik oranı ve tam istihdamın sıfırda denkleneceği düşünebilir fakat ekonomistler en güçlü işgücü piyasalarında bile, insanlar iş değiştirdiği, başka işlere yöneldiği ve eğitim veya mevcut işlerde çalışmak için beceriler edinmeleri gerektiği için her zaman bir işsizlik düzeyi olacağını kabul ediyordu.

farklılık gösterebilir. Ve diyelim ki beceri veya işverenlerle çalışanların eşleşmesini geliştirmeyi hedefleyen politikalar yoluyla u^* 'yu düşürmek daha iyi işgücü piyasası sonuçları doğurabilir. Buna rağmen “doğal oran” tanımını şu an geniş çapta kabul görüyor.

Doğal oran konsepti 1960'lardan bu yana pek değişmese de edinilen tecrübe, u^* tahminlerinin oldukça belirsiz olabileceğini gösterdi, bu da politika oluştururken u^* kullanımında daha dikkatli olunması gerektiği anlamına geliyordu. Bu belirsizlik bizim hikâyemizle bağlantılı çünkü CEA 1960'lar ve 1970'lerde doğal işsizlik oranını yüzde 4 olarak kabul etse de bunun aksine, Okun'un deyişiyle “enflasyonist baskılar olmadan” elde edilebilecek işsizlik oranının o dönemde yüzde 4'ün çok üstünde olması gerektiği anlaşıldı. Bunun daha sonra şiddetli etkileri olacaktı. Olası çıktının ve buna karşılık gelen doğal işsizlik oranının geriye dönük tahminlerini yapan Kongre Bütçe Ofisi (CBO), bugün u^* oranının 1960'larda yüzde 5,5 ve 1970'lerde yüzde 6 düzeyinde olduğunu tahmin ediyor.* Edinilen tecrübe sayesinde yapılan modern tahminler doğruysa, 60'lar ve 70'lerdeki çıktı açığı politika yapımcıların o dönemde tahmin ettiğinden daha düşük olmanın yanı sıra, çıktının ekonominin sürdürülebilir potansiyelinin oldukça üstünde olması sebebiyle genellikle negatifti. O dönemin politika yapımcılarının u^* tahminlerine fazlasıyla güvendikleri ve enflasyon artsa bile bu tahminlerin arkasında durmaya devam ettikleri açıkça görülüyor.²⁵

Yüksek miktardaki savaş dönemi harcamalarının Büyük Buhran'ı sona erdirdiği gerçeğiyle desteklenen bir fikir olan mali politikanın ekonomik istikrar yolunda başı çekmesi gerektiğine yönelik dönemin Keynesyen konsensüsüyle, Kennedy yönetimi mevcut çıktı açığını kapatmak için para politikası uygulamak yerine vergi indirimleri -mali bir politika- yapmayı tercih etti. Fakat arkasına Kongre'yi de alan yönetim, Fed'in hükümetin büyümeyi canlandırma çabalarını destekleyeceğini varsayıyordu. 1961'den itibaren, aralarında Fed başkanı, Hazine bakanı, Beyaz Saray bütçe direktörü, CEA başkanı ve bazen de ABD başkanının²⁶ yer aldığı Quadriad isimli grup düzenli olarak bir araya gelmeye başladı. Grubun amacı, ekonomi politikalarını

* CBO'ya göre, 1960'ların sonunda ve 1970'lerde u^* düzeyinde görülen artış, 1950'lerdeki artışla karşılaştırıldığında, işsizlere iş bulmak için gereken süreyi artıran işgücündeki değişen demografik özellikleri ve ekonomideki yapısal değişiklikleri yansıtıyordu. Bkz, Brauer (2007). Orphanides (2003), 1970'li yıllardaki politika yapımcıların dönemin üretimindeki yavaşlamanın farkında olmadığını, bu yüzden ekonominin potansiyel çıktısını gözlerinde büyüttüklerini savunuyor.

düzenlemektir. Beyaz Saray'ın buradaki görevi ise Fed'in hemfikir olduğundan emin olmaktır. Ayrıca Kennedy ve Johnson Fed'in Yönetim Kurulu'na kendi genişlemeci görüşlerine yakın isimler atadı. Bu durum Martin'i daha da baskılayacaktı.

Martin, gerçekte politikanın başarabileceklerinin fazla iyimser olduğu düşüncesiyle Keynesyen ortodoksluğuna şüpheli yaklaşıyordu fakat enflasyon 1960'larda ılımlı seyretmeye devam etti. Bununla birlikte, Kennedy-Johnson vergi indirimleri ve Vietnam'a giden asker sayısının artmasıyla Mayıs 1965'te Martin, "sürekli açıkların ve ucuz paranın"²⁷ olası enflasyonist sonuçlar doğurabileceğine yönelik endişelerini açıkça dile getirdi. İşsizlik oranının yüzde 4'lük -Beyaz Saray tahminlerine göre tam istihdam- kritik düzeyde olduğu Aralık 1965'te, Martin 4'e 3 oyla kurulun desteğini kazandı ve Fed'in iskonto oranında yarım yüzde puanlık bir artış yaparak enflasyona karşı oldukça önleyici bir eylem aldı.* Tıpkı 1950'lerdeki gibi, Martin buradaki rolünün oyunbozanlık olduğunu görmüştü.

Başkan Johnson öfkeden çılgına dönmüştü. Fed'in kararı sonrası Martin'i Teksas'taki çiftliğine çağırdı ve onu bir güzel azarladı. "Martin, benim çocuklarım Vietnam'da ölüyor ve sen ihtiyacım olan parayı basmıyorsun" dediği söylendi.²⁸ Daha sonra Kongre'deki Demokratlar Fed'in sıkışmaya gitmesinin istihdamı lüzumsuz yere yavaşlatacağını savunarak Martin'in üzerindeki baskıyı artırdı. Gerçekten de bazı yasa yapıcılar, yüzde 4'lük işsizlik oranının, politika yapıcıların kabullenmesi gereken minimum değil maksimum düzey olması gerektiğini savunuyordu.

Bir orta yol arayan Martin, Johnson'un CEA'sına²⁹ danıştı. Ekonominin enflasyonist bir tehlike bölgesinde olduğuna inanıyordu. Kongre ve hükümet yönetimi aşırı ısınan ekonomiyi yavaşlatarak ve enflasyon baskılarını kısıtlayarak mali politikayı sıkılaştırırsa kısıtlayıcı bir para politikasına ihtiyaç duyulmayacağını öne sürdü. CEA üyeleri Martin'in savlarını iyi karşıladılar ve eğer bir sıkışma gerekiyorsa bunun mali politikada olmasını tercih edeceklerini söylediler. Fakat Başkan Johnson, vergileri artıran veya harcamaları azaltan bir yasayı desteklemek istemiyordu.

Böylece Fed 1966'da faiz artışlarına devam etti ve bir regülatör olarak

* Fed, 1965'te federal fonlama oranlarını artırmıştı ancak o dönemde Fed'in federal fonlama oranı hedefleri, iskonto oranlarının aksine kamuya paylaşılmıyordu. Bu yüzden iskonto oranı sıklıkla para politikası tutumunda değişimlere işaret ediyordu.

bankalara kredi standartlarını sıkılaştırmaları için baskı yaptı. Bunun Martin'in beklentilerine göre daha dramatik sonuçları olmuştu. Faiz oranları ve kredi kullanımına duyarlı konut piyasası başta olmak üzere, ekonomi neredeyse anında yavaşladı. Daha büyük bir resesyon olasılığı Fed ve Beyaz Saray'da tehlike çanlarını çalmaya başladı. CEA'dan Johnson'ın enflasyon risklerini hafifletmek için Kongre'den vergi artışını desteklemesini isteyeceği güvencesine karşılık, Martin Fed'in önceki sıkılaşmasını sonlandırarak geri adım attı. Ancak vergilerde bir artışın, siyasi arenada kaybetmesine yol açacağından korkan Johnson sözünü tutmadı.

1967'de büyümeye yönelik korkular yatıştırırken enflasyon endişeleri artmaya başladı ve Fed ile Beyaz Saray arasındaki horoz döğüşü yeniden başladı. Sonbaharda Martin'in Fed'i yeniden sıkılaşmaya gitti. Buna karşılık Beyaz Saray vergi artışına gitmeyi kabul etti. Martin Luther King Jr. ve Robert F. Kennedy suikastlarının, şiddetli protestoların, toplumsal kargaşaların ve başkanlık seçiminin gerçekleştiği 1968'deki siyasi ortam, kongrenin uzlaşması için elverişli değildi. Buna rağmen, enflasyon endişeleri ve doların istikrarlı yükselişiyle başkan, haziran ayında gelir vergisinde 10'luk geçici bir artış içeren yasayı imzaladı. Bu artışın ekonomiyi yavaşlatacağını varsayan Martin'in Fed'i bir kez daha sıkılaşma kampanyasını sona erdirdi ve ağustos ayında iskonto oranında indirim gitti.

Bunun bir yanlış hesaplama olacağı sonradan anlaşılacaktı. Vergi artışı hükümet bütçesinde kısa süreli bir fazla görülmesine yol açsa da toplam talebi Fed veya CEA beklentilerinin çok altında kısıtladı. Birçok kişi ve şirket vergi artışının geçici olduğu bilinciyle yeni vergilerini tasarruflarıyla ödedi ve harcama yapmayı sürdürdü. 1968'in sonunda işsizlik oranı yüzde 3,4'e düşmüştü ve enflasyon daha da yükseliyordu. Fed bir kez daha fikir değiştirerek sıkılaşmaya geri döndü fakat Martin'in Fed'deki zamanı dolmak üzereydi. Görev süresi sona eren Martin, Ocak 1970'te yönetim kurulunu bir araya topladı ve onlara "Başarısız oldum"³⁰ dedi. Enflasyon, 1969'da yüzde 6'nın biraz altında geldi.

Martin başarısız mı olmuştu? Büyük Enflasyon o görevdeyken, kısmen Fed'in -daha kısıtlayıcı bir mali politikanın tüm ağır işi yapacağı umuduyla faiz oranlarını artırmada geç kalması ve tutarsız davranması sebebiyle başlamıştı. Ancak genele bakıldığında Martin, yoğun siyasi baskı altında, elinden geldiğince ekonominin aşırı genişlemesine direnen isteksiz bir işbirlikçiydi.

1960'ların ikinci yarısındaki enflasyon oranı, silah-tereyağı mali politikalarının ve -tıpkı Martin'in endişelendiği gibi- doğal işsizlik oranı ve Keynesyen politikalarının ekonomiye ince ayar çekebileceğine yönelik aşırı iyimserliğin bir sonucuydu.

1970'ler ise başka bir hikâyeydi. Martin'in halefi Arthur Burns yönetiminde Fed, politika bağımsızlığını sürdürmek için çok az çaba gösterdi ve hem dogmatik hem de siyasi sebeplerle on yıl boyunca enflasyonun yüksek ve değişken seyretmesine izin verdi.

-

2

BURNS VE VOLCKER

Başkan Richard Nixon, Kasım 1969'da Arthur Burns'ü Martin'in yerine Şubat 1970'ten itibaren geçerli olmak üzere Fed başkanı olarak atadı. Burns (1904 Burnseig doğumlu) küçük bir çocukken ailesiyle birlikte Galiçya'dan (İsviçre-Polonyası) ABD'ye göç etmişti.* Pipo ve yün kazağıyla Burns, -Columbia Üniversitesi'nde öğrencileri arasında geleceğin bir diğer Fed başkanı Alan Greenspan'ın yer aldığı bir profesördü- tıpkı görüldüğü gibi seçkin bir akademik ekonomistti. Burns, genç bir öğrenciyken Columbia'daki mentoru ekonomist Wesley C. Mitchell ile ekonomide patlamalar ve resesyona yönelik tarihin ilk ve en etkili empirik analizlerinden bazılarını yayımladı. Hala kullanımda olan öncü ekonomik göstergeler endeksinin yanı sıra resesyonların başlangıçlarını ve bitişlerini belirleyen ilkeler Burns ve Mitchell'in iktisadi dalgalanmalara yönelik çalışmalarından geliyor. Burns ayrıca American Economic Association başkanlığı yaptı ve bugün hala çeşitli ekonomi konularında öncü araştırma merkezi statüsünü koruyan Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu'nu yönetti.

Fakat Burns, yalnızca fildişi kulesinde yaşayan bir akademi üyesi değildi. Çeşitli yönetim kurullarında yer almış ve Eisenhower'ın güvenilir danışmanı olarak CEA'nın başına geçmişti. Ekonomik verilerin derinliklerine

* Baba tarafından büyükbabam ve büyükannem Jonas ve Lina Bernanke de aynı bölgede doğdu ve 1921 yılında ABD'ye göç etti.

gömülmesiyle gelişen öngörü becerisiyle gurur duyuyordu. Gerçekten de Eisenhower'ın danışmanı olarak yaptığı doğru öngörüler, Eisenhower'ın başkan yardımcısı Nixon'ın da güvenini kazanmasına yardımcı oldu. Ve tipki Martin gibi Burns de aşırı yüksek enflasyonun vereceği olası hasarlar konusunda sık sık uyarı yapardı. Burns ayrıca, enflasyonun iktisadi dalgalanmaların arkasındaki itici güç olduğuna inandığı iş güveni üzerindeki etkilerinden endişeliydi.¹ Ancak profesyonel nitelikleri ve enflasyondan kaçınmaya yönelik sık sık yaptığı söylemlere rağmen, Burns'ün Fed başkanı olarak para politikasını enflasyonu kontrol etmeye yetecek kadar sıkılaştırma konusunda isteksiz olduğu anlaşıldı.

ARTHUR BURNS VE “MERKEZ BANKACILIĞININ IZDIRABI”

Burns'ün yaklaşımı, göreve gelmesinden kısa bir süre belirginleşti. Ekonomi yavaşlıyordu -kısmen Martin'in bir sene önceki para politikası sıkılaşması sebebiyle, 1970'te hafif resesyon yaşandı- ama fiyatların yıllık yüzde 5,6 artmasıyla enflasyon kayda değer bir endişe olmayı sürdürüyordu. Yakın vadede büyümeyi önceliklendiren Burns, bu duruma para politikasını gevşeterek karşılık verdi. Burns Fed'in iplerini eline aldığı anda yüzde 9 düzeyindeki federal fonlama oranı, 1972 sonbaharında yaklaşık yüzde 5'e düştü. Daha düşük faiz oranlarıyla ekonomik toparlanma desteklenmiş -işsizlik oranı 1971 ortalarında zirve yaptığı yüzde 6 düzeyinden 1973'te yüzde 5'in altına inmişti- fakat Nixon'ın fiyat ve ücret kontrollerinin kaldırılmasıyla yeniden yükselen enflasyonu kısıtlamaya hiçbir katkıda bulunmamıştı. Burns bu taktığı neden kabul etmişti ki?

Siyaset kesinlikle bunun bir parçasıydı. Selefi Martin gibi Burns de kendisini göreve getiren ve 1973'te yeniden atayan başkanın -yani bu durumda Nixon- baskısı altındaydı. Burns, 1968 yılındaki seçim kampanyasında Nixon'ın ekonomik danışmanı olarak görev almış ve seçimlerin ardından Beyaz Saray'da önemli bir isim haline gelmişti. Burns Fed'e yerleştirildikten sonra, Nixon Burns ile olan ilişkisini kendi siyaseti lehine kullanmaktan çekinmemişti. İşsizliğin 1970 resesyonunda yükselmesinin ardından ABD başkanı 1972 seçimleri yaklaşırken güçlü bir ekonomi istiyordu. Beyaz Saray'ın yayınladığı ve Hazine Bakanı George Shultz'un doğruladığı kayıtlarda, Nixon'ın Fed başkanının kendisine gösterdiği kişisel ve görev bağlılığına

başvurduğunu ve Burns'ü seçimlere giden süreçte para politikasını gevşek tutmak için baskıladığını ortaya koyuyor.

Burns'ün açıkça Nixon'ın taleplerine boyun eğdiğine yönelik somut bir delilden haberim yok ama para politikası ve mali politika seçimden önce genişletilmişti. Burns, günlüğünde Nixon'ın yaptığı zorbalığı kabul ediyordu: "Başkan'ın yeniden seçilmek için her şeyi yapacağına ikna oldum" diye yazmıştı. "Başkan ve ödek personeli tarafından Fed'e yapılan taciz devam edecek, hatta artabilir" demiş ve bir özgürlük bildirisinde bulunmuştu: "Neyse ki, artık Başkan'ın bunu bildiğinden tam olarak emin olmasam da hala onun en iyi arkadaşım. Ekonomiye -ve böylece Başkan'ın kendisine- en iyi hizmeti teslim olmayarak vereceğim." Buna rağmen, kayıtlar Burns'ün Fed kararları öncesi başkan aradığını ve bugün oldukça uygunsuz olarak görülecek bir düzeyde politika önerileri tartıştığını ortaya koyuyor.² Ayrıca Burns'ün günlüğü, bağımsız bir merkez bankasının başkanı yerine, -Beyaz Saray'da siyasi stratejiler oluşturarak ve Fed sorumluluklarıyla ilgili olmayan siyasi inisiyatifler üzerine tartışmalara katılarak- hükümetin bir üyesi gibi davrandığını gösteriyor.³

Bununla birlikte, Nixon'ın entrikaları (özellikle Burns, Nixon'ın 1974'teki istifası sonrası suskunluğunu korumaya devam ettiği için) Burns'ün enflasyonla mücadeleye yönelik isteksizliğini tam olarak açıklayamıyor. Robert Hetzel ve diğer iktisat tarihçilerine göre, Nixon'un baskısı olmasa bile, Burns'ün enflasyonun sebepleri ve para politikasının rolüne yönelik kendi görüşleri onu daha pasif bir yaklaşıma itti.⁴

Kendisini tam bir Keynesçi olarak görmese de Burns, o dönemde ABD ekonomisinin para politikası dışındaki sebeplerle enflasyona daha eğilimli olduğuna ilişkin dönemin çoğu Keynesyen görüşüyle aynı fikirdeydi. Burns'e göre enflasyona yönelik bu eğilim, büyük şirketlerin ve işçi sendikalarının, kendilerini piyasa güçlerinden giderek daha çok izole edebilme becerilerini yansıtıyordu. Bu da esasen fiyat ve ücretleri keyfi yükseltmek için kullandıkları bir güçtü. Burns'ün de desteklediği hükümetin tam istihdam taahhüdü, periyodik resesyonların ağırlı baskılarını daha da azaltarak bu aktörlerin piyasa gücünü artırıyor.

Enflasyonun "talep artışı" (artan hükümet ve tüketici harcamaları gibi) baskılarından ziyade, ağırlıklı olarak "maliyet" (şirketlerin ve sendikaların fiyat ve ücretleri artırma gücü gibi) güçleri tarafından yönlendirildiğini

düşündüğü için Burns -öncelikli olarak talep büyümesini yavaşlatarak işlev gösteren- para politikalarını enflasyonu düşürmenin maliyetli ve verimsiz bir yolu olarak görüyordu. Para politikalarının tek başına, yalnızca ücret ve fiyat belirleyicilerin geri çekilmekten başka bir çarelerinin kalmadığı kadar derin bir resesyon yaratarak enflasyonla mücadele edebileceğini savunuyordu. Bu süreçte, birçok kişi işlerini kaybedecek ve özellikle piyasa gücü olmayan küçük ölçekli şirketler zarar görecekti. Dahası, Burns kısıtlayıcı para politikaları etkilerinin dengesiz olabileceğine, ekonominin belirli sektörlerine adil olmayan sorumluluklar yükleyeceğine inanıyordu. Örneğin, sıkı para politikaları inşaat ve gayrimenkul gibi faiz oranlarına karşı hassas sektörleri sıkıştırırken, tüketici harcamaları veya büyük şirketlerin sermaye yatırımları üzerinde çok daha az bir etkiye yol açardı.

Burns'ün maliyet enflasyonu teorisi, sendika ve şirketlerin ücret ve fiyatları artırma becerisini doğrudan kısıtlayan hükümet kontrollerinin, enflasyonu durdurma konusunda para politikaları veya sıkı mali politikalara göre daha az maliyetli olacağına inanmasına yol açmıştı. Ücret-fiyat kontrolleri veya o dönemdeki ismiyle gelir politikalarının ilk taraftarlarından biriydi.⁵ Zaten Nixon'ın bu kontrolleri Burns'ün tavsiyeleri veya teşviği olmadan uygulaması pek olası değildi. Bu yüzden, Nixon Burns'ü etkilerken, bir yandan Burns de Nixon'ı etkiliyordu. Burns ayrıca ücret-fiyat kontrollerinin genel olarak harcamalarda kısıtlamalarla eşleştirilmesi gerektiği fikrini de reddediyordu. Bunun yerine bir iş bölümü düşünüyordu: Kontroller ücret ve fiyat belirleyicilerin davranışını kısıtlayacaktı, bu da para politikalarını ve mali politikaları büyüme ve istihdamı desteklemek için özgürleştirecekti. Daha da önemlisi, Burns'ün maliyet enflasyonu teorisi ayrıca, ekonominin imkanları üzerinde faaliyet gösterdiği sonucuna varmadan enflasyonda nasıl sürdürülebilir bir artış izlediği ve para politikaları ve mali politikaların da nasıl fazla genişlemeci olduğu izlenimine kapıldığını açıklıyor.

Burns'ün enflasyona ağırlıklı olarak parasal olmayan faktörlerin sebep olduğu görüşü, ancak 1973'teki petrol fiyatı şokları ve bunun bir sonucu olarak enflasyonun yükselmesiyle desteklenecekti. Sonuçta petrol fiyatlarındaki artış ucuz para veya ABD'deki aşırı ısınan yerel ekonomiden değil, jeopolitik ve küresel ekonomik koşullardan kaynaklanmıştı. Burns'ün bu yeni ekonomi kriziyle baş etmede tercih ettiği yaklaşım yeniden kapsamlı fiyat-ücret kontrolleri uygulanmasıydı ancak enflasyonu sonlandırmak için daha önce uygulanan kontrollerin başarısızlığı, birçok Amerikalının

güvenini sarsmıştı. Enflasyon artışını kontrol altına almak için Fed 1973'te bir dizi faiz artışı yaptı ama bunlar da ekonomi resesyona girdiğinde büyük ölçüde tersine döndürülmüştü. Bu dur-ilerle modelinin -enflasyon arttığında politikayı sıkılaştırmak fakat işsizlik artmaya başladığı anda gevşetmek-faydasız olduğu, enflasyon ve enflasyon beklentilerini artırdığı anlaşıldı.

Burns, stagflasyonist bir dönem olan 1970'ler ekonomik durumunun hiç de tatmin edici olmadığını kabullendi. Enflasyonun masraflı olduğunu ve ekonomiyi istikrarsızlaştıran bir etkisi olduğunu düşünüyordu. Fakat işsizlikte de durum buydu. Halkın yalnızca para politikasıyla enflasyonu tamamen kontrol altına alacak kadar yüksek bir işsizlik düzeyine katlanacağını veya bu kararı verecek kuruluşun Fed olduğunu düşündüğüne inanmıyordu. Burns'ün Kongre'den aldığı mesaj da buydu. 1976'da, Fed'in genişlemeye gitmesine ve ekonomide toparlanma başlamasına rağmen, Senatör Hubert Humphrey (Demokrat-Minnesota) ve müttefikleri, merkez bankasının ekonomiyi canlandırmak için yeteri kadar çaba göstermediğinden şikayet ediyordu. Humphrey hükümetin -gerektiğinde iş garantileri vermesi de dâhil- daha belirli istihdam hedefleri oluşturması ve başkanın para politikasını belirlemede daha büyük bir rol oynaması gerektiğini savunuyordu. Önerileri Kongre'den geçmedi ancak Humphrey ve meslektaşısı Augustus Hawkins (Demokrat-Kaliforniya) ısrarla yeni bir yasa talep etmeye devam etti.

1977'de Federal Rezerv Yasası'nda yapılan ve Fed'e para politikasını "sabit fiyatlar, maksimum istihdam ve düşük uzun vadeli faiz oranları" elde etmek için kullanması talimatı veren yasa değişiklikleri, bu yasal tartışmanın önemli sonuçları arasında yer alıyor. Sabit fiyatlar ve maksimum istihdam genellikle düşük uzun vadeli faiz oranlarıyla sonuçlandığından, sonuncu direktif sıklıkla lüzumsuz olduğu gerekçesiyle göz ardı ediliyor ve Fed liderleri, o zamandan beri kurumun ikili görevi olan istikrarlı fiyatları ve maksimum istihdamı teşvik etmekten bahsediyor. Bu ikili direktif aslında bir uzlaşma; 1970'lerde hem Kongre'de hem de Senato'da çoğunluğu oluşturan Demokratlar istihdama daha fazla önem verilmesi gerektiğini savunurken, Cumhuriyetçiler fiyat istikrarına da aynı itibarın verilmesi konusunda ısrarcıydı.

Phillips eğrisi mantığı, politika yapımcıların zaman zaman enflasyon ve işsizliği takas etmesi gerektiğini ima ediyor. 1977 yasası, bu iki amacın politika kararlarında ne kadar etkili olması gerektiğini belirtmiyor. On yıllar boyunca, istihdam direktifine daha fazla önem veren Fed yetkililerine *güvercin*,

enflasyona daha fazla odaklananlara ise şahin denildi. Tabii ki ekonomik koşullara göre politika yapımcıların bazen şahinden güvercine, sonra tekrar şahine döndüğü durumlar olması sebebiyle bu alandaki tanımlar değişebiliyor.

Senatör Humphrey Ocak 1978'de ölse de önerdiği yasa değişikliklerine yönelik kongre tartışmaları devam etti. Humphrey'nin ölümünden birkaç ay sonra, Kongre -sıkça Humphrey-Hawkins Yasası olarak bilinen- Tam İstihdam ve Dengeli Büyüme Yasası'nı (Full Employment and Balanced Growth Act) onayladı. Yasa Başkan Carter tarafından da imzalandı. Yalnızca Fed'de değil, hükümet genelinde uygulamaya konulan 1978 yasası, 20 yaşın üzerindeki bireylerde işsizlik oranının yüzde 3'ü geçmemesi -Kennedy CEA'sının tam istihdam için belirlediği yüzde 4'lük referans düzeyinden de daha düşük- de dâhil olmak üzere, oldukça iddialı hedefler koydu. Enflasyon için de bazı hedefler belirlenmişti; örneğin, enflasyonun on yıl içinde sıfıra indirilmesi bunlardan biriydi ancak yasa istihdama öncelik verdi.⁶ Yasa ayrıca, Federal Rezerv Yönetim Kurulu'nun Fed'in belirlediği iki direktife yönelik hedeflerin durumu konusunda Kongre'ye yılda iki kez para politikası raporu sunmasını gerektiriyor.* Burns, Humphrey-Hawkins yasasının nicel hedeflerinin, en azından yakın zamanda imkansız olduğunu biliyordu ancak bir önceki yıl onaylanan ikili direktifleri de göz önüne alınca, yasayı muhtemelen Kongre'nin enflasyonu kontrol altına almak için işsizlikte gözle görülür bir artış içeren bir yaklaşımı kabul etmeyeceğinin ispatı olarak görüyordu.

Özetlemek gerekirse, Burns'ün Büyük Enflasyon dönemindeki istekleri karmaşıktı. Siyasetten etkilenmişti; muhtemelen Başkan Nixon'ın baskısına yenik düştüğü ve daha geniş anlamda ülkenin yüksek işsizliğe neden olacak para politikalarına tahammül etmeyeceğine inandığı için. Ancak Burns'ün politikaları, enflasyonun sebeplerine yönelik kendi görüşlerini yansıtıyordu. Selefî Martin'in (o da kendi halefî Volcker'in) aksine, parasal etkilerin enflasyonun ana nedeni olduğuna inanmıyordu ve bunun bir sonucu olarak, enflasyonu kontrol etmede sıkı para politikalarını dolaylı, masraflı ve çoğunlukla işe yaramaz araçlar olarak görüyordu. Parasal sıkılaşma ve genişleme arasında giden Burns Fed'inin dur-kalk politikaları ne düşük enflasyona ne de istikrarlı bir şekilde düşük kalan işsizliğe ulaşabildi. Bunun yerine, enflasyon fırlamaya devam etti.

* Başkanın bu rapora eşlik eden Fed'in Kongre ve Senato komitelerine verdiği ifade, hâlâ Humphrey-Hawkins ifadesi olarak biliniyor.

Fed'i terk ettikten kısa bir süre sonra, Burns 1979'da "Merkez Bankacılığının Izdırabı (The Anguish of Central Banking)" başlıklı bir konferans verdi. Aslında yaptığı hataları kabul etmenin ve kendisini savunmanın⁷ bir yoluydu bu. Enflasyon psikolojisini kontrol altına almadaki başarısızlığın enflasyonu büyük anlamda kötüleştirdiğini kabul ediyordu: "Şimdilerde iş insanları, çiftçiler, bankacılar, sendika liderleri, fabrika işçileri ve ev hanımları, ekonomik faaliyet patlasın patlamasın, enflasyonun gelecekte artacağı beklentisiyle hareket ediyor. Bir ülkeye böyle bir psikoloji hakim olduğunda, enflasyonu şiddetlendiren merkez bankası hatalarının etkileri yıllara uzanabilir." Ayrıca Fed yasa yapıcılarının -diğer birçok kişi gibi- enflasyonu harekete geçirmeden düşük işsizlik için mücadele verme konusunda fazla iyimser olduğunu anlıyordu. Burns, geriye dönüp baktığında, bugün doğal işsizlik oranı olarak adlandırdığımız u*'nın, zamanın konsensüsü olan yüzde 4 (veya daha az) değil, yüzde 5.5 ila yüzde 6 olduğunu düşünüyordu. Ve prensipte, merkez bankacılarının para arzındaki büyümeyi kısıtlayarak, finansal piyasalarda ve ekonomide "izler" bırakacak yöntemlerle de olsa enflasyonu "ufak bir gecikmeyle" durdurabileceğini kabul ediyordu.

Peki Burns'ün Fed'i neden bunu yapmadı? Burns şöyle açıklıyor: "Yapmadı çünkü Federal Rezerv'in kendisi de Amerikan yaşantısı ve kültürünü bir dönüşümden geçiren felsefi ve siyasi dalgalara kapılmıştı." Kısacası Burns, hükümetin tam istihdam yaratma sözü vererek toplumla yaptığı sözlü anlaşmanın, Fed'in kendi başına hareket ederek enflasyonla başarılı bir mücadelede gereken önemli ve sancılı politikalar oluşturmasını siyasi olarak imkânsızlaştırdığına inanıyordu. Enflasyonla mücadele, hem enflasyonun ülkenin en büyük ekonomik sorunu olduğuna yönelik artan bir kanaat tarafından yönlendirilen yeni bir siyasi konsensüsün oluşmasını hem de Fed'in yeni bir bakış açısı ve kişilik kazanmasını bekleyecekti. Bu yeni bakış açısını kazandıracak isim o gün Burns'ün dinleyicileri arasındaydı. İsmi Paul Volcker'di.

PAUL VOLCKER: KARARLILIĞIN ZAFERİ

William McChesney Martin gibi, Volcker'in de hem kamu hem de özel sektöre uzanan bir kariyeri oldu. New Jersey'de -babası Teaneck belediye başkanıydı- doğup büyüyen Volcker, lisans eğitimini ekonomi bölümünde uzmanlaştığı Princeton Üniversitesi'nde tamamladı. Mezuniyet tezinde,

İkinci Dünya Savaşı sonrası enflasyonun kısa bir süreliğine fırlamasına izin verdiği için Fed'i eleştiriyordu. Bu, daha sonraki siyasi görüşlerinin ilk işaretiydi. Kariyeri, 1952'den 1957'ye kadar ekonomist olarak çalıştığı New York Fed'de başladı. Daha sonra başkan yardımcısı olacağı Chase Manhattan Bank ve çeşitli rollerde çalıştığı Hazine Bakanlığı görevleriyle özel ve kamu sektörü arasında gidip geldi. 1969'dan 1974'e Hazine'de uluslararası ilişkiler müsteşarı olarak çalıştı ve Nixon yönetiminin doların altınla olan resmi bağıni sonlandırma kararında rol oynadı.* Burns'ün de desteğini alan Volcker, Ağustos 1975'te New York Fed'in başkanı olarak atandı. Bu pozisyon, ona FOMC'de oy kullanma hakkı verdi ve geleneğe uygun olarak Komite'nin başkan yardımcısı yaptı. New York Fed başkanı Komite'de başkan sonrası en etkili ikinci isimdir ve Fed'in Wall Street'teki gözü kulağıdır; New York bölgesindeki büyük bankaları denetler ve önemli finansal piyasalar ve kuruluşların çalışanlarından bilgi alır. Volcker'in finans sektörü ve Hazine'deki geçmişi onu bu rol için hazırlamıştı ve FOMC'de kazandığı koltuk, zorlu zamanlarda yapılan para politikası tartışmalarında yer almasını sağlamıştı. Volcker, dört yıl boyunca başkanın yanı başında oturarak büyük bir hayal kırıklığıyla enflasyonun daha da kötüleşmesini izledi. Daha sıkı para politikaları için bastırdı ama geleneksel olarak FOMC başkan yardımcısı nihai politika kararlarına başkanla birlikte oy kullandığı için rolü kısıtlıydı.

Burns'ün ikinci döneminin sonra erdiği Mart 1978'de Başkan Carter, eski bir havacılık sektörü üst düzey yöneticisi olan G. William Miller'i Fed başkanlığına atadı. Volcker da gözde adaylar arasındaydı ancak pas geçilmişti.⁸ Tıpkı Burns gibi enflasyonu kontrol altına almak isteyen Miller, her ne olursa olsun Fed başkanlığı için tartışmalı bir seçimdi. Para uzmanı değildi ve kültürel olarak fikir birliği odaklı bir kurum olan Fed'e yakışmıyordu. FOMC üyelerine, iş dünyasındaki çalışanlarına yaptığı gibi emir yağdıramazdı. (Yönetim kurulu odasında sigara içilmesini bile yasaklamadı; odadaki küllükleri kaldırmasına rağmen bazı tiryakiler Kurul'a kendi küllükleriyle gelmeye başlamıştı.) Fed'de yalnızca 17 ay geçirdikten sonra,

* "Altın penceresinin kapatılması" olarak adlandırılan bu süreç, dolar ve diğer para birimleri arasında sabit döviz kurlarının oluşturulduğu İkinci Dünya Savaşı sonrası uygulanan Bretton Woods sisteminin kademeli olarak kaldırılmasındaki son adımdı. Bazıları, 1970'ler enflasyonun tamamen veya kısmen ABD'nin sembolik de olsa altınla olan bağıni terk etmesinden kaynaklandığı öne sürdü ancak gerçekte olan bunun tam tersiydi. Diğer para birimleri dolara bağlandığı için ABD enflasyonu resmi döviz kurları ile serbest pazar sisteminde görülecek döviz kurları arasında bir sapmaya neden oldu. Böylece ABD enflasyonu, Bretton Woods sisteminin çöküşüne ve altın penceresinin kapatılmasına yol açtı.

Kabine'deki değişikliklerin bir parçası olarak Carter Miller'ın Hazine Bakanı olarak atanması teklifini sundu. Fed üyeleri Miller'ın transferini başarısız bir Fed başkanının kısa bir deneme süresi ardından "yukarıya postalanması" olarak görüyordu. Fakat Volcker bir gazeteciye Carter'ın Hazine'deki pozisyonunu daha önemli olarak gördüğünü ve transferi bir terfi olarak değerlendirdiğini söyledi.⁹ Öyle ya da böyle, bu durum Fed politikasında büyük bir değişimin işaretiydi.

Enflasyon yeni rekorlar kırmaya devam ediyordu ve Miller'ın da Hazine'ye geçmesiyle Carter'ın Fed için hızla yeni birini bulması gerekiyordu. Carter'ın bazı ekonomik danışmanları tarafından önerilen (fakat bazı siyasi danışmanları tarafından önerilmeyen) Volcker, Carter'la görüştü ve başkana enflasyonu kontrol altına almak için acilen sıkı bir para politikası uygulanması gerektiğine inandığını söyledi.¹⁰ Volcker toplantıda yer alan Miller'a işaret ederek "Bu ahabtan daha sıkı bir para politikası uygulardım" dedi. Volcker otobiyografisinde bu sözünün atanmasını imkânsız hale getirdiğine inandığını yazıyor. Fakat ertesi sabah, hala yataktayken, Başkan'dan kendisine Fed başkanlığı görevini teklif ettiği bir telefon aldı.¹¹

Carter'ın Volcker'ı atama kararı kaçınılmazdı. Başkan, Volcker'ın enflasyona bir saldırı başlatacağını anlamıştı çünkü Volcker bunu yapacağını söylemişti. Ayrıca daha sıkı para politikalarının -daha yüksek faiz oranlarının- işsizlikte artış ve büyümede yavaşlamayla sonuçlanacağını ve enflasyon kontrol altına alınsa bile bu politikanın siyasi bedellerinin ağır olacağını da biliyordu. Gerçekten de böyle oldu. Ekonominin zayıflaması, Carter'ın 1980'deki seçim yarışını kaybetmesini garantiledi. ABD Başkan Yardımcısı Walter Mondale, bu günleri şöyle hatırlıyor: (Volcker'in politikası) "eninde sonunda enflasyonu ekonomiden çekip çıkardı ama aynı zamanda bizi de Beyaz Saray'dan çıkarmış oldu."¹² Peki, Carter -Nixon'ın Miller'ı seçimindeki yaklaşımdan 180 derece dönerek- neden şahin yanlısı Volcker'ı seçmişti?

Carter'ın kişisel siyasi hayatı için pek olmasa da ekonominin faydası için Volcker veya Volcker gibi biri mantıklı seçimdi. Fed, enflasyon savaşçısı olarak güvenilirliğini kaybetmişti ve yeni başkanın karşılaştacağı zorluk bunu düzeltmekti. Güvenilirlik -verilen sözleri tutma itibarı- günlük hayatta olduğu kadar, genel anlamda politika belirlemek için de kritik öneme sahiptir. Güvenilirlik, toplum psikolojisinin rolü açısından özellikle enflasyonla mücadelede daha da önem kazanır. Enflasyonun çift haneli düzeylere

tırmadığı 1979'da herhangi yeni Fed başkanı enflasyonun düşürülmesi gerektiğini söyleyecekti fakat piyasa aktörleri, iş liderleri ve tüketiciler bu tür açıklamalara inanır mıydı? İnanmadıkları bir durumda, enflasyon beklentileri inatla yüksek kalır ve bu durum enflasyonu bozguna uğratma çabalarını daha zorlu ve maliyetli bir hale getirirdi. Fakat eğer yeni başkan enflasyona karşı dayanıklılık ve hoşnutsuzluk konusunda bir üne sahip olsaydı, insanlar da enflasyona karşı bir savaşın sürdürülebileceğini düşünür, bu da enflasyon beklentilerinin -ve böylece enflasyonun- daha hızlı düşmesine izin verebilirdi. Tartışmasız bir şekilde, Volcker iki metrelik heybetli yapısı ve sert sesi bir yana, sahip olduğu şahin ünüyle açıkça daha az şahin olan başka bir adaydan daha güvenilir olacaktı.¹³

Bu, hemen göze çarpmayan bir bakış açısı ve Carter'ın bu doğrultuda düşünüp düşünmediği belli değil. Volcker'ı aceleyle atadığını ve Volcker'i değerlendirmeden önce birkaç seçkin üst düzey banka yöneticisinin teklifi reddettiğini biliyoruz. Carter Volcker'ı pek iyi tanıımıyordu ve hangi siyasi partiyi desteklediğinden (Carter gibi Volcker da Demokrattı) emin değildi. Bunun sebebi, Carter'ın başkanlığının en önemli kararlarından birini, bu kararın doğurabileceği sonuçları düşünmeden vermesi olabilir. Hazine'den Miller bu atamaya karşı çıktı ve Mondale de tedirgindi. Öte yandan, kuşkusuz Başkan ülkenin bir ekonomik ve finansal krizin eşiğinde olduğunu anlamıştı ve Wall Street dayanıklı ve Fed'e siyasi bağımsızlık sağlayacak birini istiyordu. Volcker gereken özellikleri karşılıyordu.

Volcker kendince neye ihtiyaç duyulduğunu anlıyordu. Şubat 1980'de Fed başkanı olarak verdiği ilk Kongre ifadesinde, oluşturduğu felsefeyi açıklayacaktı.¹⁴ Burns'ünkine göre çok farklı bir yaklaşımdı bu. Volcker, "Geçmişte, ekonomik istikrar politikasının kritik anlarında, gelecekteki enflasyon için aldığımız eylemlerin sonuçları yerine, yakın zamanda ekonomik faaliyet veya diğer amaçlarda zayıflama görülmesi olasılığıyla meşguldük" diyordu. Dur-kalk politikalarını eleştirerek devam etti: "Böylece maliye ve para politikaları, çoğu zaman fazla erken uygulandı, fazlasıyla teşvik edici veya katlanılmayacak derecede kısıtlayıcı oldu. Kronik enflasyon sorunumuz bunun bir sonucu. Politikanın ana amacı bu uğursuz kalıbı kırmak olmalıdır. İşte bu yüzden enflasyonla mücadele yüksek ulusal önceliğe sahip bir statüye yükseldi. Başarılı olunması için, politika sürekli ve ısrarla bu amaca yöneltilmelidir. Resesyon endişesiyle herhangi bir kararsızlık ve gecikme ağır risklere yol

açacaktır.” Süreklilik ve ısrar Volcker’ı tanımlayan nitelikler oldu.*

Şahin eğilimli olmasına rağmen, Volcker politika için yeni bir rota belirlemek ve FOMC’de Volcker’a şüpheyle yaklaşan bazı iş arkadaşlarını bu politika etrafında bir araya getirmek için ağır hareket etti. Fed başkanı olarak attığı ilk adımlar bazıları tarafından duraksayıcı olarak görüldü. 1979 yılının sonbaharında Uluslararası Para Fonu’nun (IMF) bir toplantısına katılmak için Hazine bakanı Miller’la Yugoslavya’ya yaptığı bir yolculuk azmini güçlendirdi. Avrupalılardan -başta yol üstünde uğradığı Almanya’da- enflasyonun etkileri ve küresel para birimi statüsündeki doların istikrarına yönelik bir dizi şikâyet dinledi. Burns’ün IMF toplantısında verdiği “merkez bankacılığının ızdırabı” konferansına da katıldı. Burns’ün konuşması, Volcker’a ekonomik ve siyasi gerçekler göz önüne alındığında Fed’in enflasyona karşı çaresiz olduğunun bir itirafı, başarısızlığın kabullenışı gibi gelmişti. Yeni Fed başkanı bu sonucu kabul etmeyecekti ve harekete geçmeye kararlı bir şekilde Washington’a döndü.¹⁵

Yeni Bir Yaklaşım

Volcker ve iş arkadaşları, 6 Ekim Cumartesi 1979’da, Washington’daki nadir (ve gizli) FOMC toplantısında kritik bir adım attı. Volcker, perşembe günü Yönetim Kurulu toplantısında müzakerelere başlamış ve tüm Komite üyeleriyle cuma günü telekonferansta devam etmişti. O hafta sonu Papa II Ioannes Paulus’un Washington ziyareti medyanın dikkatini Fed’de olan bitenden uzaklaştırmıştı.

Müzakereler görünürde -yalnızca görünürde- para politikası uygulanmasının teknik sorunlarıyla ilgiliydi. İkinci Dünya Savaşı’ndan beri Fed’in geçmişi boyunca olduğu gibi, Volcker göreve geldiğinde Fed’in ana para politikası aracı -başta da bankaların birbirlerine verdiği borçlara uygulanan gecelik faiz oranı olan federal fonlama oranı olmak üzere- kısa vadeli faiz oranlarını değiştirme becerisiydi. O dönemlerde Fed, fonlama oranını bankacılık sistemindeki rezerv miktarını değiştirerek yönetiyordu; fonlama oranının yükselmesi için bir rezerv ktlığı, oranın düşmesi için de bir rezerv fazlası yaratıyordu. Dolayısıyla, Volcker bu önemli toplantının yapılmasını istediğinde, para politikasının uygulanmasına yönelik standart yaklaşım, istenen

* Gereğine uygun bir şekilde, William Silber’in yazdığı Volcker biyografisinin alt başlığı The Triumph of Persistence’dir. Volcker’in otobiyografisi: Keeping At It.

ekonomik sonuçların elde edilmesi için paranın fiyatını -federal fonlama oranını- gerekli düzeyde hedeflemeyi içeriyordu. Daha sonra Fed, hedeflenen faiz oranını elde etmek için para arzını -daha doğrusu, para arzının önemli bir etkeni olan banka rezervlerini- buna uygun şekilde düzenleyecekti.

6 Ekim'deki toplantıda Volcker, Komite'nin de desteğiyle, standart yaklaşımı alaşağı etmeyi teklif etti. Volcker, fon oranı için bir hedef düzey belirlemek ve banka rezervlerini ve para arzını bu oranı uygulamak için zorlamak yerine, para arzında artış için bir hedef belirlemeyi ve fon oranının para arzı hedefine uygun olarak özgürce ayarlanmasına izin vermeyi önerdi. Bu yeni yaklaşımda önerilen mantık, Milton Friedman ve takipçileri tarafından benimsenen ve para arzı büyümesinin enflasyonla yakından ilişkili olduğunu savunan bir öğreti olan *monetarizmi*di. Eğer para arzı artışı ve enflasyon monetaristlerin inandığı kadar birbirine bağlıysa, o zaman faiz oranlarının hedeflendiği geleneksel yaklaşım yerine, para arzı artışını politikanın ana odağı haline getirmek enflasyon üzerinde daha belirli bir kontrol sağlayacaktı. Benzer fikirler, aynı dönemde enflasyon ve ekonomik durgunlukla mücadele eden Margaret Thatcher yönetimindeki Birleşik Krallık'ta da kullanılıyordu.

Politika uygulamasındaki yeni yaklaşımın olası bir avantajı, para arzındaki büyümeye odaklanmanın Fed'in yüzde 20'ye yaklaşan kısa vadeli faiz oranlarının hareketine yönelik yapılan siyasi eleştirileri saptırmasına yardımcı olabilmesiydi. Yeni strateji ayrıca, enflasyonu kontrol altına almakta yetersiz olduğu kanıtlanan politika faizini küçük artışlarla yükseltmeye yönelik geleneksel uygulamayı kaldırmıştı. Fed eski yönetim kurulu üyesi Henry Wallich'in de dediği gibi: "Rezerv stratejisinin lehine yönelik savlardan biri de diğer tekniğe göre daha güçlü bir eylem almamıza yardımcı olması. Yeni stratejide faiz oranları, [parasal] büyüklüklerin daha güçlü bir şekilde izlenmesinin neredeyse bir yan ürünü haline geliyor."¹⁶

Sonuç itibarıyla Volcker'ın deneyinin monetarizmin itibarını geliştirmek için pek bir işe yaramadığını söylemek gerekir. Para arzında artış ve enflasyon uzun vadede bir ilişki içinde olsa da en azından belirli durumlarda, bu bağlantı kısa vadede istikrarsız ve öngörülmesi zor bir hale gelebilir. Yeni yaklaşımın uygulanmasının ardından FOMC de bunu görecekti. Gerçekten de para arzını tanımlamanın bile zor olduğu anlaşılacaktı. Temelde, para arzının -örneğin para birimi kadar vadesiz hesap bakiyeleri de dâhil olmak

üzere- olağan işlemlerde kullanılabilir tüm varlıkları içermesi gerekir. Fakat uygulamada, bazı varlık türleri işlemler için diğerlerinden daha kullanışlıdır. Alternatif ödeme biçimleri para arzında nasıl ve ne ağırlıkla yer almalı? Banka mevduatları üzerindeki tavan faiz oranlarını aşamalı olarak kaldıran ve yeni mevduat hesaplarının sunulmasına izin veren bu dönemdeki süregelen finansal deregülasyon, paranın ölçümünü daha da karmaşıktırdı. Komite, kısmen bu zorluklar sebebiyle Ekim 1982’de monetarist yaklaşımı terk edecek ve fonlama oranlarını hedeflediği geleneksel yaklaşıma geri dönecekti.

Monetarist yaklaşıma geçiş kalıcı olmasa da 6 Ekim 1979’daki toplantı yine de önemliydi çünkü Fed’in yaklaşımında, kurulun Wall Street’e -ve ABD’nin geri kalanına- enflasyonu alt etmeye kararlı olduğunu göstermeye yönelik alenen bir kırılmaya işaret ediyordu. Bir acil durum toplantısında taktiklerini yeniden gözden geçiren FOMC, dünyaya statükonun artık kabul edilebilir olmadığını açıklamıştı. Volcker’ın vermek istediği mesaj tam olarak buydu.

Volcker FOMC kararının önemini vurgulamak için Komite toplantısının ardından (o dönemlerde bir Fed başkanı için) nadir görülen bir şekilde bir basın toplantısı düzenledi. Bu toplantının bir cumartesi günü düzenlenmesi daha da olağandışıydı. Para politikası uygulamasındaki yöntemleri değiştirmenin yanı sıra Volcker Yönetim Kurulu’nun iskonto oranını bir tam puan artışla yüzde 12’ye yükselttiğini açıkladı. Dahası, Yönetim Kurulu ve FOMC’nin diğer üyeleri yeni politikayı oybirliğiyle destekliyordu. Belli ki bir şeyler değişmişti.

Volcker’ın Enflasyonla Mücadelesi

Verdiği dramatik işaretlere rağmen, Volcker’ın enflasyonla mücadelesine hem Federal Rezerv içinde hem de dışında verilen destek bozguna uğramış ve azalmıştı. Fakat Volcker genellikle yoğun itirazlara karşı direnir ve vazgeçmedi ve enflasyonu düşürmeyi başardı. Enflasyon, 1979 ve 1980’deki yüzde 13 düzeyinden, 1982’de yüzde 4’e indi ve Volcker’ın Fed’deki görev süresi boyunca bu oranda sabit kaldı. Yani Fed, yalnızca birkaç yıl içinde, neredeyse 15 yıldır yükselen enflasyondaki bu eğilimi tersine çevirmeyi başardı.

Enflasyonun mağlup edilmesi kalıcı faydalar getiren, dönüm noktası niteliğinde bir başarıydı ancak ağır bedelleri oldu. 1980’deki kısa süreli resesyonların ardından, ekonomi 1981 ve 1982’de derinlemesine güç kaybetmiş

ve işsizlik oranı Kasım ve Aralık 1982'de yüzde 10,8'le zirve yapmıştı. Enflasyonda sert bir düşüşün işsizlikte gözle görülür artışlarla sonuçlanacağını öngören geleneksel Phillips eğrisi, şiddetli bir şekilde geri dönmüştü.

1980'deki ilk ve görece kısa süreli resesyon, kredi kontrolleriyle yapılan tedbirsiz bir deneyle ilgiliydi.¹⁷ Fed, Mart 1980'de Carter hükümetinin talebi ve izniyle, bankalara ve diğer borç kurumlarına kontroller getirdi. (Volcker en başta bu politikaya karşı çıkmış ama sonra iş birliği yapmayı kabul etmişti.) Bankalardan yıllık kredi büyümelerini yüzde 7 ila 9 arasında tutmaları istendi ve bazı kredi türlerini onaylamaları durumunda cezalandırılacakları söylendi. Programın amacı, toplam kredi büyümesini ve araba veya ev kredilerinden ziyade özellikle tüketici kredilerindeki artışı kısıtlamaktı. Bunun arkasındaki nedene göre, eğer krediler sözde verimsiz kullanımlardan uzaklaştırılırsa o zaman harcama ve enflasyon da ekonomide daha az kargaşaya yol açacak bir şekilde düşürülebilirdi. Fakat yalnızca bir genel kılavuz sunan program, hangi kredilere izin verildiği konusunda hem bankalarda hem de insanlarda kafa karışıklığına yol açtı. İnsanlar herhangi bir borçlanmadan kaçınmaya başladı ve harcamalar beklentilerin üstünde düştü. Ekonomi resesyona girince, hükümet ve Fed hızla bu stratejiyi rafa kaldırdı ve ekonomi toparlandı.

Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu'na göre, kısmen Reagen yönetiminde oluşan açıkları finanse etmek için artan hükümet borçlanmasının bir sonucu olarak, ancak ağırlıklı olarak Volcker'ın sıkı para politikaları sebebiyle oluşan yüksek faiz oranları, Temmuz 1981'de resmen başlayan ikinci ve daha ağır resesyonun ana nedeniydi. Örneğin, 1981 sonbaharında 30 yıllık ipotek kredileri oranları yüzde 18'i aşarak konut sektörünü yıkıma sürükledi. Arthur Burns'ün enflasyonu kontrol altına almanın büyük ekonomik ve finansal zorluklara yol açacağı öngörüsü doğru çıkmıştı. Bu dönemde gelen tek iyi haber, Fed'in Ekim 1982'de para odaklı rejimini sonlandırarak politikada genişlemeye gitmesinin ardından başlayan güçlü toparlanmanın, sonraki on yıl boyunca devam etmesiydi. 1983'te reel (enflasyondan arındırılmış) gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) yüzde 8'e ulaşmış, işsizlik Aralık 1982'deki yüzde 10,8 düzeyinden yüzde 8,3'e inmişti. Başkan Reagen bu gelişmelerden yararlanan isimler arasındaydı; 1984'te hiç zorlanmadan yeniden seçildi. Volcker'ın görev süresinin sona erdiği 1987'de işsizlik oranı yüzde 6'ya düştü.

Halk enflasyon için bir şeyler yapılmasını istese de yüksek işsizlik ve yüksek faiz oranları kaçınılmaz bir şekilde siyasi olarak zararlı bir bileşimdi. Volcker çekişmeli kongre duruşmalarıyla karşı karşıya kalmış, ayrıca Fed'in müdahim eleştirmeni Teksas Demokratik Kongre Üyesi Henry Gonzalez'den görevden alınma tehditleri almıştı. Çiftçiler, traktörlerini Washington'daki Constitution Caddesi'nde* sürerek ve Fed ana merkezi önünde bir araya gelerek yüksek faiz oranlarını protesto ediyordu. İnşaat işçileri, başkandan yardım istemek için Fed'e ikiye dört ölçülerinde tahta parçaları gönderiyordu. Bu "mermilerin" bazılarını Fed başkanlığı yaptığım dönemde ofisimde yer vermiştim. Yüksek enflasyonu kontrol etmenin bedellerinin bir hatırlatıcısı olmalarının yanı sıra, Fed tarihinde kritik bir dönemin hatıralarıydı bunlar.

Beyaz Saray'ın zora düştüğünde Volcker'ı desteklemesinin büyük faydaları oldu. Başkan Carter Volcker'ın politikalarını umumi bir şekilde yalnızca bir kez, 1980'deki yeniden seçilme yarışında eleştirdi.¹⁸ Başkan Reagan'ın desteği ise daha dengesizdi. Reagan Fed'i nadiren eleştirse de Volcker hükümetin üst düzey yetkilileriyle ters düşüyordu. Volcker'ın otobiyografisine göre, 1984 yazında Beyaz Saray'da, Başkan'ın da yer aldığı bir toplantıda, Reagan'ın özel kalemi James Baker Volcker'a seçimlerden önce faizleri yükseltmemesini söyledi. İkinci bir Nixon-Burns durumundan kaçınmak isteyen Volcker, toplantıdan bu isteği yanıtlamadan ayrıldı¹⁹. Ve Reagan'ın atadığı üyeler, Şubat 1986'daki yönetim kurulu toplantısında Volcker'ın iskonto oranının düşürülmesine yönelik itirazlarına karşı oy verdiğinde istifa etme noktasına geldi. Ancak Kurul kararını o günün ilerleyen saatlerinde yeniden gözden geçirdikten sonra²⁰ tehdidini geri aldı. Tüm bunlara rağmen, Reagan genel olarak enflasyonu kontrol altına almanın sağlıklı bir ekonomi için şart olduğunu kabul ediyordu. Volcker'a göre Reagan bir keresinde "Illionis'deki küçük bir üniversitedeki bir profesörün enflasyonun tehlikeleri konusunda kendisini etkilediğini"²¹ söylemişti. Sonuç itibarıyla Reagan Volcker'ın yoluna çıkmadı ve 1983'te onu yeniden Fed başkanlığına atadı. Senato da Volcker'a ve enflasyon mücadelesine olan güveninin bir işareti olarak 84'e 16 oyla atamayı onayladı.

Volcker'ın enflasyona açtığı savaşın yüksek faiz oranları ve işsizlikteki fırlamanın yanı sıra başka önemli yan etkileri de oldu. ABD'de yüksek faiz oranları yabancı yatırımcılardan fonların akmasına ve doların döviz

* C.N. Birçok federal merkez, anıt ve müzenin yer aldığı bir bulvar.

değerinin yükselmesine yol açtı. ABD’de oranlar düşse de dolar güçlü kalmaya devam etti. Bu durum ithalatı ucuzlaştırdı -böylece enflasyonun da kontrol alınmasına destek oldu- ama aynı zamanda bazı ABD ihracatçıları’nın yabancı piyasalarda yüksek fiyatlarla karşılaşmasına yol açtı. Hazine’de zayıf bir dolarla baş etmeyi deneyimleyen Volcker’ın şimdi güçlü bir doları yönetmesi gerekiyordu. Reagan’ın o dönemki Hazine Bakanı James Baker’la birlikte Volcker doların artışını hafifletmeyi amaçlayan uluslararası toplantılara katıldı. Fransa, Almanya, Birleşik Krallık ve Japonya’yla yapılan 1985 tarihli anlaşmanın -müzakerelerin yapıldığı New York’taki otelin adının verildiği Plaza Anlaşması olarak da biliniyor- ardından Fed ve Hazine, açık piyasada dolar satışı için iş birliği yaptı ve doların diğer para birimleriyle olan döviz kurunu aşağı yönlü baskıladı.

Yüksek faiz oranları ve ABD’deki ekonomik durgunluk küresel finansal gerilimleri de artırdı.1970’lerin petrol ihracatçıları yüksek petrol fiyatlarından dev kârlar elde etti. Bu fonların bir kısmı zamanla ABD’nin büyük bankalarına aktarıldı. Bankalar da bu fonları Latin Amerika’daki gelişmekte olan ekonomilere kredi vermede kullandı. Birçok kişi “petrodolarların geri dönüştürülmesi” olarak adlandırılan bu sürecin Meksika gibi ülkelerin kendi petrol rezervlerini geliştirmelerine yardımcı olacağını umuyordu. Fakat güçlü dolar ve ABD’deki yüksek faiz oranları, -zayıf ABD ekonomisi ve düşük petrol ve diğer emtia fiyatları Latin Amerikalı borç sahiplerinin gelirlerini azalttığı için- (dolar cinsinden olan) bu kredilerin ödenmesini zorlaştırdı. Bu durum, uluslararası bir borç kriziyle sonuçlandı.

Meksika, Ağustos 1982’de uluslararası rezervlerini -elindeki resmi dolar miktarı- tüketti ve banka borçlarında temerrüde düşmenin eşiğindeydi. Meksika ve başı dertte olan diğer Latin Amerika ülkeleri büyük ABD bankaları sermayesinin büyük bir kısmını temsil ediyordu, bu yüzden bu ülkelerin temerrüde düşmesi ABD’nin finansal istikrarını da tehdit ediyordu. Volcker bankaları, Meksika -İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra bu tür krediler vermek için oluşturulan- IMF’den borç alacak duruma gelene kadar ülkeye ek kredi vermeye zorladı. Volcker’ın bu krizi bankacılara dil dökerek ve bir çözüm bulmak için bankalarla birlikte çalışarak başarılı bir şekilde yönetmesi, işi bilen bir merkez bankacısı itibarını pekiştirdi. Öte yandan, kongredeki eleştirmenlerin de dikkat çektiği üzere, Volcker 1975’ten 1979’a New York Fed başkanı olarak Latin Amerika’ya kredi veren birçok bankanın denetçisiydi. Volcker’ın lehine konuşmak gerekirse, o dönemlerde Fed’in bankaların

kararlarını sorgulama veya olası kayıplara karşı ellerinde daha fazla sermaye tutmalarını isteme konusundaki yasal yetkileri sınırlıydı.

Latin Amerika krizini evdeki krizler izledi. 1984'te yetersiz sermaye ve -bu durumda hem gelişmekte olan ülkelere hem de spekülâtif petrol ve benzin projelerine verilen- kredilerdeki artış, neredeyse ülkenin varlık bakımından en büyük yedinci bankası ve en büyük ticari ve sektörel kredi kurumu Continental Illinois'ın iflasına yol açmıştı. Mevduat sahiplerinin bir bir azalmasının ardından banka, ABD hükümeti tarafından Federal Mevduat Sigorta Kurumu'nun (FDIC) sermaye enjekte etmesi ve sigortasız alacaklıları korumasıyla kurtarıldı. Federal Rezerv, bankalara reeskont penceresi kredileri verdi ve bu kurtarma operasyonunda FDIC ve diğer regülatörlerle birlikte çalıştı.²² Bu olay, iflasları finansal sistemin istikrarını tehlikeye atacak kurumları tanımlamak için kullanılan "batamayacak kadar büyük" sözünü yaygınlaştırdı.²³

ABD'deki tasarruf ve kredi (S&L) kuruluşları, Büyük Enflasyon ve Volcker Fed'i politikalarının bir başka finansal kurbanıydı. S&L'ler, uzun vadeli ipotek kredilerini finanse etmek için federal hükümetçe sigortalı, kısa vadeli mevduatlar kullanıyordu. 1930'lara dayanan federal yasa, mevduat kuruluşları arasında yıkıcı bir faiz oranı rekabeti olarak görülen durumu önlemek amacıyla S&L'lerin ve bankaların mevduatlara uyguladığı faiz oranlarına üst limit getirdi. Fed'in enflasyon mücadelesi kısa vadeli faiz oranlarının fırlamasına yol açınca mevduat sahipleri başka bir yerde daha yüksek getiriler elde etmek için paralarını çekmeye başladı. 1980'de yeni yasa mevduatlardaki faiz oranı kontrolünü aşamalı olarak kaldırdı ve S&L'lerin mevduat sahiplerini ellerinde tutabilmeleri için daha yüksek faiz oranları uygulamasına izin verdi. Fakat bu mevduat faizleri, S&L'lerin -oranların çok daha düşük olduğu dönemlerde uygulanan- kayıtlarındaki eski ipotek kredilerinden kazandıkları tutarı aştı.²⁴ Ayrıca Fed politikaları tarafından oluşturulan yüksek faiz oranları yeni ipotek kredilerine olan talebi düşürdü. Birçok S&L borcunu ödeyemez hale geldi.

Kongre bu kuruluşlara rahat bir nefes aldirmek amacıyla 1982'de S&L'lerin daha riskli ve yüksek getirili varlıklara yatırım yapmalarına izin veren bir yasayı onayladı. Fakat iflas etmek üzere olan bazı S&L'ler dikkatli olmaya pek niyetli değildi ve çoğu, borçlarını geri ödeyebilme umuduyla aşırı riskler alarak veya dolandırıcılığa başvurarak kendilerini kurtarmaya çalıştı. Birçoğu

başarısız oldu. Mevduatları hükümetçe sigortalı olduğu için, o dönemde ne-redeyse 124 milyar dolara ulaşan kayıpları vergi ödemekle yükümlü vatan-daşlara geçti. Para politikası ve finansal istikrar ilişkisine yönelik tartışmalar genellikle ucuz para ve düşük faiz oranlarının finansal istikrarı bozduğunu varsayar. Volcker dönemi ise kısıtlı para ve yüksek faiz oralarının da yıkıcı yan etkileri olabileceğini ortaya koydu.

Volcker ve Fed'in Güvenilirliği

Başkan Carter'ın Volcker'ı atama gerekçeleri başlangıçta tam olarak bi-linmese de akla yatan en mantıklı sebep, Volcker'ın şahin itibarının Fed'in güvenilirliğini onarabileceğiydi. İnsanlar Fed'in enflasyonla olan mücadele-sinden vazgeçmeyeceğine inanmaya başlarsa, enflasyon beklentilerini dü-şürebilir ve böylece enflasyonun daha hızlı bir şekilde ve işlerde ve çıktıda daha az hasarla düşmesine izin verebilirdi. Volcker ve diğer FOMC üyeleri bunu kesinlikle anlıyordu: Volcker, kurumunun güvenilirliğini destekleme ve halkın enflasyon psikolojisini kırma umuduyla, Fed stratejisinde kararlı bir dönüşüme işaret etmek için Ekim 1979'daki dramatik toplantıyı ve poli-tika prosedürlerindeki değişikliği sahnelemişti.

Geçmişe dönüp bakıldığında, ortada gerçekten de Volcker'ın enflasyon mücadelesini daha ucuza mal edecek bir "güvenilirlik bonusu" var mıydı? Kanıtlar biraz karmaşık. Bir yandan 1980 sonrası enflasyonda, enflasyon beklentilerinde gözle görülür bir düşüşün eşlik ettiği hızlı bir azalma gö-rülmedi. En azından hanehalkları ve profesyonel uzmanların anket sonucu buydu. Örneğin Michigan Üniversitesi tüketici anketine göre, bir yıl son-raki enflasyon beklentileri 1980'deki yüzde 10 düzeyinden 1982'de yüzde 3'ün altına indi. Volcker'ın enflasyon mücadelesinin çıktı bedelleri de bazı ekonomist tahminlerinin altındaydı. Örneğin, Arthur Okun 1978'de stan-dart Phillips eğrisi modelleri kullanarak, enflasyonu sıkı para politikasıyla kontrol altına almanın Büyük Buhran'a benzer bir ekonomik gerilemeye yol açacağını öngörmüştü. Volcker dönemindeki gerçek çıktı kayıpları bu tah-minlerin çok daha altındaydı.²⁵

Buna rağmen, 1980'de ve (özellikle) 1981-82 resesyonlarında görülen çıktı ve iş kayıpları pek de az sayılmazdı; 1982'de işsizlikte görülen zirve, 2020 pandemisine kadar aşılmayacaktı. Üstelik, enflasyondaki düşüşe rağmen uzun vadeli faiz oranları bir süre daha yüksek kalacaktı. Bir örnek

vermek gerekirse ipotek kredisi oranları 1987’de hala yüzde 10’un üzerindeydi. Kuşkusuz, yatırımcılar enflasyonun gerçekten alt edildiği konusunda şüpheliydi ve yeniden yükselerek tahvil ve kredilerinin alım gücünü düşüreceğinden korkuyorlardı. Dolayısıyla bu varlıkları ellerinde tutmaya devam etmek için ekstra tazminat talep ettiler.

Genele bakıldığında -en azından kampanyasının en başlarında- Volcker’in enflasyonu kontrol altına alma vaadi tam anlamıyla güvenilir olarak görülmedi ve enflasyonu ciddi bedeller ödmeden sonlandırma umutlarını tüketti. Bununla birlikte, bu bedeller gelecekteki önemli faydalarla karşılanmalıydı. Enflasyon ve enflasyon beklentileri, Volcker’in görev süresinden on yıllar sonra bile düşük ve sabit kalmaya devam etti, bu da Fed’in anti-enflasyon güvenilirliğini geri kazandığını gösteriyor. Bu güven enflasyonu kontrol etmeyi kolaylaştırmanın yanı sıra, para politikasında geçici bir genişlemenin enflasyon beklentilerini bozacağı endişesi olmadan Fed’in çıktı ve istihdamdaki düşüşlere yanıt verme kapsamını artırıyor. Sonuç itibarıyla Volcker’in enflasyona karşı elde ettiği zafer, ekonomistler arasında Büyük İlmiliklik (Great Moderation) olarak bilinen, on yıllar boyunca güçlü ve istikrarlı büyümenin görüldüğü dönemin temelini oluşturmaya yardımcı oldu. Belki de buradan alınması gereken daha önemli ders, para politikası oluşturulmasında güvenilirliğin değerli bir varlık ve yalnızca kelimelerle değil, eylemler ve sonuçlarla elde edilen bir şey olduğudur.

Volcker Eylül 1990’da, Fed’den ayrıldıktan üç yıl sonra, Washington’da Arthur Burns’ün on yıl önce “merkez bankacılığının ızdırabı” adıyla katıldığı konferans serisinde bir konuşma yaptı. Fakat Volcker konuşmasına “Merkez Bankacılığının Zaferi?”²⁶ (soru işaretine dikkat edin) ismini verdi. Burns’ün aksine Volcker, enflasyonu düşürebilen ve bunun sonucunda gelen finansal ve ekonomik dalgalanmaları yönetebilen “merkez bankalarının bu günlerde fevkalade bir şöhrete sahip olduğunu” söyleyebildi. Beklenildiği üzere iyi bir ekonomik performansın düşük enflasyonun yanı sıra enflasyonla hızlanmadan ve beklentilere yerleşmeden “mücadele etmenin önemine” ihtiyaç duyduğunu vurguladı. Ayrıca esnek ve bağımsız bir merkez bankasının enflasyonu kontrol altına almada daha etkili olacağının altını çizdi. Deyim yerindeyse, konu enflasyona gelince merkez bankasının “rakipsiz” olduğunu söyledi.

Volcker’in konuşması merkez bankacılarının, ekonomistlerin ve hatta

siyasetçilerin Büyük Enflasyon'dan çıkardıkları dersleri kapsamlı bir şekilde özetledi. Birincisi, ılımlı bir enflasyon sağlıklı ve istikrarlı bir ekonominin temeliydi. İkincisi, merkez bankaları enflasyon psikolojisine karşı çıkabilmek ve enflasyon beklentilerini düşük bir düzeyde tutmak için yeterli bir güvene sahipse enflasyonu düşük tutabilirdi. Ve son olarak, merkez bankaları güven kazanabilmek için, para politikası kararlarını kısa dönemli siyasi baskılardan makul bir düzeyde bağımsızlıkla oluşturabileceği bir alana ihtiyaç duyar. Carter ve Reagan'ın desteğiyle Volcker seleflerinin aksine bu bağımsızlığa sahipti. Bu ilkeleri anlayan Volcker'ın halefi Alan Greenspan, enflasyon kontrolü ve Volcker'ın zorluklarla kazandığı enflasyon karşıtı güvenilirliğin yönetimini, para stratejisinin ana merkezine alacaktı.

Volcker Fed'den ayrıldıktan sonra kamu hizmetinde olmaya devam etti. Örneğin Holokost kurbanlarının İsviçre bankalarından varlıklarını geri alabilmeleri için kurulan komisyona başkanlık yaptı. Volcker'ın görüşleri, bankaların hükümetçe sigortalı mevduatlarla spekülasyon yapmalarını engellemek amacıyla oluşturulan Volcker kuralının uygulanması da dâhil olmak üzere, 2007-2009 küresel finans krizinden sonra gelen finansal reformları etkiledi. Volcker 2019'da, 92 yaşında yaşamını yitirdi.

3

GREENSPAN VE 90'LAR PATLAMASI

Başkan Reagan, Ağustos 1989'de Fed başkanlığına Alan Greenspan'i getirdi. Yeni Fed başkanı 18,5 yıl -William McChesney Martin'in rekorundan dört ay kısa- görevde kalacaktı.

Greenspan 1926'da New York City'nin Washington Heights bölgesinde doğdu. Liseden mezun olduktan sonra İkinci Dünya Savaşı sırasında Juliard'da klarnet eğitimi aldı ve caz müzisyeni olarak Stan Getz gibi ünlü müzisyenlerle sahne aldığı kısa bir müzik kariyeri oldu. Fakat Greenspan o zamanlarda bile para ve finansa eğilimliydi; orkestra arkadaşlarının vergi beyannamelerini yapardı.

Orkestradan ayrılarak, New York Üniversitesi'nde ekonomi alanında lisans ve yüksek lisans eğitimi aldı. İş analisti olarak çalışmaya başladı ve bu sırada Arthur Burns'ün altında çalıştığı Kolombiya Üniversitesi'nin doktora programına girdi. Greenspan, iş sorumlulukları artınca programdan ayrılmak zorunda kaldı ancak yirmi yıl sonra, 51 yaşındayken, yıllar içinde yazdığı bir dizi makaleyi New York Üniversitesi'ne bitirme tezi olarak sunduktan sonra ekonomi doktorasını aldı. Büyük bir kısmı Townsend-Greenspan isimli bir şirketin başkanı ve CEO'su olarak geçen danışmanlık kariyerinde ABD ekonomisine yönelik ayrıntılı ve genellikle tuhaf bilgiler edindi.

Cumhuriyetçi ve şahin biri olan Greenspan, 1970'lerin ortalarında Gerald Ford'un Ekonomik Danışmanlar Konseyi'nin başkanlığını yaptı. Gençlik yıllarında, liberal filozof ve Atlas Silkindi'nin yazarı Ayn Rand'ın büyük bir hayranıydı ve bu durum, Reagan Greenspan'ı Fed için aday gösterdiğinde liberalleri şaşkına uğratmıştı. Fakat Greenspan'ın Fed başkanı olarak pragmatik ve siyasi olarak deneyimli biri olduğu anlaşıldı. Washington çevresinin demirbaşlarından olan Greenspan, her iki partinin başkanları ve yasa yapıcılarıyla sıkı ilişkiler kurabiliyordu. Politikaya yönelik merkez bankasının alışıldık tanımının dışında kalan görüşleri büyük rağbet gördü. Başta mali politika olmak üzere bir dizi sorunla baş etmeye karşı gösterdiği istek, zaman zaman Fed için siyasi riskler oluşturdu. Ama Greenspan bu riskleri çoğunlukla yönetebildi ve başkanlığı sırasında Fed itibarı ve politika bağımsızlığı yeni bir boyut kazandı.

Greenspan Fed Başkanı olarak iki temel politika sorunuyla karşı karşıyaydı. İlki, güçlü ekonomik büyümeyi koruyarak Volcker'in enflasyona karşı edindiği kazanımları pekiştirmekti. Bu alanda fazlasıyla başarılıydı. Enflasyon, 1990'da çoğunlukla petrol fiyatlarındaki geçici artış sebebiyle kısa bir süreliğine yükseldi ama Greenspan'ın uzun görev süresi boyunca ortalama yüzde 3'te seyrederek görece düşük ve istikrarlı kaldı. Etkileyici bir şekilde, 1960'larla karşılaştırıldığında, ekonomideki hızlı büyümeye rağmen -reel çıktı 1990'larda yıllık yüzde 3,3 artıyordu- enflasyon düşük kalmaya devam etti. 1960'lı yılların ekonomik politika yapıcıları, bir yandan enflasyonu da kontrol altında tutarak, resesyonlar ve patlamaların oluşturduğu sallantıları hafifletmenin, iktisadi dalgalanmaları kontrol altına almanın peşindeydi. Ekonomik verilere ilişkin sahip olduğu bilgeliğin ustalığıyla, Greenspan kendisinden öncekilerin başaramadığını başardı. Ekonomide zorlu bir "yumuşak iniş" gerçekleştirdi, makroekonomik risklerin yönetimine ilişkin yeni düşünme biçimleri geliştirdi ve yapısal ve teknolojik değişimin enflasyona yönelik bilinen şeylerin çoğunu geçersiz kıldığı bir on yıl boyunca para politikaları yönetti. 1990'larda görülen on yıllık ekonomik genişleme ABD tarihindeki en uzun ikinci genişleme olma özelliğini taşıyor. Bu patlamayı, küresel finans krizini takiben gelen 2009-2020'deki genişleme gölgede bıraktı.

Greenspan'ın politikada karşı karşıya kaldığı ikinci zorlu görev, finansal piyasaların giderek daha karmaşık, daha birbirine bağlı ve daha uluslararası olduğu bir dönemde finansal istikrar sağlamaktı. Meksika, güneydoğu Asya ve Rusya'daki gelişmeler, 1990'larda bir dizi yabancı finans krizini ateşledi.

Greenspan hem Hazine ve Uluslararası Para Fonu ile yakından çalışarak, hem de Amerikan ekonomisinde olası bir yan hasarın oluşmasını önlemek için para politikaları uygulayarak her krizde yapıcı bir rol oynadı. 1990'larda yalnızca bir yönde -yukarıya- ilerleyen ABD hisse senedi piyasası zorlu soruların sorulmasına yol açmıştı. Bazı yorumcular Greenspan'e daha eleştirel yaklaşıyordu. Sebastian Mallay, *The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan* isminde kaleme aldığı kapsamlı ve genellikle anlayışlı biyografide, Greenspan'ı başta hisse senedi fiyatları olmak üzere, varlık fiyatlarına yeterince ilgi göstermeden tüketici malları enflasyonu ve hizmet fiyatlarını hedeflemesi sebebiyle açıkça eleştirdi.¹ Mallaby'ye göre tıpkı Martin'den bu yana merkez bankacılarının enflasyonist rüzgarlara karşı durduğu gibi, ekonomik istikrar da para politikasının varlık piyasalarında aşırı dalgalanmalardan kaçınmak için "rüzgara karşı durmasını"* gerektirir.

Finansal istikrarın korunması, tabii ki merkez bankacılarının ana sorumluluğudur. Bununla birlikte, sistemik finansal riskleri kısıtlamak için kullanılan geleneksel araç, finans kuruluşlarını, piyasaları ve bir kriz gerçekleştiğinde son çare olarak borç veren kurumlar tarafından likidite sağlanmasını düzenlemek ve denetlemektir. Para politikasının fiyat istikrarı ve maksimum istihdam sağlamanın yanı sıra finansal istikrarı da göz önüne alıp almaması gerektiği, zorlu ve tartışmalı bir soru olmayı sürdürüyor. Piyasaların seçkin gözlemcilerinden biri olan Greenspan, en azından en başta Mallaby'nin argümanına açıktı. Görev süresi boyunca, hisse fiyatlarında olası bir balon olarak gördüğü birkaç duruma hem parasal eylemler hem de sözlerinin gücüyle direnmeye çalıştı. Fakat aynı anda hem piyasadaki coşkuyu dizginlemede hem de iyi bir ekonomik performansı teşvik etmedeki yetersizliği sebebiyle giderek daha fazla hüsrana uğradı ve zaman içinde tüketici fiyatları enflasyonu ve istihdama daha fazla odaklanmaya başladı.

Geçmişte bakıldığında, Greenspan'ın de katılacağı üzere, Fed başkanı konu finansal istikrar risklerine gelince biraz karanlıkta kalıyordu. Bu, tabii ki varlık değerlerine dikkat etmediği için değil, aksine piyasa güçlerine finansal kuruluş ve pazarlarda risk almayı disiplin altına alacağına yönelik duyduğu aşırı güvenden kaynaklanıyordu. Bu eksiklik, ilerleyen dönemlerde

* Ç.N. Ing: Leaning against the wind. Ekonomideki eğilimlere karşı oluşturulan para politikasıdır. "Rüzgara karşı durmak", finansal istikrarın elde edilmesi amacıyla, finansal kriz olasılığı bulunmadığında standart, esnek enflasyon hedeflemesine dayanandan daha sıkı bir para politikası yürütmektir (yani, daha yüksek bir faiz oranı uygulamaktır).

hem dünya hem de Greenspan'ın merkez bankacısı itibarı için önemli sonuçlar doğuracaktı.

KARA PAZARTESİ VE 1990-91 RESESYONU

Greenspan'ın hisse piyasasıyla yakın temasları Fed'e gelmesinden kısa bir süre sonra başladı. ABD hisse fiyatları Ekim 1987'de sert bir düşüş yaşadı ve tek günde, 19 Ekim'de Dow Jones'da ortalama yüzde 23'e ulaşan bir düşüşün yolunu açtı: Kara Pazartesi. Hisse piyasasındaki düşüş küreseldi; Japonya'dan Birleşik Krallığa ve Meksika'ya, çeşitli ülkelerde ciddi düşüşler görüldü. Bir süredir ekonomiye yönelik endişeler sızsa da bu çöküş hiçbir işaret vermemişti. Bazıları bu beklenmedik hızdaki düşüş için, kendi kendisini besleyen bir istikrarsızlık için reçete niteliğindeki, fiyatlar düştüğünde sat emirleri veren "portföy sigortası" programları başta olmak üzere, dijitalleştirilen trading'i suçluyordu. Greenspan ise bu çöküşten aylar önce ekonominin fazla güçlendiğini düşünüyordu ancak tıpkı herkes gibi o da çöküşün boyutu karşısında şaşkınlığa uğramıştı.²

Sonraki yıllarda, trader'lar Fed'in bazen ekonomiyi geniş anlamda kontrol altına almak için değil de hisse senedi yatırımcılarını korumak için faiz oranlarını düşürdüğü politikayı "Greenspan put" olarak anmaya başladı. (Bu, alaylı bir söylem. Put, yatırımcılar tarafından fiyatlar düştüğünde korunmak için kullandıkları, bir hisseyi veya başka bir varlığı önceden belirlenen bir fiyattan satma opsiyonu olarak geçen, finansal bir türev aracıdır.) Fed'in 1987'deki çöküşe olan yanıtı put kavramını pek karşılamıyor. Hisse piyasasındaki düşüşü tersine çevirmek veya belirli bir düzeyde hisse fiyatları hedeflemek yerine, Greenspan'ın Fed'i, çöküşün finansal sistem ve ekonomi üzerindeki etkisini hafifletmeye odaklandı.

Greenspan ve ekibi, durumu kontrol altına almak için standart merkez bankası kural kitabını izledi. İlk önce -kullanım amacına uygun bir şekilde- Fed, son borç veren kurum olmak için hazır ola geçti; böylece finans kuruluşlarından panik halinde para çekilmesinin bu krizi ağırlaştırmamasını sağlama aldı. Bu ruh haliyle Fed Başkanı, çöküşten sonraki sabah kısa ama etkili bir duyuru yaptı: "Bu ulusun merkez bankası olarak sorumlulukları dâhilinde, Federal Rezerv bugün ekonomi ve finans sistemini desteklemek için bir likidite kaynağı olarak hizmet vermeye hazır olduğunu kabul ediyor."

Greenspan, otobiyografisinde bu açıklamanın “Gettysburg Konuşması” kadar coşkulu olmasa da kısa ve öz olduğunu⁷³ düşündüğünü yazıyor. Aslında bu açıklama, Fed’in kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için iskonto penceresi yoluyla (kredileri ve tahvilleri tazminat olarak alarak) bankalara nakit borç vermeye hazır olduğunu vurguluyordu. Böylece kısa vadeli likidite açığının (kreditör taleplerini karşılamak için yeterli nakdin bulunmaması) bankaların çok daha tehlikeli bir şekilde temerrüde düşmesini veya iflas etmesini önlemeyi amaçlıyordu.

Geleneksel kriz kuralı kitabının ikinci unsuru, piyasanın kilit finansal oyuncularını birbirlerine karşı değil, birbirleriyle çalışmalarını için ikna etmek anlamına gelen *moral suasion*’du** (resmi baskının kibar hali). Greenspan, 1987’de bu sorumluluk için ağırlıklı olarak New York Fed’in aksi başkanı Gerry Corrigan’ı yetkilendirdi. Geçmişte Volcker’in özel asistanlığını yapan Fed gazisi Corrigan, piyasadaki aksamalara rağmen olağan şartlarda müşterilerle işlem yapmaları ve kredi vermeleri için şirketleri baskıladı. Fed’in aldığı eylem, hisse senedi piyasasındaki baygınlığın finansal sistemin geri kalanına yayılmasını önlemeye yardımcı oldu. Çöküş sırasında satış yapan yatırımcılar kayıplar gördü fakat ne büyük bir finans kuruluşu temerrüde girdi ne de bir borsa kapandı. Finans piyasaları kısa bir süre sonra normal işlevine geri döndü.

Olası bir ekonomik yavaşlama bekleyen Fed, çöküşten sonraki aylarda federal fonlama oranını görece makul bir şekilde üç çeyrek puan artırdı. Fakat ekonominin pek bir yardıma ihtiyacı yoktu ve 1998’in başlarında FOMC faiz oranlarını düşürmeye başladı. Dow Endeksi iki günde kayıplarının yarısını geri almış ve ekonomi hızla büyümeye devam ettiği için yalnızca iki yılda çöküş öncesi görülen zirvesini aşmıştı. Greenspan, bu günleri şöyle hatırlayacaktı: “Bugün, piyasa çöküşü artık ilgi çekmeyen eski bir hatıra çünkü genel olarak ekonomi üzerinde devam eden görülür bir etkisi yok. Ama bunu o zamanlar bilmiyorduk. Meğerse krizin etkisi yalnızca asgariymiş.”⁷⁴ Greenspan hisse piyasasındaki düşüşün ekonomiye çok az zarar verdiği sonucuna

* C.N. Gettysburg Konuşması, ABD eski başkanı Abraham Lincoln’ün ABD İç Savaşı’nın en kanlı çarpışmalarından birinin gerçekleştiği ve Konfederasyon güçlerinin Birlik Güçleri tarafından Gettysburg Muharebesi’nde yenilmesinden dört buçuk ay sonra Gettysburg, Pennsylvania’daki Gettysburg Ulusal Mezarlığı’nın açılışında verdiği kısa söylevidir. ABD tarihinin en ünlü konuşmalarından biridir.

** C.N. moral suasion (Ahlaki ikna): Merkez bankalarının, mevduat bankalarını kredilerini artırmaları veya kısmaları için ikna etmeye çalıştığı bir para politikası aracıdır.

vardı çünkü -Fed'in teşvikleri ve güven veren eylemleriyle- çoğu hissedarlıklar borçla finanse edilmemişti. Bunun bir sonucu olarak, düşen fiyatlar hisse yatırımcılarını temerrüde düşmeye veya diğer finansal varlıkları piyasaya yığmaya⁵ zorlamadı. Ve bir ekonomik yavaşlama için eylem almak yerine, 1988 ilkbaharında FOMC'de artan enflasyon baskıları endişesi baş gösterdi. Çöküş sonrası uyguladığı faiz indirimlerini tersine çeviren Komite, bir dizi faiz artışı başlatarak sonraki yıl fonlama oranını 3 puan yükseltti.

1987'deki ekonomik çöküş ekonomiye zarar vermese de Greenspan'ın Fed dönemi ABD resesyonlarına sebep olan faktörlerde bir değişimin başlangıcını oluşturdu. 1950'lerden 1980'lere, resesyonlar genellikle Fed'in aşırı yüksek enflasyon kaynaklı para sıkılaştırma politikasından sonra geldi. Volcker'ın enflasyona açtığı savaşı takiben gelen ağır 1981-82 resesyonu bunun en açık örneği. Ama 1970 resesyonu ve 1973-75 dönemlerindeki ekonomik gerileme de -Fed iki durumda da enflasyonu kalıcı olarak düşürmek için yeterince çaba göstermemesine rağmen- yine para politikacılarının enflasyonu dizginleme çabalarının birer sonucuydu. Bunun aksine, enflasyonun iyice kontrol altına alındığı 1990 yılından bu yana finansal karmaşalar, ekonomik gerilemede giderek daha önemli bir rol oynamaya başladı. Finans sektörünün büyüyen çapı ve karmaşıklığı, finansal piyasaların küreselleşmesi, finansal inovasyonlar ve deregülasyon, finansal istikrarsızlık ve bunun ekonomik sonuçları risklerini artırdı.

Sekiz ay süren ve Temmuz 1990'da başlayan ılımlı resesyon, geçici bir durumdu. Sebepleri arasında parasal kısıtlama ve finansal baskılar yer alıyordu. Fed'in 1988 ilkbaharında uyguladığı tedbir amaçlı sıkılaşma ekonomiyi sakinleştirmeye yardımcı olsa da banka kredilerindeki düşüş -artık kredi arzı daralması olarak biliniyor- aşağı yönlü eğilimi pekiştirdi. Kredi arzı daralması, 1980'lerde ticari gayrimenkul kredilerinde yaşanan patlama ve çöküşün bir sonucuydu ve bu da gayrimenkule uygulanan vergideki değişiklikler de dâhil olmak üzere çeşitli faktörleri yansıtıyordu.⁶ 1980'lerin sonunda bankaların gayrimenkul varlıkları yavaş yavaş sermayelerini tüketmeye başladığında, bankalar giderek daha az istekli ve kredi verebilir hale geldi. 1980'lerin ortalarından 1990'un ortalarına bu kuruluşların neredeyse yarısının yok olduğuna tanık olunan S&L krizinin son aşaması kredi arzını daha da azalttı. Daralma, özellikle riskli gayrimenkul kredileriyle başı dertte olan bankaların yer aldığı New England'da oldukça şiddetliydi.⁷

Fed resesyonun geleceğini öngörmüştü, bu yüzden istihdam büyümesinin yavaşlamasıyla Şubat 1989'da sıkılaştırmayı sonlandırdı ve hazıranda bir faiz indirimi serisi başlattı. 1989'da yüzde 10'a yaklaşan fonlama oranı Eylül 1992'de yüzde 3'e indi. Resesyon kısa süreli olsa da devamlı faiz indirimi iş piyasasının durgunluğu sebebiyle gerekli görülüyordu. 1990'ın ilk yarısında ortalamada yüzde 5,3 düzeyindeki işsizlik oranı, Haziran 1992'de yüzde 7,8'le zirve yaptı ve 1993 ortalarında, resesyonun sonlanmasından iki yıldan fazla bir süre, yüzde 7'de kaldı. (Resesyonlar, ekonomik faaliyet canlandığında ve yeniden büyümeye başladığında resmen sona erer, illa işsizliğin düşmeye başlaması veya ekonomik şartların normale dönmesi gerekmez.) Resesyon sonrası gelen "işsiz toparlanma", ekonomik döngülerde bilindik bir kalıp haline gelecekti.* Başkan George H. W. Bush, Temmuz 1991'de Greenspan'ı ikinci dört yıllık Fed başkanlığı görevi için aday gösterdi.⁸ Karar pek bariz değildi. Fed 1987 çöküşünün ardından iyi bir performans gösterse de bu liderliğin büyük bir kısmı Gerry Corrigan ve New York Fed'den gelmişti. Ve Greenspan, Bush'un Fed'i ekonomiyi yavaşlatacak eylemler almaması için uyarmasına rağmen 1988 seçiminden hemen önce faiz artırımına gidecek o zamanlar henüz başkan adayı olan Bush'u kızdırmıştı.⁹ Bush göreve geldikten sonra Fed'in 1989'da faiz indirimine geri dönmesi, 1990-91 resesyonunu ve takiben gelen işsiz toparlanmayı yatıştırırsa da önleyemedi.

Fed ve hükümet yönetimi arasındaki anlaşmazlıklar devam edecekti. Mart 1990'da, *Los Angeles Times* anonim bir kaynaktan alıntı yaparak Greenspan'ın yeniden atanmayacağını, çünkü faiz indirimi konusundaki aheste tavrının başkanı "küplere bindirdiğini"¹⁰ yazdı. Bush, beklenmedik bir atakla Ocak 1991'de yıllık ulusa sesleniş konuşmasında faiz indirimi çağrısı yaptı: "Ortada fazla kötümserlik olduğunu düşünüyorum. Artık sağlam bankalar sağlam krediler vermeli ve faiz oranları daha düşük olmalı." Bush'un bu sözleri alkışlarla karşılandı.¹¹

Greenspan ayrıca para politikası dışındaki konularda da otoritesini göstermişti. Hazine'nin 1991 yılında, Fed'in bankaları düzenleme ve denetleme otoritesinin büyük bir kısmını elinden alacak yeni bir konsolide federal banka kuruluşu oluşturma planına direndi ve başarılı da oldu. Greenspan'ın

* İmalat sektörünün istihdam payındaki düşüş, iş piyasasındaki toparlanmanın neden daha yavaş olduğunu açıklayabilir. Eskiden fabrikalar boş dururken işten çıkarılan işçiler, talep yeniden arttığında hemen geri çağrılabilirdi. Atıl durumdaki fabrikaların geçici işten çıkarmaları, bugün işsizlik dalgalanmalarında daha küçük bir paya sahip.

bu teklife direnmek için iyi sebepleri vardı. Buna ek olarak, Fed'in bankaları denetleme gücü finansal istikrarı teşvik etmesini ve son borç veren kurumsatışını korumasını destekliyor. Ve banka denetçilerinin sunduğu bilgiler Fed'in ekonomiyi daha iyi anlamasını sağlıyor. Bürokratik bir perspektiften bakıldığında banka denetlemesinin elinden alınması hem Greenspan hem de Fed için bir felaket olurdu. Kendi bölgelerindeki bankaların denetlenmesi, bölgesel Rezerv Bankalarının ana işlevidir ve Greenspan, para politikası da dâhil olmak üzere diğer konularda Rezerv Bankası başkanlarının desteğini almak için bu işlevi korumalıydı. Greenspan'ın başarılı lobi faaliyetleri Hazine'nin planını yenilgiye uğratmasına yardımcı oldu.

Greenspan ayrıca maliye politikası tartışmalarında önemli bir rol üstlenerek ve bütçe açığının azaltılmasını destekleyerek para politikasından uzaklaşmaya başladı. Fed'deki görevinden çok öncesinde bile ağırlıklı olarak mali sorunlarla ilgileniyordu; 1981'de Sosyal Güvenlik Kurumu'nun uzun vadeli finansmanını iyileştirmek için bir dizi reformlar öneren bir komisyonun başkanlığını yapmıştı. Ancak Kongre ve hükümet yönetiminin alanı olan mali politikalara karışmak bir Fed başkanı için, özellikle herhangi bir tarafla uyduğu durumlarda, siyasi olarak riskli olabilir.

Greenspan sonunda ihtiyaç duyulduğunu düşündüğü politikaların oluşturulması için bu riski almaya degeceğine karar verdi. Bütçe açığını kapatmaya yönelik bir yasa oluşturmak için Beyaz Saray çalışanlarıyla yakından çalıştı ve kamuoyu önünde federal kemer sıkma politikalarını savundu. William McChesney Martin'in 1960'ta Johnson'ın danışmanlarıyla yaptığı müzakerelere benzer bir hareketle, Greenspan bütçe açığını kapatabilecek siyasetçileri daha düşük faiz oranlarıyla ödüllendirmeye hazır gibi görünüyordu. Başkan Bush 30 Eylül 1990'da bütçe açığını kapatma planını açıkladığı "dudaklarımı iyi okuyun, artık yeni vergiler yok" konuşmasını yaptıktan sonra Greenspan, 2 Ekim'de FOMC'deki meslektaşlarını -oldukça olağandışı bir şekilde dört hayır oyuyla- kendisine Kongre'den onay aldıktan sonra yarım puanlık faiz indirimi yapma izni vermeleri için ikna etti. Kongre bütçe anlaşmasını kabul ettikten sonra Greenspan federal fonlama oranını çeyrek puan düşürdü.¹² Bugünün perspektifinden bakıldığında Greenspan'ın mali konulara burnunu sokması yalnızca siyasi bir aşırılık değil, aynı zamanda analitik bir hata gibi görünüyor. Çünkü yakın tarihte edinilen deneyimler ve yapılan akademik araştırmalar, ABD gibi gelişmiş bir ekonomide ılımlı bütçe açıklarının ekonomik risklerinin düşük olduğunu gösteriyor.¹³

Peki, Bush Greenspan'i neden tekrar atadı? Greenspan bariz bir şekilde

işinin ehliydi ve Wall Street ve Kongre’de birçok destekçisi vardı. İki siyasi partinin siyasetçileriyle sürekli olarak iletişim kuruyordu ve Senato’nun itiraz olmadan onaylayacağı bir isimdi. Bu belirsizlik döneminde Fed’de süreklilik güveni desteklerdi. Ayrıca Bush’un danışmanları zor dönemlerde Fed başkanının Cumhuriyetçi gündemi desteklemesini bekliyordu.

Fakat Beyaz Saray’ın beklentilerinin aksine, Greenspan’i görevde tutmak Bush’un yeniden seçilme kampanyasına iyi gelmedi. Fed 1992’de faiz indirimlerini sürdürse de görece yavaşladı ve işsizlik yüzde 7’nin üzerinde yüksek seyretmeye devam etti. Bill Clinton’ın seçim kampanyası sloganı “It’s the economy, stupid* (Aptal, sorun ekonomide)” ile yüzleşen Bush, bağımsız aday H. Ross Perot’un da yarıştığı üçlü seçimi kaybetti. 1998 yılında İngiliz gazeteci David Frost’a verdiği röportajda Bush Greenspan’i suçladı: “Faiz oranları daha dramatik bir şekilde düşürülseydi, tekrar seçileceğimi düşünüyorum. Ben onu yeniden atadım, o ise beni hayal kırıklığına uğrattı.”¹⁴

Demokratik bir başkanın seçilmesi Greenspan’ın yönetim tarzını değiştirmede. Bill Clinton’la hemen kişisel bir ilişki kurdu ve ısrarla bütçe açığının düşürülmesini istedi. Greenspan’ın Bill Clinton’ın kemer sıkma politikasına yönelik belirgin desteği, kongre ifadesindeki olumlu değerlendirmenin yanı sıra daha sembolik bir şey içeriyordu: Clinton 1993’te yaptığı ulusa seslenişte bütçe açığını azaltma vaadinde bulunduğunda, Greenspan en önde Hillary Clinton ve -ABD eski başkan yardımcısı Al Gore’un eşi- Tipper Gore’un arasında oturuyordu.

Greenspan’ın başta mali sorunlar olmak üzere para politikası dışındaki girişimleri Kongre’den ve hatta bazı Fed meslektaşları tarafından eleştirildi ama karıştığı sorunların öneminin, güçlü bir tepki alma riskini gerekçelendirdiğine inanıyordu. Ve genellikle utangaç ve rağbet görmeyen biri gibi görünse de siyasi becerilerine güveniyordu. En nihayetinde Greenspan’ın Clinton’la olan yakın ilişkisi Fed’in ve Başkan’ın kendisine yaradı. Çoğu başkan gibi Clinton da daha güvercin politikaları tercih ediyordu ve Fed’e Greenspan’i bu doğrultuda iteğine inandığı üyeler atadı. Fakat Washington’daki artan etkisini anlayınca, Cumhuriyetçi Greenspan’i iki kez daha yeniden atayacaktı.

* C.N. Bill Clinton’ın 1992 seçimlerini kazanmasını sağlayan, ekonomideki zayıf gidişatı ön plana çıkaran slogan.

YUMUŞAK İNİŞ, 1994-96

Çift haneli enflasyonu kontrol altına almak Volcker'ın direnç ve cesaret göstermesini gerektirmişti ancak belki de kurnazlık veya teorik bilgi birimi gerektirmemişti. Greenspan selefiyle karşılaştırıldığında, ekonomik büyümeyi rayından çıkarmadan enflasyonu sürdürülebilir düşük bir düzeye indirme göreviyle karşı karşıyaydı. Bu, siyasi olarak kolay ama teknik olarak zor bir görevdi. Greenspan başarılı oldu: 1994 ve 1996 yılları arasında ABD ekonomisinin *yumuşak bir iniş* -Fed'in enflasyonu kısıtlayacak ancak bir resesyona sebep olmayacak kadar sıkılaşmaya gitmesi- gerçekleştirmesini sağladı. Yumuşak iniş, Phillips eğrisi mantığıyla yakından ilişkilidir. Standart Phillips eğrisine göre, iş ve ürün pazarlarında gözle görülür bir durgunluğu takiben ekonomi resesyona girdiğinde enflasyon baskılarının düşük olması gerekir. Buna karşılık Fed genellikle kullanılmayan işgücü ve sermayeyi yeniden hareketlendirmek için para politikasını genişletir. Fakat güçlü bir talebin olduğu genişleyen bir ekonomide ücretler ve fiyatlar daha hızlı artma eğilimindedir. Çok yüksek bir enflasyondan kaçınmak için Fed'in bir noktada -doğru zamanda doğru miktarda- para politikasında genişlemeyi sonlandırması gerekir. Gereğinden hızlı bir şekilde gereğinden fazla sıkılaşma, toparlanmayı yarıda kesebilir. Öte yandan, az sıkılaşma -veya gereğinden yavaş sıkılaşma- ileride ek politika sıkılaşması, yani yüksek işsizlik gerektirecek bir enflasyon artışı riski doğuracaktır. Politika yapıcılar için Goldilocks* bir yaklaşım, öncelikle ekonominin toparlanmasını, sonra da tam istihdamın ve düşük, sabit enflasyonun görüldüğü bir ortamda, istikrarlı bir şekilde büyümeye devam etmesini sağlamak için yavaşlamasını destekler. Yumuşak iniş teoride oldukça basit görünür ama para politikası değişimlerinin etkileri ve doğal işsizlik oranı gibi kritik parametrelere yönelik belirsizlikle birlikte, mevcut ekonomiye yönelik tahminde bulunma veya doğru bir şekilde değerlendirme güçlüğü, yumuşak inişi uygulamada alengirli bir hale sokar.

Greenspan'e yumuşak bir iniş gerçekleştirme kapıları, 1990-91 resesyondan sonra gelen uzun süreli toparlanma sırasında açıldı. Toparlanmanın başlangıcında istihdam büyümesi görülmediği için Fed sıkılaşmayı erteledi. Fakat 1994'ün başlarında harekete geçmek için sunulan argümanlar

* C.N. Goldilocks prensibi. Kararınca; ne çok fazla ne de çok az. Ekonomik büyümenin, olması gerekenin daha fazla enflasyona yol açmaması, yani her ikisinin de paralel ilerlemesi anlamında kullanılan bir iktisadi tabirdir.

güçleniyordu. FOMC 4 Şubat 1994'te bir araya geldiğinde ekonomik büyüme hızlanmış, işsizlik oranı yüzde 7,8 düzeyinden yüzde 6,6'ya inmişti. Enflasyondan arındırıldığında reel anlamda sıfır olan yüzde 3 düzeyindeki federal fonlama oranı görece düşüktü. Rezerv Bankası başkanları, bölgele-
rindeki temsilcilerden gelen ve artan fiyat baskılarına işaret eden raporlar aktarıyordu ama yüzde 2,5 ile yüzde 3 arasında seyreden enflasyon istikrarlı görünüyordu. Fed harekete geçmeli miydi?

Birçok Komite üyesi için bu sorunun cevabı evetti. FOMC masasında oturan birçok kişi fonlama oranını yarım puan artırmak istiyordu. Greenspan Fed'in enflasyon çığırdan çıkmadan harekete geçmesi gerektiğine katılıyordu ama aynı zamanda enflasyon beklentilerinin yeniden fırlayacağına yönelik işaretler sebebiyle endişeliydi. Fakat fazla ani bir hareketin finansal piyasaları şoka sokacağı gerekçesiyle Komite'yi çeyrek puanlık daha ılımlı bir artışa ikna etti.¹⁵ O zamanlarda alışılmadık bir şekilde, Greenspan kararı açıklayan bir basın bildirisi yayınladı. Bu, son beş yılda görülen ilk artış olduğu için, piyasaların mesajı aldığından emin olmak istiyordu.

Enflasyon düşüken ve işsizlik yüksekken neden faiz artışı yapılmıştı? Greenspan, birkaç hafta sonra kongrede verdiği ifadede Komite'nin gerekçelerini açıkladı: "Para politikası, enflasyonu yalnızca önemli bir gecikmeyle etkiler. Politika yaklaşımının teşvikçi olması, fiyat endekslerine belki de bir yıl, belki daha sonra yansıyor. Dolayısıyla, Federal Rezerv önlem almadan enflasyonun kötüleşmesini beklerse gereğinden fazla beklemiş olur. Bu noktada ılımlı ve yatıştırıcı adımlar artık yeterli olmaz. Yakın zamanda ekonomik faaliyette kaçınılmaz bir şekilde olumsuz etkiler yaratacak zorlu önlemler gerekir." Greenspan'e göre en son cümle çok önemliydi. Enflasyona önceden müdahale edilmesi, daha sonra daha aşırı bir sıkılaştırma ihtiyacından kaçınması halinde, ona göre büyüme karşıtı değildi. Greenspan, Fed'in erken davranarak "enflasyonist baskıların istikrarı bozacak şekilde olası birikimini önleyerek, mevcut ekonomik genişlemeyi sürdürmeyi ve korumayı" umduğunu söyledi.¹⁶ Fiili enflasyondan önce sıkılaşmaya gitme kavramı -önleyici atak olarak bilinen taktik- Martin'in 1950'lerdeki yumruk yaklaşımını yansıtıyordu.

Şubat 1994'teki faiz artırımını, yeni sıkılaşma döngüsünün yalnızca başlangıcıydı. Gözü enflasyon baskılarında olan Komite, Şubat 1995'te fonlama oranını -yüzde 3'ten yüzde 6'ya- iki katına çıkardı. Politika, istenildiği

gibi ekonomiyi yavaşlatıyor gibi görünüyordu ama bazı yan etkileri olmuştu. Tahvil piyasası, fonlama oranındaki artışa paralel uzun vadeli faiz oranının artması ve daha fazla artış beklentileriyle politika değişimine şiddetli bir tepki verdi. 1993'ün sonlarında yüzde 6'nın altında olan on yıllık Hazine tahvili 1994'ün sonunda yüzde 8'e fırladı. Tahvil fiyatları, getirilerinin tersi yönünde hareket ettiğinden, bankalar, sigorta kuruluşları ve emeklilik fonları da dâhil olmak üzere tahvil sahipleri büyük kayıplar yaşadı. Bu olay daha sonra 1994 tahvil katliamı olarak bilinecekti.* Kurbanlar arasında tahvile bağlı türev sözleşmelerinde zarar ettikten sonra iflas eden Kaliforniya, Orange County de vardı.

Üstelik, Fed sıkılaşması siyasi sonuçlar da doğurmuştu. 1993'te göreve yeni gelen Başkan Clinton, kısmen ekonomik danışmanlarının ve Greenspan'ın federal mali görünümü istikrarlı bir hale getirmenin tahvil yatırımcılarında güveni artıracığı ve uzun vadeli faiz oranlarını düşüreceği vaatleriyle, bütçe açığını azaltmaya yönelik Greenspan destekli plana uymuştu. Ancak plan açıklandıktan sonra uzun vadeli faizler düşmedi. Fed'in faaliyetleri ve peş peşe tahvillerin katliama uğraması oranları yeniden fırlatıyordu. Maryland'dan Senatör Paul Sarbanes Fed'i "çiftlik evine çarpan bir bomba"ya benzetti.¹⁷ Yine de Greenspan ve Hazine Bakanı Robert Rubin, Clinton'ı Fed'i eleştirmenin ters tepeceğine ikna etti: Greenspan politikasının amacı enflasyonu kontrol altına almaktır ve tahvillerdeki kısa süreli sarsılmalara rağmen, uzun vadede daha düşük enflasyon daha düşük faiz oranları demektir. (Gerçekten de uzun vadeli faizler 1995'te ve izleyen yıllarda düştü.) Öte yandan, eğer piyasalar Başkan'ın Fed'in enflasyonu kontrol altına alma çabalarına karşı çıktığını düşünürse, uzun vadeli faizler düşmek yerine daha da yükselirdi. Clinton Greenspan'ı kamuoyu önünde baskılamayacağını ve eleştirmeyeceğini söyleyerek örnek oldu. Bu, Fed'in bağımsızlığı için yeni bir standarttı. George W. Bush ve Barack Obama Clinton'ın izinden gitti.

Greenspan, fonlama oranı Şubat 1995'te yüzde 6'ya ulaştığında sıkılaşmanın yeterli olduğu kararını verdi ve aynı ay verdiği kongre ifadesinde, daha fazla faiz artışı yapılmasının pek olası olmadığını söyledi. Temmuz ve Aralık aylarında yapılan faiz indirimleri, fonlama oranını yüzde 5,5'e

* Tahvil getirilerinin ve fiyatlarının nasıl aksi yönde hareket ettiğini anlamak için, yılda 1 dolar getiri veren ve 10 dolardan işlem gören bir tahviliniz olduğunu varsayın. Bu tahvilin yıllık getirisi yüzde 10'dur (\$1/ \$10). Ama bu tahvilin arzında bir düşüş, yatırımcıların fiyatı 20 dolara kadar çıkarmasına yol açarsa, getiri yüzde 5'e (\$1/ \$20) düşer.

düşürdü. Ekonomi buna olumlu bir tepki verdi; işsizlik düşmeye devam etti ve sonunda enflasyon yüzde 3'ün altında istikrarını korudu. Yumuşak iniş başarıyla tamamlanmış ve ekonomik genişleme devam edecekmiş gibi görünüyordu. Greenspan otobiyografisine bu kadar zorlu bir işin içinden ustalıkla çıkmanın Fed başkanlığı süresince en gurur duyduğu an olduğunu yazacaktı. Güçlü ekonomi, Bill Clinton'ın Kasım 1996'da yeniden seçilmesi ni sağlayacak, başkanı gösterdiği müsamaha için ödüllendirecekti.

MEKSİKA PESOSU KRİZİ

Paul Volcker'ın 1982'deki faiz artırımları, Meksika ve diğer borçlu Latin Amerika ülkelerinde bir finansal krizin patlak vermesine yol açtı. Benzer şekilde Alan Greenspan'ın 1994'teki sıkılaşması da 1982'de temerrüde düşmenin eşğine gelen Meksika'yı zor durumda bıraktı. Fakat 1994 Meksika krizi farklıydı çünkü son on yılda uluslararası finans sistemindeki büyük değişiklikleri yansıtıyordu. 1982'de Meksika ve diğer Latin Amerika ülkeleri büyük Amerikan bankalarına borçluydu, bu yüzden bu borç krizi aynı zamanda ABD bankacılık sisteminde olası bir kriz demekti. Bununla birlikte, 1994'te Meksika'nın borçlanması banka kredisi yoluyla değil, -belli ki bankalar 1982'deki durumdan ders çıkarmıştı- dünyanın dört bir yanındaki alacaklılara satılan tahvillerle borçlanmıştı. Daha da önemlisi, birçok Meksika tahvili -gelişmekte olan ülkelerin yurtdışında sattığı çoğu tahvil gibi- fiilen dolar cinsinden ifade ediliyordu; bu, alacaklıları peso-dolar döviz kurundaki dalgalanma riskinden korumayı amaçlayan bir önlemdi. Ancak döviz kuru riski yok olmamıştı. Aksine, Meksika hükümeti, peso değer kaybederse borcunu daha pahalı bir dolarla ödemek zorunda kalma riskini üstlendi. Üstelik, -*tesobonos* ismi verilen- dolara bağlı Meksika borcunun büyük bir kısmı kısa vadeliydi, bu da borç verenlerin, tıpkı sorunlu bir bankadaki mevduat sahipleri gibi, güvenlerini kaybetmeleri durumunda fonlarını geri çekebileceği anlamına geliyordu.

Meksika 1994 yılında ABD'yle Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nı imzalamış ve anlaşmadan önceki birkaç yılda, Meksika merkez bankasının bağımsızlığını artırmak ve enflasyon için resmi bir hedef belirlemek gibi piyasa yanlısı reformlar uygulamıştı. Meksika'da doğan yeni umutlara yönelik iyimserlik, yabancı paranın dikkatini çekmişti.

Tabii güven bazen kırılgan olabilir. Fed sıkılaşmaya gidince doların değeri

arttı ve Meksika'nın borç ödemelerinin reel maliyetini yükseltti. Bunun ötesinde, Meksika 1994'te Chiapas'ta bir ayaklanma ve bir başkan adayının suikasta uğraması gibi bazı siyasi şoklar yaşadı. Oluşan siyasi baskılara karşı bir yanıt olarak, hükümet seçim öncesinde para ve mali politikalarını genişletti. Bu politikalar ekonomiyi kısa vadede güçlendirmeyi amaçlıyor ama aynı zamanda özellikle hükümet bütçe açığı ve enflasyonu kontrol altına almak üzere ülkenin uzun vadeli reform vaatlerine gölge düşürüyordu. Bu olayların bir araya gelmesi, yatırımların dışarı çıkmasına yol açtı ve Meksika merkez bankasını pesonun değerini korumak için kısıtlı dolar rezervlerini harcamaya zorladı.* Aralık ayına gelindiğinde merkez bankasının, pesonun sabit döviz kurunu koruyacak yeterli rezervi kalmamış ve yeni başkanı para biriminde devalüasyon yaşandığını açıklamaya itmişti. Meksika'nın dolara bağlı borcunu ödeyemeyeceğinden korkan yabancı yatırımcılar, sermayelerini daha da hızlı bir şekilde çekmeye başladı. Bir yardım almazsa Meksika uluslararası yükümlülüklerinde temerrüde düşecekti.

Greenspan'ın liberal günlerinde başvuracağı basit serbest pazar çözümü, Meksika'nın temerrüde düşmesine izin vermek, böylece maddi yardımların yol açacağı *manevi zarar* önlemektir: Eğer Meksika ve borç aldığı kuruluşlar ABD hükümetinin onları kendi hatalarının sonuçlarından korumak için her zaman yanlarında olduğunu düşünürse, haddinden fazla risk almak için cesaretlenirlerdi. Fakat Greenspan, Fed başkanı olarak Meksika'nın temerrüde düşmesinin, yatırımcıların diğer gelişmekte olan ekonomilere olan güvenlerini kaybetmelerine ve bu pazarlardan daha hızlı kaçmalarına yol açarak, uluslararası finans sistemini tehlikeye atmasından korkuyordu. Ayrıca, Meksika ABD'nin önemli bir ticaret ortağı olduğu için, Meksika ekonomisinin çökmesi ABD büyümesini kısıtlardı. Son olarak, Greenspan'ın içindeki merkez bankasına hitap eden bir sav olarak, tıpkı güvende olan bir bankanın borç verenlerinin kendisinden uzaklaşması gibi, Meksika'nın sorunu da temel olarak iflas değil, kısa süreli likidite eksikliğiydi. Genele bakıldığında ABD'nin Meksika için uluslararası son borç veren bir kurum rolüne büründüğü argümanı yapılabildi, böylece ülkenin temerrüde düşmesi ve takiben gelecek kayıplar önlenbilirdi. Ve manevi zarar sorunları da Meksika ve yatırımcılarının bu süreçte yüksek bir bedel ödemesini sağlayarak, en azından kısmen önlenbilirdi.

* Hisse senetleri gibi, pezo cinsinden varlıkların satışı da dahil olmak üzere yatırım çıkışları, döviz piyasasını pezo ile doldurdu. Merkez bankası, para biriminin değerini korumak için, dolar rezervlerini fazla pezoyla satın almakta kullandı.

Greenspan, Hazine Bakanı Rubin ve Hazine Müsteşarı Larry Summers ABD'nin çıkarı için Meksika'nın temerrüde düşmesini önlemek gerektiği üzerine anlaştı. Başkan Clinton'ı da ikna ettiler. Fakat Kongre'yi, yabancı bir ülke için pek iyi karşılanmayan bir kurtarma paketine gereken fonları sağlamaya ikna edemediler. Rubin-Summers-Greenspan üçlüsü alternatif bir çözüm buldu. Hazine, Greenspan'ın desteğiyle Meksika'ya bir kurtarma paketi hazırlanmasına yardımcı olmak için Döviz İstikrar Fonu'nu (Exchange Stabilization Fund) kullandı. Söz konusu fon, Hazine'nin doların yabancı hisse piyasalarındaki değerine istikrar kazandırmak amacıyla dolar alıp satmasına izin vermek için Buhran sırasında Kongre tarafından oluşturulmuştu. Fakat herhangi bir krizin dolar üzerinde muhtemel etkileri olacağından, uygulamada fonun kullanımı oldukça esnekti. IMF ve merkez bankalarının faaliyetlerini kontrol etmeye yardım eden çok uluslu bir banka olan İsviçre'deki Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Meksika için sonunda 50 milyar dolarlık bir kurtarma paketine katkıda bulundu – bunun 20 milyar doları ABD'den geldi.

Meksika nihayetinde yardımı tamamen geri ödedi ve IMF'in gözetiminde ekonomik reformlar ve daha sıkı para ve maliye politikaları uygulaması istendi. Meksika temerrüde düşmemeyi başarsa da 1995'te ağır bir resesyon yaşadı. Manevi zarar perspektifinden bakıldığında, ne yazık ki Meksika'nın tahvil yatırımcıları, dolara bağlı borç sahiplerinin büyük ölçüde toparlanmasıyla daha iyi durumdaydı. Fakat diğer yabancı yatırımcılar -Meksika'nın hisse piyasasına ve peso cinsinden ifade edilen borcuna yatırım yapanlar da dâhil- büyük kayıplar yaşadı.

Meksika'nın kurtarılmasında Greenspan'ın oynadığı rol, Fed başkanının nüfuzu, faiz oranları oluşturma'nın ötesinde bir finansal tamirci ve politika yapıcı itibarını güçlendirdi. Bu durumun daha da önemli tarafı, sonraki on yılda görülecek finansal krizler için bir prototip oluşturmuş olmasıydı.

“ABUK SABUK MIRILDANMA”: BİR İLETİŞİMCİ OLARAK GREENSPAN

Merkez bankacıları ezelden beri ağzı sıkı bir grup olmuştur. 300 yıllık İngiltere Merkez Bankası da dâhil olmak üzere kurulan ilk merkez bankaları özel kuruluşlar olarak işe başladı ve başkanları profesyonel bankacılara yakışır şekilde ketum ve gizli kalmaya devam etti. Zamanla merkez bankaları

daha kamuoyuna açık bir role büründü ama uzun yıllar boyunca standart, esrarlı havalarını korudular. Merkez bankacılarının söylediklerinden daha fazlasını bildikleri algısı hem politika esnekliği hem de yapılan herhangi bir açıklamayla piyasa etkisini en üst düzeye çıkarmak açısından önemliydi. BOE'nin 1921-1944 yılları arasındaki eksantrik başkanı Montagu Norman, söylenenlere göre "Asla açıklama, asla mazeret oluşturma"¹⁸ sözünü kişisel mottosu olarak belirlemişti. Parlamento önünde tanıklık yapması için gelen küstahça talepleri rutin olarak reddetti.

Uluslararası arenada, 1980'ler ve 1990'larda merkez bankası gizliliğinin modası geçmeye başladı. 1990 önemli bir yıldır; 1980'lerden bu yana çift haneli enflasyonla mücadele eden Yeni Zelanda Merkez Bankası, hükümetle iş birliği içinde, yüzde 0 ila yüzde 2 arasında resmi bir enflasyon hedefi koydu. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki birçok merkez bankası Yeni Zelanda'nın izinden gitti.¹⁹ Bu şeffaflık girişimleri, resmi hedefler koymanın yanı sıra, merkez bankalarının ekonomik tahminleri ve analizleri gibi diğer bilgilerin yayımlanmasını da kapsıyordu.

Bu yeni açıklığın arkasında iki neden yatıyor. Birincisi, finansal piyasa katılımcıları politika yapımcıların düşünce yapısını daha iyi anlarsa para politikaları daha da etkili olurdu. Sonuçta para politikası, piyasa getirilerini ve varlık fiyatlarını etkileyerek geniş bir ölçüde etkili oluyordu ve politika komitesinin hedeflerini ve stratejilerini daha iyi anlamak finansal piyasaların politika yapımcıların isteklerini daha iyi yansıtmasını sağlardı. İkincisi, en azından kısmen para politikası üzerindeki siyasi etkiden kaynaklandığı düşünülen Büyük Enflasyon'un ardından Fed ve diğer merkez bankaları, kısa süreli siyasi baskılardan daha da bağımsız hale gelmişti. Ancak eğer seçilmiş yetkililere önemli para politikası kararları vermeleri için yetki verilirse, kendilerini açıklamaları beklenmelidir. Bu hesap verilebilirlik ancak şeffaflıkla sağlanabilir.

Greenspan, küresel olarak merkez bankalarında daha fazla şeffaflık sürecinde yer alan bir figürdü. İstekleri eski modaydı. Esneklik ve öngörülemezliğe önem veriyor, bilgiyi kendisine saklıyordu ve -göreve geldikten sonra şakasını yaptığı üzere- "Abuk sabuk mırıldanmayı" öğrenmişti.²⁰ Gerçekten de uzun uzadıya pek az şey söyleme konusunda ustaydı. Aynı zamanda politikaya yönelik iletişimin genellikle gerekli, hatta bazen kullanışlı olduğunu anlıyordu. Yani Federal Rezerv genellikle şeffaflık konusunda diğer bankaların

gerisinde kalsa da -Greenspan özellikle resmi bir enflasyon hedefi fikrine direnmişti- Greenspan liderliğinde kuruluş önemli adımlar attı. Bu adımların çoğu FOMC kararlarına eşlik eden açıklamaların evrimini içeriyordu.

FOMC'nin toplantı sonrası yaptığı açıklamaları didik didik eden Modern Fed takipçilerine olağandışı gelse de Şubat 1994'ten önce para politikası durumu oluşturulduğu gün kamuoyuna düzenli olarak açıklanmazdı.* (Hatta neredeyse hiçbir değişiklik anında onaylanmazdı; FOMC başkana zamanlama konusunda yetki vermişti.) Bunun yerine, finans gazetecileri kısa vadeli faizlerdeki hareketleri izleyen Wall Street analistlerine danışır ve politikada bir değişiklik olup olmadığı konusunda görüş alırlardı. Bir finans muhabirinin, ortada bir değişiklik olmamasına rağmen bir analistten alıntı yaparak Fed'in politika değişikliğine gittiğini söylemesi olağandışı bir şey değildi.

Fakat yumuşak iniş sekansının başlamasına neden olan Şubat 1994'teki faiz artırımını özeldi. Eylül 1992'den bu yana yapılan ilk politika değişikliği ve 1989'dan bu yana gelen ilk sıkılaşmaydı. Greenspan değişikliğin piyasalarda açıkça görüldüğünden emin olmak istiyordu, bu yüzden FOMC toplantısı sonrası bir açıklama yapılmasının uygun olduğunu düşünüyordu.²¹ Aynı zamanda esnekliğine de değer veren Greenspan, küçük adımlarla ilerledi. Toplantı sonrası açıklamayı arkasında Komite olmadan kendisi yaptı, böylece söyleyeceği herhangi bir şey değiştirilemez veya onaylanamazdı. Üslubu anlaşılabilir ve aldatıcıydı, herhangi bir rakam vermeden "kısa vadeli para piyasası faiz oranlarında ufak bir artış" beklendiğini ima ediyordu. Greenspan ayrıca özellikle hiçbir kararın alınmadığı toplantılardan sonra olmak üzere her FOMC toplantısına bir açıklamanın eşlik etmeyeceğini belirtti. Yine de Şubat 1994 açıklaması sonuçları olan bir yenilikti.

Politika doğrultusundaki değişimi vurguluma isteğinin yanı sıra Greenspan şeffaflığın artması için başka bir motivasyona da sahipti: Capitol Hill. Bankacılık, Konut ve Kent Meseleleri Kongre Komitesi Başkanı Henry B. Gonzalez (Demokrat-Teksas), bir süredir FOMC'nin politika görüşmeleri konusunda kamuoyunu daha fazla aydınlatmasını talep ediyordu. Buna

* Güvernörler Kurulu iskonto oranını değiştirdiği gün bir istisna gerçekleşti. Iskonto penceresi üzerinden borç almak isteyen bankaların oranı bilmesi gerektiğinden, oranı açıklamaktan başka bir çare yoktu. Tıpkı Paul Volcker Fed'inin iskonto oranındaki değişimi açıkladığı Ekim 1979 tarihli toplantısı gibi, iskonto oranındaki değişikliklere genellikle federal fonlama oranında bir değişiklik eşlik eder, bu da para politikasında değişikliğe gidileceği sinyalini verirdi. Iskonto oranındaki değişiklikler güçlü bir sinyaldive bu nedenle bazen "gonga vurmak" olarak anılırdı.

yanıt olarak, FOMC Mart 1993'te her toplantı sonrası, Komite toplantısını da takiben -yani yedi haftalık bir gecikmeyle²²- özet niteliğinde tutanaklar yayımlamayı kabul etti. İstedikini alamayan Gonzalez, FOMC'nin 60 gün içinde her toplantının dökümünü ve video kasetini yayınlamasını gerektirecek bir yasa tasarısını tartışmak için bir duruşma planladı. Ortak ifade vermeleri için 19 kişilik FOMC ekibinin (Kurul üyeleri ve Rezerv Bankası başkanları)- tümünü davet etti. 19 Ekim 1993'teki olağanüstü duruşmada beş Kurul üyesi ve on Rezerv Bankası başkanı Greenspan'ın tarafına geçerken, diğer FOMC katılımcıları rapor verdi.

Greenspan, Fed personelinin tutanakları hazırlamasına yardımcı olmak için FOMC toplantılarının yıllardır kaydedildiğini ve kâğıda döküldüğünü açıkladığında duruşma daha da olağanüstü bir hal aldı. Kayıtlar düzenli olarak siliniyordu ama 17 yıl öncesine dayanan düzeltilmemiş nüshalar hala saklanıyordu. FOMC katılımcılarının büyük bir çoğunluğunun bu nüshalar hakkında bir bilgisi yoktu ve Greenspan, otobiyografisine yazdığına göre kendisi de ifade vermeye hazırlanırken öğrenmişti. Ancak Fed açıkça defansta oynuyordu. Nihayetinde varılan anlaşmada -hala geçerliliğini koruyor- FOMC beş yıllık bir gecikmeyle tüm toplantıların tam, hafif düzeltilmiş nüshalarını yayımlamayı kabul etti. (Tutanaklar Kurul'un internet sitesinden okunabilir.) Bu materyal tarihçiler için oldukça değerli ve uzun bir gecikmeyle de olsa, politika yapıcılar için bir miktar hesap verebilirlik sağlar. Ancak tutanakların yayımlanması, toplantılardaki karşılıklı fikir alışverişini ve spontane tartışmaları azalttı.

Tutanaklarla yaşananlar Greenspan'ı Fed'in şeffaflığına yönelik kararların her zaman kendisine bağlı olmayacağına ve perdeyi hafif aralamanın siyasi amaçlara olduğu kadar politik amaçlarına da hizmet edebileceğine ikna etmiş olabilir. Toplantı sonrası tutanakları hala nadiren ve yalnızca bir kararın verildiği toplantılardan sonra yayınlarsa da Şubat 1994'ten itibaren bu durum değişmeye başladı. FOMC, ilki iskonto oranıyla olan ilişkisi, ikincisi (Temmuz 1995'te) fonlama oranı hedefinin kendisiyle olan ilişkisi bakımından federal fonlama oranı hedefindeki değişimlerle ilgili daha belirgin bilgiler vermeye başladı. Zamanla tutanakların, alınan politika eyleminin arkasındaki nedenlere yönelik daha fazla bilgi içerdiği görüldü. Gerçekten de Ağustos 1994'te yayımlanan tutanakta, bugün sözlü yönlendirme (forward guidance) dediğimiz şey yer alıyordu: Piyasa oranlarında "izleri tamamen görülecek" yarım puanlık iskonto oranı indiriminin yanı sıra, Greenspan'ın

toplantı sonrası yayımladığı açıklamada “bu eylemlerin, en azından bir süreliğine yeterli olması bekleniyor” denildi ve mevcut politikalara bir süre ara verileceğinin sinyali verildi. (Komite’nin Kasım ayında ek 0.75 puan artırmasıyla bu yaklaşımın daha sonra hatalı olduğu anlaşılabilecekti.)

1990’ların geri kalanında iki sorun tartışılıyordu. İlk piyasaları mevcut eylemler konusunda bilgilendirmenin ötesinde, gelecekteki politika yönetimi üzerine sistematik bir kılavuz yayınlayıp yayınlamamaktı. Komite, bir yönergeyle New York Fed’i faiz oranlarının gidişatı konusunda halihazırda bilgilendirmişti. (New York Fed’de yer alan Açık Piyasa Masası para politikasının uygulanmasından, banka rezervleri arzını ve fonlama oranını yönetmek için Hazine tahvilleri alınıp satılmasından sorumluydu.) Bu kılavuza politika “önyargısı” ismi verilmişti. Önyargı yukarı yönlü (faiz oranlarının yükseleceği anlamına gelir), aşağı yönlü veya nötr olabilirdi. Tabii önyargı piyasa katılımcıları için potansiyel olarak önemli bir bilgiydi ama yaklaşık yedi hafta sonra, toplantı tutanaklarıyla birlikte yayımlanıyordu. O zaman da verilen bilgiler eskiyordu. Bir süre tartıştıktan sonra Komite Aralık 1998’de toplantı sonrası açıklamasına önyargıdaki önemli değişiklikleri eklemeyi kabul etti.

Buna karşılık “önyargı” değişmeye başladı. Komite, Şubat 2000’de ekonomiye yönelik “riskler dengesi” kavramı etrafında bir dile geçiş yaptı. Ekonomi zayıflıyor gibi görünüyorsa, açıklamada risklerin “ekonomik zayıflıklar oluşturabilecek koşullara göre tartıldığı” söylenecekti. Ekonomi ısınıyor gibi görünüyorsa, o zaman da risklerin “güçlenen enflasyon baskıları oluşturabilecek koşullara göre tartıldığı” yazacaktı. Riskler dengesi formülünde bariz bir şekilde Phillips eğrisi mantığı gömülüydü, yani enflasyon ve ekonomik büyüme takas ediliyordu. Örneğin -1970’lerdeki stagflasyonda olduğu gibi-ekonomik faaliyetin düştüğü ve aynı anda enflasyonun arttığı olasılığını riskler dengesi dilinde anlatmak zordu.

İkinci sorun tutanakların sahibinin kim olduğu yönündeydi. İlk tutanaklar Komite’nin katkıları olmadan doğrudan Greenspan’dan geliyordu. Ancak kısa bir süre sonra, gelecek oranlara yönelik piyasa beklentilerini şekillendirdiği için tutanakların da bir tür politika olduğu ortaya çıktı. Zamanla Greenspan, Komite’nin tutanağı etkilemesine olanak tanıma baskısıyla karşı karşıya kaldı. Richmond Fed başkanı Al Broaddus, 1995’in başlarında ekibin farklı önyargılarla alternatif tutanaklar hazırlamasını önerdi, böylece FOMC resmi olarak hangi dilin uygun olduğunu oynayabilirdi. Greenspan

önyargının bir politika unsuru olduğunu biliyordu ancak tutanağı toplantı sırasında düzenlemenin mantıksız olduğunu savundu ve konu kapandı. Greenspan veya vekili Don Kohn, bazen tutanağı Komite politika eylemini oyladıktan sonra, toplantının en sonunda okuyordu.

Tutanağın politika beklentilerini etkilediği anlaşıncı Greenspan'ın yaklaşımı da değişti. FOMC Mayıs 1999'da ilk kez faizi oynatmadan önyargıda değişikliğe gideceğini (sıkılaşmaya doğru) açıkladı. Piyasalar sanki bir faiz artırımını açıklamasıymış gibi, buna sert tepki gösterdi. Greenspan Aralık 1999 toplantısında değerlendirmeye alınmaları için alternatif tutanaklar oluşturmaya başladı ve Şubat 2000 toplantısından itibaren Komite politika eyleminin yanı sıra tutanağın onaylanmasını da oylamaya başladı.

Bir diğer şeffaflık adımı olarak, FOMC Mart 2002'de ret oyları da dâhil olmak üzere politika eylemi ve tutanaklara yönelik verilen oyları da yayımlamaya başladı. Kısmen yasal endişelerle -Bilgi Edinme Özgürlüğü Yasası'nın oyların derhal yayımlanmasını zorunlu kılabileceği düşünülüyordu- desteklense de ret oylarının tutanaklara dâhil edilmesi, belirli bir politikaya karşı çıkanların görüşlerine dikkat çekmek için bir araç haline gelecekti.

Greenspan yönetimindeki Fed şeffaflığı, 1994'ten bu yana yapılan değişikliklere rağmen, 2002'den itibaren diğer birçok merkez bankasıyla karşılaştırıldığında sınırlı kaldı. Ancak temelde ekonomik ve siyasi ortamdaki değişimler, yakında iletişimde de değişikliklere yol açacaktı.

MAESTRO SAHNEYE GİRER

1994-96 yılındaki yumuşak iniş, ekonomik genişlemeyi altıncı yılına kadar uzattı. Fed galibiyet serisini -güçlü büyüme, düşük işsizlik, istikrarlı enflasyon- devam ettirebilir miydi? Bu sorunun yanıtı evet oldu ve günümüz gözlemcileri bunun arkasında ağırlıklı olarak Greenspan'ın olduğunu düşünüyor. Watergate ile ünlenen *Washington Post* yazarı Bob Woodward, 2000 yılında Greenspan'ın Fed liderliğine ilişkin *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom** isimli bir kitap yayınladı.²³ Bu lakap yaygınlaşacak, Greenspan'ın rock yıldızı statüsüne yükselişine işaret edecekti. Greenspan yumuşak iniş sonrası dönemi başarıyla idare etmişti ama bu hikâyeye, hayranların anlattığından daha karmaşık.

* *Maestro*: Fed, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi adı ile Scala Yayıncılık tarafından Türkçe'ye kazandırılmıştır.

Fed 1996 ortalarında 1994'ü anımsatan bir olayla karşı karşıya kaldı. Ekonomi sağlam bir hızla -ilk yarıda yüzde 3- büyümeye devam ediyordu ve işsizlik yüzde 5,5 ile yetkililerin doğal işsizlik oranı tahminlerinin altında seyrediyordu. Genel Phillips eğrisi mantığına göre enflasyon yakında bir sorun haline gelecekti ve Greenspan'ın 1994 yılında edindiği önleyici saldırı stratejisi yakında faiz artırımlarına başlanması gerektiğini gösteriyordu. Bazı FOMC üyeleri tam olarak bu stratejiyi destekliyordu.

Fakat Greenspan kararsızdı ve temkinli olmak istiyordu. 1994'te yaşananlardan edindiği deneyimle, sabit veya düşük faiz dönemlerinin ardından bir dizi faiz artırımına gitmenin başta hisse senedi piyasası olmak üzere piyasalarda şoka sebep olacağını biliyordu. Öte yandan 1996'daki durum iki yıl önceki durumdan bir nebze farklıydı. Bir yandan 1996'daki parasal koşullar açıkça pek de iyi değildi. Federal fonlama oranı, 1994'teki gibi yüzde 3 değil, yüzde 5,5 düzeyindeydi - aslında o dönem için normal sayılırdı. Daha da önemlisi, 1996 ortalarında enflasyona dair çok az işaret vardı. Çekirdek tüketici fiyat endeksi tarafından ölçülen enflasyon yüzde 2,7 düzeyinde istikrarını koruyordu ve Rezerv Bankası başkanları Temmuz toplantısında iş sektörü temsilcilerinin satışlarda kayıp yaşamadan fiyatları artırmayacağını söylemişti. Ücret enflasyonu da ılımlı görünüyordu, yalnızca ücretlerin daha hızlı arttığına dair bazı göstergeler vardı. Enflasyonu önceden önlemek bir şey, karanlıkta ilerlemek başka bir şeydi.

Belirgin enflasyon baskılarının olmaması, FOMC'nin temkinli yaklaşımını haklı çıkardı fakat bir soru işareti yaratmıştı: Güçlü bir ekonomi ve düşük işsizliğe rağmen, standart Phillips eğrisinin ima ettiğinin aksine enflasyon neden daha yüksek değildi?

Greenspan'ın, ekonomideki genişleme ve iş piyasasındaki sıkılaşmaya rağmen ücret ve fiyatlardaki artışın neden ılımlı olduğuna dair bir fikri vardı. Greenspan'ın teknolojik değişimin hızında bir artış olarak gördüğü şeyin başlamasına neden olmuştu. İnternet devrimi 1990'ların sonunda bir Yeni Ekonomi tartışması kıvılcımını oluşturmuş ve Greenspan'ın fikri değişmeye başlamıştı.* Yeni Ekonomideki verimlilik kazanımlarının -yani herhangi bir sermaye ve emek birleşiminin üretebileceği çıktı miktarındaki artışlar- enflasyonu iki şekilde yavaşlattığına inanıyordu. İlki, fabrikalarda

* Greenspan'ın ABD gayri safi yurtiçi hasılasının fiziksel ağırlığının geçmişte olduğundan çok daha az olduğuyla övündüğü bir konuşmasına katılmışım. En başta şaşırımsam ama sonra ağır malzeme çıktıları üreten

robot kullanımı veya ofislerde gelişmiş yazılım uygulanması gibi teknolojik değişimler, kolayca yerlerinden edilebileceklerini düşündükleri için çalışanların işlerinde daha az güvende hissetmesine yol açıyordu. Greenspan'ın *işçi güvencesizliği hipotezine* göre, bu gelişmeler düşük işsizliğe rağmen işçileri ücret artışı talep etme konusunda daha az istekli hale getirmişti. İkincisi, verimlilik kazanımları ücret artışlarının mal ve hizmet üretimi bedelleri üzerindeki etkisini telafi ediyor, bu durum da enflasyon baskılarının ılımlı hale gelmesini sağlıyordu. Bu yüzden Greenspan, ekonomideki güçlü seyre rağmen teknolojideki ve böylece verimlilikteki hızlı yeniliklerin enflasyonu güvende tutacağı, yani Fed'in önleyici bir eylem almasına gerek kalmayacağı sonucuna vardı.

Federal Rezerv'in etkili profesyonel kadrosu, en azından ilk başta Greenspan'ın her iki argümanına da karşı çıktı. Ekip işçi güvencesizliği hipotezini ilk kez Eylül 1995'teki FOMC toplantısında ortaya atmıştı. Greenspan o zamanlar henüz bu hipoteze odaklanmamıştı. Eylül toplantısında araştırma direktörü Mike Prell, Komite'ye ekibin hipotezi incelemek için anket verileri ve iş kaybı riski ölçümleri kullandığını fakat güçlü bir sav oluşturamadığını söyledi. Buna rağmen, anekdotlar ve medyadaki bazı haberler FOMC'yi Greenspan'ın iş piyasasındaki güç dengesinin değiştiği görüşüne katılmaya itti.²⁴ Komite 1996 yazında ilk kurşunu ateşledi ve faizleri sabit bıraktı.

Temmuz ve Eylül 1996 toplantılarına yönelik veriler, Greenspan'ın de-yimiyle "bulanıktı". İşsizliğin yüzde 5,1'e düşmesiyle iş piyasası daha da sıkılaştı. İşçiler de açık bir şekilde kendilerini biraz daha iyi hissetmeye başladı; bazı göstergelere göre ücret artışı hızlanıyordu.

Hala faizleri yükseltme konusunda tereddütlü olan Greenspan, savının ikinci kısmına geçti; ücretler ılımlı bir şekilde artsa bile, artan verimlilik söz konusu ücret kazanımlarının enflasyonla birleşmesini engellerdi. Bu noktada Greenspan, yine -resmi verileri kendi tarafına alan- ekibiyle anlaşmazlık içindeydi. Verimliliğin basit göstergelerinden biri olan çalışılan saat başı elde edilen çıktı, o dönemlerdeki veriye göre, 1996'ın ikinci çeyreğinde yıllık bazda yalnızca yüzde 0,9 büyümüşü. Bu pek etkileyici bir oran değildi ve Fed'in 1994'te faiz oranlarını artırdığı döneme göre daha düşük bir düzeydeydi.

eski moda, üretime dayalı bir ekonomi ile değerın yazılım veya gelişmiş tasarım gibi hafif veya ağırlıksız formlarda somutlaştığı internet tabanlı ekonomi ile karşılaştırma yaptığını anladım. Greenspan, ağırlık temelli ölçümlerin tamamen bir metafor olduğunu düşünmüyordu; Fed personelinin çeşitli sektörlerdeki üretimin ağırlığına ilişkin tahminlerde bulunmaları isteniyordu.

Fakat Greenspan (FOMC'deki birçok üyeyle birlikte) bir kez daha iş dünyasındaki kaynaklarının anekdotlarının etkisi altına kalmıştı ve ekibine daha fazla araştırma yapma talimatı verdi. Mevcut verilerin iki sebeple gerçek verimlilik kazanımlarını olduğundan az gösterdiğini savunuyordu: İlk olarak, ücret artışlarına rağmen kurumsal kârlar hala yüksekti, yani bu artan verimliliğin maliyetleri düşük tuttuğuna işaret ediyordu. Buna ek olarak, imalatteki verimliliğin daha kolay ölçüldüğü bir sektör- verimlilik büyümesi oldukça güçlüyken, -Greenspan'e göre verimliliğin pek de kolay ölçülemediği- hizmet sektöründeki verimlilik artışı inanılmayacak kadar düşüktü.*

Komite'deki önemli bir azınlık şiddetle sıkılaşmaya gitmek istiyordu ama Greenspan'ın argümanları ve kişisel etkisiyle, daha fazla veri elde edilmesi için bunu ertelemeye ikna oldular. Eylül 1996'da FOMC bir faiz artımı döngüsü başlatmak yerine, yılın geri kalanı boyunca faizleri sabit tuttu. Ve gerçekten de enflasyonda bir fırlama olmadan ekonomi iyi bir performans göstermeye devam etti. Greenspan'ın öngörülerini doğru çıkmıştı, Fed ekibi ve daha şahin FOMC üyeleri yanılmıştı.

Fakat en nihayetinde, sıkılaşma başlangıcındaki gecikme pek de uzun sürmedi. Ekonomide pek bir değişiklik görülmemesine rağmen, 1997'nin başında Greenspan'ın fikri değişmeye başladı. Şubat 1997 toplantısında hızlı davranma zamanının yaklaştığına inandığını söyledi. "Genişlemenin gözle görülür derecede yavaşladığına ilişkin bariz bir kanıt gelmediği sürece harekete geçmemiz gereken bir noktaya -Mart uygun bir dönem olabilir- yaklaşıyoruz."²⁵ Komite mart ayında faizleri yükseltti yükseltmesine ama bu kez Asya'da olmak üzere bir başka uluslararası finans krizi patlak verip ekonomik dalgalanmalara yol açtığında faiz artırımlarını askıya alacaktı.

Greenspan'ın 1996 ve 1997'deki performansı Woodward'ın kitabı ve diğerlerinden aldığı aşırı övgüyü hak ediyor muydu? Birçok açıdan evet. Daha da önemlisi, ekonomik sonuçlar gayet iyiydi. Güçlü büyüme ve düşük enflasyon sürüyordu. Bu dönem, şüphesiz Komite'yi yönetebilme becerisi ve standart ekonomik verilerin ötesini görebilmesi dâhil olmak üzere Greenspan'ın güçlü yanlarını gösterdi. Özellikle verimliliğe yönelik içgörülerini oldukça etkileyiciydi. Daha sonra revize edilen veriler, tıpkı Greenspan'ın

* Verimlilik ölçümü, çıktının ölçümünü gerektirir ve bu da hizmetler sektörüne göre imalat sektöründe elde edilmesi daha kolay bir şeydir. Örneğin, bir fabrikanın kaç ton çelik ürettiğini ölçmek, bir bankanın finansal hizmetlerinin miktarını ölçmekle kıyaslandığında daha kolaydır.

tahmin ettiği gibi, 1996 ve 1997'deki verimlilik artışının ilk ölçümden daha da yüksek olduğunu gösterdi.²⁶

Bazı durumlarda ise Greenspan'ın analizleri pek isabetli değildi. Ücretler yükselmeye başladığında her halükârda bir kenara atacağı işçi güvencesizliği hipotezi, pek iyi sonuçlanmadı. Daha sonra yapılan araştırmalar, o dönemlerde çoğu işçinin iş kaybı riskini normalin üstünde değil, altında gördüğünü ve 1990'lardaki iş güveninin önceki yıllara göre daha yüksek olduğunu ortaya koydu.²⁷ Üstelik, Greenspan'ın öngörülü bir şekilde belirlediği verimlilik kazanımları muhtemelen enflasyonun neden artmadığını kısmen açıklayabiliyordu. Alanlarının önde gelen ekonomistleri ve dönemin Fed üyeleri Alan Blinder ve Janet Yellen, daha sonra Fed ve 1990'ların ekonomisine yönelik, verimlilik artışının enflasyonu baskılamadaki rolünü küçümseyen bir kitap yazdı.²⁸ Geçmişe dönüp bakıldığında, o dönemde enflasyondaki beklenmeyen zayıflığın, doların güçlenmesi, petrol fiyatlarının düşmesi ve enflasyonun nasıl ölçüldüğüne yönelik metodolojik değişiklikler gibi kısa süreli faktörlerden kaynaklandığını savundular.

Artık gün yüzüne çıkan birçok kanıt, enflasyonun altında yatan davranışın o dönemlerde olumlu yönde değişmeye başladığını gösteriyor. Doğal işsizlik oranı tahminleri kesin olmasa da doğal oranın 1980 ve 1990'ın ortalarına kadar olan dönemde bir puan düştüğü görülüyor.²⁹ Çalışma ekonomistleri Larry Katz ve Alan Krueger, 1999 tarihli bir makalede bu bariz düşüşün ardında birkaç faktör olduğunu belirtiyor. Öncelikle, baby boomer neslinin yaşlanmasıyla, işgücü 1980'lere göre daha deneyimli ve daha eğitilmiş bir hale geldi. Doğal olarak daha eğitilmiş işçiler de genellikle daha az işsizliğe tanık oluyor. İkincisi, bir geçici yardım sektörünün ortaya çıkması gibi, işgücü piyasasının yapısında gerçekleşen değişiklikler, işsizlerin iş bulması için alternatif bir yol sundu.³⁰ Düşük doğal işsizlik oranı, enflasyon baskısı olmadan ekonominin daha fazla büyümesini ve işsizliğin düşük bir oranda kalmasını sağladı.

Enflasyon baskılarının zayıflamasındaki bir diğer önemli faktör de Fed'in enflasyon savaşçısı itibarının (çoğunlukla Volcker yönetiminde fakat Greenspan yönetiminde de devam eden) yeniden inşa edilmesiydi. Hanehalklarının ve şirketlerin Fed'in fiyat istikrarına olan bağlılığına daha çok güvendiği için artan enflasyon beklentileriyle oluşan ücret-fiyat spiralleri ciddi bir sorun olmaktan çıkmıştı. Dolayısıyla, enflasyonda -talepte ani bir

büyüme veya arz şoklarından kaynaklanan- yukarı yönlü baskılar, 1970'lerdeki gibi devamlı etkiler yerine, fiyat artışları oranları üzerinde geçici bir etkiye yol açacaktı. Enflasyon tahminini diğer faktörlerden ziyade üretkenlik konusundaki kuşkusuz öngörülü görüşleri üzerine sabitleyen Greenspan'ın şansı yaver gitmişti. Tabii ünlü beyzbol yöneticisi Branch Rickey'nin de sıkça dile getirdiği gibi, şansın fikirlerin kalıntısı olduğunu unutmamak gerekir.³¹

Son olarak, Greenspan'ın verimliliğe yönelik öngörülerini sıkıştırmayı yalnızca altı ay erteleyebildi -belki de büyük bir farklılığa yol açacak kadar yeterli bir süre değildi bu- ve artık biliyoruz ki verimlilik Fed Mart 1997'de sıkışmaya gittiği için artıyordu. Belki bu dönem biraz abartılmıştı ama Greenspan'ın itibarını güçlendirmiş ve yalnızca Fed'de değil, daha genel anlamda ekonomi politikalarında da daha etkili olmasını sağlamıştı.

ASYA FİNANS KRİZİ: RİSKLERİ YÖNETMEK

Greenspan'ın hünerli politika yönetimi sayesinde ABD ekonomisi 1990'ların sonlarına kadar iyi gidiyordu, ta ki yeni yabancı finansal streslerle karşı karşıya kalana dek. Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'ın başı çektiği krizin merkez üssü bu kez Asya'ydı. Bu ülkeler hızla artan gelirler, yüksek yatırım oranları ve fırlayan varlık fiyatlarıyla son birkaç on yıldır kuvvetli bir büyüme gösteriyordu. Getiri peşindeki yabancı paranın bu ülkelere akması şaşırtıcı değildi.³²

Fakat sonra Tayland hükümeti, Temmuz 1997'de beklenmedik bir şekilde döviz rezervlerini tüketti ve para birimi olan bahtta devalüasyona gitmek zorunda kaldı. Sonraki birkaç ay boyunca diğer güneydoğu Asya ekonomileri de bahtın izinden gitti. Tıpkı Meksika'nın 1994'te devalüasyona gittiği dönemdeki gibi yatırımcı güveni bir anda değişti ve bankalar gelişen Asya ekonomilerinden fonlarını çekmeye başladı. Küresel piyasaları Asya finans krizi ismi verilen bir panik sardı ve bundan etkilenen ülkeler ciddi ekonomik yavaşlamalar ve resesyona tanık oldu.

Bu değişime sebep olan şey neydi? Her zamanki gibi siyasi ve ekonomik faktörler bir araya geldi ve geriye dönüp bakıldığında oluşan kırılganlıkları görmek şimdi daha kolay. Öncelikle, pek iyi yönetilmeyen ve denetlenmeyen yerel bankalar, Doğu Asya'ya verilen yabancı kredilerin çoğunluğunda arabulucu oldu. Ve dönemin çarpıcı atmosferinde bu bankalar aşırı riskler aldı. Sözde ahbap çavuş kapitalizmiyle, siyasetçiler çoğu zaman kredileri

kayrılan şirketlere yönlendirdi. Böylece, Doğu Asya'nın ekonomik görüntüsü güçlü gibi dursa da dışarıdan gelen sermayenin büyük bir kısmı başarısız bir şekilde yatırıma dönüyordu.

Sermaye akışları biçimi de önemliydi. Yerel Asya bankaları ağırlıklı olarak kısa dönemli finansmana bel bağlıyordu; bu da daha ucuz ve uzun vadeli finansmana göre elde etmesi daha kolay olsa da yatırımcıların kaçmasına daha yatkın bir durum oluştuyordu. Meksika'da olduğu gibi, yerel bankalar yurtdışından dolara bağlı mevduatlarla borç alırken, yerel para birimi ile borç veriyordu. Bu para birimi uyumsuzluğu, Doğu Asya hükümetlerinin vadettiği üzere, dolar ve yerel para birimi döviz kuru sabit kaldığı sürece aslında bir sorun oluşturmuyordu. Ama yabancı yatırımcılar paralarını çekmeye başlayınca, kısıtlı dolar rezervine sahip hükümetler için döviz kurlarını sabit tutmak imkânsız bir hale geldi. Asya para birimlerinin devalüasyonu, yükümlülükleriyle karşılaştırıldığında yerel şirketlere verdikleri borçlar ve (ağırlıklı olarak yerel para birimi cinsinden) diğer varlıkları ciddi bir şekilde değer kaybeden yerel bankaların kârlılığına ve sermayesine zarar verdi. Oluşan bu kısır döngüde, banka iflasları tehdidi daha fazla yatırımcının sermayesini çekmesine ve daha fazla devalüasyona yol açtı.

Greenspan ve Fed, bu gelişmeleri en azından ilk başta sakin karşıladı. ABD ekonomisi 1997 yılında gayet sağlam görünüyordu. Dahası, FOMC martta güçlü talep ve artan enflasyon riskleri sebebiyle 0.25 puanlık faiz artışı yaptı. Bu artış ve daha fazlasının gelebileceği işaretleri, ABD'ye sermaye akışını artırdı ve doları güçlendirdi. Bu durum, birkaç ay sonra Asya'da çıkacak krize muhtemelen katkıda bulundu. Kısa bir süreliğine Asya'daki finansal dengesizliğin ABD'yle pek alakası yokmuş gibi görünüyordu. Sonunda ABD hisse fiyatları Asya'daki artan karmaşaya tepki vermeye başladığında -27 Ekim'deki yüzde 7'lik düşüş başta olmak üzere- Greenspan iyimserliğini sürdürüyordu. Asya'daki problemlerin hem yeniden ortaya çıkmaya başlayan enflasyon risklerini kısıtlayarak hem de aşırı ısındığını düşündüğü hisse piyasasını sakinleştirerek FOMC'nin sıkılaşma çalışmalarının bir kısmını üstlendiğini belirtti.³³

Üç yıl önceki Meksika durumunda da olduğu gibi, Greenspan ve Fed Hazine Bakanı Rubin ve yardımcısı Summers'la birlikte çalıştı. Uluslararası borç krizlerinde alışıldığı üzere, yatırımcıları fonlarını çekmek yerine iş birliği yapmaya ve zor durumdaki borçlu ülkeleri IMF ile anlaşmalar yapmaya

ikna etmeleri gerekiyordu. IMF, reformlar uygulamaları şartıyla zor durumdaki ülkelere kredi verecekti. IMF'in bazı talepleri -hükümet bütçe açığını kapatmak veya daha sıkı para politikaları uygulamak gibi- uzun vadede kazanç sağlama umutlarıyla kısa vadede bir miktar eziyete yol açacağından, yapılan müzakereler gergin geçti.

Güney Kore'nin açıkladığından daha az dolar rezervine sahip olduğunun öğrenildiği Kasım 1997'de işler biraz karıştı. Güney Kore büyük bir ekonomik ağırlığa sahip bir ülkediydi ve ABD'nin ana ticaret partnerlerinden biriydi ve para biriminin kontrolsüz bir şekilde devalüasyona uğramasının dolar cinsinden olan borçlarında temerrüde düşmesinden korkuluyordu. Bu da karşılığında bankaların iflas etmesine (ABD bankaları en büyük alacaklılar arasındaydı) ve paniğin yayılmasına yol açarak diğer ülkelerde hisse piyasalarının çökmesine neden olurdu. Güney Kore, Kuzey Kore'yle sınırı olması ve topraklarında büyük bir ABD askeri gücü barındırması sebebiyle ABD için stratejik bir öneme de sahipti. IMF, ABD bankalarını Güney Kore'ye verdikleri kısa vadeli borçları yenilemeleri için ikna eden Hazine ve Fed'le çalışarak 55 milyar dolarlık bir kurtarma paketiyle krizi etkisiz hale getirdi. *Time* dergisi, "Dünyayı Kurtaran Komite (The Committee to Save the World)" başlığıyla Summers, Rubin ve Greenspan'ı kapağa taşıdı. Greenspan'ın ortada ve Rubin ve Summers'ın Greenspan'ın iki tarafında resmedildiği bu kapak, Greenspan'ın Clinton yönetimiyle kurduğu yakın ilişkiyi ve yerel para politikaları dışında çeşitli konularda oynadığı merkezi rolü yansıtıyordu.

Asya'daki problemlere rağmen ABD ekonomisi 1998'in ilk yarısında gücünü korumaya devam etti. Fakat öte yandan, Rusya beklenmedik bir şekilde borcunda temerrüde gitti. Bu durum, varil başına 11 dolara inen petrol fiyatlarındaki (Rusya'nın önemli bir ihracat kalemi) düşüş ve buna bağlı olarak küresel ekonomideki yavaşlamayı yansıtıyordu. IMF'in Rusya'nın reform şartlarını kabul etmemesi sebebiyle borç akışını durdurması temerrüde yol açmıştı. Rusya'daki bu durum küresel piyasaları sarsmıştı, öyle ki Greenspan'ın yabancı finansal karmaşaların ABD ekonomisini tehdit etmediği fikri de tuzla buz olmaya başlamıştı.

Berkeley'deki California Üniversitesi'nde yaptığı bir konuşmada Greenspan, Rusya'nın temerrüde düşmesinin "Fed'de bir şeylerin yeniden düşünülmesine"³⁴ yol açtığını söyledi: "ABD'nin gittikçe artan stresler yaşayan bir dünyada bu durumdan etkilenmeden bir refah vahası olarak kalmaya devam etmesi pek mümkün değil." Diğer bir deyişle, Fed'in yerel direktiflerini

yerine getirebilmesi için, özellikle ülkeden ülkeye hızla bulaşabilen finansal olaylar olmak üzere, dünyanın geri kalanındaki gelişmeleri de değerlendirmesi gerekiyordu. Bu, Greenspan'ın Asya krizinin başlangıcında yaptığı öngörülerden oldukça farklı bir tutumdur.

ABD'de büyük bir hedge fonu olan Long-Term Capital Management (LTCM), Rusya finansal karmaşasının ünlü bir kurbanıydı. Salomon Brothers tahvil trader'larından John Meriwether'in 1994'te kurduğu LTCM'nin yönetim kurulunda iki Nobel ödüllü ekonomist yer alıyordu: Myron Scholes ve Robert Merton. Ayrıca Greenspan altında çalışan Fed Yönetim Kurulu eski başkan yardımcısı David Mullins de yöneticiler arasındaydı. Şirket sofistike, nicel stratejiler uyguluyordu ve ilk başlarda olağanüstü bir şekilde kâr ediyordu. Ayrıca yüksek oranda kaldıraçlıydı. LTCM'nin, 1997'nin sonunda sermayesindeki her bir dolar için yaklaşık 30 dolar borcu vardı.³⁵ Şirketin stratejisi, belirli varlık fiyatlarının normal düzeylerde olduğu düşünülen değerlerindeki geçici sapmalardan yararlanmayı içeriyordu. Daha normal ilişkiler oturdukça bu sapmaların zaman içinde yok olacağını varsayıyordu. Ancak Rusya'nın sürpriz temerrüdü, piyasa dalgalanmalarını artırarak bu stratejiyi darbeledi ve bu da fiyatların beklenmeyen yönlerde hareket etmesiyle LTCM'de büyük kayıplara yol açtı. Zayıf sermayeli bu şirketin hayatta kalmasının pek mümkün olmayacağı anlaşıldı.

LTCM, Wall Street'in önde gelen şirketlerinden büyük borçlar aldığı için, Fed şirketin kontrolsüz başarısızlığının, özellikle varlıklarını yangın satışı fiyatlarıyla satmaya zorlanırsa, piyasaları alt üst edeceğinden endişeleniyordu. Greenspan bir çözüm bulmak için çalışmayı kabul etti. 23 Eylül 1998'de, Wall Street'in önde gelen şirketlerinden 16 üst düzey yönetici, New York Fed Başkanı William McDonough'un denetimi altında New York Fed'de bir araya geldi. Fed yalnızca mekândan (ve Fed'in klasiği sandviç ve kahveden) sorumluydu. McDonough'un da teşviğiyle, bu 16 şirketin 14'ü, LTCM'nin aniden çökmesini engelleyerek daha nizami bir şekilde zayıflamasına yardımcı olmak için 3,6 milyar dolar sermaye desteği vermeye ikna oldu. (Bu desteğe katkıda bulunmayı reddeden iki şirketten biri Bear Stearns'dü; LTCM şirketin müşterilerinden biriydi ve Bear'ın marj çağrıları krizi hızlandırmaya yardımcı olmuştu. On yıl sonra, Bear Stearns'ün kendisi de devlet yardımına ihtiyaç duyacaktı.) LTCM, sonunda 2000 yılında kapatıldı.

O dönemlerde, Fed diğer şirketleri umarsız bir şekilde risk almaya teşvik ederek, yaptığı müdahalenin manevi zarar oluşturduğu gerekçesiyle

eleştirilere maruz kalmıştı. Bu durum, hükümetin Meksika ve Asya krizlerinde yaptığı müdahaleler sebebiyle aldığı eleştirileri hatırlatıyordu. Greenspan yıllar sonra verdiği bir röportajda Fed'in bu olaya dâhil olmasından duyduğu rahatsızlığı dile getirdi.³⁶ Ancak kurtarma paketleri artık pek popüler olmasa da LTCM'nin kurtarılması mantıklı ve gerekçeli gibi görünüyordu. Öncelikle, politika yapımcıların LTCM'nin kontrolsüz çöküşünün finansal sisteme ve takiben ekonomiye büyük riskler oluşturacağı kararına dayanıyordu. Buna rağmen, Fed 1990'da sistemin yatırım bankası Drexel Burnham Lambert'in çöküşünü kaldıracabileceğine karar verdi ve müdahale etmedi. Ayrıca, yaptığı müdahaleden doğan manevi zarar muhtemelen oldukça azdı. LTCM'nin çöküşünü engelleyecek fonların tümü kamu kaynaklarından değil kendi alacaklılarından gelmişti. Ve LTCM'nin sahipleri, yatırımlarının çoğunu kaybetmiş ve itibarları zarara uğramıştı, bu diğerlerinin izlemek isteyeceği bir yol değildi. Daha haklı bir eleştiri ise müdahalenin doğaçlama gerçekleştiği, piyasalarda belirsizliğe ve eşitliğe yönelik endişelere yol açmasına dayanıyordu. Bu açıdan bakıldığında LTCM, sistemik olarak kritik bir finans kuruluşunun potansiyel başarısızlığıyla başa çıkmak için net bir yasal çerçevenin olmaması nedeniyle karşı çıkılan ABD hükümetinin eski (ve gelecekteki) finansal müdahalelerine benziyordu.

LTCM olayı öncesinde ve sırasında, Greenspan (Latin Amerika'ya da sıçrayan) Asya ve Rusya krizlerinin ABD ekonomisi üzerindeki bileşik etkileri konusunda giderek daha fazla endişelenmeye başladı. FOMC'yle 21 Eylül 1998'de yaptığı bir konferans görüşmesinde "ekonominin bir süredir direndiğini ancak artık kötüye gitmeye başladığını" söyledi.³⁷ Böylece, FOMC 1998 sonbaharında 0.75 puanlık faiz indirimine gitti. Kasım ayında yapılan son faiz indiriminden sonra FOMC, yayınladığı tutanakta finansal piyasalardaki süregelen dalgalanmalara rağmen bunun yeterli olduğuna işaret etti. FOMC, bir süre faizleri sabit tuttuktan sonra finansal koşullar iyileştiği için 1998'deki genişleme adımlarının kaldırılabilirliği kararıyla Haziran 1999'da faiz artışına gitti.

Greenspan'ın 1998'de yaptığı üç faiz indirimi, para politikası stratejisinin ekonomi için en olası senaryoların yanı sıra en olası sonuçların da daha fazla dikkate alındığı bir değişime işaret ediyordu. Eylül 1998'de Asya krizinin en iyi ihtimalle ABD ekonomik büyümesini yavaşlatacağı tahmin ediliyordu. Greenspan, Komite'ye Ekim 1998'de bir konferans görüşmesinde "bu tür bir finansal ortamın oluşması ve ekonomide hiçbir etki bırakmadan

ortadan kaybolması çok nadir bir olay olurdu" dedi.³⁸ Yani politikada genişlemeye gitmek kesinlikle ekonominin en muhtemel gidişatını geliştirmeye odaklıydı. Greenspan olasılığa dayalı bir şekilde düşünüyordu. İlk faiz indirimini savunurken tahmin edilen yavaşlamanın muhtemel ancak kesin olmadığını belirtti. "Bu eylemi [faiz indirimini] bir dizi hamlenin ilki olarak değil, bir sigorta primi olarak görebiliriz" dedi.³⁹ Diğer bir deyişle, önerilen indirimler belki de en olası tahminin mantıklı bulunduğu düzeyden biraz daha yüksekti; ekstra gevşeme daha az olası ama daha ciddi sonuçlara karşı koruma sağlamayı amaçlıyordu.

1998'deki "sigorta indirimleri", Greenspan'ın Komite'nin mevcut çeşitli riskler hakkındaki kaçınılmaz belirsizliğini de dâhil etmeye çalıştığı, daha sonra kendi risk yönetimi yaklaşımı diyeceği şeyle olukça uyumlu. Greenspan'ın risk yönetimi stratejisi, politikanın yönünü en endişe verici ama gerçekleşmesi pek olası olmayan risklere doğru kaydırmayı ve bu risklerin gerçekleşmemesi durumunda sigorta politikasını geri kaldırmayı içeriyordu. Greenspan geçmişe dönüp baktığında Asya krizi ve sonuçlarını, kendi yaklaşımının başlangıç noktası olarak görecekti. Otobiyografisine, Fed'in Asya ve Rusya'daki gelişmelere verdiği yanıtın "klasik politika oluşumu yaklaşımından kademeli olarak evrilen bir dönüşümü yansıttığını" yazdı: "En iyi öngörüye ulaşmak ve tüm bahsimizi ona oynamak yerine, politika yanıtımızı bir dizi olası senaryoya dayandırdık."⁴⁰ Greenspan, riskler dengesini politika analizine dâhil eden ilk Fed başkanı değildi ama onun görev döneminden beri politika yapıcılar, ana ekonomik tahminin nasıl yanlış çıkabileceğini ve politikanın alternatif senaryolara göre nasıl en iyi şekilde hazırlanabileceğini daha açık bir şekilde değerlendirmeye başladı.

AKILDIŞI COŞKU: GREENSPAN VE HİSSE PİYASASI

1987'deki hisse piyasası çöküşü Greenspan'ın Fed başkanı olarak karşı karşıya geldiği ilk sınavdı. Fed, bu çöküşe çabucak yanıt verdi ve ekonomideki etkilerini kısıtladı. Fakat hisse piyasası 1990'larda ekonomik gelişmelerin göbeğinde kalmayı sürdürdü.

Bu dönemde, ekonomi yıldan yıla büyümeye ve enflasyon düşük kalmaya devam ettiği için hisse fiyatları üç kat fırladı. Dönemin ekonomistleri hisse fiyatlarının bir soruna yol açmayacağını düşünüyordu. Chicago Üniversitesi ile ilişkilendirilen etkin piyasalar hipotezi, hisse senedi piyasasının çok

değerli veya düşük değerli olabileceğinin tahmin edilmesi fikrini reddeder. Bunun yerine, milyonlarca yatırımcının görüşlerini barındıran hisse ve diğer finansal varlıkların fiyatının, herhangi bir zamanda ekonomiye yönelik tüm mevcut bilgiyi -bu bilgi ne kadar kusurlu olursa olsun- yansıttığını kabul eder. Bu hipoteze göre hisse piyasasında herhangi bir canlanma, ekonomi, (hisseleri tahvillere göre daha çekici yapan) düşük faiz oranları ve diğer temel faktörlere verilen doğal bir yanıttır. Eğer piyasalarda her şey tıkırında ilerliyorsa -piyasalar bazen bazı şeyleri yanlış değerlendirse de- politika yapımcılar piyasa kararlarını hükümsüz kılmaya çalışmamalıdır.

Liberal geçmişi ve genel olarak piyasalara olan inancına rağmen, Greenspan etkin piyasalar konusunda pek katı değildi. FOMC toplantılarında hisse değerlerinin durumu konusunda sık sık görüşlerini dile getirirdi. Üstelik, en azından Fed'deki ilk yıllarında, para politikasını piyasa duyarlılığında anlam-sız dalgalanmalara yüklenmek için kullanmaya hazırды. Tabii bu dalgalanmaların veya kaçınılmaz bir şekilde sona ermelerinin ekonomiyi tehlikeye atmaması şartıyla.

Şubat 1994'te -sonunda 3 puanlık bir sıkılaşmaya dönüşen- buna başlamaya karar vermesi burada önemli bir örnek sunuyor. Faiz artışlarındaki ana amaç, enflasyonun önüne geçmek ve ekonomiyi yumuşak inişe doğru yönlendirmektir. Ama Greenspan aynı zamanda hisse piyasasını da düşünüyordu. FOMC'ye 4 Şubat'taki toplantıda "Faiz oranlarını yükselteceğimize göre, piyasaya yönelik beklentilere sahip olmanın çok yararlı olabileceğini düşünüyorum, böylece hisse piyasasındaki spekülasyon bastırılabilir. Eğer piyasa üzerinde Demokles'in Kılıcını sallayabilirsek, piyasanın başını alıp gitmesine engel olabiliriz"⁴¹ dedi. İki hafta sonraki bir telekonferans görüşmesinde Greenspan bu ilk çabaları bir başarı olarak değerlendirdi: "Aldığımız eyleme geriye dönüp baktığımda, beklediğimizin üzerinde bir etkiye yol açtığımızı düşünüyorum. Hisselerde ortaya çıkan spekülasyonun kısmen belini kırdığımıza inanıyorum." Ayrıca tahvillerle ilgili de "O balonu da patlattık" değerlendirmesini yaptı.⁴²

Ancak Greenspan zafer ilan etmede erken davranmıştı. Sürdürülemez bir hisse balonunu faiz artışlarıyla patlattı mı yoksa hisse trader'ların ekonomik temeller ve politika tahminlerine yönelik düşüncelerini değiştirdi mi, bu bilinmiyor. Her durumda, hisse balonu yavaşça değil, vahşice patladı; finansal istikrara yönelik yan etkileri olan bir hisse "katliamı" yaşanmıştı. Dahası, politika sıkılaşması sona erince tahvil getirilerindeki artış da tersine

dönecekti. Hisse piyasasında ise Dow Jones 1994'te ortalama yalnızca yüzde 2 yükseldi ve bu da politika sıkılaşmasının kısıtlayıcı etkileri ve bunun sonucunda uzun vadeli faiz oranlarına yapılan sert artışlarla tutarlıydı. Fakat bu durgunluk geçiciydi. Politika 1995'te ılımlı bir genişlemeye geçtiğinde hisse piyasası yüzde 33 artışla yeniden yükseldi. Enflasyon ve büyümeyi yönlendirmede çok başarılı gibi görünen para politikalarının, uzun vadeli tahvil getirilerinin ve hisse senedi fiyatlarının kaprislerini yönetme konusunda pek de doğru bir araç olmadığı anlaşıldı.

Maestro'nun 1996 dönemi piyasaya yönelik farklı bir yaklaşım sunuyor. Greenspan, sıkılaşmayı daha güçlü bir verimlilik artışının enflasyon baskılarını düşüreceği öngörüsüyle ertelemiştir. Mantıken güçlü bir verimlilik artışının sağlam hisse kazançlarını açıklamaya yardımcı olması gerekirdi ama oylarını faiz artışlarına daha erken başlanması için kullanan FOMC üyeleri, enflasyon risklerinin yanı sıra hisse fiyatlarının temel değerlerini aşacağı riskini gerekçe gösterdi. Piyasayı sakinleştirmek için faizleri çok erken artırmamanın ekonomiyi gereksiz yere yavaşlatacağına karar veren Greenspan, hisse kazançlarını kısıtlamak için yeni bir taktik denedi: ikna. Hisse fiyatlarını konuşarak düşürebilir miydi?

İki ünlü finans ekonomisti (gelecekte Nobel ödüllü olacak) Robert Shiller ve John Campbell, Aralık 1996'da Greenspan ve Kurul'a, hisse fiyatlarının temettüleri oranının yüksek olmasının hisse piyasasının son derece aşırı değerlendirildiğine işaret eden bir sunum yaptılar.⁴³ Bundan kısa bir süre sonra Greenspan, muhafazakar bir düşünce kuruluşu olan American Enterprise Institute'da verdiği bir demeçte, piyasaya yönelik endişelerini şu soruyu sorarak dile getirdi: "Bu akıldışı coşkunun son on yılda Japonya'da olduğu gibi, daha sonra beklenmedik ve uzun süreli daralmalara maruz kalan varlık değerlerini gereksiz yere yükselttiğini nasıl bilebiliriz?" Dinleyicilere, merkez bankacıları için varlık balonlarının, yalnızca ekonomiye zarar verme tehlikesine yol açtıklarında önemli olduklarını söyledi. Ama yine de "varlık piyasaları ve ekonominin ilişkisinin karmaşıklığını küçümsememeli veya bu duruma ilgisiz kalmamalıyız"⁴⁴ diye ekledi. Bir sonraki günün sabahında Dow, işlemlerin ilk yarım saatinde yüzde 2 düştü. Bunun sebebi belki de trader'ların Greenspan'ın yakında bir faiz artışına gideceğini düşünmeleriydi. Ama bu durum geçiciydi ve piyasadaki yükseliş devam etti.

Tecrübelerin verdiği avantajla, Greenspan'ın konuşması sırasında hisse fiyatları pek de aşırı değerlendirilmiş değildi. Bazı geleneksel ölçütler-hisselerde

ve güvenli hükümet tahvillerinde beklenen getiriler arasındaki fark olarak tanımlanan hisse senedi risk primi gibi- tarihsel olarak normal aralıklardaydı. Gerçekten de Greenspan'ın "akıldışı coşku" konusunda endişelendiği 1996'nın sonlarında temsili bir hisse sepeti satın alıp hisse piyasasının internet balonu sonrası gördüğü dip dönem olan 2002'nin sonunda satsaydınız, yeniden yatırılan temettüler de dâhil olmak üzere yüzde 32'lik nominal bir kazancın sefasını sürebilirdiniz.⁴⁵ Fakat bu balon davranışının göstergeleri, internet balonunun da ilerlemesiyle, bu on yıllık dönemin sonunda daha net olarak görülecekti.⁴⁶

Greenspan hisse piyasasını dizginlemeye yönelik son bir adım daha attı. FOMC'nin Maestro döneminin sonlandığının sinyalini verdiği Mart 1997'deki faiz artırımını, esasen olası enflasyonist baskıları engellemeyi amaçlıyordu. Fakat Greenspan, daha sonra mart ayında yapılan faiz artırımının "olası bir hisse senedi piyasası balonunun enflasyonu istikrarsızlaştırabileceği"⁴⁷ endişesinden kaynaklandığını yazdı. Şubat 1997 toplantısında "Komiteye boğayı [piyasa] dizginlemek için bir faiz artırımına ihtiyaç duyulabileceğini söylediğini" hatırlattı. Fakat ne faiz artışı ne de Asya ve Rusya'da birbiri ardına gelen krizler hisse fiyatlarını pek etkilemedi.

Piyasa kazançları, ağırlıklı olarak internet coşkusunun etkisiyle, sonraki üç yıl boyunca devam etti. Dow, 29 Mart 1999'da tarihinde ilk kez 10.000'in üzerinde kapandı. Greenspan daha sonra otobiyografisine şunları yazdı: "Hisse piyasasındaki patlama yıl sonuna doğru kreşendoya ulaştı. Hisse senedi yatırımı yapan birçok kişi haklı olarak oldukça heyecanlıydı. Bu durum Fed'i olağanüstü bir karmaşayla yüz yüze getirdi: Sağlıklı, heyecanlı bir ekonomik canlılıkla, insan doğasının pek iştah açıcı olmayan unsurları tarafından yönlendirilen kontrolsüz, spekülatif bir hisse piyasası balonu arasında nasıl bir ayrım yapılabilir? Pek istemeyerek de olsa Senato Bankacılık Komitesi'ne de söylediğim gibi, bu iki unsur aynı anda var olabildiği için bu soru daha da karmaşık bir hal alıyor."⁴⁸

Greenspan, 1990'larda finansal piyasaların verimli ve rasyonel olduğu görüşünden ziyade, hisse senetlerinin uygun şekilde değerlendirilmediği konusunda güçlü görüşlere sahipti. Faiz artımı ve ikna yöntemleriyle piyasadaki bu sürdürülemez olarak değerlendirdiği kazançları yavaşlatmak için uğraştı. Fakat bu çabaları geçici başarılarla ulaştı ve zamanla, hisse piyasaları patlamalarında "iyiyle kötüyü" ayırt etme becerisi ve hisse fiyatlarının

Fed müdahalelerine nasıl tepki vereceğini tahmin etme konularında kendisine olan güvenini kaybetmeye başladı. Bu müdahalelerin arkasındaki teorik neden ne olursa olsun, bu belirsizlikler uygulamada gözle görülür zorluklarla yol açıyordu.

Bazı Rezerv Bankası başkanlarının altını çizdiği endişelere rağmen, FOMC 1999 başında faiz artışına gitmedi. Fakat artan enflasyon endişeleriyle Fed yılın ilerleyen dönemlerinde ciddi bir para sıkılaşması başlattı. İroniktir ki sıkılaşmanın arkasında belirli bir hedef olmadığı için, yapılan faiz artışları 2000 yılının ilkbaharında hisse senedi fiyatlarında sert bir düşüşe dönüşecek olan şeye kuşkusuz katkıda bulundu.

II.BÖLÜM

21. YÜZYIL PARA POLİTİKASI Küresel Finans Krizi Ve Büyük Durgunluk

4

YENİ YÜZYIL, YENİ ZORLUKLAR

Yeni milenyum yaklaşırken, Federal Rezerv yetkilileri (ve diğerleri) dünyadaki bilgisayarların 2000 yılına (kısaca Y2K) uyum sağlayamayacağından ve bu durumun dijitalleşen küresel ekonomiyi bir kaosa sürükleyeceğinden endişe ediyordu. İster iyi hazırlık ister iyi şansla, Y2K bir hıçkırık gibi gelip geçti.

Ancak 2000 yılı büyük zorlukların da habercisi oldu: Ekonomi 1990'lardaki canlılığını kaybetmiş gibi görünüyordu ve II. Dünya Savaşı sonrasındaki dönemin aksine, aşırı düşük enflasyon ve düşük faiz oranları merkez bankacıları için büyük endişeler yaratıyordu. Düşük faiz oranlarının para politikası üzerinde oluşturduğu kısıtlamalar, 1930'lardan bu yana, hatta belki de ezelden beri görülen en kötü küresel finans krizi ekonomiyi derin bir resesyona sürüklediğinde belirginleşecekti.

DOT-COM BALONU VE 2001 RESESYONU

Esas Y2K şoku hisse piyasalarında hissedildi. Greenspan ve birçok FOMC üyesi, piyasaların birden fazla uluslararası krizi, enflasyonu önleyici para politikaları ve Greenspan'ın ikna çabalarını atlattığı 1990'lardaki "akıldışı coşku" sebebiyle endişeliydi. Ama geriye dönüp baktığımızda, hisse fiyatları

-sürdürülebilir büyüme, düşük enflasyon ve görece düşük faiz oranlarının görüldüğü- bu on yıllık dönemde Greenspan ve FOMC'deki meslektaşlarının düşündüğü kadar oransız değildi. Ekonomi güçlü, enflasyon düşüktü ve 1990'larda uluslararası finans krizlerinin endişe verici sürekliliği göz önüne alındığında ABD hisseleri yurtdışındaki yatırımlara göre daha güvenli bir getiri vadeliyordu.

Sağlıksız bir spekülasyonun net belirtileri, bu on yıllık dönemin son yıllarında ortaya çıktı. İnternet, zaman zaman Greenspan'de bile hayranlık uyandıran bir "yeni ekonomi" vizyonu oluşturmuyordu. Görünüşte tüm internet (dot-com) şirketleri, altta yatan iş teklifi belirsiz olsa da oldukça revaçtaydı. İnsanlar işlerini bırakıp, evdeki bilgisayarlarıyla hisse alım satımı yaparak day trader'larına dönüştü. Bir süreliğine, para kaybetmek imkânsız gibi görünüyordu. Finansal balonların psikolojisi konusunda uzman bir isim olan Robert Shiller'in da söylediği gibi, popüler anlatılar piyasalarda ve genel olarak ekonomide muazzam bir güce sahiptir.¹ Bir balonun en net işaretleri, herkesin aşırı kazançların sonu görünmeyen bir şekilde devam edeceğinden emin olmasıdır. Teknoloji ağırlıklı Nasdaq endeksi 1997 sonuyla 2000 başı arasındaki dönemde üç kat büyüdü.

Greenspan'ın da söylediği gibi, bir hisse piyasası patlaması aynı anda hem oranlı hem oransız olabilir. İnternetin ekonomik potansiyeline yönelik 90'ların sonundaki coşku haksız yere değildi – yalnızca erken gelişmişti. Bugün teknoloji şirketleri ekonomimizin en büyük ve en dinamik şirketleri arasında ve internet ve diğer yeni teknolojilerin etkileri perakendeden iletişime ve finansa birçok sektörde açıkça görülüyor. Ancak yine otomobil ve radyo gibi teknolojiler üzerinde kurulu "yeni ekonomi" beklentileriyle körüklenen 1920'lerdeki ekonomik patlamada olduğu gibi, piyasa kendisini zorluyor. Yeni yüzyılın başlangıcında da dot-com şirketlerinin uzun bir süre boyunca kâr edemeyeceği anlaşılmaya başlandı. Mart 2000 tarihli bir *Barron's* makalesinde, gelirleri iyimser beklentilerinin oldukça üzerinde olan çoğu internet şirketinin parasının tükenmek üzere olduğu uyarısı yapıldı.² Öte yandan, bu taşkın ekonominin enflasyonu tetikleyeceğinden endişe eden Fed faizleri artırmaya başladı. 1999'un ikinci yarısında, Rusya'nın temerrüde düşmesinin ardından yaptığı 0,75 puanlık "sigorta" indirimlerini geri aldı, ardından 2000 yılının ilk yarısında üç hamlede faizleri bir ek puanla yüzde 6,5'e yükseltti. Bu, neredeyse on yılın en yüksek fonlama oranı düzeltmesiydi.

Dot-com balonu şirketlerine yönelik anlatının değişmesiyle birleştiğinde, 1999-2000 dönemindeki parasal sıkılaşıma, bir önceki on yılda politika manevraları ve Greenspan'ın ikna çabalarının yapamadığı şeyi başardı: piyasalarda ani bir düşüşün başlamasına yardımcı oldu. Nasdaq endeksi, Mart 2000 yılında zirveye ulaştıktan sonra, yıl sonunda yüzde 47 değer kaybetti. Daha kapsamlı endeksler daha az düştü ama mevcut duruma bağışlıkları yoktu. Örneğin, bu iki buçuk yıllık dönemde ABD'deki en büyük 500 şirketin değerini yansıtan S&P 500 endeksi neredeyse yarı yarıya değer kaybetti.

Ekim 1987'deki çöküş; piyasalardaki dev düşüşlerin, yüksek kaldıraçlar ve kredi piyasalarında daha geniş kapsamlı zararlara yol açmadıkları süreç, ekonomiyi pek etkilemeyeceğini ortaya koymuştu. Genel anlamda bu sav 2001'de yeniden doğrulandı. Hisse fiyatlarında sert düşüşler görülse de 11 Eylül'deki terör saldırılarının yol açtığı olağanüstü şoklara rağmen, ekonomi Mart-Kasım 2001 arasında yalnızca sekiz aylık, ılımlı bir resesyona tanık oldu.* Hisse fiyatlarından elde edilen kazançlar eridikçe ve güven azaldıkça tüketici harcamaları da azaldı.³ Teknoloji sektörüne yapılan yatırımların yanı sıra, Silikon Vadisi'nde ofis inşaatları ve fiber optik ağ kurulumları gibi faaliyetlere yapılan yatırımlar da aniden düştü.

FOMC'nin önceki sıkılaşmayı tersine çevirmesi bir nefes aldırılmıştı. 3 Ocak 2001 tarihli bir konferans görüşmesinin ardından Komite, yarım puanlık bir düşüşle faizi yüzde 6,5'ten yüzde 6'ya indirdi. Bunu, faizin 11 Eylül saldırılarının ardından yüzde 3,5'e ve 2001 sonunda yüzde 1,75'e indiği çeşitli faiz indirimleri izledi. Ekonomi, terör saldırılarının yaşandığı 2001'in üçüncü çeyreğinde zorlandı ancak büyümeye devam etti. Böylece balonun patlamasından hemen sonra görülen ekonomik etkiler kısıtlandı. Ama bir şeyler değişmişti ve 2000'lerin başında ulusal hissiyat, 1990'ların iyimserliğinden oldukça farklıydı. 2001 resesyonu pek derin veya uzun olmasa da -1990-91 resesyonu sonrasında olduğu gibi- yavaş bir ekonomik toparlanma görüldü.

Genel hissiyattaki değişim, ülkeyi şoka uğratan ve birçok kişinin daha fazla saldırının yapılacağına, hatta Orta Doğu'da gerçek bir savaşın çıkabileceğine ikna eden 11 Eylül olaylarını yansıtıyordu. Bu saldırılar Fed'i gerçek anlamda bir sınava tabi tuttu ve Fed bu zorluklara göğüs germeyi başardı. Pentagon'a

* O yıllarda henüz bir akademik personelken, resesyonu duyuran Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu komitesindeydim.

yapılan saldırıdan çıkan dumanları ofis penceresinden gören Fed Başkan Yardımcısı Roger Ferguson -o gün Washington'da olan tek Fed Yönetim Kurulu üyesi- ABD finans sisteminin işlevini yerine getirmek için Kurul ve Dünya Ticaret Merkezi'nden yalnızca birkaç bina ötedeki New York Fed personeliyle birlikte çalıştı.⁴ (Greenspan ve New York Fed Başkanı Bill McDonough 11 Eylül'de İsviçre'deki bir toplantıdan ABD'ye dönüyordu.) Ferguson'ın attığı ilk adım, Fed'in 1987'deki çöküş sonrası yayınladığına benzer bir açıklama yayınlamak oldu: "Federal Rezerv açık ve faaliyetine devam ediyor. İskonto penceresi likidite ihtiyaçlarının karşılanması için hazır." Dünya Ticaret Merkezi'ndeki kayıplara ve telekomünikasyon ağları da dâhil olmak üzere altyapıdaki kapsamlı zarara rağmen Fed'in de yardımıyla en kritik finansal operasyonlar devam etti. Hisse piyasası, bir haftadan kısa bir süre sonra yeniden açıldı.

Hisse fiyatlarındaki düşüş ve havayolu seyahatinden sigortaya çeşitli sektörleri etkileyen yeni terör tehdidinin yanı sıra, 2000'lerin başındaki belirsizliği artırma ve ticari güveni etkilemede bazı diğer faktörler de etkili oldu. Bu faktörler arasında, ABD'nin Irak'ı işgal etme olasılığının artması -ki bu olasılık 2003'te gerçeğe dönüştü- (FOMC, Mart 2003 tarihinde, beklenmedik bir şekilde, jeopolitik belirsizliğin düzeyi göz önüne alındığında ekonomi üzerinde riskler dengesinin yararlı bir şekilde kullanılamayacağını kabul etti) ve bir dizi kurumsal skandal (Enron, Worldcom, Arthur Andersen) yer alıyordu; bu skandallara bir yanıt olarak oluşturulan Sarbanes-Oxley Yasası, halka açık borsalarda işlem gören şirketlerin muhasebe ve denetim gerekliliklerini katılaştırdı. Yüksek belirsizlik ve yavaş ekonomik büyümenin hüküm sürdüğü bu ortamda iş yatırımları donmuştu. Özellikle de çıktı büyümesi devam ederken işgücü piyasasının durgun kalması endişe vericiydi. "İşsiz toparlanma" tabiri bir kez daha moda oldu. Resesyonun sona erdiği Kasım 2001'de yüzde 5,5 düzeyindeki işsizlik oranı yükselmeye devam etti ve Haziran 2003'te yüzde 6,3'e ulaştı.

Mali politikalar durgun bir ekonomiyi güçlendirebilirdi ve Greenspan-tıpkı George H. W. Bush ve Clinton yönetimlerinde yaptığı gibi- yeni göreve gelen Başkan George W. Bush'un politikalarına burnunu soktu. 1990'lardaki güçlü ekonomik büyüme ve hisse piyasasındaki sermaye kazançları, vergi gelirlerini artırmış ve federal bütçede nadir görülen bir fazlaya yol açmıştı. Fed personeli, bütçenin fazla vermeye devam etmesinin bir sonucu olarak federal hükümetin borcunu ödemesi durumunda nasıl bir para politikası oluşturulabileceğini bile ele almıştı. (Hükümet tüm borcunu öderse, Fed

alışılacağı şekilde banka rezervlerini -yani faiz oranlarını- düzenlemek için Hazine tahvilleri alıp satamazdı.) Bush, seçim kampanyası sırasında halka 1,6 trilyon dolar vergi indirimi vadetmişti ve mali politikalara yönelik tutuculuğuna rağmen, bütçe fazlalarını göz önüne aldığı anda Greenspan de bu politikayı destekleme eğilimindeydi. Ancak Greenspan kongreye verdiği ifade tedbirli davrandı. Her zamanki gibi federal hükümetin uzun vadeli mali görünümünden endişe eden Greenspan, bütçe fazlasının beklentinin altına düşmesi durumunda kesintileri feshedecek “tetikleyiciler” eklenmesini önerdi – ancak genel olarak iyi niyetli olan yorumları, Bush’un planını koşulsuz olarak onayladığı şeklinde yorumlandı ve birçok Demokrati kızdırdı.* Bush, Haziran 2001’de (on yıl boyunca sürecek) 1,35 trilyon dolarlık bir vergi indirimi yasasını imzaladı.

Öngörülen federal bütçe fazlasının kısa ömürlü olduğu sonradan anlaşıldı. Resesyon, (sermaye kazançları üzerindeki vergi gelirlerini düşüren) hisse fiyatlarındaki düşüş ve vergi indirimi bir araya gelerek bütçeyi yeniden açık vermeye itti. Greenspan, 2003’te yasaya giren Bush’un bir sonraki vergi indirimine (on yıl süreyle 350 milyar dolar) karşı çıksa da Bush yönetimiyle olan yakın ilişkisini korumaya devam etti. Bush Nisan 2003’te, Fed’deki görev süresinin dolmasından bir yıl kadar önce, Greenspan’i yeniden atayacağını söyledi.

Greenspan’ın ana odağı tabii ki para politikalarıydı ama ekonomideki yavaş toparlanma ve 2001 sonrası gerçekleşen gelişmeler genel anlamda yeni endişelerin oluşmasına yol açtı. Birçok ekonomist ve yatırımcı, ekonomi yeniden büyümeye başladığında bile direnmeye devam eden olağandışı düşük faiz oranları ve enflasyonun, geçici bir sapma değil, yeni normalin bir parçası olduğundan endişelenmeye başlamıştı. Fed, resesyonla mücadele etmek için federal fonlama oranında ani bir indirim gitmiş ve ekonomideki ağır toparlanma ve düşük enflasyona karşı bir yanıt olarak federal fonlama oranını daha da düşürmüştü. (2003’te yüzde 1’e inmişti.) Üstelik, 1990’larda beklemede kalan Phillips eğrisi yeniden faaliyete geçme sinyalleri veriyordu; ancak bu kez işgücü piyasasındaki inatçı durgunluğun fiyat ve ücret artışlarını yavaşlattığı bir düşüş eğilimi gösteriyordu.

* Fed’deki başkanlık yıllarının başlarında Senato’nun Demokratik Lideri Harry Reid, benî mali politikalara burnumu sokmamam konusunda uyarırken Greenspan’ın Bush’un vergi indirimlerine verdiği desteği örnek gösterdi.

Federal Rezerv, teknik sebeplerle enflasyonu izlemek için artık tüketici fiyat endeksine daha az ve kişisel tüketim harcamaları fiyat endeksine (PCE) dayalı alternatif bir ölçüye daha çok odaklanıyordu.* [Gıda ve enerji fiyatlarının dâhil edilmediği] Çekirdek PCE enflasyon, 2003 ortasında yüzde 1 civarında seyrediyordu ve Kurul üyeleri, bu oranın Fed modellerine göre daha da düşeceğini ve dörtte bir olasılıkla tam enflasyonun gerçekleşeceğini öngörüyordu. 1970'ler ve 1980'leri şekillendiren merkez bankacıları -aslında bu noktada tüm politika yapıcılar- için oldukça düşük faiz oranları ve düşük enflasyonun bir araya gelmesi kafa karıştıran bir durumdu. Martin'den Burns'e ve Volcker'a merkez bankacılarının belası olan enflasyon gerçekten aşırı düşük olabilir miydi? İlerleyen yıllarda bu sorunun yanıtı belirginleşecekti: Evet, enflasyon aşırı düşük olabilirdi.

FAİZ ORANLARI VE ENFLASYONDA UZUN SÜRELİ DÜŞÜŞ

Merkez bankaları kısa vadede, başta federal fonlama oranı gibi kısa vadeli faizler olmak üzere, faiz oranları üzerinde epey kontrol uygular. Ancak uzun vadeli dönemlerde faiz oranlarının genel veya "normal" düzeylerini diğer yapısal ekonomik faktörler belirler. 19. yüzyıl sonunda etkili isimlerden İsveçli ekonomist Knut Wicksell'in fikirlerine dayanarak ekonomistler, ekonomide istikrarlı bir enflasyon oranı ile tam istihdamın sağlandığı dönemlerde** oluşan faiz oranını *nötr faiz oranı* -kısaca R^* - olarak tanımladı.⁵ Doğal işsizlik oranı u^* gibi, nötr faiz oranı da zaman içinde değişebilir. Gerçekten de Fed'in bir dizi sıkılaştırma ve genişleme, kısa vadeli faizleri artırma ve düşürme döneminden geçtiği 1980'lerin başından bu yana, faiz oranları hem ABD'de hem de diğer gelişmiş ekonomilerde genellikle aşağı yönlü olma eğilimindedir. Örneğin, Grafik 4.1'de de görüleceği üzere, on yıllık Hazine tahvillerinin

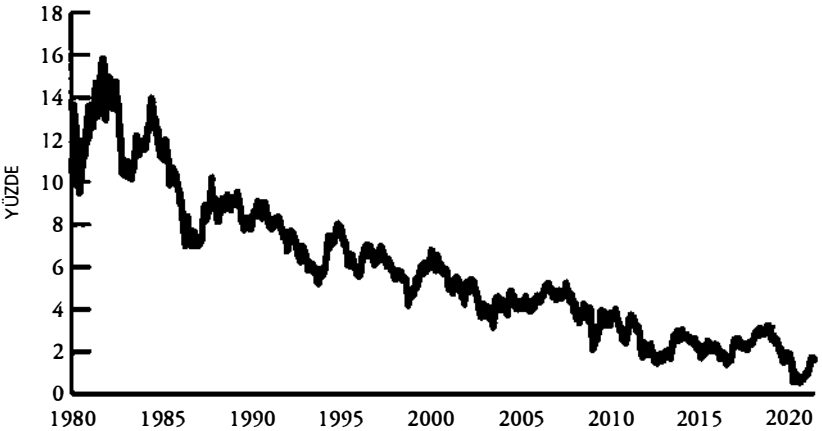
* PCE fiyat endeksi Ekonomik Analiz Bürosu tarafından GSYH hesaplamasının bir parçası olarak oluşturulur. Bu politikadaki değişimin bir nedeni, PCE enflasyonunun tüketiciler tarafından satın alınan mal ve hizmet karışımında süregelen değişim için daha iyi bir tolerans sunması, TÜFE'nin ise ana mal ve hizmet kategorilerinde yapılan harcamaya paylarının sabit olduğunu varsaymasıydı (ağırlıkların yalnızca periyodik olarak ayarlanmasıyla). Tarihsel açıdan, iki endeks genellikle birbirine yakın hareket etse de PCE endeksi ile ölçülen enflasyon TÜFE enflasyonundan birkaç puan daha düşük olmuştur.

** Piyasa veya nominal anlamda nötr faiz oranı için R^* (büyük harfle) kullanıyorum. Nominal nötr oran eski enflasyon olarak tanımlanan reel nötr faiz oranı, genellikle r^* (küçük harf) ile ifade edilir. Bu kitapta kısa vadeli nötr faiz oranını ifade etmek için R^* kullanmayı tercih ettim ancak kısa vadeli ve uzun vadeli nötr faiz oranları genellikle birlikte hareket eder.

getirisi Volcker döneminin başında yüzde 15'in üzerinde zirve yapmasına rağmen o zamandan bu yana düzenli olarak düştü. 2020 pandemisinden önceki dönemde de yüzde 2'nin altına indi. Faiz oranlarında hem resesyonlarda hem de ekonomik genişleme dönemlerinde süregelen bu uzun süreli düşüşler, nötr faiz oranının bugün birkaç on yıl öncesinde olduğundan çok daha düşük olduğuna işaret ediyor.

Son kırk yılda R^* ortalamada neden bu kadar düştü ve bu neden önemli? Volcker ve Greenspan dönemlerindeki enflasyonun zapt edilmesi, nötr faiz oranındaki düşüşün en büyük nedenlerinden biri. 20. yüzyıl başlarında ekonomist Irving Fisher'ın da söylediği gibi, birikimciler elde ettikleri dolar miktarını değil, yatırım getirilerinin satın alma gücünü umursuyor.⁶ Kazançlarının satın alma gücünü korumak için, enflasyon beklentisinde her ek puan için faiz oranlarında kabaca bir ek puan talep ediyorlar. Bu kural, *Fisher hipotezi* olarak biliniyor. Fisher hipoteziyle, son kırk yılda enflasyonda görülen düşüş -çekirdek PCE enflasyonu 1975 ile 1980 aralığında ortalama yüzde 7 ve 2015 ile 2020 aralığında ortalama yüzde 1,5'in biraz üzerindeydi- nötr faiz oranındaki aşağı yönlü eğilimin önemli bir kısmını açıklamaya yardımcı olabilir.

Grafik 4.1 ON YILLIK HAZİNE TAHVİLLERİ, 1980-2021



Federal Rezerv makroekonomik hedeflerine ulaşmak için federal fonlama oranını artırıp düşürse de 1980'lerin başından bu yana piyasalardaki uzun vadeli faiz oranı eğilimi aşağı yönlü olmuştur. Kaynak: FRED veri tabanı, St. Louis Fed.

Fakat faiz oranları son kırk yılda enflasyondan daha fazla değer kaybettiği için, enflasyondaki düşüş bu hikâyenin yalnızca bir kısmını oluşturuyor. Diğer bir deyişle, Hazine tahvilleri ve diğer yatırımlar üzerindeki reel veya enflasyondan arındırılmış faiz oranları -faiz oranı eksi enflasyon oranı- da düştü ve birçok durumda bu düşüş oldukça yüksekti.*⁷ Başka neler oluyordu?

Birbiriyle ilişkili ve birbirini tamamlayan iki tez, reel faiz oranlarındaki uzun vadeli düşüşü açıklamaya çalışmıştır. 1990'ların uluslararası finans krizleriyle mücadeledeki rolü bir önceki bölümde ele alınan ve daha sonra Başkan Clinton döneminde Hazine sekreteri olarak görev alan Larry Summers, *seküler stagnasyon* ismini verdiği bir hipotezi yeniden gündeme getirdi.⁸ Bu terim, ünlü bir Harvard ekonomisti olan Alvin Hansen tarafından 1938'de oluşturuldu.⁹ Hansen, ekonomik büyüme ve teknolojik yeniliklerdeki yavaşlama gibi faktörlerin Büyük Buhran sonrasında bile ekonomide durgunluğa yol açmasından endişe ediyordu. Tabii ki bu olmadı -Buhran ve İkinci Dünya Savaşını ekonomik genişleme takip etti- ama Summers, Hansen'in fikirlerinin yeni bir bağlama oturabileceğini gördü.

Summers'ın Hansen'in hipotezini güncellediği versiyona göre, modern ABD ekonomisi nüfusun yaşlanmasıyla yavaşlayan işgücü büyümesi, önceki dönemlere göre önemli teknolojik ilerleme eksikliği ve hızla büyüyen sektörlerin artık eskisi kadar fiziksel sermayeye ihtiyaç duymaması (1950'lerde General Motors ile karşılaştırıldığında bugün Facebook'un görece az ekipman ve ofis ihtiyacını düşünün) gibi inatçı zorluklardan mustarip. Summers'ın seküler stagnasyon hipotezi varyantına göre, bu faktörler genel olarak daha yavaş ekonomik büyümenin yanı sıra, yeni sermaye mallarına yönelik zayıf talebe de katkıda bulunuyor. Bunun karşılığında yavaş ekonomik büyüme ve verimli sermaye yatırımları için kısıtlı imkânlar da yatırım yapılabilir fonlara olan talebi azaltarak nötr faiz oranını düşürüyor. Daha da önemlisi, seküler stagnasyon, ağır ekonomik toparlanmanın teknoloji balonunun patlaması, 11 Eylül veya kurumsal skandallar gibi tek seferlik faktörlerden kaynaklanmadığını öne sürüyor. Aksine, yavaş büyüme ve düşük faiz oranları, muhtemelen sürececek temel güçlerin birer sonucu.

* Federal Rezerv ekonomistleri Thomas Laubach ve (su anki New York Fed başkanı) John Williams'ın 2003'te geliştirdiği bir metodolojiye göre ABD'de reel nötr faiz oranı, 2007-2009 finans krizinde büyük bir düşüş dâhil, 1985'teki yüzde 3.5 düzeyinden bugün 0.5'e indi. Laubach ve Williams'ın Kathryn Holston ile 2017'de yayınladığı bir makalede de diğer gelişmiş ekonomilerde benzer sonuçlara rastlandığı görülüyor.

Seküler stagnasyon için bir çözüm var mı? Kamu politikaları demografik ve verimlilik büyümesindeki eğilimleri etkileyebilir ama genel olarak bunu yalnızca uzun vadede yapabilir. Uygulamada, kamu yatırımı -örneğin yeni otoyol, havalimanı ve köprü inşaatı- geri kalan özel yatırımın yerine geçebilir ve Summers da seküler stagnasyonun önüne geçilmesi için agresif mali politikalar uygulanması gerektiğini savunuyor. Pandemi döneminde şişmeye başlamadan önce bile, dünya genelinde mali açıklar uzun bir süredir bir hayli yüksek. Fakat Lukasz Rachel ile yaptığı çalışmalarda Summers, sürdürülebilir mali açıklar olmadan reel faiz oranlarının daha da düşük, hatta negatif olabileceği sonucuna vardı.¹⁰

Reel faiz oranlarındaki düşüş için ikinci ve tamamlayıcı bir diğer hipotez de *küresel tasarruf fazlalığıdır*. Bu kavramı, Fed guvernörü olarak 2005 yılında yaptığım bir konuşmada duyurdum.¹¹ Bu hipotezin altında yatan temel düşünce, ağırlıklı olarak İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki dönemde oluşan reel faiz oranları düzeyinde, bugün küresel tasarrufların, hükümet açıklarıyla birlikte tasarrufların ana kullanım alanı olan yeni sermaye yatırımlarına olan küresel talebi gözle görülür derecede aştığı yönünde. Tasarruf arzı, yatırım yapılabilir fonlara yönelik talebi aştığında, tasarruflar eskiye göre daha düşük getiriler elde eder. Peki ekstra tasarruflar nereden gelir? 2005 tarihli konuşmamda, Çin ve diğer hızla gelişen Doğu Asya ülkelerindeki insanlarla Suudi Arabistan gibi yüksek gelirli petrol üreticilerinin tasarruf yapma eğilimine odaklandım. Yakın zamanda küresel tasarrufun en büyük kaynakları arasında başta Almanya olmak üzere Avrupa da yer almaya başladı.

Esasen, küresel tasarruftaki artış dünya genelinde artan gelir büyümesi ve demografinin bir sonucuydu. Son birkaç on yılda dünya çapında milyarlarca insanın geliri gözle görülür derecede artmış ve bir servet oluşturmaları için onlara bir alan tanımıştı. Aynı zamanda hem gelişmekte olan ekonomilerde hem de çoğu gelişmiş ülkedeki insanlar artık daha uzun yaşıyor ve bu durum daha uzun süreli emeklilik beklentileri oluşturarak insanları daha çok tasarruf yapmaya itiyordu. Tasarruf kapasitesi ve ihtiyacı artınca ve çalışan nüfus ve verimlilikteki yavaşlayan büyüme sebebiyle yatırım fırsatlarının kısıtlanmasıyla reel (enflasyondan arındırılmış) getiri oranları yalnızca ABD’de değil, küresel olarak düşmüştü.

Seküler stagnasyon ve küresel tasarruf fazlalığı hikâyeleri, önem açısından farklılık gösteriyor. Seküler stagnasyon savları en azından ilk başlarda

ABD odaklıydı; küresel tasarruf fazlalığı tezi ise dünya genelindeki tasarruf ve yatırım akışlarının doğasına ve bu akışların kolaylaştırılması için artan küresel sermaye piyasaları entegrasyonuna dikkat çekiyordu. Seküler stag-nasyon yatırım yapılabilir fonlar talebine (işletme sermayesi oluşumunu veya hükümet açıklarını finanse etmek), küresel tasarruf fazlalığı hipotezi ise daha çok fon arzına vurgu yapıyordu. Yine de iki tez de karşılıklı olarak birbirini destekliyordu. İkisi de bir dizi demografik, ekonomik ve teknolojik sebeple, küresel tasarruf arzının, bu fonlara yönelik talebi aştığını savunuyordu. Bu dengesizlik de ekonomide tam istihdam görülmesine ve para politikasında genişlemeci bir tutum olmamasına rağmen reel faiz oranlarını sürekli olarak düşük tutulmasına yol açıyordu.

R*deki uzun süreli düşüşü açıklayan diğer teoriler de geliştirildi. Son dönemlerde bazı ekonomistler, kronik bir küresel güvenli varlık -ekonomik krizlerde değerini koruyan menkul kıymetler-¹² kıtlığı yaşandığını öne sürüyordu. Güvenli varlıklarda genel bir kıtlık, ekonomik belirsizlik dönemlerinde talebin artma eğiliminde olduğu ABD tahvilleri gibi menkul kıymet getirilerinin neden sert bir şekilde düşme eğilimi gösterdiğini açıklamaya yardımcı olabilir.* Yakın zamanda, en varlıklı kesim gelirlerinin daha büyük bir kısmını biriktirdiğinden, artan gelir eşitsizliğinin de nötr faiz oranındaki düşüşün nedenlerini sıralamaya yardımcı olabileceği fikri ortaya atıldı.¹³ (Fakat gelir eşitsizliği ABD ve diğer birkaç gelişmiş ekonomide artsa da son on yıllarda küresel olarak yükselmedi.) Ekonomistler, nötr faiz oranındaki düşüşün arkasındaki nedenler konusunda uzlaşmasa da son 40 yılda bu oranın gözle görülür şekilde azaldığı tartışılmaz bir gerçek.

Nötr faiz oranı, yani R*deki uzun vadeli düşüş neden önemli? Düşük getiriler kazanan tasarruf sahiplerini ve yatırımcılarını ilgilendirdiği doğru ama diğer taraftan, borç sahipleri -hükümetler, ev sahipleri ve özel şirket tahvili ihraççıları dâhil- aynı şartlar altında düşük faiz oranlarından faydalaniyor.

Nötr faiz oranının düşük olması Fed'i (ve diğer merkez bankalarını) ilgilendiriyor çünkü potansiyel olarak para politikası kapsamını kısıtlıyor. 1980'ler ve 1990'larda ardı arkasına gelen parasal genişleme, federal fonlama oranının düşürülmesiyle kolayca elde edilebilirdi. Küresel finans krizinden önce, tipik bir resesyonda Fed fonlama oranını 5 ila 6 puan indirerek

* Hazine tahvilleri arzını artıran pandemi öncesi federal bütçe açıkları -bu teoriye göre- güvenli varlık kıtlığını artıracak ve zamanla Hazine tahvillerini yeniden yükseltecekti.

ekonomiyi canlandırıyor. Fakat nötr faiz oranı -tam istihdamda oluşan oran- halihazırda düşük olduğunda, mesela yüzde 2 ya da yüzde 3 düzeyindeyken, para politikacılarının bir resesyon geldiğinde faiz indirimine gitmek için daha az alanı ve böylece ekonomik büyümeyi hareketlendirmek için daha az gücü oluyor.

Para politikacılarının tahammül edeceği en düşük kısa vadeli politika faizi düzeyine *etkin alt sınır* denir. 2007-2009 finans krizlerinden önce, çoğu ülkede etkin alt sınır sıfırda veya politika yapıcılarının sıfır oranının finansal sistemin işlevine müdahale edeceği endişesiyle sıfırın hafif üzerindeydi.* Krizin ardından bazı merkez bankaları etkin alt sınır tahminlerini revize ederek politika oranlarını sıfır veya daha ileride göreceğimiz üzere, negatif olarak belirliyordu. (Negatif politika oranları, bankalardan merkez bankasında tuttukları rezervler için bir ücret ödemelerini talep ederek uygulanabilir.) Buradaki önemli nokta, nötr faiz oranı düşük olduğunda politika faizi için belirlenen bir etkin sınırın -genellikle sıfır civarında- merkez bankacılarının geleneksel kısa vadeli faiz indirimlerine dayanmalarını kısıtlamasıdır.

Düşük etkin sınır nedeniyle para politikasının yeterli teşvik sağlayamaması olasılığı endişe vericidir. Ancak bir kısır döngü, sorunu daha da kötüleştirir. Eğer etkin alt sınır para politikasının yeterli teşvik sağlamasını engellerse, zaman içinde para politikacılarının hedeflerinin aksine işsizlik de yükselir ve (artan durgunluk nedeniyle) enflasyon düşer. Fisher hipotezi kapsamında düşen enflasyon da nötr faiz oranını düşürme eğilimindedir. Düşük bir nötr faiz oranı da para politikasının ekonomiye teşvik sağlama kapsamını azaltarak bu kısır döngüyü tamamlar. Bu duruma *Japonya tuzağı* denir çünkü bir ülkenin enflasyon ve faiz oranlarının sıfır civarında seyrettiği ve para politikasının kısıtlı etkiye sahip olduğu son on yıllardaki deneyimini tanımlar.

2003 DEFLASYON KORKUSU: SÖZLÜ YÖNLENDİRME ÖN PLANDA

2001 resesyonu sonrası düşen enflasyon ve düşük faiz oranları, ABD'nin Japonya tuzağına düşebileceği olasılığını gün yüzüne çıkardı. Oldukça düşük bir enflasyon düzeyinden veya deflasyondan kurtulmanın zorlukları

* Örneğin, bireysel mevduat sahiplerine ve yatırımcılarına en az sıfır getiri vaadinde bulunan bankalar ve para piyasası yatırım fonları, kısa vadeli yatırımları da sıfır getiri verirse kâr elde etmek zor olacaktır.

göz önüne alındığında, çoğu FOMC üyesi bu durumdan ne pahasına olursa olsun kaçınılması gerektiği konusunda hemfikirdi. Greenspan'ın de daha sonra yazacağı üzere, 2003 ortasındaki deflasyon Komite tartışmalarının ana gündemiydi.¹⁴

ABD'de süregelen düşük enflasyon ve düşük faiz oranlarının bir araya gelmesini önlemek için ne yapılabilirdi? Fonlama faizinin halihazırda oldukça düşük olduğu 2003 yılında, kısa vadeli faiz indirimleri dışında diğer araçların zayıflayan ekonomiye yardımcı olup olmayacağı sorusu ortaya atıldı. Ekonomistler, genellikle Japonya'nın uzun süreli deflasyon mücadelesiyle bağlantılı bir şekilde, ABD için olası alternatifleri incelemeye başladı.¹⁵ Federal Rezerv Ekim 1999'da, Woodstock, Vermont'ta, benim de hala profesörken katıldığım, etkin alt sınırdaki politika üzerine bir araştırma konferansı düzenledi. Kurul'a guvernör olarak yeni katıldığım Kasım 2002'de, alternatif para politikalarından bahsettiğim "Deflasyon: Burada Gerçekleşmeyeceğinden Emin Olmak (Deflasyon: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here)" başlıklı bir konuşma yaptım ve Fed ekibiyle konu üzerinde bir araştırma yayınladım.¹⁶ Fakat FOMC, fonlama oranında daha fazla indirimin yapılamadığı bir durumda, sistematik olarak ekonominin para teşviki ihtiyacına nasıl yanıt vereceğini 2003 yılından önce hiç düşünmemiştii.

Greenspan, ekibini alt sınırla baş etmek için oluşturulan seçenekleri Komite'ye sunmaları için yönlendirdi. Ekibin kapsamı çalışması, alt sınırın oluşturduğu sorunlar artık varsayım olmaktan çıkınca oldukça işe yarayacaktı. Uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek için yüksek miktarda Hazine tahvil satın almak gibi ekibin değerlendirdiği bazı seçenekler garipti ve 2003 yılında ne gerekli ne de istenen bir şeydi. (Yine de bu durum, tahvil piyasalarında bu tür satın alımların yapılabileceği spekülasyonunu engellemeyemedi.) Bunun yerine Komite, hedeflerine ulaşmak için iletişime başvurmaya karar verdi.

Peki neden iletişim? Yalnızca politika hakkında konuşmanın nasıl bir yararı olabilirdi? Piyasaların mevcut politika eylemlerinin yanı sıra Komite'nin gelecekteki politikalara yönelik verdiği ipuçlarına nasıl tepki verdiğini gösteren toplantı sonrası tutanakların Greenspan yönetimindeki evrimi bu yolu göstermişti. Fed'in doğrudan kontrol ettiği faiz oranı olan federal fonlama oranı, kendi başına pek önem arz etmiyor. Çok kısa bir vadede (gecelik veya hafta sonu), görece küçük bir piyasaya (bankalar arası rezerv borçları) uygulanıyor. Fonlama oranındaki değişiklikler, ipotek kredisi oranları ve kurumsal tahvil oranları dâhil olmak üzere varlık fiyatları ve getiriler

üzerindeki etkileriyle ekonomiye yansıyor.

Bu daha önemli oranlarla olan ilişki, kısmen uzun vadeli faiz oranlarının gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentilerine bağlı olmasından kaynaklanır. Örneğin, eğer yatırımcılar Fed'in beklentilerin aksine kısa vadeli faiz oranlarını yüksek tutacağını düşünürse, uzun vadeli faiz oranları da yukarı yönlü hareket eder. Eğer uzun vadeli oranlar yükselmezse, yatırımcılar uzun vadeli tahviller tutmak yerine kısa vadeli tahvillere yatırım yapıp vadesi dolduğunda bu yatırımlarını yenilerler. Benzer olarak, eğer yatırımcılar Fed'in kısa vadeli faiz oranlarını bir süre düşük tutmayı planladığını düşünürse, o zaman uzun vadeli oranların da düşmesi beklenir. Kısacası, FOMC fonlama oranının gelecekte ne düzeyde belirleneceğine yönelik piyasa beklentilerini şekillendirerek, ekonomiyi en çok etkileyen faktör olan uzun vadeli faiz oranlarını da etkileyebilir. Benzer bir mantıkla, fonlama oranına yönelik piyasa beklentileri, kendi başlarına ekonomik etkilere sahip olan hisse fiyatları ve dolar kuru gibi diğer önemli varlık fiyatlarını da etkileyebilir.

Fed başkanı ve diğer FOMC üyeleri politika planlarını çeşitli yollarla tartışsa da artık FOMC'nin kolektif görüşünü en iyi toplantı sonrası yayınlanan tutanaklar yansıtıyor ve bu tutanaklar piyasalar tarafından yakından izleniyor. Komite, bir süre sonra bu durumdan faydalanmaya karar verdi. FOMC Mayıs 2003 toplantısında ilk kez enflasyonun beklentinin üzerinde düşebileceğinden endişelendiğini belirtti. Komite'nin açıklaması, (kuşkusuz dolambaçlı) şu ifadeyi içeriyordu: "Enflasyonda küçük de olsa istenmeyen fakat önemli bir düşüş olasılığı, enflasyonun halihazırda düşük seyrettiği düzeyden toparlanma olasılığını aşıyor." Eğer politika yapımcılar gerçekten de enflasyonun fazla düşmesinden endişe ediyor olsaydı genişleme politikasının sürdürüleceği ima edilirdi. Gerçekten de Komite haziran ayında fonlama oranında yüzde 1 indirim gitti. Bu kararla fonlama oranı 1958'den bu yana görülen en düşük düzeyine indi.

Ancak yapılan ima yeteri kadar güçlü değildi. Ağustos toplantısına gelindiğinde, piyasalar Fed'in ince mesajına aldırış etmemeye ve yakında sıkılaşmanın başlayacağına inanmaya başlamıştı. Komite üyeleri bir kez daha piyasaların fonlama oranı beklentilerini, kendi beklentileriyle nasıl daha iyi hizalayabileceklerine odaklandı. Greenspan Fed açıklamasına, politika-nın gelecekteki seyrine ilişkin daha belirgin bir kılavuz eklemeyi önerdi ve

FOMC de aynı fikirdeydi. Ağustos toplantısı sonrası yayınlanan açıklamada, Komite'nin "halihazırda düşük düzeydeki enflasyonda istenmeyen önemli bir düşüş görülmesi" endişeleri yinelandı, ancak şu ifade de yer aldı: "Bu şartlar altında Komite, mevcut politika düzeninin uzun bir süre daha korunabileceğine inanıyor."

Mayıs ve Ağustos 2003 açıklamalarındaki farklılıklar birkaç açıdan önemliydi. Mayısta enflasyonda "istenmeyen" bir düşüşe yapılan atıf, Fed'in önceki on yıllarda düşük veya düşen enflasyonun istenen bir şey olduğu politikasıyla zıtlıyordu. Fed, kamuoyuna bir enflasyon hedefi olduğunu belirtmiş ve tam bir rakam vermeye henüz istekli olmasa da bu rakamın sıfırın üzerinde olduğunu açıklamıştı. Dahası, Mayıs açıklamasına göre düşük enflasyon Komite'nin "öngörülebilir gelecekteki ana endişesi" olma yolundaydı.

Ağustos'taki açıklama ayrıca Komite'nin enflasyondaki bu "istenmeyen" düşüşle nasıl baş etmek istediğini de açıklıyordu: Komite politikada "uzun bir süre daha" genişlemeye devam edecekti. Kullanılan bu dil pek bir şey ifade etmiyordu ama piyasanın yakın dönemde sıkışmaya gidileceği beklentilerinin asılsız olduğuna işaret ediyordu. Bu kez piyasalara verilen mesaj açık ve netti; uzun vadeli faiz oranları sonraki haftalarda düşmeye devam etti. Greenspan, Aralık toplantısında "Bu mesajı [politika genişlemesi] iletme çabalarımızın başarılı olduğu ortada" dedi.¹⁷ Ağustos 2003 açıklaması, şu an *sözlü yönlendirme* dediğimiz şeyin veya para politika yapımcılarının politikanın alacağı muhtemelen yönü karşıya iletilmesinin iyi bir örneği. Politika beklentilerinin geleceğe yönelik yönetimi ve daha geniş çaplı finansal koşulları etkilemek, özellikle fonlama oranı etkin alt sınıra yaklaştığında, daha da önemli bir hale gelecekti.

Komite, bu "uzun bir süre" ifadesini, "politika düzenini kaldırma konusunda daha sabırlı olabileceğini" belirterek hafif bir dönüş yaptığı Ocak 2004'e kadar sürdürdü. Böylece FOMC, artık dikkatli bir şekilde politikayı sıkılaştırmayı düşündüğü sinyali verdi. Ekonomide güçlü büyüme ve iş piyasasında iyileşmelerin -işsizlik oranı yaklaşık bir yıldır düşüyordu- görüldüğü bir dönemin ardından, sıkılaşma politika düzeninin "ölçülebilir bir hızla" geri alınmasının beklendiği yönündeki bir ifadeyle, Haziran 2004'teki faiz artırımıyla başladı. Takiben gelen faiz artırımları gerçekten de ölçülüydü; hiçbir faiz artırımını tek seferde çeyrek puanı aşmadı. Ancak bu durum, Haziran 2006'ya kadar yapılan peş peşe 16 toplantıda değişti. Faiz artışları

sona erdiğinde, fonlama oranı tarihsel açıdan normal olarak değerlendirilen yüzde 5,25 düzeyine inmiş, enflasyon oranı yüzde 5'in altına düşmüştü ve çekirdek enflasyon yüzde 2 civarında seyrediyordu. Bu ölçülere bakıldığında Fed politikaları başarıya ulaşmış görünüyordu.

Ağustos 2005'te Federal Rezerv Sistemi Jackson Hole, Wyoming'de yıllık toplantılarını düzenledi. Kansas Fed tarafından tarihi Grand Tetons'un muhteşem atmosferinde 1982'den beri düzenlenen konferans, her zamanki gibi dünyanın dört bir yanından seçkin merkez bankası, medya ve akademi katılımcılarını ağırladı. O zamanlar Fed başkanlığının son aylarında olan Greenspan, eski başkan yardımcısı ve bazen eleştirmeni Alan Blinder tarafından "şimdiye kadar yaşamış en büyük merkez bankacısı statüsünü hak etmesi" sebebiyle kutlandı ve takdir edildi.¹⁸

EMLAK BALONU

Greenspan'e yönelik dev övgülere rağmen tehlike yaklaşıyordu. Konut fiyatları 1990'ların sonundan bu yana hızla yükseliyordu. Özellikle Greenspan'ın görev süresinin sonlarına doğru, 2004 ve 2005'te yüzde 13'ün üzerinde bir artış görülmüştü.¹⁹ Zayıf ipotek kredisi verme standartlarının da yardımıyla, konut fiyatlarında devasa bir emlak balonu olduğu anlaşılan durum, Büyük Durgunluk'tan bu yana görülen en kötü finansal kriz tehlikesi olacaktı.

Bu balona ne sebep olmuştu? Bazıları genişlemeci para politikasının konut fiyatlarını hareketlendirdiğini savunuyordu fakat bu savın pek bir kanıtı yoktu ve ekonomistlerden de destek almadı.²⁰ Diğer faiz oranları gibi, 30 yıllık ipotek kredisi oranları da 1980'lerden bu yana düşüş eğilimi gösteriyordu ama 2004 ve 2005'te, yüzde 6 ya da enflasyondan arındırılmış olarak yüzde 4 ile 5 dolayında seyretmişti. Bu oranlar, istisnai konut artışlarıyla daha önce hiç ilişkilendirilmemişti. Geçmişe dönük olarak yapılan bir çalışma, reel faiz oranlarındaki değişimlerin (bu değişimler de tamamen para politikasından kaynaklanmamıştı) konut fiyatlarında 1996 ila 2006 aralığında görülen artışın yalnızca beşte birini açıklayabildiğini ortaya koydu.²¹ Başka

* Chicago merkezli bir araştırma kuruluşu olan Initiative on Global Markets, 2017'de ABD ve Avrupa'daki ekonomik uzmanları, 12 alternatif arasında 2008'deki finans krizine katkıda bulunan ana faktörlerin hangileri olduğunu belirlemelerini istediği bir ankete tabii tuttu. Hatalı finansal düzenleme ve denetlemeler birinci sırada yer aldı ve bunu yeni finansal enstrümanların küçümsemesi ve kötü ipotek kredisi borçlanmaları izledi. Geniş para politikaları sondan bir önceki sırada yer aldı.

bir çalışma ise düşük faiz oranları genellikle konut fiyatlarını artırma eğiliminde olsa da bu ikisi arasındaki tarihsel ilişkinin, 2000'ler başındaki balona katkıda bulunan faiz oranı hareketleriyle tutarlı olduğunu doğruladı.²² Buna ek olarak, konut fiyatlarındaki artış, ABD'ye göre çok daha kısıtlayıcı para politikaları uygulayan Birleşik Krallık'la aynı anda gerçekleşti.²³

Faiz oranları veya para politikası değilse sorun neydi? Balonun kökenine ilişkin yapılan çoğu araştırma üç faktöre odaklandı: kitle psikolojisi, dikkatli kredi verme teşvikini azaltan finansal inovasyonlar ve kredi verme uygulamalarının ve genel olarak risk almaların yetersiz denetimi.

Kitle psikolojisi, bir yatırım olarak konut satın alınmasına yönelik yaygın ve artan iyimserliği destekledi. Başta birkaç şehirde olmak üzere 1990'lar sonu ve 2000'ler başında konut fiyatlarında görülen ani artışlar, birçok kişinin medyadan duyduğu ve sosyal etkileşimler yoluyla birbirine aktardığı konut fiyatlarının yükselmeye devam edeceği inancına itti. ("Eniştem ev alıp satarak servet sahibi oldu!") Robert Shiller'in popüler anlatı teorisi -insanların ekonomik olaylara yönelik düşüncelerini şekillendiren ve toplum bilincinde "yayılan" basit hikâyeler- bu duruma uyuyor gibi görünüyor.²⁴ Shiller, ABD'de konut fiyatlarının 1998 civarında artmaya başladığını düşünüyor ve bu artışı hisselerde teknoloji balonunun oluşmasına yol açan aynı aşırı iyimser düşüncelerin tetiklenmesiyle ilişkilendiriyor.

Küresel tasarruf fazlası ve güvenli varlık kıtlığıyla birleştiğinde, finansal inovasyonlar da emlak balonun şişmesine yardımcı oldu. 2000'lerin başlarında küresel birikimciler -o dönemlerde küresel ticaret ve sermaye piyasalarına giderek entegre olan Çin'deki yüksek tasarrufçular da dâhil- bir yanda makul bir getiri ödeyen bir yandan da güvenli ve likit bir yatırım bulmaya çabalıyordu. Tasarruf fazlası sebebiyle bu tür varlıklar bulmak giderek güçleşiyordu. Özellikle de federal hükümetin daha düşük açıklar veya fazlalar vermesi, en gözde güvenli varlık olan ABD Hazine tahvilleri arzını kısıtlamıştı.

Wall Street'in finansal mühendisleri, bir dizi ipotek kredisinin (ve genellikle diğer özel kredi türlerinin) da dâhil olduğu karmaşık tahviller üreterek ve satarak güvenli varlıklara yönelik (varsayılan) güçlü talebi karşılamayı hedefliyordu. Genel olarak tahvilin riskini azaltmak için çeşitlilik yoluyla farklı kredi varlıkları birleştiği ve bunun sonucunda oluşan tahvil daha riskli ve daha az riskli bileşenlere bölünebildiği için bu süreç, küresel yatırımcılara satılabilecek görünürde güvenli olan yeni varlıklar oluşturdu. Bunun

karşılığında bu kredi destekli tahviller için hammaddeye yönelik dev talep, ipotek kredisi ihraççıları daha fazla kredi verilmesine yönelik standartları düşürmeye teşvik etti. Sonuçta, ipotek kredileri iyi sonlanmazsa bu ihraççının sorunu değil, bu ipotek kredisi destekli tahvili satın alan kişinin sorunuymuştu. Sonrasında kredilere yönelik daha geniş standartlar etkin konut talebini artırarak balonu besledi.

Düzenleyiciler bu hileli ve yanıltıcı ipotek kredilerinin yayılmasını engelleyemedi. Bazı durumlarda borçluların anapara bakiyelerinin zamanla düşmek yerine yükselmesi için her ay çok az ödeme yapmalarına izin veriliyordu. Düzenleyiciler, borç veren kurumların kredi itibarını sağlama alan belgeler göstermeleri için ısrarcı davranmıyordu. NINJA kredisi bunun meşhur bir örneğiydi – borç veren kurum borçlunun ne gelirini, ne işini ne de varlıklarını doğrulamıştı; yalnızca kredi notunu kontrol etmişti.

Bunun sonucunda oluşan düzenleyici başarısızlık, düzenleyicilerin dik-kati ve hayal gücünün de ötesindeki birkaç faktörden kaynaklandı. Hem tarihi hem de siyasi açıdan en önemlisi de ABD finansal düzenlemesinin zayıf tasarlanmış olması ve modern finansal sistemin gelişen doğasını yeterince yansıtmamasıydı. Düzenleyici yapıda hem büyük boşluklar –örneğin banka olmayan birçok borç veren kurum ve ipotek kredileri yatırımcısı oldukça az denetlemeden geçiyordu- ve birden fazla ipotek kredileri düzenleyicisinin bazen “müşteriler” için çakıştığı durumlar vardı. Eşik-altı kredi (düşük gelirlilere verilen yüksek faizli ve yüksek riskli krediler) kurumu Countrywide, Mart 2017’de sahibi olduğu mevduat kuruluşunun tüzüğünü değiştirerek, ana denetleyici kuruluşunun Fed değil Hazine Bakanlığı’nın (tasarruf kurumlarını denetleyen) Office of Thrift Supervision olmasına karar verdi. Countrywide, bu kuruluşun daha yumuşak başlı olmasını bekliyordu.²⁵ Bu gibi düzenleyici boşluklar -durum geleneksel bankacılık sisteminde daha ağırdı- düzenleyicilerinin ipotek kredileri eğilimlerini izleme ve bu eğilimlere tepki verme becerisini zayıflatıyordu. Örneğin, 2005’te eşik-altı ipotek kredilerinin yalnızca yüzde 20’si doğrudan federal denetleme altında olan kurumlar tarafından, yüzde 50’si ise hükümet denetleyicileri tarafından izlenen, kaynakları ve etkinlikleri oldukça büyük bir değişkenlik gösteren kurumlar tarafından verilmişti.*²⁶

* Kalan yüzde 30, Fed’in denetlediği bankalara ait borç kuruluşlarıydı. Fakat daha sonradan “Fed lite” olarak bilinecek bu kanun hükmü kapsamında, 1999 tarihli Gramm-Leach-Bliley finansal denetleme kontrolü

Aynı zamanda, kriz hız kazanırken siyasi rüzgarlar daha sert yerine daha yumuşak ipotek kredisi standartları lehine esmeye başladı. Birçok yasa yapıcı ve düzenleyici de geleneksel olarak önleri kesilen azınlıklar ve diğer grupların ev sahibi olduğu bu düzenin önünde duranlar olarak görülmek istemiyordu. Eğer düşük gelirli insanların ev sahibi olması için düşük kredi notları içeren ve geleneksel olmayan kredi düzenlemeleri gerekiyorsa o zaman -dönemin çoğunluğuna göre- risk almaya değerdı.* Ne yazık ki ipotek kredileri krizi ülkeyi vurduğunda en büyük zararı finansal olarak güçsüz ev sahipleri görecekti.

Kitle psikolojisi, Wall Street'teki finansal inovasyonlar ve hatalı bir düzenleyici sistemin Amerika'daki emlak balonuna sebep olduğunu söylerken Federal Rezerv'i de temize çıkarmıyorum- ve Ağustos 2002'den sonra buna ben de dâhildim. Paramparça finansal düzenleme -özellikle de tüm finansal sistemin istikrarından sorumlu bir kuruluşun olmaması- ve ev sahipliğine yönelik artan siyasi destek, Fed veya diğer düzenleyicilerin konut ve ipotek kredisi piyasalarındaki artan riskleri yavaşlatma veya tersine çevirme çabalarını engelleyecekti. Yine de en azından geriye dönüp baktığımızda, Fed veya diğer düzenleyicilerin atabileceği adımları tespit edebiliriz. Örneğin, Greenspan ve diğer kuruluşların başkanları düzenleyici sistemdeki artan risklere veya eksikliklere dikkat çekmek için daha agresif bir şekilde ahkâm kesebilirdi. Bu durum muhtemelen dramatik değişimlere yol açmayacaktı -Greenspan yıllarca federal ipotek kredisi kuruluşlarını (Fannie Mae ve Freddie Mac) yetersiz sermayeleri ve riskli uygulamaları sebebiyle eleştirmişti- ama bu ikna çabaları en azından Kongre ve halkın dikkatini çekebilirdi. Ayrıca Fed bankaları daha fazla risk karşısı sermaye tutmak ve aldıkları riskleri daha iyi ölçmek ve yönetmek konusunda baskılayabilirdi. Otoritesini "adaletsiz veya yanıltıcı" olarak görülen kredi uygulamalarını feshetmek için kullanabilir; banka holding şirketlerinin sahip olduğu banka dışı kuruluşları ve finansal sisteme yönelik daha sistematik riskleri incelemek için daha sık uygulayabilirdi.²⁷

Greenspan o dönemlerde daha sert bir düzenleme gerektiğini anlayabilir

yasası, holding şirketlerin denetleyicisi olarak Fed'in (genellikle hükümet düzeyindeki) ana holding denetleyicilerine rapor vereceğini varsaydı.

* Dönemin düzenleyicileri ve siyasetçileri, istenen ve düşük kredi notuna sahip insanların ev sahibi olmasına yardımcı olan eşik-altı krediler ile yasaklanması gereken ve daha talihsiz borç sahiplerinden faydalanmaya çalışan adaletsiz veya aldatıcı uygulamalar arasında güçlü bir ayrım yapmıştı.

miydi? Bu dönemin bir kısmında Fed'de olan ve krizi öngöremeyen biri olarak, benim için bunu söylemek zor. Yine de Greenspan'ın kör noktasının olası risklere dikkat etmemesinden kaynaklandığını düşünmüyorum. Fed başkanlığının son yıllarında (çoğunlukla belirli coğrafi bölgelerle sınırlı olduğunu düşünse de), konut piyasalarındaki "köpürmeye" ve finansal piyasalarda genel olarak artan risk alma eğilimine yönelik endişelerini dile getirmişti.²⁸ Liberal kökenine rağmen, prensipte finansal düzenlemeye de karşı değildi. Banka yöneticileri ve kurullarının kendi çıkarları da dâhil olmak üzere, piyasa güçlerine kötü krediler ve aşırı risk almayı kısıtlamaları için gereğinden fazla güvenerek hata etmişti. Dahası, hükümetin banka denetleyicilerinin, bankaların aldığı kararları eleştirebilme becerileri konusunda kötümserdi. İyi niyetine rağmen bu denetleyicilerin, uluslararası bankaların oldukça iyi teşvik edilen ve özelleştirilen binlerce çalışanına göre sayıca az olduğunu düşünüyordu. Bu yüzden, geriye dönüp baktığımızda, finansal sistemin Fed otoritesi altındaki kısımlarına bile müdahale etmedi. Greenspan de bunu kabul edecekti. Ekim 2008'de Kongre'ye verdiği ifadede, piyasa güçleri ve bankacıların kendi çıkarlarının bu krize yol açan kötü kredilendirmeyi önlemek için yeterli olmadığına "inanamadığını" söyledi.²⁹

Greenspan'ın bu "hatalı" görüşünü, kriz öncesi dönemin çoğu ekonomisti ve politika yapıcısı paylaşıyordu. Politika yapıcılar serbest piyasa tartışmalarında giderek daha çok sorumlu tutulduğu için 1980'ler ve 1990'lar çoğu sektör için ciddi bir deregülasyon dönemi idi. Kısmen S&L mevduat faizleri ve kredi verme faaliyetleri üzerindeki aşırı düzenlemelerden kaynaklanan tasarruf ve kredi krizleri, finansal deregülasyon ve inovasyonu teşvik etti ve bu durum da risk almak için daha fazla alan yarattı. Fed başkanları ve diğer liderlerin sağduyu konusunda daha dikkatli olmaları gerektiği, buradan çıkarılacak daha büyük bir ders olabilir. Diğerleri gibi ben de 1970'lerde enflasyonun kontrolden çıkmasına izin verdiği için Arthur Burns'ü eleştirdim ama Burns'ün para politikaları, dönemin çoğu ekonomisti ve siyasetçileri tarafından destekleniyordu. Enflasyona yönelik verdiği azimli mücadelede Volcker oldukça başına buyruktu. Birden fazla görüş dinlemeye yönelik ihtiyaç, merkez bankalarının ne düşündüğü konusunda şeffaf ve dışarıdakilerle fikir alışverişi yapmaya açık olması için başka bir neden.

Nedeni ne olursa olsun, emlak balonu, balon patladığında para politikası yapıcılarını zor bir durumda bıraktı. Greenspan de dâhil birçok kişinin endişelerine paralel, eğer konut fiyatlarındaki artış sürdürülemez bir hale

gelirse, o zaman asıl soru bu konuda ne yapılacağıydı. Konut fiyat artışlarını yavaşlatmak için 2002 veya 2003 gibi erken bir zamanda para politikasında sıkılaşmaya gitmek umutsuz bir girişimdi. Zayıflayan ekonomik toparlanmayı destekleme ve deflasyonu önlemeye yönelik oluşan kısa vadeli zorunluluklar, 2001 resesyonu sonrasındaki dönemde daha sıkı yerine daha geniş bir para politikası uygulanması gerektiğini gösterdi. Dahası, 2002 ve 2003'te konut fiyatlarının sürdürülemez bir balona dönüştüğü görüşü küresel anlamda kabul görmemişti.

FOMC'nin çözümü, faizleri görece kısa bir süre düşük tutmak -fonlama oranı 2003'ün ortalarından 2004'ün ortalarına kadar, yaklaşık bir yıl kadar görülen en dip nokta olan yüzde 1'de kaldı- ve toparlanma işaretleri güçlendiğinde, kademeli ancak kapsamlı bir politika sıkılaşması başlatmaktı. Balonun havası yavaşça alınsaydı belki de ekonomi yumuşak iniş yapmaya zorlanacaktı. Konut fiyatlarındaki düşüş ve artan eşik-altı ipotek kredileri temerrütlerine rağmen ekonominin büyümeye devam ettiği 2006 ve 2007'de bu yaklaşım umut vadeliyordu. Ancak bu strateji, on yıl boyunca kötü kredilerin yarattığı ciddi finansal kırılganlıkları tam olarak dikkate almadı.

KÜRESEL FİNANS KRİZİ

Efsanevi Greenspan'ın selefi olarak başa çıkması zor bir atamayla, Şubat 2006'da Fed başkanı oldum. 2002'de Kurul'a üye olarak Fed'e katılmadan önce akademide yirmi yıldan fazla zaman geçirdim; 1979'da Stanford Graduate School of Business'da başlayan kariyerim, 1985'te eşim Anna ile iki çocuğumuzu büyüttüğümüz Princeton'a taşınmamla devam etti. Para politikası, finansal piyasalar ve ekonomik tarih odaklı bir araştırmacı ve öğretmen olarak tatminkâr bir kariyerim oldu. Büyük Buhran üzerine yaptığım çalışma, 1930'lardaki ekonomik çöküşün uluslararası altın standardının hatalı işlevi ve otoritelerin kontrol altına almaya başaramadığı bir küresel finans krizinden kaynaklandığına yönelik gelişen konsensüsü destekledi.¹

2002'nin başlarında, Fed'in Guvernörler Kurulu'nda bir pozisyon için Başkan George W. Bush ile görüşmeye davet edildim. Bu, araştırmalarım ve makalelerimde öğrendiklerimi pratiğe dökmek için ideal bir fırsat gibi görünüyordu. Aday gösterilmeyi kabul ettim, Senato herhangi bir münakaşa olmadan onayladı ve Ağustos 2002'de politika yapıcı olarak kariyerime başladım. Fed-ortamını ilham verici ve herkesin eşit oranda sorumluluk sahibi olduğu bir yer olarak görüyordum (eski öğrencilerimden bazıları da Fed eki bindeydi). Deflasyon riski tartışmalarında yer aldım ve 2003'te faiz indirimini yapılmasını ve sözlü yönlendirme aracının kullanılmasını destekledim. Ayrıca daha etkin ve şeffaf politika oluşturulması yönünde bir adım olarak

Fed'in bir enflasyon hedefi oluşturmasını savunmak dâhil olmak üzere, önemli olduğunu düşündüğüm konular hakkında açıkça konuştum.

Haziran 2005'te yedi aylığına Başkan Bush'un Ekonomik Danışmanlar Konseyi'nin başına geçmek için Beyaz Saray'a gittim. Konseyi yönetmek büyüleyici ancak aynı zamanda da çok stresli bir işti. İş arkadaşlarımla sağlık hizmetlerinden göçe çeşitli konular üzerinde acil çözümler üretmemiz gerekiyordu. Katrina Kasırgası New Orleans'ı vurduğunda, fırtınadan etkilenen bölgedeki arzı karşılamak için benzin sevkiyatını yeniden oluşturmak gibi sorunlar üzerinde çalıştık. Ekonomi hakkında başkan ve başkan yardımcısını sık sık bilgilendirdim ve finans krizinde işe yarayacak kişisel ilişkiler kurdum.

Kuşkusuz, Bush'la olan ilişkim, başkanın Greenspan'ın halefi olmam için beni aday göstermesinde önemli bir nedendi. Senato da karara karşı koymadan beni onayladı. Maestro'nun politikalarını sürdürme sözü vermiştim. Ve en azından en başta, bu sözü tutmayı hedefliyordum. FOMC ile 2004'te Greenspan yönetiminde başlayan bir dizi çeyrek puanlık faiz artışını sürdürdüm ve Haziran 2006'da sonlandırdım. O zamanlar ekonomi 2001 resesyonu ve takiben gelen işsizlikten tam olarak toparlanmış gibiydi; işsizlik oranı 2006 sonbaharından 2007 ilkbaharına kadar yüzde 4,5 civarında hareket ediyordu. Çekirdek enflasyonda ılımlı bir artışın deflasyon endişelerini gidermesiyle, bir yumuşak iniş daha başarıya ulaşmış gibi görünüyordu.

Yeni pozisyonuma yerleşirken en büyük belirsizlikler emlak ve ipotek kredileri piyasalarındaydı. Fed'in politika oranındaki devam eden artış, Fed başkanlığına getirildiğim 2006 yazında, FOMC'deki sıkılaşmaya rağmen ipotek kredileri oranları sürpriz bir şekilde oldukça az yükselse de muhtemelen konut fiyatlarındaki düşüşe katkıda bulundu.² Michael Lewis'in *The Big Short* kitabı ve sonrasında çekilen filmdeki gibi, bazı finansal piyasa oyuncuları emlak ve ipotek kredileri piyasalarındaki canlılık konusunda giderek daha kuşkulu bir hale gelmiş ve eşik-altı ipotek kredisi değerlerine dayanan yeni türev finans araçları, septiklerin eşik-altı kredi piyasasını takip etmelerini ve bu piyasaya karşı bahis oynamalarını kolaylaştırmıştı.³ Her durumda FOMC emlak ve ipotek kredileri gelişmelerini yakından izliyordu. Özellikle düşük gelirli ipotek kredisi borçlularının artan temerrüt oranı ve buna ilişkin hacizler konusunda endişeliydik.

Eğer -bu "eğer"lerin daha sonra önemli olduğu anlaşılacaktı- konut

fiyatlarındaki düşüş ılımlı bir oranda devam ederse ve (ipotek kredileri ve genel olarak kredilerde görece küçük bir paya sahip) eşik-altı ipotek kredilerindeki artan temerrüt ve haciz oranları daha geniş anlamda finansal piyasalara sıçramazsa, durumun zararsız bir şekilde sonuçlanmasını umuyorduk. Mart 2007’de kongreye verdiğim ifadede, o zamana kadar gördüklerime dayanarak eşik-altı kredi sorunlarının “muhtemelen frenleneceğini” söyledim.⁴ Bu, bir umut olduğu kadar da bir tahmindir ama o zamanlarda makul bir değerlendirme gibi görünüyordu. Komitedeki bazı şahinlerin itirazlarına rağmen 2006 ortalarında faiz artışlarını sonlandırarak aşırı sıkılaşmayı önlediğimize inanıyordum. Eğer ekonomi beklentilere göre ılımlı seyretmeye devam ederse, sıkılaşmanın sona ermesi ekonomiye yeni yeni yatışmaya başlayan konut piyasasının etkilerini sindirmek için bir nefes aldıracaktı. Gerçekten de konut fiyatlarındaki düşüşün devam etmesine rağmen, ekonomi 2007’nin diğer çeyreklerinde yıllık yüzde 2,5 civarında büyüyerek istikrarlı genişlemesini sürdürdü. Ekonomiye yönelik tedbirli iyimserliğimiz, konut ve ipotek kredileri tarafındaki gelişmeleri göz ardı edeceğimiz anlamına gelmiyordu. Kamuoyuna açık toplantılarda hedefli bir yaklaşımı savundum: Denetleyicilerinin teşvikiyle bankalar ve diğer borç veren kurumlar ipotek kredisi piyasasında halihazırda görülen sorunları yoluna koymalıydı. Birçok kez bankaların ve diğer kredi veren kurumların, kusurlu borçlulara haciz getirmek yerine, bu borçluların evlerini elinden almadan aylık ödemelerini düşürmek için yeniden müzakereler yapmalarının daha iyi olacağını savundum. Kredi değişiklikleri tabii ki borçlular için iyi bir şeydi. Ancak alacaklılar ve daha geniş anlamda ekonominin de bu durumdan faydalanacağını çünkü haciz getirilen evlerin boş durduğunu ve genellikle ihmal edilen bu boş evlerin değer kaybettiklerini ve bulundukları mahallede konut fiyatlarını düşürdüklerini düşünüyordum.

Fed denetlediği bankaları, Başkan Bush’un Hazine bakanı Hank Palson ve Konut ve Şehircilik bakanı Alphonso Jackson’ın liderliğinde oluşturulan gönüllü ipotek değişimi programı -Hope Now- ile iş birliği yapmaya teşvik etti. Federal Rezerv Bankaları, yerel kurumları ipotek değişimlerini desteklemek ve uygulamak için örgütledi. Ama programın faydaları sınırlıydı. Bankacılar durumdan memnun gibiydi ama özellikle temerrüde düşmemiş borçluların daha iyi koşullar elde etmek umuduyla borçlarını ödemedikleri “stratejik temerrüde” başlamalarıyla, kusurlu ipoteklerde yeniden düzenlemeye gidilmesinin kârlı olacağı savına şüpheli yaklaşmaya devam ediyordu.

Dahası, karmaşık tahvillere sarmalanmış çoğu ipotek kredisi, dünyanın dört bir yanına dağılmış yatırımcıları olmadan yeniden müzakere edilemezdi. Ve ipotek kredisi hizmeti veren kurumlar -ipotek değişikliği uygulayan şirketler veya banka departmanları- da bir yığın değişiklik ve temerrüdü yönetme konusunda oldukça hazırlıksızdı; bu sorun, ipotek kredisi karmaşasını çözmek için verilen tüm çabaları sekteye uğratacaktı.

BÜYÜK FİNANSAL PANİK

Böylece Fed, 2006 ve 2007’de iki yol izledi: ekonomiyi sağlıklı tutmak için para politikaları kullandı ve giderek kötüleşen ipotek kredileri durumuyla başa çıkmak için ahlaki ikna da dâhil olmak üzere düzenleyici araçlar uyguladı. Ama 2007 yazında, eşik-altı kredilere ilişkin sorunların daha geniş anlamda finansal sisteme tehditler oluşturduğunun ilk işaretlerini görmeye başladık.

Fransız banka BNP Paribas, Ağustos 2007’de ABD’nin eşik-altı ipotek kredileri tarafından desteklenen tahviller barındıran üç fonunda, itfaları durduğuna yönelik sürpriz bir açıklama yaptı. Banka, mevcut piyasa koşulları altında bu tahvilleri artık değerleyemediğini söyledi. Diğer bir deyişle 2007 yazında yatırımcılar eşik-altı ipotek kredisi tahvillerine olan güvenlerini öylesine kaybetmişlerdi ki fiyatı ne olursa olsun bu tahvilleri satın almak istemiyorlardı. Birçok kişi tarafından bir uyarı olarak görülen bu açıklama, dünya genelinde panik yaratarak bir satış dalgası başlattı.

Yatırımcılar neden bir anda korkmaya başlamıştı? Konut fiyatlarının yalnızca yukarı yönlü hareket ettiği yıllarda hem borçlular hem de alacaklılar eşik-altı kredi borçlanmasını görece düşük riskli olarak görüyordu. Eğer borçlular aylık ödemelerini yapamıyorsa, evlerini satıp ipotek kredileri ödeyebilir (alacaklılara olan borçlarını kapatabilir), bir yandan da evlerinin sermaye kazanımlarından kâr etmeye devam edebilirdi. Yani bu bir kazan-kazan durumuydu. Konut fiyatları düşmeye başladığında bu strateji artık işe yaramıyordu. Fiyatlar düşmeye başladığında borçlularını ödeyemeyen eşik-altı kredi sahipleri temerrüt veya hacizle karşı karşıya kaldı ve eşik-altı kredi alacaklıları ve yatırımcılar artık sonradan değersiz olduğu anlaşılabilecek ipotek kredilerine sahipti.

Buna rağmen, o dönemde -Fed’in 2004 ila 2006’da yaptığı faiz artışlarına en çok maruz kalan kategori olan- değişken faiz oranlı eşik-altı krediler,

ABD’de ödenmemiş ipotek kredisi borçlarının yüzde 8’ini oluşturunuyordu.⁵ Gerçekten de 2007’nin başlarında, Fed ekibi tüm eşik-altı ipotek kredilerinin ani temerrüdünün (hem değişken hem de sabit oranlı; tüm ipotek kredileri için yüzde 13) alacaklılar ve yatırımcılar için küresel hisse piyasasında tek bir kötü günde görülecek kayıplardan daha az kayba yol açacağını hesaplamıştı. İyi kredi notuna sahip kişilere verilen prime ipotek kredileri ve orta kredi notuna sahip kişilere verilen Alt-A ipotek kredileri dâhil olmak üzere diğer birçok ipotek kredisi 2007’de iyi bir performans gösteriyordu. Dahası, bankalar da finansal olarak iyi durumda gibiydi; son iki buçuk yılda yalnızca bir federal olarak sigortalı banka iflas etmişti ve bankalar mevduat ve diğer kısa vadeli fonlar çekmede hiç sıkıntı yaşamıyordu.* Bankalar, en azından dönemin düzenleyici standartları ölçümüne göre yeterli sermaye düzeyleriyle, ipotek kredisi kayıplarına tahammül ediyor gibi görünüyordu.

Bu durum, mart ayında yaptığım “muhtemelen frenlenecek” yorumumu destekliyordu ancak bunun yanlış bir teselli olduğu ortaya çıkacaktı. Eşik-altı ipotek kredilerindeki gerçek ve beklenen kayıplar aşırı yüksek olmasa da bu ani eşik-altı felaketinin, oldukça zararlı olduğu çünkü gizli bir kılıkta olsa da eski moda bir finans krizini tetiklediği anlaşılacaktı. Eşik-altı ipotek kredileriyle başlayan panik, sonunda hane ve iş kredilerinin hemen hemen hepsine olan güveni zedelemiş, neredeyse finansal sistemi ve beraberinde ekonomiyi devirmişti.

Bir ekonomi tarihçisi olarak, binlerce yıldır var olan finansal panikler hakkında bir şeyler biliyordum (Roma imparatoru Tiberius, faizsiz krediler sunarak MS 33’te bir krizi önlemişti).⁶ Çoğu panikte benzer bir durum söz konusudur. Genellikle bankaların veya diğer finansal kurumların özellikle kısa vadeli borçlar olmak üzere borç ihracıyla fonlanan spekülasyon kredileri veya yatırımlarının artmasıyla başlarlar. Borçlular ve alacaklıların iyimserliği bir kredi patlamasını körüklediği için işler bir süre iyi gider. Hatta eski kuralların artık geçerli olmadığı bir “yeni dönem” konuşmaları bile yapılır. Bazen bu iyimserliğin haklı çıktığı da oluyordu ama bazen ise bazı yatırımlara yönelik kötü haberler -çoğu doğru olsa da bazen yanlış bilgiler de panikler başlatabiliyordu- yatırımcı tutumlarını değiştirebiliyordu. Bu işin içinden çıkabilenler çıkıyordu. En çok kaçma eğiliminde olanlar, finansal kurumlara

* İki buçuk yıllık dönemdeki tek başarısızlık, örneğin tasarruf ve kredi krizi ve kredi sıkışmasının görüldüğü 1984’ten 1992’ye kadar olan dönemde 100’ün üzerinde mevduat kuruluşunun başarısızlığıyla çelişiyor.

kısa vadeli para sağlayanlar, yani paralarını kolayca çekebilen ve bunu yaptıkları için pek kayıpları olmayanlardı. Düzenli bir çıkış herkesin yararına olsa da tıpkı kalabalık bir salonda “YANGIN!” diye bağırانlar gibi kapıya ilk ulaşmak herkesin kişisel çıkarıdır.

Bunun sonucunda kilit finansal kuruluşların kısa vadeli borçlarından bir kaçış yaşanması, bu kuruluşların genellikle uzun vadeli likit olmayan, yani tam değerde hızla satması kolay olmayan yatırımlarını fonlamalarını engelliyor. Bu kaybedilen fonun yerine başka bir şey koyamazlarsa, borç veren kuruluşların varlıklarını -iyi ve pek de iyi olmayanları- bulabilecekleri herhangi bir fiyata satmaktan başka pek bir seçeneği kalmıyor. Satış için oluşan bu genel acele -yangın satışı- de varlık fiyatlarının dip yapmasına yol açarak, kuruluşları iflasa sürüklüyor ve paniği artırıyor. Tabii ki kimse bir panik sırasında yeni krediler oluşturmuyor -eski krediler fırsat fiyatlara satılırken neden bunu yapsınlar ki?- ve yeni kredi eksikliği, düşen varlık fiyatları ve sıkıntıya giren güven de genel anlamda ekonomiyi aşağıda çekiyor.

Daha önce de gördüğümüz gibi 19. yüzyıl boyunca görülen yıkıcı finansal panikler Kongre’nin son kredi veren kurum olarak hizmet vermesi için Federal Rezerv’i oluşturmaya yol açtı ve banka iflasları dalgası da Büyük Buh-ran’ı daha da kötüleştirdi. Ama 2007 yazında finansal panikler, en azından ABD’de eski çağlardan kalma bir şey gibi görünüyordu.* Kongre’nin 1933 yılında bir federal mevduat sigortası oluşturmaya, bankaları iflas etse bile korunacaklarını bilen sıradan mevduat sahiplerinin bankalardan kaçmasını büyük ölçüde durdurdu. Bunu takip eden yaklaşık 70 yılda ve diğer -finans tarihçisi Gary Gorton tarafından Amerikan finansında “sessiz dönem” olarak adlandırılan- New Deal reformları sırasında, tasarruf ve kredilerin patlaması ve yabancı finans krizleri dâhil olmak üzere çeşitli finansal aksamalar görölse de ne büyük panikler ne de genel olarak ekonomiyi tehdit eden ciddi yerel krizler olmadı.⁷ Fakat bu uzun dönem boyunca beklenmeyen bir ölçüde küresel bir finans krizinin temelini hazırlayan yeni, karmaşık kırılganlıklar oluşmaya başlamıştı. Bunların arasında gölge bankacılık, toptan fonlama ve menkul kıymetleştirmenin hızlı büyümesi yer alıyordu.

* 1990’larda Meksika, Doğu Asya ve Rusya’daki krizler, aslında yatırımcıların kısa vadeli fonlarını çekmele-riyle oluşan paniklerdi ama çoğu ekonomist, bunların gelişmemiş ve iyi denetlenmeyen finansal sistem-lere sahip gelişmekte olan piyasa ülkeleri olduğu kanısına vardı. Japonya ve Nordik ülkelerde 1980’ler ve 1990’larda görülen krizler de benzer olarak bu ülkelere özgü faktörlerin bir sonucu olarak genellikle göz ardı ediliyordu.

Gölge Bankacılık ve Toptan Fonlama

Gölge bankacılık, ABD’de geleneksel ticari bankacılık sisteminin yanında oluşan banka dışı finansal kuruluşları ve piyasaları kapsayan bir ağı ifade eder; iş ve hane kredileri ve yatırımcılar için likit, kısa vadeli varlıklar oluşturma dâhil olmak üzere, bankaların sağladığı hizmetin aynısını verir. Krizden önceki yıllarda gölge bankacılık sistemi, ağırlıklı olarak hanelere krediler veren ipotek kredisi şirketleri ve tüketici finansı şirketlerinin yanı sıra, ağırlıklı olarak tahvil piyasalarında faaliyet gösteren yatırım bankaları ve hedge fonları gibi kuruluşların yer aldığı, hafif düzenlemelerin uygulandığı çeşitli bir gruptan oluşuyordu. Gölge bankacılık sisteminin bir diğer önemli parçası da görece daha güvenli, kısa vadeli varlıklara yatırım yapan hissedarlara likidite sunarak banka mevduatlarının yerini alan para piyasası fonudur. Gölge bankacılık geleneksel bankacılık sistemiyle yarışır ancak aynı zamanda onu tamamlar. Örneğin büyük bankalar genellikle ipotek kredisi broker’ları veya tahvil tüccarları gibi gölge bankacılık şirketlerini satın alır veya çeşitli bilanço dışı yatırım araçları gibi gölge bankacılık faaliyetlerini destekler.

Tüm kredi sağlayıcıları fonlama kaynaklarına ihtiyaç duyar ve gölge bankalar da bir istisna değildir. Federal olarak güvenceli mevduatlar yalnızca ticari bankalara ve tasarruf kuruluşlarına sunulur; bu nedenle gölge bankacılık şirketleri genellikle -bireylerin ticari bankalardaki mevduatları gibi *retail funding*’den ayırmak için- *toptan fonlama* adı verilen, güvence altında olmayan, kısa vadeli fonlama biçimlerine dayanır. Toptan fonlamanın önemli örnekleri arasında ticari senetler ve repolar yer alır.

İş finansmanının oldukça eski bir türü olan *ticari senetler*, geleneksel olarak finansal olmayan şirketler tarafından stokları finanse etmek veya diğer kısa vadeli ihtiyaçları karşılamak için kullanılır. Geçmişten bu yana, ticari senetler genellikle güvence altında değildi, yani borçlu şirketin genel yükümlülüğüydü, belirli bir teminat tarafından desteklenmiyordu ve borçlunun iflas etmesi durumunda kaybedilebilirdi. Fakat krizden önceki yıllarda, bazı finansal kuruluşlar ticari senetleri başka amaçlarla, yalnızca çeşitli kredileri ve tahvilleri tutma amacıyla oluşturulan yasal yapıları, yani *özel amaçlı araçları*, finanse etmek için kullandı. Yasal olarak kendilerini yaratan bankalar veya diğer finansal kuruluşlardan ayrı konumdaki özel amaçlı araçlar gölge bankacılık sisteminde varlık tutma ve fonlamanın önemli yollarından biri haline geldi. Özel amaçlı araçları kapsayan kurallara göre, temerrüde düşülmesi durumunda aracın fonlayıcıları, aracı oluşturan kuruluş üzerinde bir

hak iddia edemez ancak aracın varlıklarından pay alır. Böylece özel amaçlı araçları fonlaması için ihraç edilen ticari senetler, *varlık-destekli ticari senetler* olarak bilinmeye başlandı. Özel amaçlı araçlardaki büyümeyi yansıtan varlık-destekli ticari senetler krizden önce hızla büyüyerek 2007 yazında 1,2 trilyon dolara ulaştı.⁸

Toptan fonlamanın ikinci en büyük türü olan *repolar*, esasen kısa vadeli, genellikle gecelik- teminata bağlı kredilerdir.* Her repo kredisi, borçlu tarafından oluşturulan bir finansal varlıkla, belirli bir teminat tarafından korunur. Eğer borçlu yeniden ödeme yapamazsa, alacaklı herhangi bir resmi iflas sürecinden geçmeden teminatı alır. Bir repo alacaklısının talep ettiği teminat miktarı, mevzu bahis teminatın riskliliği ve pazarlanabilirliğine bağlıdır. Örneğin, teminat olarak gösterilen (oldukça güvenilir ve likit) ABD Hazine tahvillerinin her bir doları için bir kişi 99 sentlik bir kredi alabilir ancak bir dolar değerindeki eşik-altı ipotekler yalnızca 60 sentlik bir kredi için teminat olarak gösterilebilir. Bu örnekte, Hazine tahvillerindeki kesinti (piyasa değeri ile karşılığında ne alınabileceği arasındaki fark) yüzde 1, eşik-altı ipotek kredilerindeki kesinti ise yüzde 40'tır. Kesintiler piyasa koşullarına göre değişebilir; belirsizlik dönemlerinde alacaklılar, yalnızca büyük bir kesinti olduğu sürece riskli ve likit olmayan teminatları kabul eder.

Gölge bankacılık sistemi kurumsal borç veya mülkiyet gibi uzun vadeli fonlama kaynaklarının yanı sıra toptan fonlama kullanarak yeni krediler oluşturmak, mevcut kredileri ve tahvilleri tutmak ve diğer yatırımcılara satmak için kredi ve tahvillerin yer aldığı paketler oluşturmak gibi standart bankacılık işlevlerine sahipti. Gerçekten de finansal kriz zamanında gölge bankacılık sektörü, ABD şirketleri ve hanelerine geleneksel bankacılık sektöründen daha fazla kredi verdi.⁹

Gölge bankalar federal olarak güvenceli mevduatlar kullanamamalarına rağmen krizden on yıllar önce neden genişleyip büyüdü? ABD'nin düzenleyici sistemine göre gölge bankacılık sistemlerini oluşturan kurumların, asgari sermaye gereklilikleri ve faaliyetlerde kısıtlama gibi geleneksel ticari bankalara uygulanan çoğu düzenlemeden kaçınabilmeleri, büyük bir fayda sağlıyordu.

* Pratikte repolar yasal olarak krediler gibi yapılandırılmaz. Normal bir repo işleminde fona ihtiyacı olan bir kurum -mesela bir hedge fonu veya kendi adına işlem yapan finansçılar- bir fon sağlayıcısına, örneğin bir para piyasası fonu, bir tahvil satar (mesela bir Hazine tahvili). Sözleşmeye göre tahvili satan kişi, bir sonraki gün tahvili görece daha yüksek bir fiyattan satın alır. "Yeniden alım anlaşması" veya repo ismi buradan gelir. Ekonomik anlamda bu sözleşme gecelik, teminatlandırılmış bir krediye eşdeğerdir.

Bu hafif düzenlemeler gölge bankaların daha esnek ve yenilikçi olmalarını sağladı; örneğin yeni ürünler sunabiliyorlardı ama bu durum aynı zamanda borç ve risk alımlarında bazı baskılar olduğu anlamına geliyordu. Geleneksel bankalar için fazla riskli olan yatırımlar böylece düzenleyici kapsamının dışındaki gölge bankacılık sektörüne yöneliyordu.*

Üstelik, hükümet güvencesinin olmayışıyla toptan fonlamaya yönelik güven haklı olarak gölge bankacılığı kısıtlamaktan çok büyüttü. Para piyasası fonları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve kurumsal hazinedarlar gibi toptan fonlama sağlayan kuruluşlar, paralarını toptancı piyasasına yatırmının daha yüksek getiriler ve daha düşük işlem ücretleri verme olasılığından memnundu. Hükümet güvencesi her durumda hesap başına nispeten düşük limitli mevduatları karşılarken, toptan fonlamanın büyük bir kısmı (mesela repo kredisi) belirli bir teminat tarafından tamamen destekleniyordu. Toptancı alacaklılar, borç verdikleri gölge bankalar batsa bile para kaybetmeyi beklemiyordu- ödeme alamazlarsa teminat üzerinde hak sahibi olabiliyorlardı. Sahiden de birçok ticari banka perakende mevduatlarıyla birlikte ağırlıklı olarak toptan fonlamaya geçmeye başladı. Kriz arifesi olan 2006 yılının sonunda ABD'deki hükümet güvenceli banka mevduatları 4,1 trilyon dolar düzeyindeyken, finansal kurumların güvencesiz toptan fonlaması 5,6 trilyon dolara ulaşmıştı. Toptan fonlama finansal kurumların kredi ve yatırımlarını artırmış ancak yatırımcıların paralarını çekmeleri konusunda daha savunmasız bir hale getirmişti.¹⁰

Özetle, hızla büyüyen gölge bankacılık sistemi bir bütün olarak herhangi bir bankacılık sistemi gibi faaliyet gösteriyordu; yatırımcılardan kısa vadeli fonlar alıyor, bu fonları hanelere ve şirketlere veriyor ve bu kredileri ya yatırımcılara satıyor ya da kendi portföylerinde tutuyordu. Birçok gölge banka ayrıca finansal piyasalarda aktif olarak hedge veya spekülasyon yapıyordu. Federal Rezerv veya diğer bankacılık kuruluşlarının denetimi dâhil olmak üzere geleneksel bankacılık düzenlemesi rejiminin dışında tutulmak gölge bankacılık sektörüne -daha büyük riskler almak ve daha az sermaye tutmak

* Gölge bankaların çoğu, eğer federal düzeyde düzenlenmişseler, tarihsel olarak rolünü, denetime tabi kuruluşların etki güçlerini ya da risk almalarını izlemek yerine, yatırımcıları yanlış bilgilendirme veya dolandırıcılığa karşı korumak ve örneğin içeriden bilgi ticaretini önleyerek piyasa bütünlüğünü sağlamak olarak gören Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından denetlenir. Buna karşılık, banka düzenleyicileri (Fed dahil), örneğin bankaların aldıkları risklerle orantılı sermaye bulundurmaları koşulunu koyarak, kuruluşların "güvenliği ve sağlamlığına" daha fazla odaklanırlar.

gibi- daha geniş bir kapsam sunuyordu. Gölge bankalar, finansal krizi körükleyen egzotik ipotek kredilerinin oluşturulması ve pazarlanmasında ciddi bir rol oynadı ve bu durum, sektörde oransız kayıplar ve finansal streslere yol açacaktı. Teoride bir bölge bankası olmak avantajlı değildi; sigortalı mevduatlar kullanamamanın yanı sıra Fed'in normal koşullarda yalnızca geleneksel ticari bankalara sunduğu kısa vadeli kredilerin iskonto penceresine erişimleri yoktu. Ancak finansal kriz tüm sistemi tehdit etmeye başladığında, gölge bankalar da hükümetin emniyet ağı tarafından korunacaktı.

Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme -farklı kredi türlerinin karmaşık tahviller halinde paketlenmesi- kavramsal olarak gölge bankacılıktan ayrı olsa da pratikte yakından alakalıdır çünkü tıpkı gölge bankacılık gibi geleneksel bankacılığa bir alternatif sunar. Finansal olarak tasarlanan tahvillerin, ipotek kredi standartlarını nasıl baltaladığını ve emlak balonuna nasıl katkıda bulunduğunu gördük. Bu uygulamanın aniden büyümesi de finansal paniği güçlendirerek daha fazla zarara yol açtı, bu duruma şimdi daha yakından bakacağız.

İpotek kredisi sektörünün kendisi menkul kıymetleştirmenin arkasındaki güdüyü ortaya koyuyor. Bir süre boyunca ipotek kredileri ağırlıklı olarak, perakendecilikti. Yerel bankadaki veya tasarruf ve kredilerdeki ipotek kredis yetkilisi potansiyel borçlu olabilecek kişiler tanıyordu veya en azından başvuru sahipleri konusunda ödevini yapıyordu. Eğer verilirse, ipotek kredileri bankanın mevduatlarıyla fonlanıyordu ve banka ipotek kredilerini kendi kayıtlarında tutuyordu. Bu sistemin bazı tartışmasız avantajları vardı: Yerel bilgilere sahipti ve bankalar oluşturdukları ipotek kredilerini kendileri tuttuğu ve oluşabilecek herhangi bir zararı üstlendiği için potansiyel borçlularını dikkatle incelemek istiyordu.

Bu sistemin bazı dezavantajları da vardı. Kredi kararları yavaş, yetersiz ve kredi veren yetkilinin kişisel önyargısına tabii olabilirdi. Çeşitliliğin olmayışı da başka bir sorundu çünkü yerel bankalar bölgelerinde gayrimenkul fiyatlarındaki düşüşlere karşı savunmasızdı. Ve bir bankanın daha çok kredi verebilmesi, genellikle yeterli mevduata sahip olup olmamasına bağlıydı. Örneğin 1980'lerdeki bir mevduat çıkışı sebebiyle S&L'lerin yeni kredi oluşturma becerisi düşmüştü.

Yıllar boyunca görülen teknolojik değişiklikler ve finansal inovasyonlar,

geleneksel borçlanmanın zayıflığını ele aldı. Bilgisayar ortamındaki kredi notları ve standartlaştırılmış kredi notları ipotek kredilerini daha etkin, daha rekabetçi ve daha az öznel bir hale getirdi. Ulusal bankalar, teknolojik avantajları ve ölçek ekonomileriyle birçok yerel bankanın yerini aldı.* Daha da önemlisi bankalar ve ipotek kredisi veren diğer kurumlar artık artırımları beklenen mevduat miktarları tarafından kısıtlanmıyordu. Bunun yerine bankalar, Fannie Mae ve Freddie Mac.** GSE'leri gibi üçüncü taraflara verdikleri ipotek kredilerini satabiliyordu. Bunun karşılığında bu üçüncü taraflar da ipotek kredilerini paketliyor -yani menkul kıymetleştiriyor- veya bu yeni oluşturulan tahvilleri kayıtlarında tutuyor ya da satıyordu. Menkul kıymetleştirme, ipotek kredisi veren kurumların -herhangi bir mevduatı olmayan veya toptan fonlama yapamayan kurumların bile- dünyanın dört bir yanından gelen tasarruflardan oluşan bir havuza erişmesini sağladı.

İpotek kredisi alacaklıları ve borçlularının yanı sıra yatırımcılar da yeni sistemi beğendi. Bu yeni ipotek kredisi destekli menkul kıymetler, örneğin ülkenin farklı bölgelerindeki ipotek kredilerini birleştirip konut fiyatlarındaki bölgesel düşüslere karşı bir koruma sağlayarak, riski düşürecek şekilde yapılandırılabilirdi. Bu menkul kıymetler *kredi dilimleri* isimli parçalara ayrılabilir, her dilim ayrı olarak satılabilir ve böylece yatırımcılara, en azından prensipte, alacakları risk düzeyini seçmelerine yardımcı olabilirdi. Menkul kıymetleştirme yaygınlaştıkça, menkul kıymetlerde yer alan varlık karışımı artık yalnızca ipotek kredilerini değil, bir dizi kamu ve özel kredi çeşitlerini içerecek şekilde genişledi ve varlık kombinasyonları ve fon karışımları gidecek daha karmaşık bir hal aldı. Bu dilimler sıklıkla bir havuzda toplanıyor ve bir başka karmaşık menkul kıymet katmanı olarak yeniden kıymetleşiyordu. Yatırım bankaları gibi gölge bankalar, sıklıkla bu *varlık destekli menkul kıymetlerin* oluşturulması ve pazarlamasına öncülük etti ve kendi portföylerine de dâhil etti.

Teoride bu menkul kıymetler farklı yatırımcıların risk ve likidite tercihlerine uyacak şekilde tasarlanmıştı ama sonunda menkul kıymetleştirilen

* 1994 tarihli Riegle-Neal Yasası ticari bankaların farklı eyaletlerde sınırsız sayıda şube açmasına sebep oldu ve bu da gerçek anlamda ulusal bankacılık kuruluşlarının oluşturulmasının yolunu açtı.

** Fannie Mae ve Freddie Mac, sırasıyla Federal Ulusal İpotek Birliği ve Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi kuruluşlarının takma isimleridir. Hükümet destekli kuruluşlar olsalar da Kongre'nin verdiği özel hak ve sorumluluklarla iki kuruluş da finansal krizden önce halka açık işlem görüyordu. Ulusal bir ipotek kredisi piyasası oluşturma çabaları sayesinde, GSE'ler menkul kıymetleştirme uygulamasının yaratılmasına yardımcı oldu.

varlıklar o kadar karmaşık ve anlaşılmaz bir hal aldı ki sofistike yatırımcılar bile bu menkul kıymetleri güvenilir bir şekilde değerleyemiyordu. Bunun yerine Moody's ve Standard and Poor's gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymet ve dilimlerine atadığı notlara güveniyorlardı. Fakat derecelendirme kuruluşlarına bel bağlamanın da kendi sorunları vardı; kuruluşların maaşlarını ihraççılar ödüyordu ve bu durum olası çıkar çatışmalarına yol açıyordu. Ayrıca geçmişe dönüp bakıldığında, bu kuruluşlar finansal mühendislerin kötü kredilerden iyi menkul kıymetler oluşturma becerileri konusunda fazla saf davranıyordu. Bu dezavantajlara rağmen, giderek büyüyen küresel tasarruf arzı standart, likit ve yüksek getirili varlıklara yönelik dev bir talep oluşturdu. Bu ihtiyacı menkul kıymetler karşılıyordu, ya da en azından öyle olduğu düşünülüyordu. ABD eşik-altı ipotek kredilerinin ABD tasarruf bankalarından Japon emeklilik fonlarına, hatta Amerikan yatırımcılara çeşitli kuruluşun sahip olduğu bir küresel varlığa dönüşmesi, menkul kıymetleştirmenin sonuçlarından biriydi.

Paniğin Aşamaları

Görece az miktardaki kötü ipotek kredilerin finansal sistemde neden bu kadar yıkıma sebep olduğu sorusu, 2007 yazı ve sonbaharında Fed ve diğer düzenleyicileri şaşkına çevirmişti. Bu sorunun yanıtı, eşik-altı ipotek krediler ve diğer riskli kredi ürünlerinin verdiği zararın, menkul kıymetleştirilmeleri ve varlık destekli menkul kıymetler olarak yeniden yapılandırılmalarıyla güçlenmesiydi. Eşik-altı ipotek kredileri kötü bir performans sergilemeye başladığında karmaşık varlık destekli menkul kıymetler yatırımcıları ne yapabiliirdi ki? İdeal bir dünyada bu menkul kıymetleri oluşturan varlıkların temel değerlerini hesaplar ve artık değersiz olduklarını kabul ederlerdi. Ama bu menkul kıymetlerin karmaşıklığı temel değerlerini belirlemeyi zor ve maaliyetli yapıyordu ve derecelendirme kuruluşları da güvenilirliklerini kaybetmişti. En basit seçenek bu menkul kıymetleri -içeriden büyüyen eşik-altı ipotek kredilerinin yanı sıra söz konusu menkul kıymette yer alan diğer tüm kredi enstrümanları- piyasaya dampinglemekti. Bu da eşik-altı ipotek kredileri ve kredi kartı borçlarından otomobil kredilerine tüm özel kredi varlıklarının yangın satışına çıkarılmasıyla sonuçlandı.

Toptan fonlama hizmeti sağlayıcıları menkul kıymetleştirilmiş varlıklara iyi niyetle yaklaşmaya pek meyilli değildi. Tıpkı FDIC öncesi bankalarda mevduatları bulunan yatırımcıların, şüpheli krediler oluşturan bankalardan

paralarını çekmek için koşturması gibi, kısa vadeli fonlama sağlayan yatırımcılar da panikledi ve özel amaçlı araçlar, yatırım bankaları ve menkul kıymetleştirilmiş kredi tutan diğer kuruluşlardan kaçmaya başladı. Örneğin, fon sağlayıcıları kredilerini yenileme konusunda giderek daha çok düştüğü için, BNP Paribas açıklamasından sonra ödenmemiş varlık destekli ticari senetlerde sert bir düşüş başladı. Ödenmemiş varlık destekli ticari senet miktarı Ağustos 2007 ve Ağustos 2008 aralığında üçte bir azaldı ve fonladıkları özel amaçlı araçları sıkışıklığa sürükledi.¹¹

Repo kredi sağlayıcıları bile -tamamen teminatlandırılmış ve genellikle kısa vadeli olduklarını hatırlayalım- Ağustos 2007'den itibaren panik işaretleri vermeye başladı. Ekonomistler Gary Gorton ve Andrew Metrick'in belgelediği üzere, repo piyasasından yapılan kaçış repo kredileri oluşturmayı tamamen reddetme şeklini almadı.¹² Bunun yerine bankalar verdikleri krediler için çok daha fazla teminat (daha büyük bir kesinti) talep etmeye başladı. Örneğin kriz öncesi repodan kaçış arttığı için 95 sentlik bir kredi için 1 dolar değerindeki bir menkul kıymet bir teminat olarak yeterliyken, bankacılar aynı teminat için yalnızca 70 sent fon teklif edebiliyordu. Daha fazla kesintiyle -ve bazı varlıklar artık herhangi bir fiyata bir teminat olarak kabul edilmediği için- repo piyasalarını yeterli bir şekilde fonlamak giderek daha da zorlaştı.

Panik, başladığı andan itibaren menkul kıymetleştirilmiş varlıkların da ötesine yayılarak büyük finansal kuruluşlar üzerinde baskı oluşturdu. Bu kuruluşlar, portföylerinde tuttukları eşik-altı ipotek kredileri ve varlık destekli menkul kıymet kayıplarına doğrudan maruz kalmanın yanı sıra aynı zamanda ne kendilerinin ne de düzenleyicilerin anlayabileceği şekillerde dolaylı olarak da maruz kalıyorlardı. Örneğin, bir banka doğrudan eşik-altı kredilerin yanı sıra, değerleri ipotek kredisi performansının karmaşık şekillerine dayanan türev enstrümanlar da tutuyor olabilirdi. Bazı kuruluşların desteklediği özel amaçlı araçlar, ipotek kredileri ve daha önce de belirttiğimiz üzere yasal olarak ayrı varlıkların bir karışımını barındırıyordu. Ama destekçi kuruluşlar da örneğin kaybedilen fonlamayı karşılamak için önceden yapılan anlaşmalar veya araçları desteklemek ve yatırımcıların kayıplarını telafi etmek için oluşturulan itibar teşvikleriyle dolaylı yoldan bu araçlara maruz kalabiliyordu. Yeterli fonlama bulmanın giderek zorlaşmasını takiben varlık fiyatlarındaki düşüş, çoğu büyük finansal kuruluşu -başta abluka altındaki yatırım bankalarını- piyasaya getirisi ne olursa olsun daha riskli ve daha likit olmayan varlıklar yığmaya zorladı. Kimse görece daha iyi performans

gösteren kredileri bile tutmaya istekli olmayınca kredi ilişkili varlıkların fiyatları çöktü ve birçok finansal kuruluşu iflasa veya iflasa yakın bir konuma sürükledi.

Panik, politika yapıcılar duruma tepki verdikçe ve yatırımcılar riskleri tekrar tekrar hesapladıkça artıp azaldı. Fed ve Hazine, Mart 2008'de yatırım bankası Bear Stearns'ün iflasını önlemek amacıyla büyük bir ticari banka olan JPMorgan Chase tarafından satın alınmasını sağlamak için birlikte çalıştı. Yapılan bu eylem ateşi bir süre söndürmeye yetti ve ekonomi ve piyasalar sonraki birkaç ayda iyileşme işaretleri göstermeye başladı. Ancak uzun süredir ağır ateşte pişen kriz, Eylül 2008'de kaynama noktasına ulaştı. Sonbaharın ilk ayı hükümetin iki büyük GSE'nin kontrolünü almasıyla başladı; Fannie Mae ve Freddie Mac, eşik-altı veya satın aldıkları diğer düşük kaliteli ipotek kredileriyle destekli menkul kıymetler dâhil olmak üzere, şirketlerin portföylerinde tuttuğu veya garantilediği trilyonlarca dolarlık ipotek kredisi borçları sebebiyle bozguna uğramıştı. Daha sonra kaçınılmaz 14 Eylül haftası geldi. Yatırım bankası Lehman Brothers iflasını açıkladı. Federal Rezerv, acil durum kredi güçlerini kullanarak yine ipotek kredileri sebebiyle zayıflayan dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG'yi iflastan kurtardı. Bank of America yatırım bankası Merrill Lynch'i satın alarak muhtemel bir iflası defetti. Ve sigortalı olmamalarına rağmen güvenli olarak görülen para piyasası fonlarından bir kaçış başladı. Alınan bu ilk darbeler, yatırımcıları Hazine tahvillerinden başka bir güvenli liman olmadığına ikna etti. Panik iyice hararetlenerek finansal sistemi çöküşe yaklaştırdı.

Daha geniş bir çerçeveden bakıldığında, kriz klasik bir finansal panik zincirlemesinin sonrasına geldi: riskli borçlanmanın artışı sonrası verilen kredilerin güvenilirliğine yönelik yatırımcı güveninin zayıflaması; kısa vadeli fon sağlayıcılarının kredi kuruluşlarından kaçışı; sorunlu varlıkların yangın satışına çıkarılarak varlık fiyatlarındaki sert düşüşlere katkıda bulunması ve alacakların ve borçluların iflasları bu aşağı yönlü spirali büyüttü. Ancak gerçekte, küresel finansal sistemin karmaşıklığı ve şeffaf olmayışı, en azından en başta 2007-2009 krizi ve diğer geçmiş finansal panikler arasındaki benzerliklerin ötesine geçti. Fed ve diğer kurumlardaki düzenleyiciler, özellikle toptan fonlamadan bir kaçış olasılığını küçümsediler çünkü bu fonlamanın büyük bir kısmının teminat altına alınmasının yatırımcılara güven aşılayacağını düşünüyorlardı. Ancak toptan fon sağlayıcıları, ödeme karşılığında teminat almaya pek yanaşmıyordu çünkü bu teminat varlıklarını, bozguna

uğramış ve dengesiz piyasalarda hızla elden çıkarıp çıkaramayacaklarından emin değillerdi. Yalnızca paralarını geri istiyorlardı.

Fed'deki politika yapıcılarının perspektifinden bakıldığında, paniğin yarattığı şoklar Wall Street'in ötesinde hissedilmişti. Kredi kullanımının sona ermesiyle ekonomik faaliyet hızla yavaşladı, varlık fiyatlarında sert düşüşler görüldü ve korkuya kapılan şirketler ve haneler harcama yapmayı bırakarak nakit istiflemeye başladı. Çöküşün büyüklüğü ve hızı sersemleticiydi. Kuşkusuz, 2006'da konut fiyatları ve inşaatında başlayan düşüşün yanı sıra, iflas ve haciz risklerinden kaçınmaya çalışmak için verdikleri çabalar sebebiyle diğer harcamalarını kısan zor durumdaki ipotek kredisi borçlularının üzerindeki artan baskı ekonominin bir nebze yavaşlamasına sebep olmuştu. Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu, resesyon başlangıcını BNP Paribas'ın meşhur duyurusundan yaklaşık dört ay sonra, yani Aralık 2007 olarak belirleyecekti. Ancak paniğin Eylül 2008 ve sonraki aylarda giderek tırmanması da ekonomik gerilemede yeni bir evreye geçildiğine işaret ediyordu.

Bu durumun önemli göstergelerinden biri olarak ABD'de ücretli istihdamın 2006'da ve 2007'nin başlarında büyümeye başlaması, Mart 2008'deki Bear Stearns kurtarma çalışmasına kadar Ağustos 2007'deki eşik-altı kriz aşısının ilk çalkantılarında genel olarak istikrarlı seyretmesi ve tüm bu süreç boyunca konut fiyatlarındaki düşüş ve ipotek kredisi piyasalarındaki kötüleşen seyre rağmen, Lehman iflasına kadar görece ılımlı bir şekilde düşmeye devam etmesi gösterilebilir. Buna karşılık, sistemin paniğin en kötü aşamasına ulaştığı 2008'in son dört ayında 2,4 milyon iş kaybı yaşandı ve 2009'un ilk yarısında 3,8 milyon iş daha kaybedildi. Enflasyondan arındırılmış yıllık tüketici harcamaları Ağustos ve Aralık 2008 aralığında yüzde 4,2 düştü ve şirketlerin sermaye yatırımlarında daha da sert bir düşüş görüldü. Finansal krizin şiddetlenmesi -ve bankaları, haneleri ve şirketleri finansal bir çöküş yaşanacağı endişesiyle hareket etmeye korkar bir şekilde savunmacı bir pozisyona sürükleyiş- takiben gelen Büyük Resesyonu büyük yapan şeydi.

FEDERAL REZERVİN YANITLI SON BORÇ VEREN KURUM

Federal Rezerv, finansal krize kavramsal açıdan iki ayrı -ama uygulamada bazen birbiriyle örtüşen- yöntemle yanıt verdi. İlk olarak, 2007 yazından itibaren son borç veren kurum ve kriz savaşçısı rolümüze bürünerek, finansal sistemi istikrara kavuşturmaya ve normal kredi akışını onarmaya çalıştık.

Daha sonra, para politikalarıyla krizin ekonomik etkilerini hafifletmeye çalıştık; önce standart faiz indirimleri yaptık, ardından alışılmışın dışında politikalara başvurduk.

İlk yöntem olan paniği hafifletme ve finansal istikrarı geri getirme çabalarımız, o dönem için hem ağırlığı hem de kapsamı bakımından eşi benzeri görülmemiş düzeydeydi ve sistemi ele geçiren krizin büyüklüğünü ve modern finansın boyutunu, karmaşıklığını ve küresel olarak birbirine bağlı olma özelliğini yansıtıyordu. Öte yandan, aslında 150 yıl önceki merkez bankacıları muhtemelen stratejimizi onaylardı. İngiliz gazeteci ve ekonomist Walter Bagehot, 1873'te yayınladığı kısa kitabı *Lombard Street: A Description of the Money Market*'ta bir panikle karşı karşıya kalan merkez bankacıları için klasik bir reçete sunuyor.¹⁴ Bagehot, paniği sonlandırmak için merkez bankalarına, ödeme gücü ve iyi teminatlara sahip şirketlere, erken ve serbestçe, bir "cezai [faiz] oranıyla" borç vermelerini önerdi. Bu ilke, daha sonra *Bagehot* hükmü (Bagehot's dictum) olarak bilinecekti. Greenspan yönetimindeki Fed, Ekim 1987'deki hisse piyasası çöküşü sonrası yayınladığı kısa açıklamada merkez bankasının son borç veren kurum rolünü yürürlüğe sokmuştu; bu açıklama Fed'in likidite sıkıntıları yaşayan bankalara kısa vadeli kredi vermeye istekli olduğunu gösteriyordu. Roger Ferguson da 11 Eylül saldırılarının ardından benzer bir açıklama yayınlamıştı. Bagehot'un ruhuna yakışır bir şekilde, BNP Paribas açıklamasının ardından etkin bir şekilde finansal şirketlere ve piyasalara son borç veren kurum olarak hizmet vermenin, kaybedilen fonlamanın yerini alması için likidite sağlamanın ve kontrolden çıkan yangın satışlarına olan ihtiyacı azaltmanın yollarını aramaya başladık. Daha genel anlamda, mevcut tüm otoriteleri kullandık ve finansal sisteme yönelik güveni yeniden inşa etmek için yasa yapıcılar, finansal yöneticiler ve diğer kurumlarla birlikte çalıştık.¹⁵ Kuruluşundan bu yana, Federal Rezerv'in son borç veren kurum olarak kullandığı temel araç, Fed'in bankalara kredilerini ve diğer varlıklarını teminat olarak alarak kısa vadeli fonlama sağladığı iskonto penceresiydi. BNP Paribas açıklamasının ardından iskonto penceresi şartlarını kademeli olarak kolaylaştırsak ve bankaları borç almaya teşvik etsek de kısa bir süre içinde bunun yeterli olmayacağı

* Bagehot, bankanın altın rezervlerini korumak için yüksek ("cezai") bir faiz oranıyla borç vermesi gerektiğini savunmuştu ama bu 2007-2009 dönemi için geçerli değildi. Ancak tavsiyesini dinleyerek kredi faizini normalin (kriz dönemi olmayan) üzerine çıkardık, bu da finansal şirketleri ve piyasaları şartlar normale döndüğünde fonlama için özel kaynaklara yönelmeleri için teşvik etti.

anlaşıldı. Krizden önceki yıllarda likiditeye ihtiyaç duyan bankalar için birçok alternatif bulunurken ve Fed'in kredi yetkilileri geleneksel olarak rutin iskonto penceresi borçlanmasına pek sıcak bakmıyorken bu pencere kullanılmıyordu.* Bankalar, bu pencere yoluyla borç almanın -eğer kamusal olarak bilinirse- finansal olarak başlarının dertte olduğuna işaret etmesinden korkuyordu. İskonto penceresi yoluyla borçlanma *damgası*, nakde en çok ihtiyaç duyan bankaların bile bu yolu kullanmaya pek istekli olmadığı anlamına geliyordu.

Bu damganın üstesinden gelmek için ilk olarak birkaç büyük bankayı iskonto penceresi yoluyla borç almaya ikna etmeye çabaladık, bunun diğer bankalara örnek olmasını umuyorduk. Fakat iskonto penceresi kullanan söz konusu bakalar, aslında paraya ihtiyaç duymadıklarını, sembolik olarak borç aldıklarını kamuoyuna duyurunca bu çabalar boşa gitti. Sonunda, Fed'in verdiği borçlar üzerindeki faiz oranlarının bankaların rekabetçi teklifleriyle belirlendiği, rastgele müzayedelerde iskonto-penceresi kredisi verilen Term Auction Facility isimli bir araç oluşturarak bu damgadan kurtulduk. Müzayedede bu kredi için pek masraflı sonuçlanmadığından ve kredi iki gün sonra dağıtıldığından (bu, müzayedeye katılan bankaların acil paraya ihtiyaç duymadığına işaret ediyordu) Term Auction Facility iskonto penceresi üzerindeki damgayı devralmadı ve bankalar tarafından serbestçe kullanıldı.

İskonto penceresinin üzerindeki damganın yanı sıra bir diğer kusuru da -Fed, finansal ortamı bankaların domine ettiği bir dönemde kurulduğu için- tüm finansal kuruluşlar arasında yalnızca bankalar tarafından kullanılmasıydı. Ancak 2007-2009 krizi, yalnızca banka dışı kuruluşlardan oluşan gölge bankacılık sistemi merkezliydi. Paniği kontrol altına almak için, bu daha geniş kapsamlı şirket ve piyasalara son borç veren kurum olarak hizmet etmemiz gerekiyordu. Bunun için Fed'in -"olağandışı ve acil şartlar"

* Rezerv Bankası iskonto penceresi yetkilileri, pencere üzerinden rutin borçlanmayı teşvik etmiyordu çünkü 2003'e kadar iskonto oranı piyasanın altında -federal fonlama oranının altında- belirleniyordu ve bankaların bu pencereyi düzenli ucuz fon alabilecekleri bir kaynak olarak görüp sömürmesini istemiyorlardı. Bu yüzden iskonto penceresinden kredi alabilmesi için bir bankanın piyasadan borç almayacağını göstermesi gerekiyordu. İskonto oranı 1960'ların ortasında federal fonlama oranının altına düştü çünkü Federal Rezerv ilmine göre, FOMC için federal fonlama oranını yükselterek para politikasında sıkılaşmaya gitmek, ki 1994'e kadar kamuoyuna duyurulmadan yapılıyordu, iskonto oranını yükseltmekten daha kolaydı çünkü bu artışın bankalara duyurulması gerekiyordu. Ocak 2003'ten itibaren, kredi prosedürleri gözden geçirildikten sonra, ana iskonto oranı (finansal olarak güvende olan bankalar için) federal fonlama oranının üzerine çıkarıldı ve diğer banka denetçileri bankaları ihtiyaç duyulduğu takdirde iskonto penceresini kullanmaya teşvik etti.

altında, normal kredi kanalları tıkanıldığında- bankacılık sistemi dışında borç vermesini sağlayan Federal Rezerv Yasası'nın 13(3)'üncü paragrafını yürürlüğe soktuk. Fed, kurulduğu Büyük Durgunluk döneminden bu yana 13(3) kredileri vermemişti ancak 2008'den itibaren aktif olarak kullanmaya başladı; sistemik öneme sahip şirketlerin çöküşünü engellemek amacıyla sarf edilen hükümet çabalarının bir parçası olarak gölge bankalara (örneğin yatırım bankaları) borç veriyor, toptan fonlama piyasasını destekliyor ve likidite sağlıyorduk.

Finansal kriz; finansal piyasalar uluslararası olduğu, ABD varlıkları dâhil menkul kıymetleştirilen varlıklar ağırlıklı olarak sınırlarımız dışında tutulduğu ve bir dizi başka ülke emlak patlamaları ve çöküşleri yaşadığı için küreseldi. Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası gibi büyük merkez bankaları da Fed gibi son borç veren kurum olarak hizmet vermeye başladı ve yönetmelikleri altındaki finansal kuruluşlara ihtiyaç duydukları kadar Euro ve sterlin verdi. Fakat yabancı merkez bankaları, yerel finansal kuruluşlarına ABD doları -uluslararası bankacılıkta ağırlıklı olarak kullanılan küresel rezerv para- veremiyordu. Bunun üzerine oluşan uluslararası dolar kıtlığı, yabancı bankaları ABD piyasalarında dolar almaya zorlayarak ABD'li şirketler için mevcut fonlar üzerindeki baskıyı artırdı. Bu sorunu çözmek için, aralarında dünyanın önde gelen gelişmekte olan ekonomilerinin merkez bankalarının da yer aldığı 14 yabancı merkez bankasıyla para birimi swap hatları olarak bilinen anlaşmalar yaptık.* Bu anlaşmalar kapsamında, merkez bankası ortaklarımızla dolar karşılığında yabancı para birimleri takas ettik (swap). Yabancı merkez bankaları sonrasında bu dolarları kendi yönetmelikleri altındaki finansal kuruluşlara vererek küresel olarak dolar piyasaları üzerindeki baskıyı azalttı. Esasen bu swap hatları sayesinde, asıl amacımız doların istikrarını ve kendi ekonomimizi korumak olsa da tüm dünya için bir son borç kurumu olarak hizmet veriyorduk. Zirve dönemlerinde swap hatları yüz milyarlarca dolar içeriyordu. Fakat ABD'li vergi mükellefleri asla risk altında olmadı. Yabancı kuruluşlara verilen borçlar üzerindeki tüm kredi riskini yabancı merkez bankaları üstleniyordu.

Geleneksel son borç veren kurum olmanın amacı, kaçışları engellemek

* Para birimi swap hatları Fed'in normal otoritesi kapsamında -1994'te Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması yürürlüğe girdiğinden beri Kanada ve Meksika'yla küçük hatlarımız vardı- ve 13(3) yetkisini gerektirmiyor.

ve finansal kuruluşların yangın satışlarına ihtiyaç duymadan faaliyetlerine devam etmek için yeterli likiditeye sahip olmalarını sağlamaktı. Ancak kriz, finansal kuruluşların yanı sıra kilit öneme sahip kredi piyasalarında da çöktürlere yol açtı. Bu gelişme ve ekonomiye sunduğu riskler, bizi finansal olmayan şirketlere doğrudan borç vermeye ve kredi akışlarını daha geniş kapsamda desteklemek için harekete geçmeye itti. Yani, *finansal olmayan borçlular için de son borç veren kurum* olmuştuk. Örneğin, ticari senet piyasası donduğunda ve daha yüksek notlu şirketlerin ihtiyaç duydukları kısa vadeli finansmanı elde etmelerini engellediğinde, bu şirketlere kısa vadeli borçlar vermek için Commercial Paper Funding Facility'yi oluşturduk. Ayrıca (Term Asset-Backed Securities Loan Facility veya kısaca TAFL isimli bir programla) kredi destekli menkul kıymetleştirilmiş varlıklar satın alan yatırımcılara da borç vererek kritik kredi piyasalarında likidite sağlanmasına yardımcı olduk. Bu iki program 13(3) yetkisini yürürlüğe koymamızı gerektirdi.

Federal Rezerv'in kriz dönemindeki borç programlarına yönelik yapılan çalışmaların çoğu, bu programların gereken yerlere nakit sağlamayı başara-bildiği ve hedefli piyasaları sakinleştirdiği veya en azından bu piyasaların daha fazla zarar görmesini engellediği sonucuna varıyor.¹⁶ Yine de borç verme faaliyetlerimiz krizi tamamen sonlandırmadı. Geriye dönüp baktığımda, Fed programlarının eşi benzeri görülmemiş boyutu ve kapsamına rağmen, fonlama sıkıntılarını ve yangın satışlarını tamamen engelleyecek kadar yeterli ve büyük olmadıkları ortada. BNP Paribas açıklaması öncesi riskleri tam olarak anlayamamamız, aşırı tepki veriyormuş veya tedbirsiz yatırımcıları kurtarıyormuş gibi görünmek istemememiz ve pek kullanılmayan acil durum borç otoritelerini -bunların çoğunun kullanımı yasal olarak olağanüstü koşullarla kısıtlıydı ve sürecin en başında bu koşullar görülmemişti- yürürlüğe sokma konusunda yaşadığımız tereddüt, krizin ilk aylarında güçlü bir eylem alınmasını geciktirdi. Fed yeterli fon sağladığında bile bazı kuruluşlar, yine damga problemini görebileceğimiz şekilde, finansal olarak başlarının dertte olduğu anlamına gelebileceği için Fed'in sunduğu kredileri alma konusunda yavaş davranmıştı. Özel amaçlı araçlar gibi sorunlu varlıklar tutan bazıları, Fed'in genişletilen imkânlarını bile kullanamıyordu. Esasen kredilerimiz kaybedilen fonların hepsini değil bir kısmını karşıladı, paniği sonlandırmadı ama yavaşlattı.

Buna ek olarak, son borç veren kurum çözümümüzün işe yaraması için

borç alanların borçlarını ödeyebilmesi gerekir. Eğer bunu yapamazlarsa -varlıkların değeri yükümlülüklerinin değerinden daha azsa- o zaman merkez bankasından borç almaları iflaslarını geciktirir ama engelleyemez. (Yasalar, Fed'den borç alan şirketlerin borçlarını yeterli teminatla güven altına almasını gerektiriyor.) Politika yapıcılar yatırımcıların ipotek kredileri ve varlık destekli menkul kıymetlerden ani bir şekilde uzaklaşması konusunda pek bir şey yapamadı. Bunun sonucunda düşük kaliteli ipotek kredileri ve diğer riskli varlıklara sahip ve zararı azaltacak kadar sermaye tamponu olmayan finansal kuruluşlar hızla iflasın eşiğine geldi.

Likidite eksikliği iflasa doğru ilerlemeye başladığında, piyasadaki güveni yeniden inşa edebilmek için Hazine, FDIC, Kongre ve finans sektörünün kendisiyle birlikte çalıştık. Kullandığımız araçlar arasında ahlaki ikna, denetleyici gücümüz ve bazı durumlarda 13(3) otoritemiz yer alıyordu. Latin Amerika borç krizinde Volcker Fed'i veya 1987 hisse senedi piyasası çöküşünde Greenspan Fed'inin yaptığı gibi, amacımız ilişkili tarafların kolektif bir felaketi önlemek için birlikte çalışmasına yardımcı olmaktı.

Büyük finansal şirketler müşteri, kreditor ve diğer taraflardan oluşan dev bir ağ ile birbirlerine oldukça bağlı oldukları için, sürecin başlangıcında büyük bir şirketin kontrolsüz bir şekilde iflas etmesinin belirsizliği ve paniği artıracağını anladık. Fed ve Hazine'yi, Mart 2008'de JPMorgan Chase'in Bear Stearns'ü satın alması için aracılık yapmaya iten de işte bu endişeydi. Bear'in iflasa sürüklenişi en kaliteli Hazine veya GSE ihraçlı menkul kıymetlerle teminatlandırıldığında bile yatırımcılar kısa vadeli (repo) fonlama sunmayı reddettiği için gelişmişti. JPMorgan Chase CEO'su Jamie Dimon'ı anlaşılmayı tamamlamaya ikna etmek için Fed Bear'in riskli kredileri ve menkul kıymetlerinden oluşan 30 milyar dolarlık bir portföye fon sağlamayı (ve böylece olası kayıpları üstlenmeyi) kabul etti. JPMorgan'ın Bear portföyündeki 1 milyar dolara kadar görülecek ilk kayıpları üstlenmeyi kabul etmesiyle Fed'e, bu alışılmışın dışındaki anlaşmada koruma sağlanmıştı. Ayrıca, kullanmayı ummasa da Eylül ayında kullanmak zorunda kalacağı bir otorite olarak, 2008 yazında Fannie Mae ve Freddie Mac'in kontrolünü almak için Kongre'ye lobi yaptığı 2008 yazında Hazine'ye destek vermiştik. İpotek kredileri piyasasının işlevini koruyabilmek için Fannie ve Freddie'nin katı hükümet kontrolü altında faaliyet göstermesine izin verilmişti.

Buna rağmen Hazine ve diğer düzenleyicilerle verdiğimiz *doğaçlama*

çabalarımız Lehman Brothers'da başarısızlığa uğradı. Tıpkı Bear Stearns gibi (ancak daha büyük) bir yatırım bankası olan Lehman -aşırı risk alımı şirketi felce uğratan kayıplara yol açmıştı- da fonlamadan kaçış ve müşterilerinin ve diğer ortaklarının kendisini iflasa birkaç saat uzaklıkta bırakacak kadar şirketten çekilmeleri sebebiyle büyük sıkıntı içindeydi. Bear Stearns durumunda olduğu gibi Hazine ve Fed'in stratejisi, daha büyük bir şirketin Lehman'ı satın almasını, yükümlülüklerini garantilemesini ve iş akışını istikrara kavuşturmasını sağlamayı içeriyordu. New York Fed'de düzenlenen bir toplantıda büyük Wall Street şirketlerinin yanı sıra iki olası alıcı -Bank of America ve bir İngiliz bankası olan Barclays- bir araya geldi. Toplantıyı Hazine Bakanı Hank Paulson ve New York Fed Başkanı Tim Geithner yönetti. Lehman'ın bilançosu dikkatle gözden geçirildikten sonra toplantıda yer alan Wall Street uzmanları, şirketin borçlarını ödeyemez bir durumda olduğu, borçlarını ödeyebilen bir şirket tarafından satın alınmadıkça hayatta kalamayacağı sonucuna vardı. Bank of America sonunda büyük bir hükümet sermayesi sunulmadığı sürece -bu noktada Hazine'nin bunu verebilecek otoritesi yoktu- Lehman'ı satın almayı reddetti. Lehman'ın kötü varlıklarından sorumlu olabilecekleri korkusuyla İngiliz düzenleyiciler de Barclays'ın şirketi satın almasına izin vermedi.

Yükümlülüklerini garanti edebilecek bir şirket bulamadığı bir konumda, Fed kredileriyle bile ayakta kalamayan Lehman, 15 Eylül 2008'de resmen iflasını açıkladı. Ancak bir sonraki gün Fed ve Hazine, eşik-altı kredileri üzerine kötü bahisler oynadığı için büyük ödemeleri olan, dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG'i kurtarmayı başardı. O günlerde gördüğümüz kadarıyla AIG'in Lehman'dan farkı, şirketin temel olarak hayatta kalabileceğiydi ve şirketin yükümlülüklerini karşılamak için Fed'den büyük bir krediyi karşılayacak -kârlı alt şirketleri sayesinde- yeterli teminatı vardı.

Lehman iflasından sonra panik büyüdü ve birçok finansal piyasa tamamen faaliyeti durdurdu. Lehman, en büyük ticari bankaların yalnızca üçte biri kadar bir büyüklüğe sahip olsa da diğer finansal kuruluşlarla bağları olduğu ortaya çıkacaktı. Üstelik piyasanın önde gelen para piyasası fonu Reserve Primary Fund da sahip olduğu Lehman ticari senetleri sebebiyle büyük kayıplar yaşadı. Bu da yatırımcılara yok pahasına paralarını çekebilecekleri yönünde verdiği imalı sözü tutamadığı anlamına geliyordu. Wall

Street jargonunda, Reserve Primary Fund'ın "değeri bir doların altına" düşmüştü.* Diğer fonların değerinin de bir doların altına düşeceği endişesi, para fonlarından büyük bir kaçıya yol açtı. Para piyasası fonlarındaki yatırımcıların birçoğu ABD'li olduğu için, kriz Main Street'e sıçradı. Hızla harekete geçerek ve Exchange Stabilization Fund'dan (1994'te Meksika'ya borç vermek için kullanılan fon) aldığı parayla Hazine, para fonlarındaki yatırımcıları koruyan (FDIC mevduat sigortasına paralel) bir sigorta programı oluşturdu. Fed de bankaları para fonu varlıkları satın almaya teşvik eden bir programla para fonlarına dolaylı yoldan likidite sağladı. Hükümetin verdiği bu çabalar, fondan kaçısları durdurdu ancak para fonlarının önemli bir kısmını oluşturduğu toptan fonlama piyasasında güven büyük ölçüde hasar almıştı.

Paniğin Lehman'ın iflasından sonra büyük ölçüde artması iki soruyu gündeme getirdi.¹⁷ Bir, Lehman kurtarılabilir miydi? İki, bir şekilde mümkün olsa bile Lehman'ı kurtarmak, krizin 2008 sonbaharında kaçınılmaz olarak hız kazanmasını önleyebilir miydi? Bu soruların cevaplarının hayır olduğuna inanıyorum.

O meşhur Eylül haftasında Lehman'ın kayıtlarını inceleyen tüm uzmanlar, şirketin borçlarını ödeyemediğini ifade etti (ve bu, şirketin durumunun düşünüldüğünden daha kötü olduğunu gösteren bazı muhasebe yolsuzlukları ortaya çıkmadan önceydi). Bu yüzden Fed, Lehman'a bir yandan yükümlülüklerini karşılamak için ihtiyaç duyduğu nakdi verip, diğer yandan bu borcun yeterli teminatla güven altına alınması şartını karşılayamazdı. Ama o dönemdeki delillere rağmen Lehman borcunu ödeyebilecek durumda olsaydı bile, daha güçlü bir şirket tarafından satın alınıp yükümlülükleri garanti altına alınmadığı sürece hayatta kalamazdı. Lehman gibi oldukça kaldıraçlı ve şeffaf olmayan finansal şirketler, iş yaptıkları tarafların güveni olmadan kârlı bir şekilde faaliyet gösteremez. Lehman'ın çöküşüne gidilen günlerde, şirkete borç veren alışlagelmiş kurumlar bile Hazine tahvilleri dâhil olmak üzere sunabileceği en iyi teminatlara rağmen Lehman'a gecelik fon vermeyi reddetti. Öte yandan, müşteriler şirketten varlıklarını çekmeye başladı ve kreditorler (örneğin türev işlemlerindeki üçüncü taraflar) kendilerine ödenmesi gereken miktarları almanın peşine düştü. Fon sağlayıcıları, müşterileri ve iş yaptığı üçüncü tarafların güvenini kaybeden Lehman, Fed teknik iflasını birkaç gün geciktirse bile uzun bir süre tek başına hayatta

* Ç.N. Bir para piyasası fonundaki hisse fiyatının 1 doların altına düşmesini ifade eden bir deyim.

kalamazdı. Dahası, o noktada ne Fed'in ne Hazine'nin ne de hükümetin ikna çabalarına rağmen özel yatırımcıların Lehman'a yeni sermaye verecek yetkisi yoktu. Lehman'ı kurtarabilecek en mantıklı çözüm -bir önceki mart ayında Bear Stearns için olduğu gibi- bir veya birden fazla şirket tarafından satın alınmasıydı. Ama bunun imkânsız olduğu anlaşıldı.

Lehman'ı kurtarmanın -olası olsaydı- paniği durdurup durduramayacağı sorusuna gelince, 2008 Eylül ortalarında yalnızca Lehman değil birçok şirket iflasın eşiğindeydi. Fannie ve Freddie'nin kontrolü hükümete geçmişti. AIG durumu, Lehman müzakerelerimiz sırasında radarlarımızda daha fazla yer etmeye başlamıştı ve ancak Leman'ın iflasından sonra müdahale edebilmiştik. Yalnızca Bank of America'nın Merrill Lynch'i satın alması (daha sonra vazgeçmek istedi) o hafta Merrill'in çöküşünü önlemişti. Morgan Stanley, Goldman Sachs, Wachovia, Washington Mutual, Citibank ve Bank of America'nın kendisi de dâhil olmak üzere diğer büyük finans şirketleri de bir tür müdahale gerektirecekti. Tüm bu şirketler tuttukları ipotek kredileri ve diğer özel krediler sebebiyle büyük zararlar etmişti. Bu şartlar altında Fed tek başına istikrarı yeniden inşa edemezdi. Son borç veren kurum faaliyetleri yalnızca geçici olarak likidite sıkıntısı çeken ancak temelinde borçlarını ödeyebilen şirketlere yardımcı olabilirdi. Asıl gereken ve sonunda elde edilen şey, ABD hükümetinin finansal sistemdeki sermaye yapısını yeniden düzenlemek için bir mali taahhüt vermesiydi.

Ancak Kongre, başka hiçbir alternatifin kalmadığına ikna olmadığı sürece,* bu tür siyasi olarak tatsız bir adım atmaya razı olmazdı. Gerçekten de Troubled Asset Relief Program (TARP) olarak bilinen 700 milyar dolarlık yeniden sermayelendirme yasasının onaylanması girişimleri, Lehman iflasının kaotik sonuçlarına rağmen başarısız oldu. Bir ikilemle karşı karşıya kalmıştık: Acil müdahale gerektiğine yönelik kanıtlar olmadığı sürece Kongre harekete geçmeyecekti. Eğer Fed ve Hazine, daha güçlü bir şirketin satın almasını sağlayarak bir şekilde Lehman'ı kurtarabilseydi, belki daha büyük başka bir şirket iflas etmediği sürece bir TARP olmazdı. Wall Street kurtarma çalışmalarına yönelik belirgin memnuniyetsizlik göz önüne alınınca Kongre'nin bu erteleme siyasi olarak anlaşılabilirli ancak ekonomik olarak maliyetliydi. Örneğin Başbakan Gordon Brown yönetimindeki İngiltere,

* Bir önceki yaz döneminde Bakan Paulson ile Kongre'nin bu tür sorunlar için sermaye oluşturma ihtimali ele almıştık. Mümkün olsa bile bu tür bir otoriteyi onaylatmanın zahmetli ve zorlu bir süreç olduğu cevabını aldık.

bazıları hükümete dayanmak zorunda kalsa da zor durumdaki İngiliz finans şirketlerinin kaotik bir şekilde iflas etmesini engellemek için öngörülü bir şekilde hareket etti.

Eylül ayında Lehman'ın iflası sonrası ekonomik ve finansal koşulların sert bir şekilde bozulmasıyla Kongre sonunda krizle mücadele etmek için güçlü önlemler aldı. Daha da önemlisi, Hazine Bakanı Paulson'ın (ikinci kez) teklif ettiği 700 milyar dolarlık TARP yasası Kongre tarafından onaylandı. İlk başlarda TARP bankalardan sorunlu varlıkları satın almak için oluşturulan bir fon olarak kullanıldı. Ancak kısa bir süre içinde bu yaklaşımın fazla karmaşık olacağı ve çok uzun süreceği anlaşıldı. Ve sistemdeki yüksek miktarda sorunlu varlık göz önüne alınınca yeterli güce sahip olamayacaktı. Böylece Paulson, finansal sistemdeki borç ödeyebilme sorununu çözmeye yardımcı olacak ve paniği kontrol altına almada temel olacağı anlaşılan bir adımla, programı ABD bankalarına ve diğer finansal kuruluşlara doğrudan sermaye enjekte edecek şekilde yönlendirdi. TARP'taki fonlar ayrıca otomobil şirketlerini kurtarmak ve "su altındaki", yani evlerinin düşen değerinden daha çok ipotek borcu olan ev sahiplerine nefes aldirmek için de kullanıldı.

FEDERAL REZERV'İN YANITI: PARA POLİTİKASI

Finansal sistemi istikrara kavuşturmaya çalışırken krizin ekonomik etkilerine karşı koymak için para politikası da kullandık.¹⁸ İlk zamanlarda aldığımız eylemleri Kongre'ye ve kamuya daha iyi açıklayabilmek için son borç veren kurum faaliyetleri gibi krizle mücadele politikalarımızla olağan para politikaları arasındaki kavramsal ayrımı korumayı denedik. Parasal genişleme, fonlama maliyetini düşürerek doğrudan, daha iyi bir ekonomik görünümü destekleyerek de dolaylı yoldan piyasalara destek verdi. Bunun karşılığında krizle mücadele önlemleri, örneğin kredi kullanılabilirliğini iyileştirerek, varlık fiyatlarını artırarak ve güveni tazeleyerek ekonomiye yardımcı oldu.

2007 yazında krizin ilk işaretleri gelmeye başladığında, acil durum borç programları ve yabancı bankalarla swap hatları gibi piyasayı sakinleştirecek önlemlere odaklandık. En başta ekonomi finansal streslere rağmen makul bir şekilde büyümeye devam ettiği için, agresif faiz oranı indirimleri gerekli görülmemişti. Üstelik görece zor durumdaki iş piyasası ve enerji fiyatlarındaki ani artışlar sebebiyle enflasyon baskılarını da tamamen görmezden

gelemezdik. Bununla birlikte, finansal istikrarsızlık devam ettikçe ve Komite üyeleri bu durumun daha geniş anlamda ekonomi üzerindeki etkileri konusunda endişelendikçe FOMC 2007'nin sonunda federal fonlama oranını bir puan düşüşle yüzde 4.75'e indirdi.

Fed'in tüm çabalarına rağmen hem finansal hem de ekonomik koşullar 2008'in başlarında kötüleşti. Yılın ilk üç haftasında hisse piyasası yüzde 10 düştü ve ekonomi giderek daha güçsüzleşiyormuş gibiydi. Bankaların ve diğer finansal kuruluşların kredi vermeye sıcak bakmamalarının yaptığımız faiz indirimlerinin faydalarını etkisiz hale getirdiğinden ve finansal sistemle ekonominin, kötüleşen finansal koşulların ekonomiyi yavaşlattığı ve gerileyen ekonomik görünümün de piyasa güvenini aşağı çektiği bir karşılıklı döngüye girdiğinden endişeliydik. Komite, durumun kontrolden çıktığı korkusuyla ocak ayında Martin Luther King Jr. Günü'nde önceden planlanmamış bir (telekonferans) toplantısında, benim de teşviğimle fonlama oranında 0.75 puan indirimle gitmeyi kabul etti. Bir hafta sonraki olağan ocak ayı toplantısında teklif ettiğim yarım puanlık faiz indirimini Komite de onayladı. Bu süreci daha fazla faiz indirimi izleyecekti. Mart ayındaki Bear Stearns satın alımı piyasaları biraz rahatlatırsa da mart ayında 0.75 puanlık ve nisan ayında 0.25 puanlık faiz indirimlerine giderek fonlama oranını yüzde 2'ye indirdik. Fed'in yanıtı daha hızlı olsa da diğer büyük merkez bankaları da faiz indirimlerine gitmeye başlamıştı.

Daha sonra izlemeye ve beklemeye başladık, ilkbahar ve yaz dönemlerinde daha fazla eyleme geçmedik. Bear Stearns'ün kurtarılmasının ardından finansal koşullarda görülen hafif iyileşmeyle ekonomi korkulanın aksine daha iyi bir performans gösteriyormuş gibiydi. Ağustos 2008 FOMC toplantısı ekip notlarında da görüldüğü üzere bu dönemdeki eşzamanlı veriler ekonominin yılın ilk yarısında yaklaşık yüzde 2'lik bir hızla büyüdüğünü gösteriyordu. Ancak enflasyonda başka bir hızlanma da endişe yaratıyordu. Petrol fiyatlarındaki ani artış -petrol fiyatı varil başına 135 dolarla haziran ayında rekor kırmıştı- yaz döneminde enflasyonu neredeyse yüzde 4'e taşımış, çekirdek enflasyon ise yüzde 2'yi aşmıştı. Bu enflasyon baskılarının eninde sonunda hafiflemesini bekliyor ancak toplantı sonrası açıklamalarımızda enflasyona yönelik belirsizliğimizi koruyorduk.

Tam da bu sıralarda federal fonlama oranını kontrol etme konusunda sorunlar yaşamaya başladık. Fed, geleneksel yaklaşımı kapsamında fonlama oranını banka rezervi arzını çeşitlendirerek dolaylı yoldan yönetiyordu.

Fakat son borç veren kurum rolümüz kapsamında finansal sisteme yüz milyarlarca dolar pompalıyorduk. Borçlular kredilerin getirilerini bankalara yatırdıkça ve bankalar da bu fonları Fed hesaplarına gönderdikçe banka rezervleri şişmişti. Rezerv bolluğu karşısında fonlama oranı -rezerv borç almak için bankaların birbirlerine uyguladığı oran- düzenli olarak FOMC'nin yüzde 2'lik hedefinin altına düşüyordu. Kısacası, son borç veren kurum rolümüz kapsamında tedarik ettiğimiz likidite, para politikasını yönetme becerimizi engelliyordu.

Politika oranının kontrolünü yeniden ele geçirmek için Hazine tahvilleri sattık ve sterilizasyon ismi verilen bir prosedürle ekstra rezervlerin bir kısmını çekmek için başka önlemler aldık. Daha da önemlisi, Kongre bize yeni bir araç vermişti.¹⁹ İki yıl önce Kongre, Fed'e bankalar tarafından tutulan rezervler için faiz ödeme yetkisi içeren bir önlemi onaylamıştı. Bu otoritenin Ekim 2011'de yürürlüğe girmesi gerekiyordu ancak lobi çalışmalarımızla bu tarihi Ekim 2008'e çekmeyi başardık. Rezervlere faiz ödemek federal fonlama oranına bir taban sağlamak için bize yeni bir yol sundu. Bankaların Fed'e rezerv tutarak kazandıklarından daha düşük bir oranda birbirlerine borç vermeyeceğine inanıyorduk bu yüzden rezervlere ödenen faiz oranlarını çeşitlendirerek fonlama oranını da kontrol altına alabilmeliydik. Rezervlere faiz ödemek uzun vadede gerekli bir araç haline gelecekti ancak 2008 sonundan itibaren fonlama oranındaki düşüşün nasıl engelleneceği sorusu kısa bir süre sonra tartışma konusu olacaktı.

Paniği kontrol altına almak için Hazine ve diğer kuruluşlarla yakından çalışsak da para politikasını yönetmek -giderek daha da olağandışı koşullar altında- Fed'in politika bağımsızlığına uygun olarak yalnızca bizim sorumluluğumuzdaydı. Geriye dönüp bakıldığında, kısmen analizlerimizi yönlendiren öngörü modellerinin kredi piyasalarında geniş çaplı bir çöküş olasılığını tam olarak içermemesi nedeniyle, paniğin hızlanmasından kaynaklanacak ekonomik zararı küçümsemiştik. Lehman iflasının ertesi günü yapılan Eylül 2008 FOMC toplantısında Fed ekibi hala yılın geri kalanında ekonomideki büyümenin devam etmesini bekliyordu. AIG kurtarma operasyona odaklandığımız ve son olayların ekonomik etkileri konusunda belirsizliğimizi koruduğumuz için o toplantıda hedef oranımızda indirim gitmedik- şimdi düşündüğümde bunun bariz bir hata olduğu ortada. Ancak haftalar birbirini kovaladıkça ve kredi piyasalarının durumu kötüleştikçe daha fazla genişlemenin gerekeceği anlaşıldı.

Ana endişemiz ABD ekonomisinin gidişatı olsa da küresel gelişmeleri de yakından izliyorduk. En yoğun finansal stresler ABD ve batı Avrupa'da görülüyordu. Ama bu iki bölgenin finansal ve ekonomik önemi göz önüne alındığında krizin etkileri hızla Latin Amerika ve Japonya ve Çin de dâhil olmak üzere Asya'da da hızla yayılıyordu. Düzenli olarak dünyanın dört bir yanındaki merkez bankacılarıyla telefonda ve uluslararası toplantılarda iletişimdeydim. Ekim 2008'de, piyasalara dünyanın merkez bankalarının birlikte çalıştığını göstermek amacıyla, Fed, İngiltere Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve diğer büyük merkez bankalarının ortak bir faiz indirimi açıklaması gerektiğini savundum. Bu ortak faiz indirimi, enflasyonu hedef oranının üzerine taşıyan petrol fiyatındaki artışlar sebebiyle yazın tedbirsizce faiz artışına giden ECB için de bir koruma sağlayacaktı. Mervyn King (İngiltere Merkez Bankası başkanı) ve Jean-Claude Trichet (ECB başkanı) ile yaptığımız görüşmelerin ardından bu eşi benzeri görülmemiş adımı attık.

Simültane faiz indirimi karmaşık bir tiyatro gibiydi. Farklı toplantı düzenleri olan farklı zaman dilimlerindeki para politikası komitelerinin bu adımı onaylaması gerekiyordu ve bunu yaparken herhangi bir sızıntı olmaması gerekiyordu. Sonunda 8 Ekim'de New York ve Washington'da saat 07:00'de Fed, ECB, İngiltere Merkez Bankası, Kanada Merkez Bankası, İsviçre Merkez Bankası ve İsveç'in merkez bankası Riksbank yarım puanlık bir faiz indirimi açıkladı. Faiz oranı halihazırda sıfıra yakın olan Japonya Merkez Bankası (BOJ) da güçlü bir destek gösterdi. Çin Merkez Bankası'yla görüşmemiştik ama onlar da o sabah faiz indirimine gitti.

Ortak faiz indirimi lojistik olarak başarılı olsa da pek başarılı olmadı. Piyasalar açıklamanın ardından fırladı ama günü düşüşle kapattı. Belki de piyasa katılımcıları bu kararı yetersiz görmüş veya bu denli beklenmedik bir adımın, durumun korktuklarından daha kötü olduğu anlamına geldiğini düşünmüştü. Bu süreçten çıkarılacak ders, herhangi bir politika eyleminin bağlamı ve bu kapsamda kurulan iletişimin, alınan eylem kadar önemli olduğudur.

Ekim ayındaki faiz indirimi federal fonlama oranını yüzde 1,5'a düşürdü ama parasal genişlememizin ekonomiye yardım ettiğine yönelik pek kanıt yoktu. Fed ekonomistleri şimdi 2009'un ortalarına kadar sürececek bir resesyon yaşanacağını öngörüyordu. Zamanlamalarının doğru olduğu görülecekti

ama ne Fed ekibi ne de FOMC bu aşağı yönlü hareketin derinliğini tahmin edememişti. ABD ekonomisinin 2008'in son çeyreğinde yıllık yüzde 8,5'lik sert bir çöküş ve 2009'un ilk yarısında daha yavaş da olsa yüzde 4.6'lık görece önemli bir düşüş yaşadığını biliyoruz. Bu arada enflasyonda, petrol fiyatlarındaki ve tüketici ve iş talebindeki sert gerilemeyi yansıtan ani bir düşüş görülmüştü.

Koordine faiz indiriminden üç hafta sonraki ekim toplantımızda FOMC oybirliğiyle federal fonlama oranını yarım puan daha düşürerek yüzde 1'e, en son 2003'te görülen düzeye indirmeye karar verdi. Tıpkı 2003'te olduğu gibi, fonlama oranı etkin alt sınıra doğru geriliyordu ve bizi hala kontrol altına alınamayan krizle mücadelede para politikası cephanemizi azaltıyordu. Komite fonlama oranını daha da düşürme konusunda ikiye bölünmüştü. Bazı katılımcılar daha düşük oranların, örneğin para piyasası fonu getirilerindeki düşüşle "değerinin bir doların altına inmesi" ve yeni bir dibe neden olması riski gibi, istikrarı bozabileceğinden endişeliydi. Ancak harekete geçmemek bir alternatif değildi. Ekonomiye verilen zarar gün be gün artıyordu, giderek daha fazla insan işlerini ve evlerini kaybediyordu. Ekonomik görünüm daha da karardıkça, yaratıcı olmamız gerektiği anlaşıldı.

6

YENİ PARA REJİMİ: QE1'den QE2'ye

Süregelen finansal kaos ekonomik çöküş tehdidinde yol açtığı için Lehman'ın iflasının ardından olaylar hızla birbirini izledi. Fed çeşitli borç programları ve para birimi swap anlaşmalarıyla sistemi likiditeye boğdu, FOMC 2007'de başlayan faiz indirimlerine devam etti ve TARP yasasının onaylanması, bocalayan ABD finans sisteminde yeniden sermayelendirmeyi başlattı. Ancak belirgin bir şekilde, şokun büyüklüğü ve halihazırda ekonominin aldığı zarar göz önüne alındığında yeniden istikrar sağlanması ve toparlanmanın korunması için daha fazla destek gerekecekti. Böylece 2008'in sonlarından itibaren Fed yeni ve deneysel para politikası araçlarına yöneldi.

Princeton ekonomi bölümü başkanlığı yaptığım dönemde departmanı tedbirli, fikir birliği inşa eden bir tarzda yönettim ve bu yaklaşımı Fed'e gelirken yanımda getirmeye çalıştım. Ancak piyasalar karmaşa içindeyken ve tüm ekonomik göstergeler aşağı yönlüyken bu yaklaşım en azından bir süre boyunca rafa kaldırıldı. Düzenli olarak yapılan FOMC toplantıları arasında ve Komite'den resmi bir onay almadan, 25 Kasım 2008'de yönetimimdeki Federal Rezerv yeni bir araç açıkladı; uzun vadeli menkul kıymetlerin veya bu durumda hükümet garantili ipotek kredileri destekli menkul kıymetlerin, kısaca MBS'lerin, büyük ölçekli satın alımları. Bu araç, çeşitli açılardan sonraki birkaç yıl boyunca para stratejimizin ana merkezinde yer alacaktı.

Fed’de bu araca “LSAP”, yani büyük ölçekli varlık satın alımları diyorduk. Diğer herkes ise “QE”, yani parasal genişleme diyordu.

Yeni programın ilk amacı durumu giderek kötüleşen konut ve ipotek kredileri piyasalarını istikrara kavuşturmaktı. Fannie Mae ve Freddie Mac GSE’leri Lehman iflasından bir buçuk hafta önce federal hükümetin koruması haline gelmişti. İki şirket tarafından ihraç edilen trilyonlarca dolar MBS de dâhil olmak üzere bu GSE’lerin menkul kıymetlerinin yatırımcıları, herhangi resmi bir garanti olmamasına rağmen eğer şirketler sorunlarla karşılaşırsa ABD hükümetinin kendilerini koruyacağını varsayıyordu. Hazine’nin kontrolü ele almasıyla GSE’ler tamamen hükümet tarafından destekleniyordu – ima edilen garanti artık aşikârdı. Ancak GSE’lerin ihraç ettiği geleneksel menkul kıymetlerin yatırımcılarının birçoğu, başta yabancı ülkeler olmak üzere, şirketlerin kötüye gitmesi ve hükümetin beklenmedik müdahalesi sebebiyle sarsılmıştı. Şirketlerin geleceği hakkında belirsizliğini koruyan GSE menkul kıymet sahipleri şimdi yatırımlarının düşündükleri kadar sağlam olmadığı konusunda endişelenmeye başlamıştı. GSE’lerin ihraç ettiği MBS’leri piyasaya yığarak, fiyatını düşürüp getirisini artırdılar. Yeni ipotek kredilerine -nere-de varsa- uygulanan faiz oranları buna bağlı olarak arttı ve konut piyasasını yok edebilecek bir tehdit oluşturmaya başladı.

Fed’in büyük ölçekli GSE menkul kıymeti satın almasının -gelecek birkaç çeyrek dönem boyunca 500 milyar dolar değerinde MBS ve 100 milyar dolar değerinde diğer GSE’nin ihraç ettiği borç alma sözü vermiştik- yatırımcıların ipotek kredisi talebini desteklemesini, stresli piyasaya likidite sağlamasını ve hükümetin GSE’leri ve daha genel anlamda ipotek kredileri piyasasını korumak için verdiği taahhüde yönelik güçlü sinyaller göndermesini umuyordum. Şimdi, finansal ve finansal olmayan kuruluşlar için son borç veren kurum olarak verdiği hizmetin yanında, Fed ipotek kredileri destekli menkul kıymetler için *son borç alan kurum* olarak da görev alacaktı. Bagehot hükümünün oldukça ilerisinde hareket ediyorduk.

Program amaçlarına ulaştı; oldukça sarsılan ipotek kredisi piyasalarını sakinleştirmeye yardımcı olmuş ve Fed’in menkul kıymet alımlarının geniş kapsamda finansal koşulları iyileştirebileceğinin ilk kanıtlarını ortaya koymuştu. Bir süre boyunca satın almaya başlamasak da programın açıklanmasının bile güçlü bir etkisi olmuştu. Fannie ve Freddie’nin MBS getirisi ile

daha uzun vadeli Hazine tahvilleri arasındaki fark -yatırımcıların GSE menkul kıymetlerindeki risk anlayışının hassas bir göstergesi- basın açıklamamızdan dakikalar sonra yüzde 0,65 düştü. Bunun ardından 30 yıllık ipotek kredilerindeki faiz oranı aralıkta yaklaşık yüzde 1 indi ve hem sarsılan konut piyasasına hem de bireysel ve kurumsal MBS yatırımcılarına biraz nefes aldırdı. Bu durumdan aldığım cesaretle 1 Aralık'ta Austin, Texas'ta yaptığım konuşmada FOMC'nin Hazine tahvili satın alımları dâhil olmak üzere, tahvil satın alımı kullanımını bir politika aracı olarak kullanmayı değerlendirebileceğini söyledim.¹

MBS programı açıklanması istenen etkiyi gösterse de beraberinde bir soru getirdi: Kim karar verecek? GSE menkul kıymetlerinin satın alınmasını Komite değil, Fed başkanı olarak ben onayladım. Bu girişimi bir dizi görüşmeden çeşitli FOMC üyeleriyle tartıştım ama daha fazla görüşme, fikir birliği oluşturma ve resmi onayı içeren olağan protokolü izlemedim. Bunun yerine, acil bir durum olarak gördüğüm bu duruma yanıt vermek için, toplantılar arası dönemdeki ekonomik ve finansal gelişmelere bağlı olarak Fed başkanının bankacılık sistemine rezerv sağlamak ve federal fonlama oranını ayarlamak için bağımsız olarak menkul kıymet satın alımları yetkisini kullanmasına izin veren bir FOMC kuralından medet umdum. Ama yasalara uysa da büyük çaplı ipotek kredisi menkul kıymetleri satın almaya yönelik verdiğim tek taraflı karar FOMC kuralının ötesine geçti. ABD para politikasında kritik ve yeni bir boyuta geçilmesine örnek oluşturdu.

Pek mutlu olmayan Rezerv Bankası başkanlarını dinledikten sonra, endişelerinin satın alma programının içeriği -çoğu bu konuda tatmin olmuştu- veya yasal kapsamına yönelik değil, süreç ve geçerliliğine yönelik olduğunu anladım. FOMC politika seçeneklerini değerlendirince fonlama oranının etkin alt sınıra yaklaşmasıyla, -büyük ölçekli tahvil satın almaları dâhil- diğer önlemlerin de para politikasının tamamlayıcı bir parçası olabileceği anlaşıldı. Öyleyse, para politikasının resmi denetleyicisi FOMC'nin bu konuda otoritesini kullanması mantıklıydı. FOMC'den programı resmi olarak onaylamasını istedim ve herhangi bir MBS satın alımı gerçekleşmeden önce Aralık 2008 toplantısında onayladı. Ve Ocak 2009 toplantısında o andan itibaren bir eylemin para politikasının bir parçası olup olmadığı konusunda şüpheye düştüğümde Komite'ye başvuracağımı söyledim.

ETKİN ALT SINIRDA PARA POLİTİKASI

GSE tahvil satın alma programı sürecindeki kısa süreli sıkıntıya rağmen Aralık 2008'de artık bulunduğumuz durumu anlamıştık. Fed ekibi işsizlik öngörüsünü yükseltmişti, oranın 2009 sonunda yüzde 8'i aşmasını bekliyordu. Bu vahim bir öngörü gibi görünse de fazla iyimser olduğu görülecekti. FOMC'nin önceki resesyonlara nasıl tepki verdiğine yönelik yaptıkları analize dayanarak, Fed ekibi Komite'nin fonlama oranı hedefinin yakında sıfıra ineceğini ve 2013'e kadar -beş yıl daha- bu düzeyde kalacağını tahmin ediyordu. Bu da ekonomik gerilemenin şiddetli olacağını öngördüklerinin önemli bir göstergesiydi.

Herkes federal fonlama oranı etkin alt sınıra yaklaşarak geleneksel faiz indirimi kapsamını kısıtlasa da daha fazla teşvik sağlamamız gerektiğini konusunda hemfikir idi. Ekip toplantı için standart olmayan politikalara yönelik 21 bildiri oluşturdu ve mevcut bildirileri güncelledi. Bildiriler -çoğu 2003'teki deflasyon endişesi döneminde Fed ekibi tarafından oluşturulmuştu- toplu olarak alternatif stratejilerin maliyetleri ve faydalarının ayrıntılı bir değerlendirmesini sunuyordu. Toplantının sonunda Komite birkaç konuda fikir birliği sağladı. Öncelikle federal fonlama oranı hedefini yüzde 1'den yüzde 0 ila yüzde 0,25 aralığına çekti. Sonra, Kasım ayında duyurduğum GSE tahvil satın alım programını halihazırda onaylamasının ardından, daha da ileriye giderek "koşullar izin verdiği sürece" bu satın alımları genişletmeye hazır olduğunu söyledi. Üçüncüsü, 1 Aralık'ta Texas'ta yaptığım konuşmayla tutarlı bir şekilde, Komite "daha uzun vadeli Hazine tahvili satın alımlarının olası faydalarını değerlendirdiğini" belirterek gelecekte daha fazla eylem alınabileceğini ima etti. Ve son olarak, federal fonlama oranına yönelik sıfıra yakın hedef aralığının "bir süre boyunca" korunmasını beklediğini söyledi.

Federal fonlama oranı hedefini sıfıra yakın konumlandırmanın arkasındaki gerekçe ekonomik görünümdü ama aynı zamanda sistemi banka rezervlerine boğduğumuz acil durum kredilerinin fonlama oranını sıfıra yaklaştırdığını onaylıyordu. Banka rezervlerine faiz ödemeye yönelik yeni uygulamanın fonlama oranını hedefimiz çerçevesinde tutmaya yardımcı olmasını beklemiştik ama şimdiye kadar olmamıştı. Uygulamada, bankaların Fed'deki rezervleri üzerinden faiz kazanma becerilerinin, diğer bankalara Fed'de kazandıklarından daha düşük bir oranda borç vermek için bir

teşvikleri olmadığından, fonlama oranı için bir taban oluşturması gerekiyordu. Ama en azından en başta, bu tabanın delik olduğu anlaşıldı; fonlama oranı sıklıkla rezervler üzerinde faiz oranının altına düşüyordu. Buradaki sorun rezervler üzerinde faiz ödeme yetkimiz, başta GSE'ler olmak üzere federal fon piyasasındaki bazı banka dışı kuruluşlar için geçerli değildi. Bu yüzden bu kuruluşlara kendi bünyelerinde tuttukları tüm ek parayı daha düşük bir oranda borç vermeleri için teşvikler sağlandı.*

Böylelikle Aralık ayında hedef faiz oranını düşürmemiz, halihazırda piyasada gördüğümüz durumu doğrulamış oldu. Benzer şekilde, fonlama oranı için tam bir hedef yerine bir hedef aralığı belirleme kararımız da oranı sıkı bir şekilde kontrol etmekte ne kadar zorlandığımızı onaylıyordu. Fonlama oranı üzerinde yeniden sıkı bir kontrol sahibi olmak daha sonrasının işiydi ama 2008'in sonunda ekonominin sıfıra yakın bir politika oranına ihtiyacı vardı.

Faiz indiriminin yanı sıra Aralık 2008 toplantısında attığımız adımlar, kısa vadeli oranların daha da inemediği bir durumda politikada genişlemeye gitmek için FOMC'nin iki ana yaklaşımı olacak iki kavramın habercisiydi: sözlü yönlendirme ve büyük ölçekli varlık satın alımları.

Greenspan yönetiminde FOMC, sözlü yönlendirme kullandığında genel olarak olumlu sonuçlar elde etmişti. 2003'teki deflasyon endişelerine karşılık Greenspan Fed'i, oranların "uzun bir süre boyunca düşük kalmasını" öngördüğünü açıklayarak piyasa beklentilerini şekillendirmişti. Diğer merkez bankaları daha da ileriye gitmişti. 1990'ların ortasından beri deflasyonla mücadele eden ve etkin alt sınırla karşı karşıya kalan ilk merkez bankası olan Japonya Merkez Bankası ZIRP olarak da bilinen "sıfır faiz oranı politikasına" öncülük etti. BOJ Nisan 1999'da "deflasyon endişeleri defedilene kadar" kısa vadeli oranları sıfırda tutma sözü verdi. Ekonomik koşullar için ileriye dönük beklentileri yönetmeyi denemek -enflasyona karşı Japonya durumunda olduğu gibi- Fed'in de daha sonra uygulayacağı yenilikçi bir adımdı.**2008 sonunda sıfır veya sıfıra yakın faiz oranları için henüz uzun vadeli bir taahhüt yapmaya hazır değildik ama bazı piyasa oyuncuları

* Prensip, bankaların GSE'leri fonlama oranının altında borç aldıktan sonra fonlama oranı hedef aralığında belirlenen rezervler üzerindeki faiz oranını alabilmek için getirileri Fed'e yatırarak bu sorunu bizim için çözmeleri amacıyla teşvik edilmesi gerekiyordu. Böylece aradaki fark kapanacaktı. Ama dönemin kaotik finansal şartları göz önüne alındığında, bankalar bu işlemden küçük getiriler elde etmek için halihazırda kısıtlı bilançolarını kullanmaya pek istekli değildi.

** Ancak geriye dönüp bakıldığında genel olarak bir hata olarak görülen bir hareketle, Japonya Merkez

fonlama oranının sonraki birkaç çeyrek dönem boyunca yükselmesini öngördüğü için endişeliydik. Kendi içimizde ekibin kötümser öngörüsüne paralel olarak çoğu FOMC katılımcısı oranların bundan daha uzun bir süre boyunca düşük kalacağını düşünüyordu. Açıklamada, piyasaları sıkılaşmaya gitmek için acele etmediğimize ikna edebilmek için “bir süre daha” ifadesini kullanmaya karar verdik.

Öte yandan Aralık toplantısı sonrası yayınladığımız açıklamadaki en önemli ifade, Komite’nin büyük ölçekli varlık satın alımlarını bir politika aracı olarak resmen kabul etmesiydi. Bu nasıl işe yarayacaktı ve bu tür satın alımlar Komite’nin hedeflerine ulaşmasına nasıl yardımcı olacaktı?

Kabaca süreç oldukça basitti. Örneğin New York Fed FOMC’nin emriyle, Hazine tahvili yatırımcılarından bir milyar dolar değerinde tahvil satın alırsa, Fed’in varlıkları da böylece bir milyar dolar artacaktı. Fed, bu tahvillerin satın alımını karşılamak için parayı tahvil satıcılarının banka hesaplarına yatırır, böylece bu ödemeler sonunda Fed’deki ticari bankalar tarafından tutulan rezervler olarak görünecekti. Banka rezervleri Fed’in yükümlülüğü olduğu için Fed’in bilançosundaki yükümlülükler de bir milyar dolar artar ve merkez bankasının net değerini değiştirmeden bilançosunun iki tarafını da bir milyar dolar yükseltirdi. Kısaca, planımız özel sektörden büyük ölçekli varlıklar satın almak ve ödemeyi ticari bankalarda aynı miktarda rezerv yaratarak yapmaktı. Ayrıca, merkez bankası varlık satın alımları bazen “para basmak” olarak düşünülse de bu tür satın alımların aslında sirkülasyondaki para miktarı üzerinde doğrudan hiçbir etkisi olmaz.*

Ana hatlar belirgin ve New York Fed açık piyasada tahvil alım satımı konusunda deneyimli olsa da büyük ölçekli varlık satın alımlarımızın finansal piyasa ve ekonomi üzerindeki etkileri konusunda fikir ayrılığına düşmüştük. Richmond Fed Başkanı Jeff Lacker gibi bazı FOMC katılımcıları banka rezervlerindeki artışın aslında rezervleri satın alan kişilerin faydasına olacağını savunuyordu. Bankalar tarafından birbirlerine olan yükümlülüklerini yerine getirmek için kullanılan banka rezervleri, ulusal para arzının (yani

Bankası, süregelen deflasyon ve daha önceki taahhüdüne rağmen Ağustos 2000’de politika oranını artırdı. Bunu takiben Japonya ekonomisi resesyona girdi. Durum belki de daha kötüydü çünkü önceki taahhüdünü yerine getirmediği için Japonya Merkez Bankası’nın güvenilirliği darbe almış ve gelecekte sözlü yönlendirme politikasını uygulaması zorlaşmıştı.

* Sirkülasyondaki para miktarı Fed değil halkın seçimleriyle belirlenir. Örneğin insanlar Noel harcamaları için vadesiz hesaplarından para çekerse sirkülasyondaki para miktarı da otomatik olarak artar.

para tabanının) en dar göstergesine dâhildi. Ve bankalar, ek likiditelerini sirkülasyona sokarak rezervlerini borç olarak vermeye karar verirse, para arzının daha geniş göstergeleri de büyüyecekti. Paul Volcker’a da ilham veren monetarist düşüncelerin izinden giden bu FOMC katılımcıları, para arzında bir genişlemenin doğrudan daha yüksek üretim ve enflasyona yol açacağına inanıyordu.

Monetarist bakış açısı, Japonya’da merkez bankasının büyük ölçekli varlık satın alımlarının güncel bir örneğini tanımlamaya yardımcı olmuştu. Kısa vadeli oranların sıfıra yakın seyrettiği ve ülkenin hafif bir deflasyonla karşı karşıya kaldığı 2001’de Japonya Merkez Bankası ekonomiyi hareketlendirmek için bir dizi finansal varlık satın aldı. Ve programını, öncelikli olarak banka rezervleri üzerindeki etkisiyle ölçtü ve değerlendirdi. Ana odağı (banka rezervleri de dâhil olmak üzere) para miktarını artırmak olduğu için Japonya Merkez Bankası programına “parasal genişleme” ismini verdi. Bu isim, bizimki de dâhil olmak üzere diğer merkez bankası satın alma programlarına da verilecekti.

Ancak ben dâhil FOMC’deki çoğunluk Japon tarzı, rezerv odaklı parasal genişleme konusunda şüpheliydik. Aralık toplantısında “Kararın epey negatif olduğunu düşünüyorum” dedim.² Rezervlere dayalı QE’nin işe yaraması için bankaların, kârlı projeler ve yeni harcamaları karşılamak için yeni rezervlerinin büyük bir kısmını borç vermesi gerekiyordu. Ama borç verme risklerinin yüksek olduğu halihazırda sıkıntılı bir ekonomide bankalar daha fazla borç vermek için daha az teşvik ediliyordu ve rezervlerini Fed’de tutmaktan memnundlardı. Çoğumuz, yalnızca rezervlerdeki artışın ekonomiyi hareketlendireceğini düşünmenin dizginleri gevşetmek anlamına geleceğine inanıyorduk. Kısacası, tahvil satın alımları banka rezervlerini artırsa bile, bankalar bu rezervleri kullanmadığı sürece bu artış kredilerde ve ekonomik faaliyette otomatik olarak büyümeye yol açmayacaktı. Haliyle, Fed tahvil satın alımlarının da rezerv kanalları üzerinden yalnızca minimal etkileri olacaktı.³

Bu gerekçe, banka rezervlerinde Fed’in büyük ölçekli varlık satın alımlarından doğacak dev bir artışın hiperenflasyon, doların çökmesi ve diğer felaketler gibi tehditler doğuracağı uyarısını yapan bazı dış kritikleri ikna edemedi. Bu eleştiri, bazı Komite üyelerinin de savunduğu üzere para stoğu ve fiyat düzeyinin birbirleriyle ilişkili olmalarının yanı sıra uzun vadede

tam anlamıyla birbirleriyle orantılı olduğunu savunan aşırı bir para teorisine dayanıyordu. Bu bakış açısına göre, (diyelim ki) banka rezervlerinde on kat bir artış daha geniş para arzında (bu, örneğin vadesiz hesaplar ve tasarruf mevduatlarını da içeriyordu) ve bunu takiben mal ve hizmetlerin fiyatlarında da benzer artışlara yol açacaktı. Parasal genişleme politikalarımız banka rezervlerini kat kat artıracak için aşırı parasal pozisyonlardakiler kontrolden çıkmış bir enflasyon görüleceğini tahmin ediyordu.

94 yaşındayken 2006'da vefat eden monetarizmin yaratıcısı Milton Friedman, bu argümanları reddederdi. (Japonya'daki parasal genişlemeyi desteklemişti.) Friedman, yazılarında para arzı ve fiyatlar arasındaki ilişkiyi birçok faktörün etkilediğini kabul ediyor ve özellikle faiz oranlarının oldukça düşük ve kredi fırsatlarının nadir olduğu dönemlerde bankaların ek rezervlerinin büyük bir çoğunluğunu ellerinde tutarak yeni rezerv oluşturulmasının geniş para arzı ve enflasyon üzerindeki olumsuz etkilerini etkisiz hale getirebileceğini düşünüyordu. Bu mantığı, London School of Economics'te Ocak 2009'da verdiğim bir derste anlatmıştım.⁴ Phillips eğrisi mantığını kullanarak işsiz çalışanlar, kullanılmayan sermaye ve büyük tedarik şoklarının görülmediği refah içindeki bir ekonomide enflasyon baskılarının güçlü olmasının pek olası olmadığını söylemiştim. Paul Volcker'ın Fed'in başkanlığına atanmasından bu yana geçen otuz yılda, kuruluşa yönelik güvenin bir hayli arttığını, enflasyon beklentilerinin sağlama alındığını ve yüksek enflasyonun 1970'lerdeki gibi ücret-fiyat spirallerine yol açması eğiliminin sona erdiğini de ekleyebilirdim. Ama varlık satın alımlarımızın hiperenflasyon kıvılcımları oluşturabileceği veya diğer türlü güçlü doların "değerinin düşeceği" iddiası özellikle siyasi sağdan geliyordu. Ancak enflasyon, parasal genişleme döneminde Komite'nin (ve ekibin) büyük bir kısmının beklentilerine paralel olarak çok yüksek değil, genel olarak çok düşüktü.

Eğer satın alımlarımız banka rezervlerini artırarak ekonomiyi etkilemeyecekse, o zaman ekonomide arzu edilen hareketi nasıl oluşturacaktık? Etkin alt sınırın, 2008 sonunda sıfırın oldukça altında seyreden uzun vadeli faiz oranlarını değil kısa vadeli faiz oranlarını kısıtladığı gözlemi, daha sonra Komite'nin ortak görüşü olacaktı. (10 yıllık Hazine tahvillerinin getirisinin ekim sonunda yüzde 4'e kadar ulaştıktan sonra yıl sonunda yüzde 2,25 düzeyindeydi.) Uzun vadeli Hazine tahvilleri satın almak, bu tahvillerin getirisini düşürerek ekonomiyi hareketlendirmeye yardımcı olabilirdi. Piyasadan uzun vadeli Hazine tahvillerini çektiğimizde, ağırlıklı olarak uzun

vadeli Hazine tahvillerini tercih eden emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi yatırımcılar, kalan tedarik için rekabete girer ve fiyatları artırarak (aynı düzeyde) getirileri düşürürdü. Büyük miktarlarda MBS satın alarak ipotek kredisi oranlarını düşürdüğümüz gibi, uzun vadeli Hazine tahvili oranlarını da uzun vadeli Hazine tahvilleri satın alıp tutarak düşürebileceğimizi düşünüyorduk.

Ana hedefimiz, genellikle doğrudan Hazine tahvili getirilerine dayanmayan özel sektör kararlarını etkilemekti. Ama Hazine tahvili piyasasındaki düşük getirilerin, örneğin konut ve ticari ipotek kredileri ve şirket tahvilleri gibi başka yerlerde de düşük getirilerle sonuçlanacağını düşünüyorduk. Hazine tahvili getirileri diğer piyasalardaki getiriler için bir kıstas olarak kullanılır ve uzun vadeli Hazine tahvillerini Fed'e satan yatırımcılar elde ettikleri kazancı diğer daha uzun vadeli varlık türlerini satın almak için kullanarak bu getirileri de düşürür. Düşük uzun vadeli özel sektör faiz oranları, iş yatırımlarını ve yeni araba ve evlere yönelik tüketici harcamalarını hareketlendirir. Düşük uzun vadeli faiz oranları ayrıca hisseler gibi diğer finansal varlıkların da fiyatını artırır ve doları zayıflatır, böylece finansal koşullar daha kapsamlı bir şekilde hafifler. Eğer sıradan para politikası kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek uzun vadeli oranları ve diğer varlık fiyatlarını dolaylı yoldan etkilemekse, bu yeni yaklaşım henüz etkin alt sınırla kısıtlanmayan uzun vadeli faiz oranlarını doğrudan etkilemeyi hedefliyordu. Bu açıdan bakıldığında, para politikasını yönetmeye yönelik bu alternatif araç o kadar da radikal bir değişim değildi.

Japonya Merkez Bankası rezerv odaklı satın alma programına "parasal genişleme" veya QE ismini verdiği için, kendi yaklaşımımıza "kredi genişlemesi" ismini vererek ve haneler ve şirketler tarafından ödenen uzun vadeli faiz oranlarını düşürme amacımızı vurgulayarak bir ayırım yapmaya çalıştım. Ama tıpkı ekibin "LSAP'leri" gibi, bu isim de tutmadı. QE ismi kabul görecekti.

Genel olarak Japon yaklaşımı konusunda şüpheli olsak da uyguladıkları programının bir kısmı özellikle öğreticiydi. Fed ekonomistleri Vincent Reinhart ve Brian Sack ile yazdığım 2004 tarihli makalede de belirttiğim üzere ve ekip sunumlarının da açıkladığı gibi, Japonya Merkez Bankası'nın 2001'de başlayan parasal genişlemesi, piyasanın Banka'nın kısa vadeli politika oranını uzun bir süre boyunca sıfırda tutacağı inancını güçlendirmiş gibiydi.⁵ Diğer bir deyişle, görece farklı ve dramatik bir adımla parasal genişlemenin

kabul edilmesi, Japonya Merkez Bankası'nın daha kapsamlı politika niyetlerinin bir *sinyalini* veriyordu. QE, politika yapımcıların politikayı geniş tutmaya yönelik taahhüdünü ortaya koyarak, en azından bir süre bir tür sözlü yönlendirme olarak işe yaramış gibiydi. Ancak maalesef, Japon merkez bankacıları bazen QE'nin etkisine yönelik şüpheleri olduğunu ifade ederek veya bu ve bunun gibi olağanüstü önlemlerin olabildiğince kısa süreli olacağını belirterek kendi sözünden dönüyordu. Buradan bizim çıkarmamız gereken ders, yeni politika araçları hakkında yaptığımız açıklamaların oldukça önemli olduğuydu.

QE'nin nasıl işe yaracağı konusunda bir teoriye sahiptik ama bilmediğimiz birçok şey vardı. Uzun vadeli faiz oranlarında düşüşün sağlanması için büyük ölçekli varlık satın alımlarımızın ne kadar büyük olması gerektiğini bilmiyorduk. Fed ekibi 50 milyar dolar değerinde (o dönemde halkın Hazine borcunun neredeyse yüzde 1'ine eşdeğer) Hazine tahvili satın almanın, uzun vadeli oranları 0,02 ile 0,10 puan azaltacağını tahmin ediyordu. Bu bir dizi tahminin çoğu, Hazine Bakanlığı farklı vadeli tahvillerin arzını değiştirdiğinde Hazine tahvilleri üzerindeki oranların nasıl değiştiğini inceleyen çalışmalardan (Reinhart ve Sack ile yazdığımız makale de dâhil) geliyordu. İlginç bir örnek verelim: Hazine, Ekim 2001'de 30 yıllık Hazine tahvilleri ihraç etmeyi sonlandıracağını açıkladığında, yatırımcılar aniden düşen arz için birbirleriyle yarışmaya başladı; için 30 yıllık tahvillerin getirisi düştü.

Bu ve bunun gibi deneyimler temel yaklaşımımızın güvenli olduğuna işaret ediyordu ama ne kadar güçlü olacağını kestirmek zordu. Satın alımlarımız Hazine'nin ihraçlara yönelik yaptığı değişikliklerden daha büyük olacak, alt üst olmuş bir piyasada yer edinecekti ve geleceğe yönelik hareketlerimizle ilgili bazı sinyaller verebilirdi. Finansal koşullar ve ekonomi üzerinde elle tutulur bir etkiye yol açmak için satın alımlarımızın büyük olması gerektiği sonucuna vardık. Ayrıca Hazine Bakanlığı'nın da daha düşük faiz oranlarından faydalanmak için yeni uzun vadeli borç ihracını artırarak bizim yapacağımız satın alımların etkisini ekarte etmemesi önemliydi. (Başkan Obama tarafından Hazine Bakanı olarak atanacak olan Tim Geithner, daha sonra Hazine'nin açıkladığı ihraç planlarına uyacağı konusunda bana söz vermişti. Ama sözünü tutmadı.)

Satın alımlarımızın etkisine yönelik belirsizlik, bu hareketin olası yan etkileri konusunda hissettiğimiz belirsizliğe denkti. Fed'in satın alımları

piyasaya büyük ve yeni bir alıcı sürerek özel sektör alıcılarına yer bırakmayıp Hazine ve ipotek kredisi destekli piyasaların işleyişini desteklemek yerine zarar verir miydi? (Satın aldığımız her tahvilin yüzdesini kısıtlayarak bundan kaçınmaya çalıştık.) Banka rezervlerindeki artışa yansıyan likidite seli finansal istikrar için yeni riskler oluşturur muydu? Fed bilançosunu birden fazla kez genişleterek, satın aldığımız tahvillerin değerinin verdiğimiz paranın altına düşmesine yol açıp faiz oranlarında beklenmedik bir artış olduğunda gelecek sermaye kayıplarına maruz kalır mıydı? Zamanı geldiğinde varlık satın alımlarını nasıl durduracak ve daha normal para politikalarına nasıl geri dönecektik? Tüm bunları ve bunlarla ilişkili konuları sonraki FOMC toplantılarında ele alacaktık. Ama çoğumuz büyük ölçekli varlık satın alımlarının aşırı bir enflasyona veya dolarda bir çöküşe yol açmayacağını düşünüyorduk. Aksine, satın alımlarımızın yalnızca ılımlı etkileri olmasından, ABD ve küresel ekonomileri vuran kötü haberler dalgasıyla başa çıkmak için yeterli olmayacağından endişe ediyorduk.

QE1 YELKEN AÇIYOR

Barack Obama Ocak 2009'da resmi olarak göreve atandı. Washington'da dondurucu bir soğğun hâkim olduğu bir günde düzenlenen resmi törene eşimle birlikte katıldım. Fed'de Başkan Bush, Hazine Bakanı Hank Paulson ve görevdeki son haftalarını geçiren ekipleriyle çalışmaya devam ediyorduk, Obama yasalar gereği geri plandaydı. Ancak Citibank ve Bank of America kurtarma operasyonları gibi bazı ciddi zorlukları Tim Geithner'in bilgisi ve deneyimi olmadan aşacaktık. Obama Tim'i Hazine'ye liderlik etmesi için aday gösterdiğini açıkladığında, Tim New York Fed'deki görevinden çekilmek zorunda kaldı.

Geithner, Hazine bakanı olarak Paulson'ın sallantıda olan ABD bankacılık sisteminin sermaye yapısını yeniden düzenlemek için kullanmaya başladığı TARP kurtarma fonlarının yönetimini devraldı. (Paulson, 2008 Columbus Günü'nde dokuz büyük bankanın CEO'sunu konferans odasına çağırarak, onları 125 milyar dolarlık hükümet sermayesini kabul etmeye ikna etmişti.) Geithner Paulson'ın yaptığı işleri sürdürdü ve Fed'le iş birliği içinde önemli bir yenilik getirdi: Fed ve diğer banka denetleyicilerinin kontrolünde en büyük 19 bankaya kapsamlı *stres testleri* yapılacaktı. Artık hem ABD'de hem de diğer ülkelerde rutin banka denetlemesinin merkezinde yer alan stres

testleri, teste tabii tutulan bankaların farazi bir resesyonda -ülkenin haliha-zırda yaşadığından daha derin bir resesyon- ve finansal piyasaların gidişatında bir kötüleşme görülmesi durumunda hayatta kalabilmek için ne kadar sermayeye ihtiyaç duyacağını hesaplamak amacıyla tasarlanmıştı. Geithner planına göre, en kötü farazi senaryolarda yeterli sermaye olmadan hayatta kalabilecek ve kredi vermeye devam edebilecek bankaların özel piyasalardan sermaye toplamak için altı aylık bir süresi olacaktı. Eğer bunu başaramazlarsa, sert koşullarda TARP sermayesi kabul etmeleri gerekecekti. Her durumda, testlerin bankaların güvenli olduğunu kanıtlamasını ve bankalara olan güveni yeniden inşa etmesini umuyorduk.

Ayrıca yeni yönetim, hızla haneleri ve şirketleri destekleyecek bir mali paket hazırladı. Başkan Obama, görev süresi başladıktan yaklaşık bir ay sonra 17 Şubat 2009'da, Amerikan İyileştirme ve Yeniden Yatırım Yasası'nı (2009 American Recovery and Reinvestment Act) imzaladı. Toplam 787 milyar dolarlık program, -başta Sosyal Güvenlik bordro vergilerinde geçici bir düşüş olmak üzere- vergi indirimleri ve eyalet ve yerel hükümetlere yardımlar içeriyordu. Geri kalanı, uzatılan işsizlik ödenekleri ve altyapı yatırımları dâhil olmak üzere federal harcamalara dağıtılmıştı. Sonraki birkaç yılda gelen bordro vergi indirimlerinin ve işsizlik ödeneklerinin genişletilmesi gibi ek mali önlemler, ilk paketi destekleyecekti.⁶

Söz konusu bankacılık ve mali girişimler umut vaat etse de FOMC'nin bir araya geldiği 18 Mart 2009'da başarıya ulaşmalarına daha çok vardı. Banka stres testlerinin tamamlanmasına hala iki ay vardı ve sonuçların ya güvenilir olmaları için fazla iyimser olmasından ya da aksine, kalan TARP fonlarının doldurabileceğinden daha büyük kayıplar ortaya koymasından endişeliydik. Ayrıca Fed'de, yönetimin mali programının karşılaşılan sorunun büyüklüğüyle karşılaştırıldığında yeterince büyük olup olmadığına veya yeterince hızlı bir şekilde uygulanıp uygulanamayacağına yönelik şüpheler vardı.

Dolayısıyla, FOMC toplandığında krizde bir dönüm noktasına erişmek henüz zordu. Ekonomi iki çeyrek dönem boyunca değer kaybetmiş, işsizlik oranı yüzde 8'i aşmıştı; bankacılık sisteminin istikrarına yönelik belirsizlik sürüyordu ve hisse piyasası son 18 ayda yarı yarıya değersizleşmişti. İstihdam Şubat'ta 651 bin kayıp vermişti (bu kayıp daha sonra 743 bin olarak revize edildi). Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan diğer piyasalarda da koşullar hızla kötüleşiyordu.

Fed ekibi ekonomistleri işsizliğin yüzde 9,5'le (yüzde 10'la zirve yapacak asıl orana yakın ama yine de eksik bir öngörüydü) zirve yapacağını ve birçok insanın işsiz olması sebebiyle çekirdek enflasyonun sifıra yakın bir düzeye ineceğini tahmin ediyordu. Faiz oranlarında etkin alt sınırın olmadığı farazi bir dünyada, FOMC'nin ekonomiyi canlandırmak için federal fonlama oranını *eksi* 6,5'e düşürmesi gerekeceğini düşünüyorlardı.⁷ Tabii ki etkin alt sınır diye bir şey vardı, bu yüzden gerekli ek teşviğin başka bir yoldan elde edilmesi gerekiyordu.

O yılın mart ayındaki toplantıda yapılan tartışmalar, bir merkez bankacısı olarak gördüğüm en kasvetli konuşmaları içeriyordu. Kendi bölgelerindeki kontaklarıyla yaptıkları sohbetler ve anekdotları aktaran Rezerv Bankası başkanları, artan ve yayılan bir korku salıyordu. Dallas Fed'den Richard Fisher, bir kontağının kendisine iyi haberler duymak isteyip istemediğini sorduğunu söyledi. Fisher bu soruya evet yanıtını verince ona "Başka birini ara" dedi. Bu, toplantıda kahkahalara yol açan bir iki anekdottan biriydi.⁸ Chicago Fed bakanı Charlie Evans Komite'deki hissiyatı şöyle özetledi: "Büyük bir şey yapmamızın önemli olduğunu düşünüyorum."⁹

Çoğu FOMC üyesi, eskiden radikal olarak görülecek bir adımla varlık satın alımlarımızı artırmamız gerektiği savını destekliyordu. O dönemlere gelindiğinde satın alımların işe yarayacağına ilişkin daha fazla kanıt vardı. Bir Fed bildirisi, kasım ayında yapılan ipotek kredileri varlıkları satın alım programı, Hazine satın alımları olasılığını doğrulayan 1 Aralık tarihli konuşmam ve yeni satın alımlar açıklanmadığı için piyasaları hayal kırıklığına uğratan ocak ayı toplantısı sonrası yapılan açıklama gibi, bir dizi güncel olaya piyasanın verdiği tepkileri ölçtü. Piyasa katılımcıları yeni satın alımların olasılığını ve boyutunu yeniden değerlendirdiği için, bu günlerin her birinde faiz oranının gidişatı ve büyüklüğü, büyük çaplı bir programın uzun vadeli tahvil getirilerini düşüreceğine ve böylece ekonomiyi güçlendireceğine işaret ediyordu.

Ayrıca artık yeni uluslararası bir örneğimiz de vardı. İngiltere Merkez Bankası 5 Mart'ta politika faizinde yüzde 0,5 indirim gitti ve gelecek üç ay içinde, kamudaki hükümet borcunun yaklaşık yüzde 10'u olmak üzere, 75 milyar sterlin değerinde gilt olarak da bilinen uzun vadeli İngiliz hükümet tahvili satın alacağını açıkladı. Ayrıca ufak miktarda aralarında şirket tahvili ve ticari senetlerin de yer aldığı özel sektör yükümlülükleri satın alma sözü

de verdi. Sonraki iki günde on yıllık İngiliz hükümet borcu yarım puanın üzerinde düştü ve diğer borçların getirileri de hükümet borcuna paralel azaldı. İngiltere Merkez Bankası sonraki yıl boyunca satın alım programını üç kez daha kullanacaktı.

Fed Kurulu ekibi FOMC'ye alternatif politika seçenekleri sundu. Bunların arasında biri ipotek kredileri destekli tahvil satın alımlarına odaklanıyor, bir başkası ise uzun vadeli Hazine tahvili satın alımlarına vurgu yapıyordu. Komite ikisini de uygulamaya karar verdi. Daha önce vadettiğimiz 500 milyar dolarlık MBS satın alımını, 750 milyar dolarlık ek satın alımlarla destekledik ve GSE'lerin ihraç ettiği borç satın alımlarına yönelik verdiğimiz taahhüdü 100 milyar dolardan 200 milyar dolara yükselterek, planlanan GSE tahvil satın alımlarını toplamda 1,45 trilyon dolara taşıdık. Ve tarihte ilk kez, gelecek altı ayda toplam 300 milyar dolar değerinde Hazine tahvili alacağımızı açıklayarak toplam varlık satın alım taahhüdünü 1,75 trilyon dolara taşıdık. Bir toplantıda da Federal Rezerv'in bilançosunu neredeyse ikiye katlamaya karar verdik.

Ayrıca sözlü yönlendirme aracını güçlendirdik. Federal fonlama oranının "bir süre daha" yerine "daha uzun bir süre boyunca olağanüstü düşük düzeylerde" seyretmesini beklediğimizi söyledik. Ve hanelere ve şirketlere verilen kredilerle desteklenen tahvil piyasalarını iyileştirme amacıyla Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) programını açıkladık. Bu aşamada yeni araçlarımızın işe yarayıp yaramayacağından hiç emin değildik ama en azından önümüzdeki soruna yönelik elimizdeki her şeyi kullandığımızı düşünüyorduk; açıklamada da belirtildiği üzere, FOMC "mevcut tüm araçları" kullanmaya hazırdı. Komite oy birliğiyle kararını vermişti. Ve cesaretlendirici bir şekilde bunun piyasa üzerindeki etkisi dramatikti. 10 yıllık Hazine tahvili getirisi o gün İngiltere'deki duruma benzer olarak yarım puan düştü. Neticede varlık satın alım programı etkili olmuş gibi görünüyordu ama bir şey söylemek için henüz çok erkendi.

Sonraki birkaç ayda şartlar biraz iyileşti. Hisse piyasası martta dip yaptı ve uzun bir boğa piyasasına dönüşecek bir hareket başladı. Dow, mart toplantısından yıl sonuna kadar yüzde 40'ın üzerinde yükselecekti.

QE girişimi cephanemizin hala dolu olduğunu göstermişti. Ama uzun vadeli tahvil getirileri, açıklamaların ardından ilk düşüşlerini kaydettikten sonra yükselmeye başladı. Bazı şüpheciler satın alımlarımızın etkisinin

yalnızca geçici olduğunu hatta ters teptiğini savunuyordu. Ama haziran ayındaki konferans konuşmasında Komite'ye de söylediğim üzere, daha yüksek hisse fiyatları ve kredi piyasalarında daha iyi koşulların eşlik ettiği yüksek getiriler, küresel ekonomik büyüme, görece daha yüksek enflasyon beklentileri ve bir güvenli liman olarak ABD Hazine borçlarına azalan talebe yönelik artan iyimserliği yansıtıyordu. Daha da önemlisi, ekonomik verilerde belirsiz toparlanma işaretleri, hatta istikrar görüyorduk. Nisan ayındaki FOMC toplantısında bahçeyle alakalı birçok analojinin yapılmasına yol açan, piyasalarda ve ekonomideki "filizlenmeyi" ele almıştık. Kurul'un Uluslararası Finans departmanı direktörü Nathan Sheets, "Bu filizlenme diyarında sahip olduğumuz öngörü, büyük, yapraklı bir ağaçtan ziyade küçük saksılı bir bitki veya kırılğan bir kuşkonmaz bahçesi gibi" demişti.¹⁰ Ama sonraki aylarda birkaç filiz daha ortaya çıkacaktı.

Mayıs ayında açıklanan banka stres testleri sonuçları güveni yeniden inşa etmeye de yardımcı oldu.¹¹ Fed Kurulu ve diğer banka denetleyicileri, bankaların dâhili verilerinin eşi görülmemiş bir şekilde kamuoyuna açıklanmasının gelecekte bankaların özel bilgilerini paylaşmasını zorlaştıracığına inanan bazı Hazine çalışanları ve hatta ekibimizin bazı üyelerinin gönüllülüğüne rağmen, bu detaylı sonuçları halkla paylaşmaya karar verdi. Tam anlamıyla şeffaf davranarak, sonuçların piyasalarda daha güvenilir algılanacağını umuyorduk. Beklenmedik zayıflıkların duyurulması güveni de yerle bir edebileceği ve hatta bankaların kısa vadeli finansmanlarında yeni baskılara yol açabileceği için bu yaptığımız aslında bir kumar oyunuydu. Neyse ki kumarda şanslıydık. Dışarıdaki analistler stres testlerinin özenli ve güvenilir olduğunu onayladı ve sonuçlar bağımsız tahminlerle tutarlıydı. Ayrıca, kısmen ekonomik ve finansal koşullardaki iyileşmeye bağlı olarak, büyük bankaların öngörülen sermaye ihtiyaçları üstesinden gelinebilir düzeydeydi ve gerekli olduğu taktirde TARP fonlarıyla karşılanabilirdi. Çoğu bankanın hükümet desteği olmadan özel piyasalardan ek fon toplayabileceği anlaşıldı. Stres testlerinin sonucunda yalnızca General Motors'un finansman kolu GMAC'in TARP fonuna ihtiyaç duyacağı görüldü. İflas ve hükümet devralmaları korkuları yatışınca bankacılık sistemi tehlikeyi atlatıyor gibiydi. Büyük bankaların hisse fiyatları 2009'da hızla yükseldi ve borçlanmada toparlanma başladı.

Yönetimin vergi indirimleri ve harcamalardaki artış da yardımcı olmaya başlamıştı. Fed'deki bazı üyeler ve Obama'nın CEA Başkanı Christina Romer

gibi bazı ekonomistler, paketin ekonominin ihtiyacı olandan çok daha küçük olduğundan endişeliydi. Ekonomik gerilemenin şiddeti o dönemde tam olarak dikkate alınmamıştı ve Kongre, açık verme endişelerini dile getirerek daha kapsamlı bir programa karşı direniyordu. Diğer bir sorun da neredeyse hepsi dengeli bütçe gerekliliklerine tabii tutulan eyaletler ve yerel yönetimlerin, söz konusu ekonomik çöküş sebebiyle bütçeleri şiddetli baskılara maruz kaldığı için vergileri yükseltmesi ve harcamayı azaltmasıydı. Eyalet ve yerel yönetimler düzeyindeki birbiriyle çatışan politikalar, genel olarak mali teşviğin çok daha güçlü olabileceği anlamına geliyordu. Buna rağmen, yeni para politikası silahı, stres testlerinin başarısı ve federal mali programın birleşimi, sallantıdaki finansal piyasalara istikrar kazandırmaya ve büyümenin yeniden başlamasına yardımcı oldu. Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu, Haziran 2009'u resesyonun sona erdiği resmi tarih olarak belirledi. İşsizlik yüksek kalmaya ve üretim potansiyelinin oldukça altında seyretmeye devam ediyordu ama en azından ekonomi yeniden büyümeye başlamıştı.

Diğer tarafta finansal koşullar iyileşirken, acil durum kredi programlarını kullanımı azaldı ve aşamalı olarak bu aracı kaldırmaya başladık. Acil durum kredilerinin ödenmesi, Fed'in bilançosunun varlık tarafına Hazine ve GSE tahvillerinin domine ettiği anlamına geliyordu. Bu tahvilleri söz verdiğimiz çizelge boyunca satın almaya devam ettik ve QE1 satın alımlarını Mart 2010'da sonlandırdık.

MART 2009'DAN SONRAKİ PARA POLİTİKASI: SAKİN BİR DÖNEM

Sonradan QE1 olarak bilinecek Kasım 2008 ve Mart 2009 tarihli dramatik açıklamalarımızın ardından söz verdiğimiz satın alımları yapmaya başladık, fonlama oranını sıfır ila yüzde 0,75 aralığında tuttuk ve fonlama oranının "daha uzun bir süre boyunca olağanüstü düşük düzeylerde" kalacağı öngörümüzün arkasında durmaya devam ettik. Ancak yeni mali adımlar, daha sakin piyasalar ve bankacılık sisteminin riskli dönemi atlattığına yönelik kanıtların olduğu bu dönemin ardından sonraki bir buçuk yılda yeni para politikası eylemleri almadık. Komite çıkmazdaydı: Bir tarafta, agresif (ve tartışmalı) yeni politika önlemleri alınması gereksizdi çünkü ekonomi yeteri kadar toparlanmıştı, en azından o dönemde durum buydu. Ama diğer tarafta, ekonomik görünüm hala zayıftı, bu yüzden halihazırda atılan adımlardan geriye dönmek bir seçenek değildi.

Bekle ve görcülerin fikir birliği kapsamında, sunulan görüşler çeşitlilik gösteriyordu. FOMC'deki bazı üyeler şahin bir tutuma sahipti; uzun vadeli enflasyon riskleri ve yeni politikaların olası yan etkileri konularında endişeliydiler, bu yüzden gelecekte daha sıkı politikalar uygulanacağı mesajını verme eğilimindelerdi. Öte yandan diğerleri ise daha güvercindi; oldukça yüksek seyreden işsizlik oranına odaklılardı ve toparlanmaya yönelik sert rüzgarlardan endişe ediyorlardı, bu yüzden politikayı geniş tutmak, hatta daha da genişletmek gerektiğini düşünüyorlardı.

Bu iç tartışma sürüncemede kalmıştı. Şahinler -örneğin Rezerv Bankası Başkanları Charles Plosser (Philadelphia), Jeff Lacker (Richmond), Thomas Hoenig (Kansas City) ve Richard Fisher (Dallas)- krizden bu yana görülen ekonomik ve finansal iyileşmeye dikkat çekiyordu. Eylül 2009 toplantısına gelindiğinde Fed ekibi GSYH öngörülerini gözle görülür şekilde yükseltmişti, 2009'un ikinci yarısında yüzde 2,75'lik, 2010'da da yüzde 3,5'lik bir büyüme öngörüyordu. Vadeli işlem piyasası trader'ları fonlama oranının 2010 yılı sonunda yüzde 2'ye ulaşmasını, böylece politika sıkılaşmasına işaret edilmesini bekliyordu. Bazı şahinler, sözlü yönlendirmenin "daha uzun bir dönem" yerine ne zaman kısılacağını veya tamamen bırakılacağını sorgulamaya başladı.

FOMC güvercinleri -Rezerve Bankası Başkanları Janet Yellen (San Francisco), Eric Rosengren (Boston), Charles Evans (Chicago) ve Kurul üyesi Daniel Tarullo gibi- ekonominin toparlandığını kabul ediyor ancak giderek artan bir şekilde uzun vadeli de dâhil olmak üzere işsizliğin oldukça yüksek seyretmeye devam etmesini beklediklerini, ekonominin hala derin bir çukurda olduğunu vurguluyordu. Aynı ekibin 2010'daki eğilimin üzerinde büyüme gören beklentisi aynı zamanda işsizliğin aynı yılın son çeyreğinde yalnızca yüzde 9,6'ya ineceğini tahmin ediyordu.

Güvercinler ayrıca, toparlanmanın birçok işsiz insanı yeniden istihdam edebilmek için fazla yavaş olduğu öngörüsüne rağmen, Fed ekibi öngörülerinin fazla iyimser olabileceğini savunuyordu. Bu öngörülerin, henüz atlattığımız dev büyüklükte finansal krizler içermeyen eski ekonomik toparlanma deneyimlerine dayandığını öne sürüyorlardı. Krizin, borç veren kurumların sertleştirilen kredi standartları ve kaybettikleri refahı yeniden inşa etmeye ve yeni şoklara karşı korunmaya çalışan hanehalkları tasarruflarının artması gibi, ekonomik davranış üzerinde büyümeyi daha çok sekteye uğratacak süregelen etkileri olması muhtemeldi. Bu daha kötümser görüş, Carmen

Reinhard ve Kenneth Rogoff'un oldukça etkili (ve zamanlaması harika) kitabında destek bulmuştu.¹² Tarihi olaylara yönelik çalışmalara dayanarak -başta konut fiyatlarıyla ilişkilendirilen krizler olmak üzere- finansal krizleri takiben gelen resesyonların daha derin olduklarını ve diğer resesyonlara göre toparlanmaya daha yavaş geçtiklerini savunuyorlardı.

Güvercinler politikanın geniş tutulması gerektiğine inansa da 2009 ve 2010'un başlarında yeni tahvil satın alımları veya diğer önlemler uygulanması için pek de fazla efor sarf etmediler. Ben de dâhil olmak üzere çoğu Komite üyesi arada kalmıştı. Birçok soruya hala kesin cevaplar veremiyorduk. QE1 oldukça sarsılan finansal koşulları rahatlattığı için mi etkili olmuştu? Eğer evetse, artık finansal koşullar normalleştiği ve uzun vadeli faiz oranları oldukça düştüğü için satın alımlar işe yaramaya devam edecek miydi? Ve kredi sıkışması ve kriz öncesi büyüme döneminden kalan konut piyasasındaki bolluk gibi güçlü zorluklar göz önüne alındığında, daha düşük faiz oranlarının yeni ekonomik faaliyet ve istihdamı hareketlendirmek için elinden bir şey gelir miydi?

Öte yandan, yeni satın alımların faydalarının yanı sıra olası riskleri de belirsizdi. Komite'de birçoğumuz banka rezervlerinde büyük bir artışın enflasyonda ciddi bir kıvılcıma yol açmayacağına inansak da medya, Kongre ve piyasalardaki diğer birçok kişi buna inanıyordu. Pek meşru olmasa da enflasyon endişeleri, agresif para politikalarının güveni artıran faydalarına karşı işe yarar mıydı? Bu savın olasılığı pek de farazi değildi. Fed ekibi 2009'daki neredeyse her toplantıda, enflasyona karşı koruma sağlayan tahvillere yatırım yapan para piyasası fonlarındaki artan girdi, yüksek altın fiyatları ve zayıf dolar da dâhil olmak üzere, finansal piyasalarda artan enflasyon endişelerine dikkat çekiyordu. Artan federal bütçe açıkları da enflasyon endişelerini körüklüyor gibiydi. Piyasadaki enflasyon göstergelerinin hiçbirisi henüz rahatsızlık verecek düzeyde değildi ve hatta bazıları yıl sonuna doğru ortadan kalktı ama FOMC'deki şahinler yeni satın alımların güveni zayıflatan etkilerinin faydalarına ağır basacağını düşünüyordu. Diğerleri finansal istikrara sunduğu riskleri öne sürdü. Hem ekonomik görünüm hem de mevcut araçlarımızın belirsizliğiyle, FOMC-aramızdaki gözle görülür felsefi farklılıklara rağmen- satın alımlarımızın zamanlamalarına yapılan hafif ince ayarlar dışında, Mart 2009'dan yıl sonuna kadar oybirliğiyle politikayı değiştirmeme kararı aldı.

Fed başkanı olarak bu fikir birliğinin şekillenmesine yardımcı oldum. Tıpkı Komite'deki güvercinler gibi ben de ekonomideki kalkınmadan memnun değildim. Özellikle iş piyasasındaki yavaş toparlanma ve bunun birçok insan için oluşturduğu zorluklardan endişeliydim. Banka iflaslarının yol açtığı zararın altını çizen Büyük Buhran dönemine ilişkin akademik çalışmalarına dayanarak, kredi piyasasındaki bozulmaların uzun süreli ekonomik etkilere yol açması konusunda güvercinlerle aynı fikirdeydim. Ama aynı zamanda ek varlık satın alımlarının ne kadar etkili olacağı konusunda düşüncelerimin belirsiz olduğunu belirtiyor ve herhangi bir negatif yan etkinin belirsizliğini koruyan faydaları alt edip etmeyeceğinden endişeleniyordum. Bu yüzden beklememiz gerektiğini kabul ettim.

Bugün varlık satın alımlarının faydaları ve risklerine ilişkin bildiğimiz şeyler göz önüne alındığında, o dönemlerde fazla çekingendim. Ekonomik toparlanmanın sürekli olarak öngörülerimizin altında, oldukça yavaş olduğunu gördük. Bu zayıflık kısmen, kriz sonrası yıllarda beklenmedik derecede bahtsız seyreden verimlilik ve Şubat 2009'da ilk paketin onaylanmasının ardından pek genişlemeci olmayan mali politikalara geri dönülmesi gibi, para politikasının kontrolü dışındaki faktörleri yansıtıyordu. Şimdi düşündüğümde, uzun vadeli faiz oranlarını daha da düşürmek için ek varlık satın alımları yaparak toparlanmanın ilk aşamalarında daha fazla destek sağlayabilirdik. Sözlü yönlendirme de piyasaların faizlerin bir yıl içinde yükseleceği inancına karşı daha sert kullanılabilirdi.

Fakat QE1 sona ererken FOMC'yi yeni önlemler alması için baskılamak yerine, FOMC katılımcıları arasındaki artan fikir ayrılığı karşısında harekete geçme konusundaki esnekliğimizi güven altına almanın peşine düştüm. Özellikle de toparlanma sendelerse varlık satın alımlarını artırma seçeneğinin hala elimizde olduğundan emin olmak istiyordum. Ve yakın zamanda sıkışmaya gitmeyi planladığımıza yönelik kamuoyuna herhangi bir sinyal vermekten kaçınıyordum. Biraz çelişkili olsa da yeni varlık satın alımı seçeneğini korumaya çalıştığım yöntemlerden biri de Fed ekibi ve Komite'den alışılmışın dışındaki politikalarımızı sonlandırmak için bir plan yapılmasını istemektir.

Bu politikaları yakında sonlandıramayacağımızı ben ve birçok meslektaşım biliyorduk. Ama büyük ölçekli varlık satın alımlarını, zamanı geldiğinde nasıl durduracağımıza yönelik yalnızca genel geçer fikirlerle başlatmıştık.

Eninde sonunda bu politikanın sonlandırılmasının planlanması konusunda tedbirli olmalıydık ve gerçekten de Kongre üyeleri, piyasa katılımcıları, medya ve diğerleri bu olağandışı politikaları nasıl tersine çevireceğimizi açıklamamızı istiyordu. Daha da önemlisi, eğer daha fazla satın alım yapmanın gereksiz bir hale geldiği bir durumda, Komite üyeleri çıkış planımıza güvenirse onay vermesi daha olası olurdu.

Bu çıkış planının zorluklar teşkil ettiğini biliyorduk. Bir noktada para politikasını sıkılaştırmak, federal fonlama oranını da sıfıra yakın bir düzeyin üzerine çıkarmak anlamına geliyordu. Ama bilançonun büyük olduğunu ve bankacılık sisteminin rezervlere boğulmaya devam ettiğini varsayarsak, federal fonlama oranını yükseltmek -rezerv miktarını azaltmak için ılımlı açık piyasa tahvili satışları- için kullanılan kriz öncesi yöntemler işe yaramazdı. Lehman'ın iflasından sonra pek işe yaramasa da bankalara rezervler için faiz ödeme otoritemizin, federal fonlama oranına daha normal finansal koşullarda bir taban sağlaması daha muhtemel görünüyordu. Ama 2009'un sonu ve 2010'un başında oranları artırmak için başka seçenekler de değerlendirdik. Bunun bir yolu -sonunda uygulanacak olan yöntem buydu- tahvil varlıklarımızı banka rezervi oluşturmak dışında başka bir şekilde fonlamaktı. Bunu bankalar yerine -para piyasası fonu gibi- kurumsal yatırımcılardan kısa vadeli borç alarak yapabiliirdik. Bu uygulama daha sonra "ters repo" operasyonu ismini alacaktı. Varlıklarımızı banka dışı yatırımcılardan borç alarak fonlamak, banka rezervlerindeki birikmeyi azaltarak zamanı gelince fonlama oranını artırmayı daha kolay bir hale getirecekti.

Tabii ki politikada sıkılaşmaya gitmenin bir yolu da QE'yi sonlandırıp satın aldığımız tahvilleri satarak banka rezervlerini azaltmaya başlamaktır. Eğer rezervler tarihi olarak daha normal düzeylere indirilirse o zaman fonlama oranı, banka rezervleri arzını yönetmek olan kriz öncesi standart yöntemle artırılabilirdi. Ama ben de dâhil olmak üzere çoğumuz bu yaklaşımdan endişeliydik. Eğer deneyimlerimiz bize rehberlik edecekse, eninde sonunda para politikasını sıkılaştırmak, genişlemeye göre daha kademeli ve ince ayarlı olmalıydı. (2001'deki ani faiz indirimlerine karşılık 2004'te başlayan bir dizi 0,25 puanlık hareketleri düşünün.) Tahvil satarak politika teşviğini geri çekmeyi ne kadar iyi yönetebileceğimizden emin değildik ve eğer satış yapacağımızı açıklarsak piyasaların buna nasıl tepki vereceğini bilmiyorduk.

Bu yüzden birçok FOMC üyesi tahvil satışlarını ertelemeyi kabul etti.

Bunun yerine, yeni satın alımları durdurarak ve vadesi geldiklerinde bilançomuzdaki tahvillerin yerine yenilerini eklememek gibi, banka rezervlerini düşürmek için başka önlemler olarak çıkışımıza başlayacaktık. Daha sonra, fazla rezervlerimizdeki faiz oranları ve ters repo gibi diğer araçları kullanarak federal fonlama oranını yükseltecektik. Fonlama oranı sıfırın üzerine çıkınca, nizami ve öngörülebilir bir şekilde QE satın alımlarımızı azaltacak ve yalnızca gerekirse varlık satacaktık.¹³ Ağustos 2009'da Başkan Obama, Şubat 2010'dan itibaren geçerli olmak üzere beni Fed başkanı olarak ikinci kez atacağını söyledi. Senato, 70'e 30 oyla beni onayladı. İlk kez atanırken oy birliğiyle gelen karardan sonra biraz hayal kırıklığına uğramıştım. Agresif para politikalarımıza karşı çıkan Cumhuriyetçiler ve finansal kriz döneminde yaptığımız "kurtarma çalışmalarından" memnun olmayan iki parti temsilcileri, çoğu "hayır" oyunu açıklar nitelikteydi. Başkan Obama Fed'i ve Fed'in bağımsızlığını devamlı savundu. Ancak Kongre ile olan ilişkimiz genellikle çalkantılıydı ve bu geçimsizlik devam edecekti.

GÖRÜNÜMDE BİR DEĞİŞİM

İş piyasası, bir kalıcı işsizlik toparlanması kalıbına dönuşen dönemin ardından gerilemeye devam etmesine rağmen ekonomide iyileşme işaretleri hızlanmaya başlıyordu. Enflasyon beklentimizin altındaydı ama hem fazla düşük hem de fazla yüksek enflasyon endişeleri hafiflemeye başlamıştı (ama hala dışarıdaki Fed eleştirmenleri enflasyon risklerini dillerinden düşürmüyordu). Planlandığı üzere QE1 satın alımları kademeli olarak yavaşladı ve -elimizdeki varlıklar yatırımcılara sunulan uzun vadeli tahvillerin net arzını düşürdüğü için- o dönemlerde 2,3 trilyon dolar düzeyinde olan bilançomuzun, uzun vadeli faiz oranlarına aşağı yönlü baskı yapmaya devam ederek ekonomik büyümeyi destekleyeceğini öngörsek de Mart 2010'da sonlandırıldı. Belli belirsiz iyileşme işaretleriyle, FOMC şahinleri piyasaları bir çıkışa hazırlamaktan bahsetmeye başladı.

Fakat görece sakin geçirilen bu dönemin ardından 2010 yazı, batı Avrupa'dan yayılan yeni bir finansal çalkantı dönemi getirdi. Avrupa'da 2007-2008 krizinin bir etkisi denilebilecek devlet borcu krizi Avrupa'nın kendi yavaş ekonomik toparlanmasının yanı sıra, Amerika ve diğer ülkelerdeki ekonomik hareketliliğe de tehdit oluştıruyordu.

1999'da, aralarında Almanya, Fransa, İspanya ve İtalya'nın yer aldığı 28

Avrupa Birliği ülkesinden 11'i (ama özellikle İngiltere bu ülkelerden biri değildi), daha kapsamlı bir siyasi ve ekonomik bütünleşme çabaları kapsamında, yeni kurulan Avrupa Merkez Bankası tarafından yönetilecek bir ortak para birimi olan Euro'yu kullanmaya karar verdi. Mark, frank, paseta ve lira gibi ulusal para birimlerinin sirkülasyondan kalkmasıyla, üye ülkelerin merkez bankaları artık bağımsız para politikaları yürütemeyecekti. Bunun yerine, Fed'in bölgesel Rezerv Bankaları gibi birbirlerine benzer rollerde, Euro sisteminin bir parçası olacaktı.* Euro'nun sermaye, mallar ve işin serbestçe dolaşmasını teşvik eden kurallarla benimsenmesinin amacı, Avrupa'da boyut olarak ABD'dekine yakın bir yeni serbest ticaret alanı oluşturmaktır. Ulusal sınırlar üzerinden iş yapmak tek bir para birimiyle çok daha kolay olurdu. Bu yeni para birimi, enflasyon ve para birimi devalüasyonu tecrübeleri olan İtalya ve Yunanistan gibi ülkeler için hemen enflasyon karşıtı bir güvenilirlik sunabilirdi, tabii Alman merkez bankası Bundesbank gibi tasarlanan ECB, kendisini tasarlayanların isteği üzerine enflasyonu düşük tutma taahhüdünü yerine getirebildiği sürece. Ve söz konusu ekonomik faydaların yanı sıra, Euro bir önceki yüzyılda iki yıkıcı dünya savaşının merkezinde yer alan bu kıtada, siyasi iş birliğini de teşvik edecekti.

Ancak Euro bölgesi, küresel finansal krizin açığa çıkardığı bazı zayıflıklarla, 2010'da hala yapım aşamasındaki bir projeydi.¹⁴ Birincisi, Euro bölgesi tek bir para birimiyle yalnızca tek ve ortak bir para politikasına sahip olabiliyordu, bu da farklı ülkeler farklı derecede para sıkılaşması veya genişlemesine ihtiyaç duyduğunda sorunlar yaratırdı. İkincisi, para politikaları Euro'nun benimsenmesiyle bir çatı altında toplansa da mali politikalarda aynı durum geçerli değildi. Her ülke hala kendi hükümet bütçesinin kontrolüne sahipti. Ortak bir bütçe olmadan Euro bölgesinde alınacak herhangi kolektif bir mali eylem, üye ülkeler arasında karmaşık, siyasi olarak hassas müzakereler gerektirecekti. Üye ülkelerin her biri, kendi vatandaşlarının diğer ülkelerin yaptığı hatalar veya savurganlık sebebiyle daha fazla bedel ödemesinden korkuyordu. Neticede, Avrupa'nın bankacılık sistemi ve banka regülasyonu birbirine entegre değildi. Örneğin Euro bölgesi genelinde ABD'deki FDIC'ye benzer bir mevduat sigortası sistemi yoktu. Ve zor durumdaki bankalarla başa çıkabilmek için -bu, ulusal bir sorumluluk olmaya devam

* Örneğin ABD Rezerv Bankaları başkanları gibi ulusal merkez bankalarının başkanları yerel koşulları inceleyerek Euro bölgesi için para politikası oluşturan komiteye katıldı. Tıpkı Rezerv Bankaları gibi, Avrupa ulusal merkez bankaları da bazı banka denetleme sorumluluklarını elinde tutuyordu.

ediyordu- merkezileşmiş politikalar veya kaynaklar da yoktu. Bu koordinasyon eksikliği Avrupa'daki krizin durumunu ağırlaştırdı ve bu krize yönelik verilen çabaları karmaşıklaştırdı.

2007-2009 krizi Avrupa'yı kötü vurmuştu, bunun sebebi kısmen birçok Avrupalı finansal kuruluşun tıpkı Amerika'daki benzerleri gibi, kuşkulu tahvillere fazlasıyla düşkün olmasıydı. Birçok ülke ciddi bankacılık problemleri yaşadı ve bunu takiben çıktı ve istihdamda yaşanan kayıplar ABD'deki kayıplara yakındı. Ayrıca Avrupa'nın krize yönelik parasal ve mali yanıtları ABD'de veya İngiltere'deki önlemlere göre daha az etkili olmuştu. Buradaki sorun ağırlıklı olarak Almanya ve kuzey Avrupa'da benzer düşüncedeki diğer ülkelerin muhafazakâr doktrinlerinde yatıyordu. Almanlar, belki de kültürel olarak hafızalara kazınan 1920'lerdeki hiperenflasyon felaketi sebebiyle, hükümet bütçelerinin sıkı olmasını tercih ediyor ve hükümetlerin yasa dışı bir şekilde merkez bankalarını fonladıkları bir şey olarak gördükleri parasal genişlemeye karşı çıkıyordu. ECB büyük miktarlarda hükümet borcu satın almaya yönelik yasal ve siyasal engellere yönelik endişeler sebebiyle, 2015'e kadar ABD'dekine benzer bir QE programı benimsemeyecekti. Ulusal hükümetlerin yaptığı müdahaleler büyük finansal şirketlerin kontrolsüz bir şekilde batmasını engelledi -Avrupa'da Lehman Brothers'a denk bir şey yoktu- ama Hollanda'daki ABN Amro, Almanya'daki Commerzbank ve İsviçre'deki UBS gibi bazı büyük şirketler geçici olarak hükümet kontrolüne girmek zorunda kaldı. Üstelik, entegre bir mali ve bankacılık politikası eksikliği -ve bazı durumlarda siyasi irade eksikliği- Euro bölgesinin, ABD'nin aksine hasar görmüş bankacılık sisteminin sermaye yapısını yeniden düzenlemesini engelledi ve daha az borç vermesine izin vererek gelecek herhangi bir krize karşı zayıf ve kırılgan bir durumda bıraktı.

Bu da yetmezmiş gibi, küresel krize gidilen yıllarda bazı Euro bölgesi ülkeleri, özel ve kamu borcunun, dünya çapında yaşanan bir resesyon Avrupa'nın ekonomisini ve bankacılık sistemini vurduğunda sürdürülemez olduğu anlaşılabilecek düzeylere çıkmasına izin vermişti. Yunanistan'ın yeni başbakanı George Papandreou, Ekim 2009'da hükümetinin bütçe açığının, milli hasılasının yüzde 13'üne denk gelen bir düzeye yaklaştığına yönelik herkesi şoka uğratan bir açıklama yaptı. Bu oran, diğer Euro bölgesi ülkelerinin karşılaması gereken yüzde 3 tavanının oldukça üzerindedir. Yatırımcılar ilk kez Yunanistan'ın borçlarını ödeyemeyeceğini ve hatta Euro'yu terk edeceğini düşünmeye başlamıştı. Ve eğer Yunanistan borçlarını ödeyemezse

yatırımcılar Portekiz, İspanya, İtalya, İrlanda gibi diğer borçlu ülkelere olan güvenlerini de kaybeder miydi? Ve eğer kamuda ve özel sektörde iflaslar baş gösterirse Avrupa'nın bankacılık sistemi bundan nasıl etkilenirdi? Bu, Euro için tam anlamıyla varoluşsal bir krizdi.

Avrupa liderleri ne yapılacağını tartışırken tek bir mali otoriteye sahip olmamanın sonuçları belirginleşmeye başlayacaktı. Yunanistan'ı ve muhtemelen diğer ülkeleri kurtarmak için yapılan tekliflerin, piyasa endişelerini yatıştıracak kadar güçlü olmanın yanı sıra, bu ağır yükün tüm üye ülkeler arasında eşit paylaşıyor gibi görünmesi gerekiyordu, aksi takdirde seçmenler ayaklanabilirdi. Eski Fransız maliye bakanı ve gelecek Avrupa Merkez Bankası başkanı Christine Lagarde liderliğindeki IMF de olaya dâhil oldu. Tartışmalar aylar boyunca sürdü. 2 Mayıs 2010'da Yunanistan için bir kurtarma planı açıklanmıştı ama genel olarak yetersiz olarak görülüyordu ve diğer zor durumdaki Avrupa ülkelerinin borçları üzerindeki faiz oranları ile piyasadaki dalgalanma artmaya başlamıştı. Lehman'ın iflasının küresel bir panik yaratmasından yalnızca bir buçuk yıl sonra, yeniden küresel finansal sistemin istikrarına yönelik sorular sorulmaya başlanmıştı. Ülkelerin tamamen iflas etmesinin etkileri kontrol altına alınabilir miydi? İnatçı Avrupalılar, yatırımcılardaki güven kaybı bir ülkeden diğerine sıçradıkça, daha sonra bir dizi krize yol açacağı anlaşılabilecek bu duruma tutarlı bir yanıt verebilir miydi? Avrupa bir krizi kontrol altına alırken bir diğerine giriyordu.

Avrupa'daki ikinci krizin, en azından ilk başlarda ABD'de pek bir etkisi yokmuş gibiydi. 2009'un son çeyreğinde güçlü bir görünüm vardı ve ABD'de toparlanma, FOMC'nin 2010'un ilk yarısına kadar ılımlı gördüğü bir hızda devam ediyordu. Özel harcamalar -hanehalkı tüketimi ve iş yatırımları- artmıştı. Yüzde 10'a yakın seyreden işsizlik hala oldukça yüksekti ve enflasyon oldukça düşüktü ama 2010'un başlarında Fed ekibi ve FOMC katılımcıları, her ikisinin de aksi yönde ilerleyeceğini öngörüyordu. Acil durum borç programlarımızı sonlandırmaya devam ediyorduk ve sıfıra yakın bir fonlama oranı hedefi belirleyen ve yeni tahvil satın alımları planlamayan para politikası ayakta durmaya devam ediyordu.

Ama 2010 yazına gelindiğinde, Avrupalıların borç krizlerini çözme konusundaki başarısızlığı, ABD piyasaları ve iş güveninde olumsuz etkilere yol açmaya başlamıştı. FOMC'nin haziran ayı toplantısında yayınlanan bir bildiri, Avrupa'daki finansal şokların ABD'yi yeni bir resesyona sürükleyebileceğine

karşı uyarıyordu.¹⁵ Fed ekibi, Ağustos 2010'da istihdam ve üretimdeki yavaşlamanın altını çizerek, büyüme öngörülerini oldukça düşürdü ve işsizlik beklentilerini yükseltti. Ve adeta eksik ve geçici verilere dayanarak politika oluşturma zorluklarının bir dersi niteliğinde, revize edilen rakamlara bakarak, ilk tahminlerin aksine resesyonun daha derin ve toparlanmanın daha zayıf olduğunu öğrendik. Kötüleşen ekonomik görünüm ve biriken aşağı yönlü risklerle Fed'deki sessizlik dönemi sona eriyordu.

YENİ BİR HAMLE: QE2

FOMC, ekonomik toparlanmaya yönelik endişelerimiz artınca yine önemli bir politika sinyali niteliğinde teknik bir hamlede bulundu. Ağustos 2010'da bilançomuzdaki vadesi dolan (ödenmiş) tahvillerin yerine yenilerini satın alarak, varlıklarımızda net bir azalmanın ve böylece pasif de olsa politikada sıkılaşmanın önüne geçeceğimizi açıkladık. Bu adımı atarak teşviğin devam edeceğine yönelik taahhüdümüzün altını çizmeyi umuyorduk.

Bundan kısa bir süre sonra daha açık sözlü bir sinyal daha gönderdim. Federal Rezerv'in ağustos ayının sonunda Jackson Hole, Wyoming'de düzenlenen yıllık sempozyumunda "iş piyasasındaki oldukça yavaş toparlanmadan" bahsettim ve Komite'nin "gerekli olduğu görülürse geleneksel olmayan önlemlerle [yani parasal genişleme ve sözlü yönlendirmeyle] ek parasal uyumlaşma (monetary accomodation) sağlamaya hazır olduğunu" söyledim.¹⁶ Eylül 2010 toplantısı sonrası FOMC, benim sözlerimi yansıtan bir şekilde, "gerekirse ek uyumlaşma sağlamaya hazır olduğunu" söyledi. Fed dilinde "hazır olmak", hemen harekete geçmek demekti ve görünümde herhangi kısa dönemli bir iyileşme görülmesini engelliyordu. Fed içinde, yeni varlık satın alımları için destek toplamaya çalışıyordum ve Komite'nin bu desteği vereceğinden emindim. Ama azınlıkta olsalar da bu fikre karşı çıkanların, çoğunlukla yeni satın alımların etkili olmayacağı, enflasyon veya finansal istikrara gelecekte riskler oluşturabileceği veya bizim için siyasi sorunlara yol açabileceği gibi bazı ciddi endişeleri vardı.

Bununla birlikte, yeni bir hamle yapılması için yapılan savlar sağlamdı ve 3 Kasım 2010'da FOMC, piyasalar ve medya tarafından QE2 ismi verilen yeni bir satın alma dizisini onayladı. Detayına inmek gerekirse, Haziran 2011'e kadar her ay 75 milyar dolardan olmak üzere, toplam 600 milyar dolar değerinde uzun vadeli Hazine tahvili satın alarak bilançomuzu 2,9

trilyon dolara taşıyacağımızı söyledik. Programa yalnızca Kansas City'den Tom Hoenig hayır oyu vermişti. Fed'in oybirliği geleneğine göre, resmi bir hayır oyu kararın onaylanmadığının güçlü bir ifadesiydi ve QE'ye karşı kuşku olan diğerleri de bu adımı atmaya hazır değillerdi. En azından gelecek toplantılarda görüşlerinin değerlendirileceğini düşünüyorlardı.

QE1'in aksine piyasa katılımcıları QE2'yi neredeyse kusursuz bir şekilde öngörmüştü, yani açıklamamız piyasalarda bir harekete neden olmadı. Aksine, bu kararın etkileri Komite'nin gönderdiği sinyaller ve zayıflayan ekonomik görünüm yeni satın almalar olasılığını neredeyse kesinleştirdiği için sonraki haftalar ve aylarda hissedildi.* Gerçekten de müdavim trader'larla yaptığımız ankette, Haziran ve Kasım 2010 aralığında yeni satın alımlar bekleyen trader'ların oranı yüzde 40'tan yüzde 100'e yakın bir düzeye yükselmmişti. Federal fonlama oranında artık Haziran 2011'de değil Ekim 2012'de bir artış bekliyorlardı. Bu dönem merkez bankası iletişiminin gücünü bir kez daha ortaya koymuştu.

SIYASİ MİSİLLEME

Yeni QE turu, bazı şahinlerin uyarılarının aksine siyasi anlamda bir geri tepmeye yol açmadı. Ama QE2'nin açıklanmasından iki hafta sonra, 17 Kasım'da Kongre'deki en güçlü dört Cumhuriyetçi temsilciden aldığım beklenmedik bir mektup sebebiyle başım dertteydi. Kongre'den John Boehner ve Eric Cantor ile Senato'dan Mitch McConnell ve Jon Kyl, satın alımlarımızın "kontrol etmesi zor, uzun süreli bir enflasyonla sonuçlanabileceğini ve muhtemelen yapay varlık balonları oluşturabileceğini" yazmıştı.¹⁷ *Wall Street Journal*'da 15 Kasım'da muhafazakâr ekonomistler, yorumcular ve varlık yöneticilerinin kaleme aldığı bir açık mektupta da benzer endişeler dile getirilmişti. Bu mektup, satın alımlarımızın "yeniden değerlendirilip sonlandırılması gerektiğini"¹⁸ savunuyordu. Dört Cumhuriyetçi liderden 2011'de gelen ikinci bir mektup, bizi "ekonomiye daha fazla olağanüstü müdahalede bulunmamaya"¹⁹ çağırıyordu. Her ikisi de Cumhuriyetçi partiden olan Indiana'dan Temsilci (ve geleceğin Başkan Yardımcısı) Mike Pence ve Tennessee'den Senatör Bob Corker tam istihdamı Fed'in ikili görev mandasından çıkarmak için bir yasa teklifi sundu. Bu durum yalnızca enflasyona

* Örneğin, Jackson Hole konuşmamdan QE2'nin açıklanmasına kadar geçen sürede Dow Jones Industrial Average yüzde 12 yükseldi.

odaklanmamızı gerektiriyordu. Tabii o dönem oldukça düşük olan enflasyonla tek görevli bir mandaya geçmek kısa vadede politikalarımızı değiştiremeyebilirdi.

Buna ek olarak yabancı hükümetler de başkaldırıyordu. Gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcılar, varlık satın alımlarımızın ABD’de uzun vadeli faiz oranlarını daha da düşüreceğinden (bizim amacımız da buydu), bunun da yatırımcılar daha yüksek getiri peşinde koştuğu için kendi ekonomilerinde aşırı sermaye akışlarına yol açacağından endişe ediyordu. Ve doları zayıflatma etkisine sahip düşük ABD faizleri, (Brezilya maliye bakanı Guido Mantega’nın sözleriyle) ABD ihracatı lehinde bir “para birimi savaşına” yol açabilirdi.²⁰ Genellikle yerel siyasetçileri hedefleyen bu argümanlar, daha güçlü bir ABD ekonomisinin ihracat talebini artırarak ve küresel finans koşullarını iyileştirerek ticaret ortaklarımıza da fayda sağlayabileceği ihtimalini göz ardı ediyordu. Kolektif bir ruha bürünen yabancı merkez bankacıları maliye bakanlarına göre QE2 konusunda kamuoyuna açık bir şekilde konuşma konusunda daha çekimserdi ama Ekim ayında Güney Kore’de G20 ülkelerinin (20 Grubu) merkez bankacıları için düzenlenen kapalı bir toplantıda, oldukça zorlu sorular cevaplamak zorunda kaldım.²¹ Kasım ayında Seul’da bir G20 zirvesine katılan Başkan Obama da politikalarımıza yönelik eleştirilerle karşılaştı ve oldukça şüpheli bir gruba Fed’in hükümetten bağımsız bir şekilde faaliyet gösterdiğini açıklamak zorunda kaldı.

QE2’ye yönelik siyasi ters etki, esasen krizden beri büyümeye devam eden bir Fed karşıtlığı dalgasının parçasıydı. Temmuz 2009 tarihli bir Gallup anketi katılımcılarının yalnızca yüzde 30’u Fed’in iyi bir iş çıkardığını düşünüyordu. Fed, son dokuz federal kuruluş arasındaydı, IRS (yüzde 40) ve Kongre’nin (yüzde 32) bile gerisindeydi. Sağda 2009’dan itibaren öncü hale gelen Tea Party ve solda Code Pink ve daha sonra Occupy Wall Street hareketleri başta olmak üzere, siyasi spektrumun iki ucu da öfkeliydi. Sağ görüşteki birçok kişi Fed’in parasal deneylerinin tehlikeli ve enflasyonist olduğunu düşünüyordu; hem sol hem de sağ taraftan birçok temsilci ise kriz döneminde Wall Street şirketlerini ayakta tutmak için attığımız adımları henüz affetmemişti. Volcker’in enflasyona açtığı savaş dönemindekileri andıran protestolar, Fed ve politikalarına daha da dikkat çekmeye başlamıştı.

Fed politika kararlarını kısa dönemli siyasi baskılardan bağımsız bir şekilde almayı hedefler ve bizim yaptığımız da buydu ama Fed karşıtlığı dalgasının

uzun süreli sonuçlar doğurabileceğinden korkuyorduk. 2010'da Kongre ve hükümet yönetimi, Hazine Bakanı Geithner, Senato Bankacılık Komitesi Başkanı Christopher Dodd (Demokrat, Connecticut) ve Kongre Finansal Hizmetler Komitesi Başkanı Barney Frank (Demokrat, Massachusetts) öncülüğünde finansal düzenleyici bir reform üzerinde çalışmaya başladı. Bir dizi uluslararası anlaşmanın yanı sıra oluşturulan reformlar finansal krize yol açan -hepsine olmasa bile- zayıflıkları ele alıyordu.²² Daha sonra Dodd-Frank Wall Street Reform ve Tüketici Koruma Yasası (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) veya kısaca Dodd-Frank ismini alacak olan yasa, (düzenli stres testleri de dâhil olmak üzere) bankaların sermaye ve likidite gerekliliklerini güçlendirdi, finansal türev piyasalarında şeffaflığı artırdı, yeni bir tüketici koruma kuruluşu kurdu ve -Lehman ve diğer şirketlerle yaşananlar göz önüne alınarak- aniden iflas etmeleri finansal istikrara ciddi riskler oluşturacak finansal şirketlerin kurtarılması için prosedürler oluşturdu.

Ancak Kongre bu reformları değerlendirirken, Fed uzun bir süre boyunca yasaların ilgi odağı oldu. Özellikle Senatör Dodd, tırmanan öfkeyi görüyor ve iki partinin de sunduğu teklif üzerinde oybirliğine varması için Fed'den tüm denetleyici ve düzenleyici otoritenin alınarak yalnızca para politikasına odaklanmasını öneriyordu. Ayrıca Kongre, solda Senatör Bernie Sanders (Demokrat, Vermont) ve sağda Temsilci Ron Paul (Cumhuriyetçi, Kentucky) tarafından ortaya atılan ve Fed'in günlük para politikası kararlarını doğrudan siyasi denetlemeye tabi tutacak "Audit the Fed (Fed'i Denetle)" teklifini ciddi ciddi değerlendiriyordu. Daha sonra Paul'un oğlu Senatör Rand Paul (Cumhuriyetçi, Kentucky) tarafından geliştirilecek Sanders-Paul Fed'i Denetle tekliflerinin finansal denetlemeyle bir ilgisi yoktu (Fed'in kayıtları düzenli olarak kamuoyuna açık bir şekilde denetleniyordu). Aksine bu teklifler, Hükümet Sorumluluk Ofisi'nin (GAO) her para politikası kararını Kongre'ye bildirmesine izin vererek, Kongre'nin alınan kararları eleştirmesi ve FOMC'ye daha fazla baskı yapması için yeni bir araç sunuyordu. İlk vücut bulduğu dönemlerde finansal reform yasası Fed için adeta bir kabustu.

Bu tekliflere direnmemin arkasındaki asıl sebepler, 1991'de banka denetimini yeni bir ajansa verme çabalarına direnen Alan Greenspan ile aynıydı. Fed'in bankacılık sistemini denetleme ve düzenleme otoritesi, etkili bir son borç veren kurum olarak hizmet vermemiz ve finansal sistemi ve ekonomiyi takip etmemiz için gerekliydi. Ve kısa vadeli siyasi baskılardan izole para politikaları ekonominin uzun vadeli çıkarları için daha faydalıydı.

Neticede, bir dizi siyasi gücün fikri 180 derece değişti. Önde gelen yerel vatandaşların yer aldığı kurullar da dâhil olmak üzere yerel bağlantıları olan Rezerv Bankaları başkanları bu değişimde önemli bir faktördü. Banka denetimi Rezerv Bankalarının ana rolü olduğu için başkanlar harekete geçmeye hazırды. Ayrıca Hazine Bakanı Geithner, yerel bankalar ve aralarında Texas'tan Kay Bailey Hutchison ve New Hampshire'dan Judd Gregg'in yer aldığı bazı kilit Cumhuriyetçi senatörlerden kritik denebilecek destek gördük. Dodd-Frank yasası Fed, Hazine ve FDIC'nin bir kriz sırasında finansal sistemi istikrara kavuşturmak için kullandığı acil durum otoritesini bir nebze kısıtlamıştı. Ama Fed, yeni Consumer Financial Protection Bureau'nun yükümlülüğü haline gelen tüketici koruması regülasyonu hariç denetleyici ve düzenleyici otoritesini elinde tutmayı başarmıştı. Ve para politikası bağımsızlığını da kaybetmemişti, "Fed'i Denetle" başarısız olmuştu. Bu sonuçların ülke için doğru olduğuna inanıyorum ama bu yaşananlar Fed'in siyaseti göz ardı edemeyeceğini açıkça ortaya koydu.

Kongre'deki Fed karşıtlığı neden bu kadar hararetiliydi? Bana en mantıklı gelen açıklama, Sarah Binder ve Mark Spindel'in ortaya attığı "günah keçisi" teorisiydi.²³ Binder ve Spindel'e göre, Kongre Fed'e bir noktaya kadar bağımsızlık sağlıyor, böylece merkez bankaları siyasi nedenlerle Kongre'nin almak istemediği gerekli fakat istenmeyen kararlar alabiliyor. Bu dinamik, sistemi istikrara kavuşturmak için attığı birçok adımın arasında Fed'in bazı büyük finansal kuruluşların iflas etmesini önlemesi durumunda olduğu gibi, finansal kriz dönemlerinde belirgindi. Bu kurtarma operasyonlarının hem finansal sistemi hem de ekonomiyi korumak için gerekli olduğuna inanıyordum ama anlaşılır bir şekilde pek rağbet görmüyorlardı. Krize yol açan insanlara fayda sağladıklarına inanılıyor, ayrıca birçok sıradan insanın korunmasız bırakıldığı düşünülüyordu.* Binder-Spindel teorisıyla tutarlı olarak, kapalı kapılar ardından yaptığım sohbetlerden Kongre'nin birçok üyesinin kurtarma operasyonlarını tatsız ancak ekonomiyi korumak için gerekli gördüklerini biliyordum. Buna rağmen bu üyelerin hemen hemen hepsi kamuoyunun öfkesini paylaşıyor, Fed ile Bush ve Obama yönetimlerinin siyasi eleştirilere tutulmasına izin veriyorlardı.

* Kurtarılan şirketlerin CEO'larının hiçbirinin hapse girmemesi yaygın olarak görülen öfkenin başlıca kaynaklarındandı. Cezai kovuşturmalar Fed'in değil, Adalet Bakanlığı'nın (DOJ) sorumluluğundadır. DOJ, ağırlıklı olarak bireylere karşı dava kazandıracak argümanlar oluşturamayacağına karar vermiş -aşırı risk almak çoğu durumda yasa dışı değildi- ve bunun yerine kuşkulu uygulamalar benimseyen şirketlere yüksek miktarda para cezası vermişti.

Özellikle yerelden olmak üzere para politikalarımıza yönelik siyasi karşıtlığı açıklamakta zorlanıyorum. Esasen, örneğin Cumhuriyetçi kongre liderlerinin FOMC'ye yazdığı mektuplarda görüldüğü üzere, varlık satın alımlarına karşı yapılan argümanlar şarlatanlıktan başka bir şey değildi. Mesela satın alımların enflasyonda bir fırlamaya veya dolarda çöküşe yol açması riski çok düşüktü ve ne anaakım analizler ne de ABD ve İngiltere'de QE'nin uygulanması sonrası yaşananlarla desteklenmiyordu. Ekonomi oldukça depresifti, yani ücretler ve fiyatlar üzerinde oldukça az miktarda yukarı yönlü baskı vardı.* Ve enflasyon beklentilerine yönelik piyasa göstergeleri de lafı bırakıp icraata baktıklarında yatırımcıların enflasyonun düşük kalmasını beklediklerini gösteriyordu. Düşük faiz oranlarının finansal istikrarsızlığı destekleyebileceği riskine dikkat ediyorduk ama 2010'da yatırımcılar ekonominin sağlığı için fazla risk yerine oldukça az risk alıyordu.

Geleneksel olmayan para politikası önlemlerine yönelik karşıtlığın büyük bir kısmı ilkeli endişelere dayanmak yerine, sağ kanat ortaklığından doğan bir yakıp yıkmaya politikası gibi görünüyordu; Beyaz Saray'da bir Demokrat varken ekonomiyi iyileştirmeye yönelik politikalara karşı çıkmak anlamına geliyordu bu. Finansal kriz döneminin Fed karşıtı söylemleri Cumhuriyetçi başkanlık adaylığı kampanyalarının başında da devam edecekti. Texas Valisi Rick Perry, ekonomiyi desteklemek için attığımız adımların “neredeyse haince” olduğunu öne sürdü. Eski Kongre Sözcüsü Newt Gingrich, seçilirse beni kovacağını ve “Fed tarihindeki en enflasyonist, tehlikeli ve güç odaklı başkan” olduğumu söyledi.²⁴

Bu siyasi hiddet, iletişim stratejimizde bir değişime yol açtı. Krizden önceki yıllarda Fed daha açık sözlü bir hale gelmiş ama kurduğu iletişimle, ağırlıklı olarak finans piyasaları oyuncularının politika beklentilerini etkilemeye odaklanmaya devam etmişti. Ama Fed'in artık medya ve siyasilerin ilgi odağı haline gelmesiyle kendimizi kamuya daha geniş anlamda savunmamız gerekiyordu. Buna, Mart 2009'da CBS-TV'nin *60 Minutes* programına katılarak (o dönemlerde bir Fed başkanı için oldukça nadir bir durumdu) ben öncülük ettim.²⁵ Bu röportajı başka medya programları, belediye dairesi konuşmaları ve 2012 ilkbaharında George Washington Üniversitesi'nde daha sonra kısa bir kitabın temelini oluşturacak verdiğim bir dizi ders izledi.²⁶

* Hükümetin mali durumu zayıflıyorsa depresif bir ekonomide yüksek enflasyon görülebilir. Ama tahvilleri sebebiyle yüksek bir küresel talep alan ABD hükümeti, 2010'da bu noktada değildi.

Uzun süren tartışmalar ve planlamaların ardından FOMC'den aldığım destekle Nisan 2011'de çeyrek dönemlik toplantı sonrası basın toplantıları düzenlemeye başladım. Basın toplantıları diğer birçok merkez bankasında yaygın olsa da bu toplantıları Fed başkanlarının düzenlemesi nadir görülen bir şeydi. Bu toplantılar Fed'in halkı bilgilendirme ve piyasaları yönlendirme çabalarının merkezine yerleşecekti. Daha genel anlamda, daha geniş bir dinleyici kitlesine hitap etme yönünde iletişim stratejisinde yapılan bu değişimin, Fed'in attığı adımların sıradan Amerikalılar üzerindeki etkisini daha iyi anlamasını sağlayan kalıcı ve yapıcı bir değişim olduğu görüldü.

PARASAL EVRİM

QE3 ve Taper Tantrum

İlk basın toplantımı, QE2'nin ilk ipuçlarını verdiğim Jackson Hole konuşmamdan sekiz ay sonra, 27 Nisan 2011'de düzenledim. Bu sekiz aylık dönemde finansal koşullar epey iyileşmişti, hisse fiyatlarındaki yüzde 25'lik artış iyimserliğin arttığına işaret ediyordu. Uzun vadeli Hazine tahvili getirileri, yeni varlık satın alımları olasılığı arttığı için QE2'ye gidilen yolda azalmış ancak yatırımcılar büyüme konusunda daha iyimser hale geldiği ve düşen enflasyondan daha az endişe duyduğu için hemen toparlanmıştı. Bu döngü, 2009'da QE1'in açıklanmasının ardından yaşadıklarımıza benzerdi.

İyileşen finansal koşullar ekonomiyi de destekliyor gibi görünüyordu. QE2'nin açıkladığı Kasım 2010'da işsizlik oranı yüzde 9,8 iken, Mart 2011'de yüzde 9'a geriledi; hala yüksek seyretse de daha iyiydi. Basın toplantısının gazetecilere, işsizlikte istikrarlı bir düşüşle ekonomideki toparlanmanın ılımlı bir hızda devam etmesini beklediğimizi söyledim. Ama 11 Mart'ta Japonya'yı vuran korkunç deprem ve tsunami gibi bazı gelişmelerin büyümeyi yavaşlatabileceği (örneğin, Japonya üretimi otomobil parçalarının ABD'deki montaj fabrikalarına yapılan tedarikinin sekteye uğraması gibi) uyarısını yaptım. Ayrıca enflasyon da ağırlıklı olarak petrol ve gıda fiyatlarındaki küresel artışlar sebebiyle son zamanlarda yükselmeye başlamıştı. Fakat

enflasyon ve çekirdek enflasyon beklentilerindeki istikrarlı seyirle enflasyondaki artışın geçici olacağından emindik.

Kısa bir süre içinde hızla düşen enflasyon konusunda haklı çıktık ama 2011'in ilk aylarındaki olumlu işaretlere rağmen, yılın geri kalanı bizi yine hayal kırıklığına uğratacaktı. İşsizlikteki düşüş, ilk gerilemenin ardından yılın büyük bir kısmında hız kaybetti ve Aralık'ta yüzde 8,5'e indi. Üretimdeki büyüme, muhtemelen ekonominin uzun vadeli olası büyüme hızına yakın bir düzeyde, yüzde 2 civarındaydı. Ama bu yine de yeterince hızlı değildi. İşsizlikteki düşüşün anlamlı olması, kullanılmayan kaynakların yeniden işe koyulması için üretim artışının normal uzun vadeli oranını aşması gerekiyordu. FOMC toplantılarında ekonominin "kaçış hızına", yani sürdürülebilir sağlıklı bir büyümeye neden ulaşamadığını ele aldık. Bu tartışmalar, ekonomideki toparlanmayı beklentilerimizin üzerinde etkileyen faktörlere, farazi "pruva rüzgarları" odaklıydı.

Avrupa'da devam eden kriz en önemli pruva rüzgarıydı. Bir veya birden fazla Euro bölgesi ülkesinin borçlarını ödeyemez hale gelmesi veya Euro kullanımını sonlandırması riski karşısında finansal piyasalar dalgali seyretmeye devam ediyordu ve mali kemer sıkma politikalarına -ekonomik toparlanma yerine mali dengeye önem verme- yapılan vakitsiz geri dönüş, Avrupa'daki ekonomik büyümeyi daha da yavaşlattı. Amerikan mali politikaları da bir pruva rüzgarına dönüşüyordu. 2009 tarihli dev federal teşvik paketinin etkileri hafiflemeye başlamıştı ve hükümet ve yerel yönetimler, düşen vergi gelirlerine bir yanıt olarak harcamalarını ve istihdamı azaltıyordu.

Kongre'nin ulusal borç sınırını (national debt limit) yükseltmeyi son dakikaya kadar reddettiği Ağustos 2011'de, ekonomik toparlanmada kendi kendine beklenmedik bir hareket görüldü. Ulusal borç sınırında bir artış olmadan federal hükümet, bazı senaryolarda ulusal borç üzerindeki faiz de dâhil olmak üzere, giderlerini karşılayamazdı. Faiz ödemeleri dâhil hükümetin yaptığı ödemelerin büyük bir kısmının işleyişinden sorumlu olan Fed'de, hükümetin borçlarını ödeyememesiyle nasıl mücadele edeceğimizi ele aldık, hatta Fed'deki diğer meslektaşlarımla Kongre'ye gereksiz bir felaketin önlenmesi için yalvardık. ABD hükümet tahvillerindeki düşünmek bile istemediğimiz bu durum finansal piyasalardaki stresi artırdı ve kredilendirme kuruluşu Standard & Poor's'un ABD'nin kredi notunu düşürmesine yol açtı. Dow, küresel ekonomideki gerileme ve mali suistimallere bir tepki olarak

temmuz sonundan ekim başına kadar olan dönemde yüzde 16'ya yakın değer kaybetti.

Carmen Reinhart ve Kenneth Rogoff'un finansal krizleri genellikle derin resesyonlar ve ağır ekonomik toparlanmanın izlediği gözlemiyle tutarlı olarak, diğer pruva rüzgarları krizin olağan etkileri gibi görünüyordu.¹ Stres testlerini takiben bankacılık sisteminin sermaye yapısının yeniden düzenlenmesine rağmen hem kredi veren kuruluşlar hem de düzenleyiciler katı standartlar uygulamaya başladığı için kredilerdeki sıkılaşma devam ediyordu. Görece daha iyi durumdaki hanehalkları yeni borç veya harcamalar yerine borçlarını ödemeye ve eski servetlerine kavuşmaya odaklandı, daha talihsiz durumdakiler ise ayakta durmaya çalışıyordu. Ve emlak balonunun patlaması, satılamayan ve satışına engel olunan evler olarak kendini gösteren bir duruma yol açmıştı. Müteahhitler, 2011'de yalnızca 600 bin yeni konutun inşaatına başlayabilmişti. Bir karşılaştırma yapmak gerekirse, 2005'te bu rakam 2 milyonun üzerindeydi.

Kriz ayrıca beklenmedik bir şekilde zayıflayan verimlilik kazanımlarına da katkıda bulunmuştu, bu durum -baby boomer nesli emekli olduğu ve göç yavaşladığı için daha da ağır bir büyüme görülen iş gücü piyasasıyla da birleşince- ekonomik büyümeyi daha da yavaşlattı. Yapılan bazı çalışmalar verimlilikteki yavaşlamanın krizden önce, 2005'te başlamış olabileceğini ve krizden ziyade teknolojik ilerlemeler ve bu ilerlemelerin ticari uygulamalarının inişli çıkışlı seyrinden kaynaklandığını ortaya koyuyordu.² Bu doğru olabilir ama içten içe, finansal krizin verimlilik büyümesini de sekteye uğratabileceği düşüncesi de mantıklı geliyordu. Kriz araştırma ve geliştirme çalışmalarını, yeni startup'ları ve yeni sermaye teçhizatına yönelik yatırımları yavaşlatmış, tüketici talebini de baskılamıştı. Tüm bunların yeni ürünleri ve yeni, daha etkili üretim yöntemlerini yavaşlatması beklenilebilir bir durum.

Ekonomik görünümdeki vasat seyir ve Kongre'nin kılını kıpırdatmamasıyla, para politikası işsizlikle mücadelede -Paul Volcker'ın kendi döneminde enflasyonla mücadele karşısında ortaya attığı deyimini kullanmak gerekirse- "rakipsiz" bir hale gelecekti. Ama etkin alt sınır ve kısa vadeli faiz oranları hala birer sorundu. Sıfıra yakın kısa vadeli faiz oranları, birkaç trilyon dolar değerindeki varlık satın alımları ve sözlü yönlendirme ekonominin yeniden büyümeye başlamasına yardımcı olmuş ancak yeniden sağlığına kavuşturamamıştı. Bir kez daha yeni bir şeyler yapılmasının zamanı gelmişti.

2011'den 2013'e kadar politika araçlarımızı, iletişim yaklaşımımızı ve hatta kapsayıcı politika çerçevemizi yeniden gözden geçirdik. Bu süreçlerin hepsi pürüzsüzce işlemeyecekti, 2013'teki hisse piyasası "öfkesi" buna bir örnek oluşturunca. Ancak neticede yapılan değişiklikler ekonomiyi ve iş piyasasını iyileştirmeye yardımcı oldu ve uzun vadede para politikasının yürütülme şekli üzerinde kalıcı etkiler bıraktı.

SÖZLÜ YÖNLENDİRME ARACINI GÜÇLENDİRMEK

FOMC, Greenspan ve benim başkanlık dönemimde sözlü yönlendirmeyi bir politika aracı olarak kullanma konusunda giderek daha da istekli bir hale gelmişti. Komite, QE1'in açıklandığı Mart 2009'da "federal fonlama oranının uzun bir süre daha oldukça düşük düzeylerde seyretmesini öngördüğünü" söyleyerek piyasa beklentilerini yönetmeye çalışmıştı. Bu ifade, iki yıldan uzun bir süre sonra toplantı sonrası yapılan açıklamalarda yer edinmeyi sürdürdü.

Fed standartlarında güçlü bir ifade olmasına karşın yeterli değildi. Öncelikle belirsizdi. "Uzun bir sürenin" ne kadar uzun olduğu belli değildi ve hangi oranların hangi şartlar altında yükseltilebileceğine bir açıklık getirmiyordu. Ayrıca güçlü bir vaat sunmuyordu. Yalnızca Komite'nin oranların düşük kalmasını *beklediğini* belirtiyordu. Princeton'dan eski meslektaşım Michael Woodford başta olmak üzere bazı eleştirmenler, bu "uzun bir süre" ifadesinin FOMC'nin gelecek politikalar hakkında herhangi bir taahhütte bulunmadığını, yalnızca ekonomik görünüm hakkında karamsar olduğu anlamına geldiğine işaret ediyordu.³ Bu açıdan bakıldığında, ileriye dönük beklentiler yönetimimiz hanehalkı ve iş güvenini zedeleyerek ters tepebilirdi.

Güçlü bir taahhütte bulunmasa da ifademizin sabırlı olacağımızı ve faizleri bir süre daha sıfıra yakın bir düzeyde tutacağımızı ima ettiğini düşünüyordum. Üstelik, devam eden varlık satın alımları ve diğer ifadeler -yapılan konuşmalar ve kongrede verilen ifadeler gibi- politikadaki genişlemeyi sürdürmeyi planladığımız sinyali güçlendiriyordu. Yine de daha belirgin ve güçlü bir ifade kullanımının daha iyi olacağı konusunda Woodford'a katılıyorum.

Zaman geçtikçe "uzun bir süre" ifadesinin yeterince güçlü olmadığı anlaşılabilecekti. 2009 ve 2010'da Fed ekibinin çoğu analizi -ve birçok FOMC üyesi- federal fonlama oranının uzun yıllar daha sıfıra yakın kalması gerektiği

sonucuna varsa da (yatırımcıların fonlama oranının gidişatına bahis oynadığı) vadeli işlemler piyasası ilk faiz artışının birkaç çeyrek dönem sonra gelmesini bekliyordu. Bu yüzden, Komite'dekilerin de tercih edeceği üzere, "uzun bir süre" birçok piyasa katılımcısına göre pek de uzun olmayacaktı. Piyasalar, muhtemelen genişleme ile sıkılaşma arasındaki dönemin kısa olduğu Fed'in eski politika döngülerini referans noktası olarak belirlemişti. Piyasaları, hedef oranı bir süre daha yükseltmeyeceğimizi ikna etmek için daha fazlasını yapmamız gerekiyordu.

Bir sonraki adımı 9 Ağustos 2011'deki toplantıda attık. O yıl ekonomik büyümenin şimdiye kadar hayal kırıklığına uğrattığını belirten açıklamamız sözlü yönlendirmede daha açık sözlü bir ifade kullanıyordu. "Federal fonlama oranının *en az 2013 ortasına* kadar oldukça düşük seyretmesini" beklediğimizi ifade ediyordu, yani iki yıl daha. Açıklama ayrıca Komite'nin "bir dizi politika aracını" değerlendirdiğini belirtiyor, politikada yenilikler yapılabileceği sinyalini veriyordu. Dallas'tan Richard Fisher, Philadelphia'dan Charles Plosser ve Minneapolis'ten Narayana Kocherlakota olmak üzere üç Rezerv Bankası başkanı hayır oyu kullanmıştı. Üçü de yeni bir parasal teşviğin gereksiz olduğu görüşündeydi ve açıklamadaki sözlü yönlendirmeyi değiştirmek istemiyordu. Fed politika kararları için üç "hayır" oyu oldukça fazlaydı; oldukça sıkıntılı sonuçlarla karşılaşılabilceğini ima ediyordu.

Plosser ve birkaç kişi daha oranlara yönelik yeni bir taahhütte bulunacaksak, bunu sabit bir tarihe değil, bir dizi ekonomik koşula dayandırma-mız gerektiğini savunuyordu. FOMC'nin Ağustos 2011 açıklaması *zamana dayalı* bir taahhütte bulunmuş, federal fonlama oranının geleceğini yalnızca takvimdeki bir tarihle ilişkilendirmişti. Plosser'a göre eğer bir taahhütte bulunacaksak, bunun *koşula bağlı* olması, fonlama oranında bir artışa yol açabilecek ekonomik koşulları açıkça belirtmesi gerekiyordu.

Koşula bağlı bir taahhüt, en azından prensipte daha esnek ve ekonomik gelişmelere karşı daha duyarlıydı. Plosser ve bu görüşü paylaşanlar, ekonomik koşullar beklentilerimizden daha hızlı bir şekilde iyileşirse zamana dayalı taahhüdümüzün bizi fonlama oranını gerekenden daha uzun süre düşük tutmaya zorlayabileceğinden endişeliydi. Öte yandan koşula bağlı bir taahhüt -mesela faiz oranlarındaki bir artışı işsizlik oranına bağlayan-sıkılaşmaya daha hızlı gidebilmemiz için bize esneklik kazandırabilirdi. Tabii ki koşula bağlı bir yönetim, ekonomik seyir beklenmedik bir şekilde

kötüleşirse taahhüdümüzün süresini uzatarak başka bir yön de alabilirdi. Zamana dayalı taahhütlerde böylesine otomatik ayarlamalar yapılamazdı. Hatta ekonomik görünümdeki süregelen hayal kırıklığını yansıtan bir hareketle, taahhüdümüzü Ocak 2012'de "en az 2014 sonuna kadar" olmak üzere bir buçuk yıl ve Eylül 2012'de bir kez daha "2015 ortasına kadar" uzatmaya karar verdik. Sonradan verilen bu vaatler Fed başkanı olarak görev süremi sonrasına kadar uzatıldı, bu yüzden bu karara tek bir hayır oyu -Richmond Fed Başkanı Lacker- çıkması ümit vericiydi.

Ekonomik öngörüsünün fazla iyimser olduğu sonradan anlaşılrsa da Plosser kavramsal açıdan mantıklı bir noktaya işaret etmişti. Ve FOMC de daha sonra hem kısa vadeli faiz oranları hem de varlık satın alımlarına yönelik planlarını bildirmek için sözlü yönlendirmede koşula dayalı hareket edecekti. Fakat Ağustos 2011'de zamana dayalı bir taahhüdün elimizdeki en iyi seçenek olduğunu düşünüyordum. Piyasaların ve bizim politika beklentilerimiz arasındaki uçurum göz önüne alındığında piyasaların dikkatini çekmek için dramatik bir şeyler yapmamız gerekiyordu. Koşula dayalı bir yönetim şekli belirsizlik ve yanlış anlaşılma riskleri barındırır çünkü politika yapımcılar, politikada bir değişime gidilmesini tetikleyecek koşulları asla tam olarak belirtmezler. Bunun aksine net bir tarih, basit ve doğrudan bir tutuma sahiptir. O dönemlerde doğrudan bir tutum en iyi yaklaşım gibi görünüyordu.

Deneyim, bizlere ileriye dönük beklentilerin doğru yönetiminin koşullara bağlı olduğunu gösteriyor ve gerçekten de iki yaklaşım da -zaman dayalı ve koşula dayalı- hala kullanımda. Örneğin, Japonya Merkez Bankası 2016'da enflasyonu "istikrarlı bir şekilde" (bir tür koşula dayalı yönetim) yüzde 2'nin üzerine taşımaya yönelik amacına ulaşmak için, gerektiği takdirde oldukça genişlemeci politikalarını sürdürme sözü verdi. Avrupa Merkez Bankası da son yıllarda birkaç kez politika oranını, en azından belirli bir tarihe kadar (zamana dayalı yönetim) düşük tutacağını söyledi. Her halükârda, Ağustos 2011'deki taahhüdümüz etkili olmuş gibiydi. Faiz oranları düştü ve anketlerimiz, bu yönetim şeklinin bir sonucu olarak finansal piyasa oyuncularının oranları yükseltme konusunda daha sabırlı olmamızı beklediğini ortaya koydu.⁴

Yeni sözlü yönlendirme bir teşvik sağlasa da kendi başına çığır açan bir şey olmasını beklemiyorduk. Sonraki FOMC toplantılarında, para politikası

çerçvemizi değiştirme olasılığı da dâhil olmak üzere diğer seçeneklerle ilgili şiddetli tartışmalar yapıldı.

VADE UZATMA PROGRAMI

2011 sonbaharında, birçok meslektaşım ve ben para politikalarının daha fazla işe yaramasının yanı sıra bizim de daha fazlasını yapabilmenin yeni yollarını bulmamız gerektiğine inanıyorduk. Seçenekleri değerlendirmek ve bir fikir birliğine varmak zaman alacaktı. Ancak ekonominin bir an önce ek destek görmeye ihtiyacı vardı. Geçici bir önlem olarak, Eylül 2011'de Haziran 2012'ye kadar 400 milyar dolar değerinde daha uzun vadeli (altı ila otuz yıl) Hazine tahvili satın almaya karar verdik.

Bu yeni varlık satın alımlarının, daha önce de olduğu gibi, uzun vadeli tahvillere olan talebi düşürerek bu tahvillerin getirisini azaltmasını ve daha genel anlamda finansal koşulları iyileştirmesini bekliyorduk. Ama QE1 ve QE2'deki gibi satın alımların ödemesini yeni banka rezervleri oluşturarak yapmak yerine, aynı miktarda vadesi üç yıl veya daha az olan kısa vadeli Hazine tahvili satarak yapmaya karar verdik. Bunun sonucunda satın alımlar Fed'in tuttuğu tahvillerin ortalama vadesini gözle görülür derecede artırsa da bilançonun toplam büyüklüğü değişmedi.

Bu yeni program, satın alımlarımızın banka rezervlerini veya para arzını artırarak değil, net uzun vadeli tahvil arzını düşürerek bu tahvillerin fiyatlarını artırıp getirilerini azalttığı için işe yaradığı görüşüne uyuyordu. Programın en azından önceki varlık satın alımları kadar işe yaramasını, belki de daha fazla banka rezervi yaratmanın daha yüksek bir enflasyona veya finansal istikrarsızlığa neden olmasından endişelenen yerli ve yabancı eleştirmenleri yatıştırmasını umuyorduk.

Öte yandan yeni yaklaşımımızın eksikleri de vardı. Bir, boyutu elimizdeki vadesi üç yıl veya daha az olan tahvil miktarıyla sınırlıydı. Bunların hepsini sattıktan sonra satın alımları banka rezervleri yaratarak finanse etmeye dönmek zorunda kalacaktık. İki, daha uzun vadeli tahvillere geçmek, zamanı geldiğinde bilançomuzu düşürmeyi daha da zorlaştıracaktı çünkü varlıklarımızın vadesi daha uzun sürede doluyordu. Yine de faydalı bir adım gibi görünüyordu. Fed ekibi bu kararın önemli bir ek teşvik sağlayacağını, bu arada da Komite'ye daha kapsamlı bir strateji üzerinde çalışmak için zaman kazandıracağını düşünüyordu.

Yeni programa Vade Uzatma Programı (Maturity Expansion Program/MEP) ismini verdik. Piyasalar ve medya tabii ki resmi ismi umursamadı ve programa 1960'lardaki bir Fed programından esinlenerek Twist Operasyonu ismini verdi. Orijinal Twist Operasyonu'nda, Başkan Martin yönetimindeki Fed, getiri eğrisini "bükme" için, uzun vadeli oranları düşürürken (ekonomide harcamayı hareketlendirmek için) kısa vadeli faizleri yükselterek (doların döviz değerini korumak amacıyla), uzun vadeli tahviller satın alıp kısa vadeli tahviller satmıştı. Analistler, önceki operasyonun belki de küçük ve geçici olduğu için ılımlı etkilere yol açtığını düşünüyordu.⁵ MEP, 1960 tarihli abisinden daha büyük ve daha uzun süreliydi. Tıpkı orijinal Twist Operasyonu gibi MEP de uzun vadeli oranların düşmesini amaçlıyordu ama kısa vadeli oranları yükseltmesini beklemiyorduk çünkü sistemdeki yüksek miktardaki banka rezervleri kısa vadeli faizi sıfıra yakın düzeylerde tutuyordu.

ŞEFFAFLIĞI ARTIRMAK: ENFLASYON HEDEFİ VE EKONOMİK BEKLENTİLERİN BİR ÖZETİ

Etkin alt sınıra rağmen para politikasının nasıl daha etkili olabileceğine yönelik yaptığımız tartışmalar, politika çerçevemize yönelik daha geniş kapsamlı müzakerelere dönüştü. Kullanışlı bir rehber sunmak ve politika, planlarımıza ilişkin anlaşılır açıklamalar yapmak istiyorsak hedeflerimiz, öngörülerimiz ve uygun politikalara ilişkin görüşlerimiz konusunda daha açık olmalıydık. Bana -ve diğer birçok FOMC üyesine- kalırsa, bu eylemlerimizi yönlendiren çerçeve hakkında daha açık olmak anlamına geliyordu. Komite, saatlerini bir dizi olasılığı değerlendirerek geçirdi.

Bu tartışmaların ardından Komite, Ocak 2012'de Fed'in tarihinde bir ilk olmak üzere, para politikaları ilkelerine yönelik bir açıklama yapılmasını onayladı. Bu açıklamada, kişisel tüketim harcamaları (PCE) fiyat endeksiyle ölçülecek yıllık yüzde 2'lik resmi bir enflasyon hedefi duyurduk. Açıklamamız, söz konusu hedef oranının benimsenmesinin, artık tam istihdamı desteklemekle ilgilenmediğimiz anlamına gelmediğinin altını çizdi. Aksine, kongre himayesindeki fiyat istikrarı ve maksimum istihdam hedeflerimize eş ağırlık veren "dengeli bir yaklaşıma" sahip olacağımız belirtildi.

Enflasyon hedefi fikri pek de yeni bir fikir sayılmazdı. Esasen 2012'de giderek uluslararası bir norm haline gelmeye başlamıştı. 1990 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın öncülüğünde, birçok merkez bankası enflasyon

için hedef oranlar (veya bazen hedef aralıkları) duyuruyordu. Gelişmiş ekonomilerde bunların arasında İngiltere Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, İsveç'in Riksbank'ı, Avustralya Merkez Bankası ve Kanada Merkez Bankası yer alıyordu. Enflasyon için hedef belirleyen orta geliri ülkeler arasında da Brezilya, Meksika, Şili, İsrail ve Güney Afrika vardı.

Neden bir enflasyon hedefi belirleniyordu? Bu adımın arkasındaki neden, enflasyonun para politikalarının tek hedefi olduğu veya olması gerektiğiyle ilgili *değildi*. Uygulamada, enflasyon hedeflemesi yapan tüm merkez bankaları "esnek" enflasyon hedefleri belirliyordu, yani zaman içinde enflasyon hedefine ulaşma planıyla tutarlı olduğu sürece istihdam ve ekonomik büyüme gibi birden fazla hedefi gerçekleştirme alanına sahiptiler. Hiçbir merkez bankasının sıfır düzeyinde bir enflasyon hedefi, yani tam anlamıyla fiyat istikrarı belirlememesi istihdam ve diğer hedefler için bir endişe teşkil etmiyordu. Hisse trader'larının enflasyon beklentilerini düşürerek sıfır düzeyinde ortalama bir enflasyon hedefi belirlemek, oldukça düşük nominal faiz oranları görüleceği anlamına geliyordu. Ancak düşük nötr faiz oranları da etkin sınırın para politikacılarını olası bir resesyona güçlü bir şekilde yanıt vermekten alıkoyması riskini artırıyordu. Bu sebeple yüzde 2'lik enflasyon hedefimiz ikili görev mandamızı dengelemeyi amaçlıyordu; enflasyonun fiyat istikrarıyla tutarlı olacak kadar düşük ancak etkin alt sınıra inmeden faiz oranlarını düşürüp tam istihdam sağlamak için bir alan yaratma becerimizi koruyacak kadar yüksek olması gerekiyordu.

Eski bir akademi profesörü olarak enflasyon hedefleme çalışmalarına katkıda bulunmuştum. Ağırlıklı olarak, finansal krizde Fed Kurulu üyesi olarak görev alan Kolombiya Üniversitesi'nden Frederic (Rick) Mishkin ile çalışmıştım.⁶ Enflasyon hedefini, piyasaların ve halkın politikaları anlamasını ve öngörmesini kolaylaştıracak daha şeffaf ve sistematik bir çerçevenin ana unsuru olarak görüyordum. Mishkin ile yaptığımız araştırma, enflasyon hedeflemesinin meyvelerini toplamak için merkez bankalarının yalnızca bir hedef açıklamaktan daha fazlasını yaptıklarını gösteriyordu. Öngörülerine, risk değerlendirmelerine ve -bazı durumlarda- politika faiz oranı tahminleri de dâhil olmak üzere kendilerinden beklenen politika yanıtlarına yönelik daha fazla bilgi veriyorlardı. Mishkin ile bu şeffaflığın sözlü yönlendirmeyi daha etkili bir hale getirdiğini ve belirsizliği azalttığını savunuyorduk çünkü artık herkes politikaları yönlendiren değerlendirmelere yönelik daha fazla bilgi sahibiydi. Bu şeffaflık ayrıca, siyasetçilerin ve halkın alınan politika

kararlarının arkasındaki nedenleri daha iyi anlamalarını sağlayarak merkez bankası bağımsızlığını da destekliyordu, böylece demokratik yönetim ile resmi olarak seçilmemiş merkez bankacıları otoritesinin delegasyonu arasındaki gerilimi de azaltıyordu.

Enflasyon hedeflemesine yönelik tartışmalar, para politikalarının *kurallar* mı yoksa *inisiyatifle* mi yönetilmesine ilişkin uzun süreli bir başka tartışmayla üst üste biniyordu. Politika kuralları savunucuları, ekonomist John Taylor'ın 1993 yılında önerdiği gelenek kuralındaki gibi, politika yapıcılarının kısa vadeli faiz oranlarını basit, sayısal bir formüle göre belirlemesi gerektiğini belirtiyordu. Taylor'ın kuralında bu formül, yalnızca güncel işsizlik ve enflasyon düzeylerini içeriyordu.⁷ Eğer sıkı izlenirse bir politika kuralı, gerçekten de politika değişimlerinin öngörülmesini kolaylaştırır ve politika yapıcılarının, örneğin enflasyondaki bir artışa geçmiştekine göre daha farklı tepki vermeleri gibi, var olan normlardan sapmalarını engelleyebilirdi. Ancak sıkı politika kuralları, kural kapsamında olmayan bilgilere dayanarak karar vermek için bir alana yer bırakmıyor ve bu yüzden özel koşullara kolayca uyum sağlayamıyor. 2008 finans krizi veya 2020 koronavirüs pandemisi buna birer örnek. Bu yüzden işsizlik ve enflasyon ilişkisi veya faiz oranlarının harcamalar üzerindeki etkisi gibi, ekonominin yapısındaki süregelen değişimler, sabit kurallar için sorunlara yol açıyor.

Öte yandan politika inisiyatifinde, faiz oranı kararları toplantıdan toplantıya, mevcut bilgiler kullanılarak veriliyor. İnisiyatif yaklaşımı, özel faktörleri veya yapısal değişimleri hesaba katma konusunda daha başarılı ve genellikle esnekliğe oldukça önem veren politika yapıcılar tarafından tercih ediliyor. Ancak inisiyatif politikaları tek başlarına piyasa katılımcılarının kararları anlamasını veya tahmin etmesini zorlaştırıyor, riskli veya henüz denenmemiş politikalar için daha az tedbir sağlıyor ve genel olarak daha az sorumluluk sunuyor. İnisiyatif yaklaşımı, politika yapıcılarının gelecekteki eylemler için söz vermesini engelleyerek sözlü yönlendirmenin bir politika aracı olarak kullanılmasını da kısıtlıyor.

Mishkin ve ben enflasyon hedeflemesinin, katı politika kuralları ile serbest inisiyatif arasında politika yapıcılara *sınırlı inisiyatif (constrained discretion)* sağlayan, makul bir uzlaşma olduğunu savunuyorduk. Politika yapıcılar sınırlı inisiyatifle kararlarını özel durumlara uygun olacak şekilde kullanabilir ve politika hedeflerini birbirlerine karşı tartabilir. Öte yandan

bazı gerekliliklerle sınırlanırlar; bir, zaman içinde hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak ve iki kararlarını kamuoyuyla paylaşmak. Bu gereklilikler öngörülebilirliği ve hesap verilebilirliği güçlendirir. Bunun yanı sıra güvenilir bir enflasyon hedeflemesi rejimi insanların enflasyon beklentilerini oluşturulan hedef etrafında sabitleme eğilimindedir. Arthur Burns'un 1970'lerde enflasyonu kontrol altına alma çabaları, kötü enflasyon beklentileri sebebiyle sekteye uğramış ve bu durum da yıkıcı ücret-fiyat spirallerine katkıda bulunmuştu. Bir enflasyon hedefi duyurmak ve bu hedefe sürekli olarak ulaşabilmek bu dinamikten kaçınılmasına yardımcı olur. Eğer enflasyon hedefi güvenilir olursa, insanlar gıda ve enerji fiyatlarındaki şoklar gibi enflasyondaki geçici değişiklikleri, uzun vadeli beklentilerini ve ücret-fiyat davranışlarını hesaba katmadan değerlendirebilir.

Enflasyon hedeflerine ilişkin uluslararası eğilim göz önüne alınınca bunun FOMC'de tartışılan bir konu olması şaşırtıcı değildi. 1989 gibi erken bir tarihte, Cleveland Fed Başkanı Lee Hopkins enflasyon hedeflemesinin FOMC politikalarının tutarlılığını artıracakını söylemişti.⁸ Greenspan bu fikrin birkaç kez FOMC toplantılarında ele alınmasına izin vermişti. Bu kapsamda, 1995 yılında o zamanlar henüz vali olan Janet Yellen ile Richmond Fed Başkanı Al Broadus bir müzakerede karşı karşıya geldi. Bu müzakerede Yellen, yalnızca enflasyon hedeflemesi yapan politikalara karşı çıkmış ancak daha sonra Fed'in istihdam hedeflerini de kapsayacak kadar esnek bir enflasyon hedeflemesini desteklemeye başlamıştı. Komite, Temmuz 1996'da politikanın resmi olmayan yüzde 2'lik bir enflasyon hedefine dayalı olarak yürütülmesini destekledi. Greenspan de buna katılıyordu ama tek şartı, söz konusu hedefe yönelik kamuoyuna bir duyuru veya taahhüt yapılmamasıydı. Bu, bir enflasyon hedefine sahip olmanın sunduğu faydaların büyük bir kısmını etkisiz hale getiren bir şarttı.⁹

FOMC'nin 2003'te enflasyonun hem çok düşük hem de çok yüksek olabileceği kabul etmesi –bu durum Fed'in dolaylı bir hedefi olduğunu ortaya çıkarmıştı– enflasyon hedeflemesini bir kez daha gündeme taşıdı. Şubat 2005'te Greenspan FOMC'nin enflasyon hedeflemesi yapması üzerine kapsamlı bir tartışma daha yapılmasına izin verdi. Ama resmi, halka açık bir hedef belirlenmesine karşı çıkmaya devam ediyordu, bu yüzden bu tartışmalar bir yere varmadı. Greenspan tedbirli olmanın önemli olduğunu düşünüyordu ve belirli bir enflasyon hedefinin durduk yere para politikalarını kısıtlamasından endişeleniyordu. Ayrıca siyasi endişeleri de vardı. Eğer Fed

oybirliğiyle bir enflasyon hedefi açıklarsa, Kongre para politikalarının amaçlarını oluşturma becerisinin elinden zorla alındığını düşünüp, bunun karşılığında Fed'in operasyonel bağımsızlığını kısıtlayarak bir tepki verir miydi?

Kurul'a atandığım 2002 yılında, medya Greenspan ile enflasyon hedeflemesi konusunda birbirimize gireceğimizi düşünüyordu. Bu konuda kamuya açık olarak konuştum. Yaptığım bir konuşmada Amerikan medyasının enflasyon hedeflemesini metrik sistemle karşılaştırdığını, sanki enflasyon hedeflemesi "yabancı, uygulanamaz ve az da olsa yıkıcıymış" gibi davrandığını söyledim ve hedeflemeyi desteklemeye devam ettim.¹⁰ Greenspan bana asla alenen karşı çıkmadı. Birkaç dostane tartışmada bir araya geldik ama Greenspan'e karşı gelebileceğim konusunda kendimi kandırmıyordum.

2006'da Fed başkanlığına getirildiğimde bir enflasyon hedefi oluşturma konusunda tedbirli ilerliyordum. Bunun hala doğru yaklaşım olduğunu düşünüyorum ama gerçekleşmesi için Komite'yle sıkı ve önemli hazırlıklar yapmam gerektiğini anlamıştım. Yeni pozisyonumda ayrıca Greenspan'ın siyasi endişelerini de daha iyi anlamıştım. Kanada ve İngiltere gibi bazı ülkelerdeki -enflasyon hedeflemesi de dâhil olmak üzere- para politikaları rejimi, hükümet ve merkez bankası tarafından ortak bir şekilde belirleniyordu. Euro bölgesi de dâhil olmak üzere diğer yönetimlerde merkez bankaları, yükümlülükleriyle tutarlı bir şekilde sayısal enflasyon hedefleri belirliyor ve öngörülerin yayınlanması gibi diğer faktörleri de destekliyordu. Fed'in bir hedef oluşturma ve Kongre'nin fiyat istikrarı mandasını uygulamaya yönelik bir çerçeve oluşturma konusunda en donanımlı kuruluş olduğunu düşünüyordum. Ama Kongre ve hükümete danışmak ve onlardan destek almak akıllıca görünüyordu.

Resmi bir enflasyon hedefi duyurmaya çalışmak yerine, ekonomi ve politika görünümümüze ilişkin daha fazla bilgi verilmesini sağladım. Bu adımlar, resmi enflasyon hedefleme çerçevesinin benimsenmesini destekleyecekti. FOMC 1979 yılından beri Kongre'ye Sunulan Para Politikası Raporu (Monetary Policy Report to Congress) kapsamında yılda iki kez ekonomik tahminlerini yayınlıyordu ama bu açıklamalar pek dikkat çekmiyordu. Fed başkanı olarak ikinci yılım olan Eylül 2007 toplantısında FOMC, ekonomik tahminleri iki yıl yerine üç yıllık bir dönemde, yılda iki kez yerine çeyrek dönem başına yayınlama planımı onayladı. Bu tahminler Komite tarafından toplu olarak değil FOMC katılımcıları tarafından bireysel olarak yapılıyordu

ve bunun sonucunda yayınlanan açıklamaya *Ekonomik Tahminlerin Özeti* (*Summary of Economic Projections/SEP*) deniyordu. Üretim artışı, işsizlik, enflasyon ve çekirdek enflasyon olmak üzere tahminlerimizi dört değişkene bağlı olarak yapıyorduk. Bu tahminler, o zaman kişilere atfedilmeden yayınlanıyordu. Bu planın amacı, Komite'nin ekonomik görünümün değişimini nasıl gördüğünü açıkça ortaya koymaktı.

Zaman içinde SEP'i genişlettik. Ocak 2009'da enflasyon, işsizlik ve ekonomik büyüme için "uygun para politikalarının" oluşturulacağı varsayımıyla, "uzun vadeli" yani kabaca üç ila beş yıllık bir aralıkta yeni tahminler ekledik. Bu uzun vadeli öngörüler Komite'nin düşünceleriyle ilgili önemli bilgiler sağladı. Uygun para politikalarının eşlik ettiği uzun vadeli enflasyon tahminleri, FOMC'nin enflasyon hedef aralığını ima etmenin dolaylı bir yoluydu. Çoğu FOMC katılımcısı yüzde 2 veya bunun biraz altında bir hedefi destekliyordu. Ve uzun vadeli işsizlik tahminleri de Komite'nin doğal enflasyon oranı u^* tahminlerini ortaya koyar nitelikteydi.

Tüm bunlar olurken, resmi bir enflasyon hedefi oluşturma konusunda Fed içinde ve dışında birçok kişiye danıştım. Çoğu FOMC üyesi yavaş yavaş bu fikri onaylıyordu (veya Fed Governörü Betsy Duke'un da söylediği gibi bu konuyu toplantılarda sürekli tartışmaktan yorulmuşlardı). Önce Obama'nın danışmanları, sonra da kendisiyle görüştüm. Yönetimin bu fikre karşı çıkmayacağını söyledi. Fakat Kongre'nin Finansal Hizmetler Komitesi başkanı Barney Frank (Demokrat, Massachusetts) endişeliydi. İstihdam ve üretim düşüşteydi, bu yüzden Fed'in öncelikli olarak enflasyona önem verdiği izlenimini vermesinin yanlış bir psikoloji oluşturabileceğine inanıyordu. Bir noktada, Ocak 2009'da uzun vadeli enflasyon tahminlerinin de duyurulması Frank'in itirazlarının sonuydu. Bir hedef açıklamayla karşılaştırıldığında dikkat çekmeyen bir adımdı ama yine de en azından bir hedef aralığı ima ediyordu. Ve işsizlik için de uzun vadeli tahminler yaptığımız için enflasyona istihdamdan daha çok önem verdiğimizizin düşünülmeyeceğine inanıyordum.

FOMC 2011'de bu çerçeveyi yeniden değerlendirmeye karar verdiğinde, Kurul'un başkan yardımcısı olarak Don Kohn'un ardından göreve gelen Janet Yellen'dan, bu konu üzerinde çalışacak bir alt komiteye başkanlık etmesini istedim. Janet'ın alt komitesi resmî olarak yüzde 2'lik bir enflasyon hedefi benimsememizi öneriyor ancak fiyat istikrarı ve tam istihdam için

dengeli bir yaklaşıma vurgu yapmamız gerektiğini belirtiyordu. “Dengeli yaklaşım” terimi, Phillips eğrisinin de ima ettiği üzere para politikalarının bazen enflasyon ve işsizlik hedefleri arasında kısa süreli bir takasla karşılabileceği gerçeğini yansıtıyordu. Ancak yüksek işsizlik ve düşük enflasyonun, daha fazla teşviğe gerekçe olarak gösterildiği 2011’de durum bu değildi. Dengeli bir yaklaşımda, bu hedefler çatışırsa politika yapıcılar iki hedefin önemini yansıtan, aynı zamanda da elde edilmesi daha zor olan hedefi önceliklendiren bir ara yoldan gidebilirdi.

Politika ilkeleri oldukça bariz bir soruyu gündeme getiriyordu: Hem işsizlik oranı hem de enflasyon oranı için neden sayısal bir hedefimiz yoktu? Bu ikisi arasında fark, uzun vadede para politikasının işsizlik oranının değil enflasyon oranının ana belirleyicisi olmasıydı. Para politikacıları enflasyon için bir hedef belirleyebilir ve -etkin alt sınır gibi pürüzlerin üzerinden gelecek- bu hedefe en azından birkaç yıl içinde ulaşabilirdi. Enflasyonun eğilim gösterdiği “doğal” bir enflasyon oranı yok. Uzun vadede enflasyon, para (ve mali) politikacılarının eylemlerini yansıtır.

Bunun aksine, para politikası işsizliği kısa vadede etkilerken, uzun vadede sağlıklı bir ekonomide işsizlik oranı, ağırlıklı olarak para politikası kontrolünün dışında olan faktörlerle belirlenen doğal orana doğru hareket etme eğilimindedir. Bu faktörler arasında demografi, işgücü becerileri, şirket ihtiyaçları ve stratejileri (örneğin, otomasyona bel bağlama) ve çalışanlar ve işverenleri doğru eşleştirme kapsamında iş piyasasının verimliliği yer alır. Dahası, doğal oran doğrudan izlenemez ve uzun vadede istikrarlı hareket etme eğiliminde değildir. Bu sebeple para politikacılarının işsizliği sonsuza kadar keyfi bir uzun vadeli hedefte tutmaları beklenemez. İşsizlik için sabit bir oran belirlemek ve bu hedefe ulaşmak mümkün olmasa bile FOMC’nin uzun vadeli, sürdürülebilir bir işsizlik oranı öngörüsü (çeyrek dönemlik SEP’lerde de görüldüğü üzere), gözle görülür derecede belirsizlik ve değişime tabii olmasına rağmen işsizlik oranı için geçici bir hedef gibi görülebilir. Bu anlamda bu öngörünün altında yatan dengeli yaklaşımın ahengi daha da belirginleşiyor.

Yeni politika ilkelerini benimseyip açıkladığımız Ocak 2012’de, Barney Frank ile yeniden bir araya geldim. Finansal kriz ve sonrasında karşılıklı bir güven inşa etmiştik. Daha da önemlisi, artık yaklaşımımızın dengeli doğasını anlıyordu. Ve enflasyonun belirlenen hedefin altında ilerlemesiyle, yeni

politika çerçevesi Barney'nin de desteklediği gevşek para politikalarıyla tutarlıydı. Enflasyon hedefini de içeren yeni politika ilkelerinin açıklanma süreci, Kongre veya hükümetin itirazları olmadan pürüzsüzce geçti.

SEP evrilmeye devam etti. Yeni politika ilkeleriyle aynı anda yayınlanan Ocak 2012 SEP'i federal fonlama oranının gelecek gidişatını içeren (FOMC katılımcıları tarafından bireysel olarak yapılan) ilk tahminlere yer veriyordu. Fed takipçileri federal fonlama oranı tahminlerini sergileyen bu figüre *dot plot* ismini verdi. Komite ayrıca, federal fonlama oranının ilk kez yükseleceği bu yıla ilişkin katılımcıların öngörülerini özetleyen bir sütun grafiği de yayınlamaya başladı.

Enflasyon hedefi ve SEP ekonomik öngörülerini, giderek Fed'in kurduğu iletişimin ana unsurları olarak kabul görmeye başladı. Dot plot ise daha tartışmalıydı. Temel olarak FOMC katılımcılarının güncel görüşlerinin bir derlemesi olan dot plot, bu katılımcıların bireysel konuşmalar veya röportajlar yerine, daha sistematik bir şekilde politikanın nasıl evrileceğini düşündüklerine ilişkin yararlı bilgiler sağlıyor. Dot plot çoğu durumda, mevcut bilgiler doğrultusunda politikanın muhtemel gidişatına ilişkin ipuçları veriyor ve piyasalar da dolayısıyla önemli değişimlere tepki gösteriyor. Örneğin, piyasaların yanlışlığa düşerek Fed'in faizi kısa bir süre içinde "normalleştireceği" yorumlarını yaptıkları 2009-2010'un aksine, Fed başkanlığı yaptığım dönemde yapılan tahminler gevşek politikaların devam edeceği mesajını destekler nitelikteydi. Öte yandan dot plot, Komite'nin kolektif görüşü veya resmi sözlü yönlendirmesi değil, her bir katılımcının petrol fiyatları veya mali politika gibi dış faktörlere yönelik varsayımlarına dayanan, gerekli politikalara ilişkin bireysel tahminlerinin bir derlemesiydi.* Anonim olarak yayınlanan dot plot tahminleri ayrıca başta başkan olmak üzere Komite liderlerinin politika kararları üzerindeki etkisini de yansıtmıyordu. Bu sebeple her çeyrek dönem yayınlanan SEP tahminleri, Komite'nin toplantı sonrası açıklamalarındaki faiz yönlendirmesiyle her zaman uyuşmuyordu. Bu farklılıklar, politika mesajını bulandırma riskine yol açıyor ve başkana, basın toplantılarında Komite'nin kolektif amaçlarını açıklaması için bir baskı oluştuyordu. Yine de enflasyon hedefi, (dot plot da dâhil olmak üzere)

* Tıpkı diğer merkez bankaları gibi (örneğin İngiltere Merkez Bankası), tüm Komite'ye ait ekonomi ve faiz oranı tahminleri oluşturmaya çalışıyorduk ama deneylerimiz bizi FOMC'nin bunun uygulanabilir olması için fazla büyük, çeşitli ve coğrafi olarak kopuk olduğuna ikna etti.

SEP, basın toplantıları ve daha belirgin bir sözlü yönlendirme kullanımı, para politikalarını gözle görülür derecede daha da şeffaflaştırdı.

QE3: AÇIK UÇLU VARLIK SATIN ALIMLARI

Ekonomi 2012’de büyüse de başta iş piyasasında olmak üzere görülen toparlanmanın hızı hayal kırıklığına uğratmaya devam ediyordu. Bu, artık bilindik ve moral bozucu bir nakarata dönüşmüştü. Yazın son ayında yıllık Jackson Hole sempozyumu için toplandığımızda işsizlik oranı hala yüzde 8,2 düzeyindeydi ve işsiz kesimin yüzde 40’ı altı ay veya daha uzun bir süredir çalışmıyordu. Haziran ayında yayınlanan FOMC tahminleri giderek artan karamsarlığı yansıtıyordu. Bu tahminler, işsizliğin ekonomik toparlanmanın başlamasından iki yıl ve başladığından beri beş yıl olmak üzere, 2014 sonuna kadar yüzde 7’nin üzerinde seyredeceğini belirtiyordu. Ayrıca 2012 ve 2013’e yönelik ekonomik büyüme beklentileri de düşmüştü. Enflasyonun da henüz yeni belirlediğimiz hedefin altında kalması bekleniyordu.

Krizden sonraki birkaç yıl boyunca ekonomiyi güçlendiren federal mali politikalar, şimdi büyümeyi aşağı çekiyordu. Federal hükümet, 2012’de üç mali politikanın sona erme tarihinin çakıştığı bir “mali uçuruma” doğru sürükleniyordu. Kongrenin harekete geçmesini engelleyen federal hükümet, 31 Aralık’ta borçlanma limitine ulaşacak, Bush dönemine ait vergi indirimleri sona erecek ve haciz -derin otomatik harcama kesintileri- başlayacaktı. Neyse ki Kongre olabilecek en kötü sonuçlardan kaçınmayı başardı ama vergi artışları (bordro vergilerindeki geçici yüzde 2’lik düşüşün de sonlaması dâhil olmak üzere) ve harcama kesintileri, toparlanmanın ağır seyrettiği bir dönemde ekonomiye bir darbe yapmaya hazırlanıyordu. Tarafsız Kongre Bütçe Ofisi, mali sıkılaşma sebebiyle ekonomik büyümenin yüzde 1,5 daralacağını öngörüyordu.¹¹ Fed’in bağımsızlığından endişe ediyordum, bu yüzden şimdiye kadar Greenspan’ın yaptığı gibi mali politika müzakerelerine katılmaktan kaçınıyordum ama mali politikadaki gidişatın Fed’in yükümlülüğündeki hedefleri elde edememe riski oluşturduğuna inandığım için bir istisna yaptım. 2009’da mali teşviği desteklemiştim ama 2012’de, verdiğim kongre ifadeleri ve yaptığım konuşmalarda, ters etki yapabilecek bu idareye karşı direndim. Yorumlarımın gideren partizan ve ideolojik bir hale bürünen Kongre’de neredeyse hiçbir belirgin etkisi olmadı.

Öte yandan Avrupa da bir endişe kaynağı olmaya devam ediyordu.

Kasım 2011’de, Mario Draghi Avrupa Merkez Bankası başkanı olarak Jean-Claude Trichet’in yerini aldı. Draghi daha önce İtalya Merkez Bankası başkanı ve uluslararası bir düzenleyici kuruluş olan Finansal İstikrar Kurulu’nun (FSB) lideri olarak hizmet vermişti. Tıpkı benim gibi Stan Fischer’in öğrencisi olduğu MIT’den ekonomi doktorasına sahipti. Draghi ECB’yi tam zamanında güvercin bir doğrultuya yönlendirmiş ve 2011’de yapılan iki faiz artışını tersine çevirmişti. Daha da önemlisi, Draghi’nin Temmuz 2012’de Londra’da yaptığı bir konuşmada, “Euro’yu korumak için yapılabilecek ne varsa yapmaya” yönelik verdiği söz, İtalya, İspanya ve diğer ülkelerin borcu sebebiyle piyasalardaki kontrolden çıkan krizi hafifletmeye yardımcı olmuştu.¹² Ama Almanya ve müttefiklerinin itirazlarıyla karşı karşıya kalan Draghi’nin ECB’si, Avrupa mali desteğinin kısıtlı olduğu bir dönemde diğer büyük merkez bankalarının büyük ölçekli varlık satın alımlarını geciktirmişti. Ağır borçlar altındaki hükümetler tasarruf yapmak (bütçe kesintileri ve vergi artışları) zorundaydı ve harcama yapmak için alanı olan hükümetler bile tasarrufa gitti. Bunun sonucunda Avrupa ekonomisi, giderek artan tam anlamıyla bir deflasyon riski karşısında zayıf kalmaya devam etti. Euro bölgesindeki bu zayıf görünüm, ABD dâhil olmak üzere Avrupa’nın ticaret ortaklarına da sıçradı.

2012 ortalarındaki ekonomik görünüm daha fazla para teşviğini destekler niteliğindeydi, tabii bunu yapabilmek için yeterli aracımız olduğunu varsayarsak. Halihazırda Vade Uzatma Programı’nın sonlanma tarihini Haziran 2012’den yıl sonuna uzatmıştık. Bu da altı ay boyunca, her ay ödemesini elimizdeki kısa vadeli tahvillerin satışıyla yaptığımız 45 milyar dolar değerinde uzun vadeli Hazine tahvili satın almamız gerektiği anlamına geliyordu. Bu yeterli olacak gibi görünmüyordu. FOMC, MEP’in uzatıldığını bildiren açıklamada aynı zamanda “uygun olduğu taktirde daha fazla eylem almaya hazır olduğunu” söyledi. Jackson Hole’da 31 Ağustos’ta zayıf istihdam verilerinin “ciddi bir endişe” olduğunu belirterek FOMC’nin verdiği sinyali destekledim ve “iş piyasası koşullarında sürdürülebilir bir iyileşme için ek politika desteği vereceğimizi” söyledim.¹³

Yaptığım imaların ardından FOMC’nin verdiği sözleri harfiyen yerine getirmesi bekleniyordu. Komite eylül ayında, daha sonra QE3 olarak bilinecek yeni bir varlık satın alım programı açıkladı. Konut piyasasına daha fazla destek vermek amacıyla,uzatılan MEP dâhilinde süregelen aylık 45 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine tahvili alımlarımıza, aylık 40 milyar dolarlık

GSE garantili ipotek kredisi destekli tahvil satın alımları ekledik ve toplam satın alımlarımızı aylık 85 milyar dolara taşıdık. Aynı toplantıda ayrıca “en az 2015 ortasına kadar” düşük faiz oranları taahhüt ettiğimiz sözlü yönlendirmemizi de uzattık. Komite aralık ayında, süresi dolan MEP’in yerini alması için aylık 45 milyar dolar değerinde Hazine tahvili satın almaya (banka rezervleri oluşturularak ödeniyordu) devam edilmesini kabul etti ve toplam satın alma akışını 45 milyar doları Hazine tahvili, 40 milyar doları MBS olmak üzere, aylık 85 milyar dolarda tutmaya devam etti. QE3 bu hızda giderse (yılda bir trilyon dolara yakındı) yakında QE2’yi geride bırakacaktı.

Buradaki kritik mesele, önceki varlık satın alım programlarımızın aksine, QE3’ün *ucu açıktı*, yani ne toplam satın alım miktarı ne de son kullanma tarihi belirlenmişti. Bunun yerine FOMC “iş piyasasındaki görünüm önemli derecede iyileşmezse”, varlık satın alımlarının bu alanda bir gelişme görüle-ne kadar devam edeceğini belirtti. Diğer bir deyişle, satın alımların süresi ve boyutu önceden belirlenmemiştir ama iş piyasasına ilişkin değerlendirmemize dayanıyordu. Bu, zamana dayalı değil, koşula dayalı bir taahhüttü. Bu açık uçlu sözün, Draghi’nin “ne gerekiyorsa yapılacak” taahhüdüne benzer şekilde, Fed’in de gerektiği kadar destek vereceğine ilişkin bir güven vermesini umuyordum.

QE3, verilen bir hayır oyuna -gevşek politikaların olağan muhaliflerinden Richmond Fed başkanı Jeff Lacker- rağmen Komite içinde de tartışmalı bir konuydu ve bu durum zaman içinde arttı. Maalesef bu fikir uyuşmazlığı kurduğumuz iletişimi karmaşıklştırıyor ve hem FOMC’de hem de piyasalarda daha ne kadar süre varlık satın alımı yapacağımız ve bu programın hangi koşullar altında sonlanacağına ilişkin belirsizliğe neden oluyordu.

Komitedeki kuruntular, önceki QE dönemlerini andırıyordu ama QE3’ün açık uçlu doğası sebebiyle bu kez daha dişlilerdi. Genel anlamda endişeler iki kategoride toplanıyordu: QE3’ün muhtemel etkilerine yönelik şüpheler ve olası maliyetleri ve risklerine ilişkin korkular. QE3’ün etkinliği kapsamında, Fed ekibi ekonomistleri yeni varlık satın alımlarının uzun vadeli faiz oranlarını bastırarak ekonomik toparlanmayı hızlandırmaya yardımcı olacağını belirtiyordu ancak bazı FOMC katılımcıları bundan şüpheliydi ve beklenen faydaların gerçekçi olmayan bir şekilde fazla olduğunu savunuyordu. Ekonomik toparlanmanın önceki varlık satın alım dönemlerinde olduğu gibi ülkeyi hayal kırıklığına uğratmaya devam edebileceğini ve bu henüz görece

denenmemiş aracın etkilerinin en iyi ihtimalle oldukça belirsiz olacağını savundular ve haklılardı da. Eğer satın alımlar gerçekten etkili olmazsa, o zaman işler düzelene kadar satın almaya devam edileceğine yönelik verilen açık uçlu söz de yalnızca Fed bilançosunun kabarmasına yol açacak ve istihdam ve büyüme kapsamında bir fayda elde edilemeden programın sonlandırılmasını karmaşıktıracaktı. (Kurul üyesi Jeremy Stein buna Groundhog Günü senaryosu adını vermişti: hayal kırıklığına uğratan sonuçlar veren satın alımların devam etmesi daha fazla satın alma baskısı oluşturacaktı.) Şüpheciler, etkisiz bir programın yürürlüğe konulmasının hiçbir şey yapmaktan daha kötü sonuçlar doğuracağını savunuyordu çünkü bu durum kamuoyu güvenini zayıflatacak ve finansal piyasalarda Fed'in güvenilirliğine zarar verecekti.

Maliyetler ve risklere gelirse, FOMC üyeleri uzun süreli düşük faiz oranlarının hemen olmasa bile eninde sonunda finansal istikrarsızlığa yol açacağını belirtiyordu. Örneğin, ısrarla düşük kalmaya devam eden getiriler yatırımcıları daha yüksek getiriler elde etmek için mantıksız riskler almaya veya daha fazla borç almaya itebilir, gelecek şoklara karşı onları savunmasız bir hale getirebilirdi. Bir diğer endişe de uzun vadeli faiz oranlarının beklenmedik bir şekilde yükselmesinin Fed'in tuttuğu tahvillerin piyasa değerinde sert bir düşüşe yol açması, portföyümüzde ciddi kayıplarla sonuçlanmasıydı.* Kısa vadeli oranlarını, zamanı geldiğinde, bankalara Fed'de tuttukları rezervler için faiz ödeyerek yükseltmeyi planlıyorduk. Artan banka rezervleriyle finanse edilen yeni varlık satın alımları, gelecekte bankalara ödememiz gereken faiz miktarını artırabilir, Hazine'ye göndereceğimiz kârı azaltabilirdi. St. Louis Fed Başkanı Jim Bullard'ın da altını çizdiği üzere, portföyümüzdeki kayıplar ve Hazine'ye yaptığımız olağan ödemelerde bir düşüş (böyle bir durumda para Hazine yerine bankalara giderdi), Capitol Hill'deki sayısız rakiplerimize güçlü bir cephe sağlayabilirdi.

QE3'ün açık uçlu olacağını açıkladığımız Aralık 2012 toplantısından önce kendi bünyemizde yapılan bir ankette, FOMC katılımcıları endişelendikleri en büyük iki riskin finansal istikrarsızlık ve portföyümüzde olası kayıplar olduğunu belirtti. Geçmişle karşılaştırıldığında oldukça büyüyen bilançomuzu küçültme olasılığının zorluklarının yanı sıra, diğer endişeler arasında tahvil

* Fed'in muhasebe prosedürlerine göre, herhangi bir kayıp yalnızca tahvil satışı yapılsa resmi olarak dikkate alınacağı gerçeği bizim için ufak bir avuntuydu.

piyasaları işlevine zarar vermesi ve birkaç şahin üyeye göre, para teşviği se-
linin bir noktada enflasyonda bir artışa yol açması riskleri yer alıyordu. Ge-
nel belirsizlik algısını yansıtan bazı anket katılımcıları ayrıca “beklenmedik”
veya “bilinmeyen” yan etkiler olasılığının altını çiziyordu. FOMC katılımcıla-
rının bu risklerinin hiçbirinin “şiddetli olmadığını” belirttiklerine sevindim
çünkü bu, çoğunun yeni satın alımların olası dezavantajlarının altından kal-
kılabilir olduğunu düşündükleri anlamına geliyordu.

Şahsen, yeni varlık satın alımlarının ekonomiye hala oldukça ihtiyaç duy-
duğu desteği sağlayabileceğine ikna olmuştum ve açık uçlu bir yaklaşımın,
önceki sabit programlara göre daha güçlü olacağına ve daha çok güven inşa
edeceğine inanıyordum. Ayrıca, aralık ayında Komite’ye şimdiye kadar ya-
şadıklarımıza dayanarak, maliyetler ve risklere ilişkin endişelerin büyük bir
kısmının, daha da ileri gitmemizi engelleyecek kadar kaygılandırıcı olmadı-
ğını söyledim. Ancak para politikası ile finansal istikrar arasındaki bağlan-
tılar henüz tam olarak anlayamadığımızı itiraf ettim. Buna rağmen, -aynı
toplantıda Janet Yellen’in da belirttiği üzere- ekonomiye yönelik karamsar
görünümümüz göz önüne alındığında hiçbir şey yapmamak ciddi riskler içe-
riyordu.

Yine de Kongre’nin endişelerini de dikkate aldıktan sonra, büyük ölçekli
varlık satın alımlarının etkisi ve masraflarıyla ilgili öğrenecek çok fazla şey
olduğuna katılıyordum ve öğreneceklerimizin, bu programın sürdürülüp
sürdürülemeyeceğine ilişkin görüşleri de etkileyeceğine inanıyordum. Bu-
nun sonucunda, açık uçlu, koşula dayalı bir yaklaşım denememiz gerektiğini
düşünsem de Komite’ye varlık satın alımlarının sonlandırılmasını işsizlik
oranı gibi belirli bir göstergeye bağlama konusunda ısrar etmedim. Aksine,
biraz esnekliğe sahip olabilmek için QE3 sonlandırılmadan önce iş piyasa-
sında ciddi bir iyileşme görülmesi gerektiğine yönelik nitel savı destekledim.

Ayrıca, oybirliğiyle satın alımların gelecekteki hızını belirlemek için “[bu
satın alımların] muhtemel etkileri ve maliyetlerinin dikkate alacağımızı”
söylememiz gerektiğini savundum. Bu, esasen bir cayma şartıydı. Satın alım-
ların ekonomik amaçlarımıza ulaşamadığımız için değil, programın artık işe
yaramadığına veya ciddi maliyetleri olduğuna karar verdiğimiz için sonlan-
dırılabileceği olasılığına kapıyı açık bırakıyordu. Cayma şartını kullanmak
zorunda kalmamayı umuyorduk. Ayrıca buna karar vermek ve sonrasında
programın maliyetlerinin faydalarını ekarte ettiğini söylemek oldukça zor

olurdu. Ama bu sav, Groundhog Günü senaryosuyla karşı karşıya kalacağımızdan endişelenen FOMC katılımcılarını rahatlatmıştı.

Aralık 2012’de QE3’ün uzatıldığını açıklamanın yanı sıra, faiz oranlarını düşük tutma taahhüdümüzü tekrarlamak amacıyla federal fonlama oranına yönelik sözlü yönlendirmeyi de değiştirdik. QE3 satın alımlarında olduğu gibi, faiz kılavuzunu da ekonomik sonuçlara bağlı kıldık ama bu kez -politika oranı değişikliklerini artık daha iyi anladığımız için ve bu alandaki deneyimimizle- koşulları sayılı tutma konusunda daha rahattık. Chicago Fed Başkanı Charles Evans’ın geliştirdiği bir formülü benimseyerek faizleri en az 2015 ortasına kadar düşük tutma sözümüzü değiştirdik ve federal fonlama oranının (1) işsizlik oranı yüzde 6,5 üzerinde seyrettiği ve (2) sonraki bir iki yıl boyunca enflasyon tahminlerimiz yüzde 2,5 ve altında kaldığı sürece düşük kalmasını beklediğimizi söyledik. Yani yıl başında açıkladığımız “dengeli yaklaşımla” tutarlı olacak şekilde, karşılığında düşük işsizlik gördüğümüz taktirde, enflasyon hedefimizi ılımlı bir şekilde artırmaya gönüllü olduğumuzu belirttik.* Daha da önemlisi bu yeni, daha belirgin koşullar birer tetik değil, eşikti; bu fark, bazen yatırımcıların ve eleştirmenlerin dikkatinden kaçabiliyordu. İşsizlik yüzde 6,5’e ulaştığında faizleri kesinlikle yükselteceğimizi söylemiyorduk. İşsizlik yüzde 6,5’e düşene kadar faiz artışını değerlendirmeye bile almayacağımızı söylüyorduk. Hatta, gerçekte de olduğu üzere, FOMC federal fonlama oranını işsizlik yüzde 5’e düşene kadar artırmayacaktı. Bu da geçmişe dönüp bakıldığında kılavuzumuzun daha da şiddetli olabileceğini gösteriyor.

Sonuç itibariyle, para politikasını daha güçlü, zamana dayalı bir kılavuz açıkladığımız Ağustos 2011’den, QE3 programı kapsamında 85 milyar dolarlık açık uçlu satın almalar ve geleceğe yönelik, koşula dayalı bir kılavuz duyurduğumuz Aralık 2012’ye kadar gevşek tutmuştuk. Yeni önlemlerimiz, ekonominin gidişatına yönelik süregelen hayal kırıklığını yansıtıyordu. Bana kalırsa, dört yıllık bir deneyim sonucunda, pek mükemmel olmasa da gelişmiş bir anlayışa sahip yeni politika araçlarımız, fayda-maliyet dengesini harekete geçilmesi yönünde itiyordu.

* Bu toplantıda yayınlanan SEP işsizliğin 2015 sonuna doğru yüzde 6,5’e ulaşacağını öngörüyordu. Bu yüzden, Komite açıklamasında da belirtildiği üzere, yeni kılavuz yerini aldığı zamana dayalı kılavuzla tutarlıydı.

TAPER TANTRUM

Kendi açımdan baktığımda, 2013 boyunca yalnızca Kansas Fed Başkanı Esther George'un hayır oyu kullandığı QE3, bire karşı 11 oyla desteklenmiş olsa da, maalesef birçok FOMC üyesinin programa yönelik sabrı beklediğimden daha azdı. (Oy kullanan üye listesi yılbaşında değişmişti ve Jeff Lacker artık oy kullanmıyordu.) Ama QE3 açıklandığında diğer FOMC katılımcılarının sıklıkla dile getirdiği endişeler, bilançomuzun boyutuyla eş değer bir şekilde büyüyor gibiydi.

Fed ekibi, Mart 2013 toplantısında yeni bir araştırma yayınladı ve bir kez daha tahvil satın alımlarının uzun vadeli faiz oranlarını düşüreceğini ve ekonomiyi destekleyeceğini savundu. Üstelik olası maliyetler de hala ılımlı ve üstesinden gelinebilir düzeydeydi. Ama QE3'ün başlamasından yalnızca birkaç ay sonra Komite'nin birçok üyesinin hâlâ bazı şüpheleri vardı. Mart toplantısının 10 Nisan'da yayınlanan tutanakları, birçok katılımcının "birkaç toplantıdan sonra" satın alımlarda bir yavaşlamanın gerekçelendirilebileceğini düşündüğünü ortaya koyuyordu.¹⁴

Akademideki günlerimde, Japonya Merkez Bankası'nın 1990'ların sonunda yenilikçi olarak görülebilecek para politikalarına yönelik gönülsüz taahhüdünü eleştirmiş, Banka'nın kararsızlığının söz konusu politikaların, piyasa katılımcılarının beklentileri ve takiben ekonomi üzerindeki etkilerini kısıtladığını savunmuştum.¹⁵ FOMC'de süregelen fikir ayrılıklarının da benzer bir etkiyle sonuçlanmasından korkuyordum. Ancak başka bir sorunla karşı karşıya kaldık. FOMC'nin dişli üyeleri kamuoyuna açık bir şekilde sınırlı bir program uygulanmasını savunsa da ve Mart toplantısı tutanaklarımız, bazı katılımcıların QE3 satın alımlarının, 2013 sonu veya daha erken bir tarihte yavaşlatılmasını desteklediğini gösterse de piyasadaki kaynaklarımız ve yapılan anketler, birçok yatırımcının QE3'ün mevcut hızıyla belki de 2014'e kadar devam etmesini beklediğini öne sürüyordu. Bu tutarsızlık beni endişelendiriyordu.

Fed Başkanı olarak Komite'nin kararlarını ve planlarını dış dünyaya iletmek gibi giderek hassaslaşan bir görevim vardı. Bir tarafta, özellikle de mali politika giderek destek değil köstek olduğundan, Fed'in ekonomik toparlanma ve istihdamı desteklemeye yönelik süregelen taahhüdünü iletmek istiyordum. Diğer taraftan ise ekonomik iyileşme işaretleri gelmeye başlamıştı. İşsizlik, QE3 satın alımlarının ilk fazını duyurduğumuz Eylül 2012'deki

yüzde 8,1 düzeyinden Nisan 2013'te yüzde 7,5'e gerilemişti. Ve Komite'de olası yan etkilerine yönelik artan kaygı göz önüne alındığında, satın almalara piyasaların beklediğinden daha erken bir tarihte yavaşlayabileceğini açıklamam gerekiyordu. QE3'ün devam ettirilmesi için belirlenen şartlar nitel ve öznel olduğu için yanlış anlaşılmalara yaşanması kaçınılmazdı.

Satın almalarda bir esneklik elde etmeye yönelik ilk adımı, 22 Mayıs 2013'te Kongre'nin Ortak Ekonomik Komitesi'nde verdiğim ifadede attım. Varlık satın alımlarımızın hızının ekonomik gelişmelere bağlı olacağını vurguladım. Ayrıca, varlık satın alımları sona erdikten sonra bile FOMC'nin, fonlama oranı hedefini yükseltme konusunda acele etmeyeceği yönündeki, Mayıs toplantısı sonrası yayınlanan açıklamada yer alan sözlü yönlendirmeyi yineledim.

İfadenin soru-cevap kısmında yasa yapıcılar QE3'ü ne zaman yavaşlatacağımız konusunda beni sıkıştırmaya çalıştı. Bu baskı karşısında programın ana hedefine -iş piyasası görünümünde ciddi bir iyileşme- odaklanılacağını belirttim ve "Eğer devamlı bir iyileşme görürsek ve bu görünümün sürdürülebilir olduğuna inanırsak o zaman sonraki birkaç toplantıda satın alma hızımızda yavaşlayabiliriz" dedim. Ancak bir koşul da sundum: "Bu, programı tamamen sonlandırmayı hedeflediğimiz anlamına gelmez. Aksine, ekonominin nasıl hareket ettiğini izleyerek ilerleyen dönemlerde satın alma hızımızı yavaşlatabilir veya artırabiliriz."¹⁶

Medyadaki haberler, satın alma hızında "sonraki birkaç toplantıda bir adım geri atabileceğimize" yönelik yorumlarını yakaladı. O günün sonraki saatlerinde, Komite'de oluşmaya başlayan gerilimleri ortaya koyan, FOMC'nin Nisan ayı toplantısının tutanakları yayınlandı. Tutanaklara göre bir tarafta, "çoğu" FOMC katılımcısı QE3'ün açıklanmasından bu yana iş piyasasında gelişme görse de diğer "birçok" katılımcı da satın alma hızını yavaşlatmadan önce daha fazla gelişme görmek istiyordu. Öte yandan yine tutanaklara göre "birkaç" katılımcı, veriler iş piyasasındaki gelişmelerin yeteri kadar güçlü olduğunu gösterirse "Haziran toplantısı kadar erken bir vakitte" -yani sonraki ay- satın alma hızını aşağı yönlü bir şekilde değiştirmeye istekliydi.¹⁷ Genele bakıldığında o günkü Fed ifadeleri satın alımların yılın ilerleyen dönemlerinde yavaşlayabileceği sinyalini veriyordu ancak bunun hangi koşullar altında gerçekleşeceği hâlâ karmaşıktı. Piyasalar bu ifadeleri şahin olarak yorumladı. S&P 500 endeksinde, 22 Mayıs ile 5 Haziran arasında

yüzde 3,5'lük hafif bir düşüş izlendi.10 yıllık Hazine tahvili getirisinde ise 30 Nisan-1 Mayıs toplantısıyla Haziran toplantısı arasında yaklaşık yarım puanlık daha ciddi bir değer kaybı görüldü.

Düzenlediğim basın toplantısı sonrasında düzenlenen ve yeni ekonomik tahminleri de içeren FOMC Haziran toplantısı oldukça büyük bir öneme sahipti. Ekonomik gelişmeler pek cesaretlendirici değildi ve FOMC katılımcıları SEP'te işsizlik oranına yönelik gelecek iki yıllık tahminlerini düşürmüştü. Komite'deki genel kanı işsizlik oranının 2014 ortalarında yüzde 7'ye ve 2015'te yüzde 6,5'e ineceğiydi. Bu yüzde 6,5'lik oran, Komite'nin faiz artışlarının yeniden gündeme gelmesi için belirlediği bir eşikti. Toplantıda Komite, QE3 ilk duyurulduğundaki söylemlerinin aksine yüzde 7'lik bir işsizlik oranının iş piyasasında ciddi bir iyileşmeyi temsil edip etmediğine odaklanmaya başladı. Fed ekibi ayrıca ana trader'larla yapılan bir ankete dayanarak QE3'e ilişkin piyasa beklentileri ile kendi beklentilerimiz arasındaki uçurumun kapanmaya başladığını vurguluyordu. Bu durum belki de hem görünümündeki toparlanmayı hem de kamuoyuna yaptığım açıklamaları yansıtıyordu. Trader'lar "tapering"ın -satın alımların yavaşlaması- Aralık 2013'te (Eylül 2013 de bir ihtimaldi) başlamasını, satın almaların 2014'ün bir döneminde sona ermesini beklediklerini söylüyordu. Ekonomik tahminlerimiz göz önüne alındığında bu anket sonuçları, satın almaların, işsizlik oranının yüzde 7'ye inmesinin beklediği 2014 ortalarında sona erdirilmesi planıyla oldukça uyumluydu.

Çekişmeli ve neticesiz tartışmaların ardından FOMC, ifadesini değiştirmemeye karar verdi ve toplantı sonrası düzenlenen basın toplantısında planlarımızı açıklamamı istedi. Bana verilen görev, satın almaları, ekonomide beklentilerimizi paralel bir iyileşme görülme şartıyla yavaşlatmaya yönelik bir senaryonun ana hatlarını çizmekti. Komite üyeleri yüzde 7'lik işsizlik oranının, iş piyasasındaki iyileşme düzeyine ilişkin bir gösterge olarak ifade edilebileceğini söyledi ancak iş piyasasının görünümüne ilişkin işsizlik oranı dışında diğer faktörler de değerlendirmeye alındığı için satın almaların son bulması için belirlenecek tarih, resmi olarak yüzde 7'lik işsizlik oranı hedefine ulaşmaya bağlanamazdı.

Basın toplantısında, FOMC'nin çeyrek dönem beklentilerini sıraladım ve planımızı açıkladım. Planın koşula bağlı olduğunu ve ekonominin gidişatına dayanacağını vurguladım:

“Açıklanacak ekonomik veriler bu öngörüyle uyumlu olursa, Komite bu yılın ilerleyen dönemlerinde satın almaları hafifletmenin uygun olacağını düşünüyor. Ve daha sonraki veriler, ekonomiye yönelik güncel beklentilerimize paralel gelirse gelecek yılın ilk yarısında satın almalarımızı ölçülü adımlarla yavaşlatmaya devam edecek ve yıl ortasında sonlandıracağız. Varlık satın alımlarının sona ereceği bu senaryoda işsizlik oranının, Komite’nin bu programı ilk duyurduğunda yüzde 8,1 düzeyinden bir iyileşmeyle yüzde 7 civarında seyretmesi muhtemel.” Ve bir kez daha, “kısa vadeli faizlerde frene basmayı değerlendirmeye henüz oldukça uzak olduğumuzun” da altını çizdim.¹⁸

Ofisime geri döndüğümde basın toplantısında hedeflerimize ulaştığımızı düşünüyordum. QE3’ü, anketlerimize dayanarak piyasaya ait olduğunu düşündüğümüz beklentilerle oldukça tutarlı bir şekilde yavaşlatma ve sonlandırma planımızı anlatmıştım. Çoğu katılımcının, satın almaları yıl sonuna kadar sonlandırmak istediğini gösteren mevcut FOMC tutanaklarındaki Komite görüşlerine rağmen satın almaların 2014’te de devam edebileceğini ima etmiştim. Ve bir kez daha yavaşlayan satın almaların kısa bir süre içinde fonlama oranını yükseltmeyi planladığımız anlamına gelmeyeceğini söylemiştim.

Buna rağmen piyasa olumsuz tepki verdi. 10 yıllık Hazine tahvili getirisi 1 ila 0,20 puan yükseldi ve hisseler yüzde 2 değer kaybetti. Uzun vadeli plan insanları endişelendiriyordu: Mayıs ayında verdiğim ifade ile Eylül ayındaki Ortak Ekonomik Komite toplantısı arasında geçen sürede 10 yıllık tahvil getirileri tam bir puan artışla yüzde 2’den yüzde 3’e yükseldi ve bu durum para koşullarında ciddi bir sıkışmaya yol açtı. 1994’teki hisse “katliamını” hatırlatan bu olay “taper tantrum” (azaltma öfkesi) ismini alacaktı. Piyasalardan gelen tepki beni şaşırtmıştı: Satın alımları yavaşlatmanın biraz tepki çekeceğini beklemiştim ama açıkladığım planın piyasa beklentilerine yakın olduğunu, bu yüzden piyasaların sınırlı bir tepki vereceklerini düşünüyordum.

Geriye dönüp baktığımda, büyük trader’larla yapılan anket hisse sahiplerinin görüşlerini tam olarak içermiyordu. Bazı trader’lar satın almaların gereğinden daha uzun bir süre devam edeceğini düşünüyordu (“QE sonsuzluğu” kavramı da buradan geliyordu). Bu trader’lar QE3’ün bir gün sonlanacağı gerçeğiyle yüzleşince uzun vadeli Hazine tahvillerini satmak için

koşuşturmaya başlamışlardı. Bu beklenmedik satışlar da piyasalarda şok dalgaları görülmesine yol açmıştı. Mesajımızın tam olarak karşı tarafa ulaşmadığının bir başka kanıtı da düzenlediğim basın toplantısının ardından artık piyasalar, fonlama oranında yakın zamanda artışlar görülebileceğini hesaba katmaya, faiz artışı için değerlendirmemiz gereken koşullara rağmen, Fed'in varlık satın alımlarında sıkılaşmaya gitmesinin yakında kısa vadeli faizleri artıracığı anlamına geldiği sonucunu çıkarmaya başlamıştı.

Sonraki birkaç ay boyunca FOMC'deki meslektaşlarımla oluşan yanlış anlaşılmalara düzeltmek için sağa sola koşturmaya başladık. Vermek istediğimiz mesaj, para politikasının oldukça uyumlu olmaya devam edeceği, satın alma hızındaki yavaşlamanın ekonomide bir gerileme görüldüğü anda geri alınacağı ve Fed'in tuttuğu büyük varlıkların, yeni satın alımlar sonlanırsa bile uzun vadeli faiz oranlarını düşük tutacağıydı. Ve en kritiği de Mayıs ayında verdiğim ifade ve Haziran ayındaki basın toplantısındaki sözlerimi yinelemek gerekirse, kısa vadeli faiz oranlarının, QE3 sona erdikten sonra bile uzun bir süre boyunca düşük kalacağıydı. Bu mesaj sonunda gitmesi gereken yere ulaşmayı başardı ve finansal piyasalar sakinleşmeye başladı.

Eylül ayına gelindiğinde piyasalar ağırlıklı olarak FOMC'nin satın alma hızında bir adım geri atacağını açıklamasını bekliyordu. Ama güvercin yaklaşımlı bir sürpriz yaparak, politikanın iş piyasasındaki ilerlemeyi desteklemesi için gevşek kalmasını sağlamak amacıyla açıklamamızı erteledik. Ayrıca federal hükümet hizmetlerinin kapatılmasından da endişeliydik. 1 Ekim'de korktuğumuz başımıza geldi. Sonunda Aralık 2013'te aylık varlık satın alımlarımızı 85 milyar dolardan 75 milyar dolara düşürerek QE3'ü hafifletmeye yönelik ilk adımı attık. Haziran'da da belirttiğim üzere, satın alımlar 2014 ortalarına kadar yavaşlamaya devam edecek, Ekim ayında da sona erecekti. Bu arada faiz oranı politikalarımızı varlık satın alma programından ayrı tutmak amacıyla, enflasyon yüzde 2 hedefinin altında seyretmeye devam ettiği sürece faiz oranlarını işsizlik yüzde 6,5 düzeyinin altına indikten "sonra bile" düşük tutacağımız sözünü vererek Aralık 2012'deki sözlü yönlendirmeyi güçlendirdik.

Şansımıza, taper tantrum ABD'nin ekonomik toparlanmasına görünürde büyük bir zarar vermedi. İşsizlik oranının, QE3'ün sona erdiği 2014 ortalarında yüzde 7'ye inmesini bekliyorduk. Ama bundan daha da iyi haberler aldık. Satın almaları yavaşlatacağımızı açıkladığımız Aralık 2013'te işsizlik

oranı yüzde 6,7'ye gerilemişti. Ve satın almaların resmen sona erdiği Ekim 2014'te ise yüzde 5,7'ye inmişti. Bu düzey, QE3'ün ilk açıklandığı dönemden bu yana neredeyse 2.5 puanlık bir düşüştü. Ayrıca vergi artışları ve harcama kesintilerinin görüldüğü mali pruvva rüzgârlarına rağmen ekonomi yüzde 2,5 ile 2013 boyunca güçlü bir büyüme sergilemeye devam etti. Yani iş gücü piyasasının görünümünde ve genel olarak ekonomide önemli bir iyileşme elde edilmişti. İletişimde yaşadığımız sıkıntılara rağmen para politikası da bu iyileşmeye katkıda bulunmuştu.

Taper tantrum'un bazı gelişmekte olan ekonomilerde oldukça olumsuz etkileri olmuştu. Fed, ABD faiz oranlarını düşürdükçe, bazı yatırımcılar genellikle gelişmekte olan ekonomilerde mevcut yüksek getirili varlıklara yönelir. Bu akışlar söz konusu gelişmekte olan ülkelerin para birimlerini güçlendirir, hisse ve diğer varlık fiyatlarını yükseltir ve banka kredilerini artırarak bazen bir ekonomik patlamayla sonuçlanır. Aksine, Fed ABD faizlerini artırdığında -veya taper tantrum'da olduğu gibi artırması beklendiğinde- süreç tam tersine döner. ABD'de sıkışmanın başlamasına yol açan 1990'lardaki Meksika ve Asya finans krizlerinde de görüldüğü üzere "sıcak para" -yani kısa vadeli yatırımlar- gelişmekte olan piyasalardan çıkar, bu ülkelerin para birimlerinde sert düşüşlere yol açar (bu da doğrudan ulusal enflasyonu artırır), hisse fiyatları düşer ve banka kredileri azalır. Bu durumda özellikle ticaret veya bütçe açıklarını finanse etmek için yabancı paraya güvenen veya gelişmemiş finansal düzenlemelere sahip ülkeler savunmasız bir hâle gelir. 2013'teki tantrumdan en çok etkilenen ülkelerin oluşturduğu Kırılgan Beşli grubunda Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye yer alıyordu.

Chicago Üniversitesi eski profesörü ve IMF eski Baş Ekonomisti Raghuram Rajan'ın merkez bankası başkanı olmasıyla Hindistan'da ortalık sakinleşti. Hindistan'ın para politikalarına güvenilirlik kazandırdı ve finansal reformlar oluşturdu. Rajan (başta ABD olmak üzere) gelişmiş ekonomilerin para politikalarının önde gelen eleştirmenlerinden biriydi; bu politikaların gelişmekte olan piyasalardaki finansal etkilerine yeteri kadar önem verilmediğini savunuyordu. Fed'in bazı durumlarda ABD ekonomisinin çıkarları için güçlü önlemler alması gerektiğini inkâr etmiyor ancak bunu yaparken diğer piyasalardaki etkileri konusunda dikkatli ve öngörülebilir bir şekilde hareket etmesi gerektiğini belirtiyordu. Bana kalırsa ABD politikalarının olası dış etkileri, Federal Rezerv'de şeffaflığı artırmak için bir başka güçlü nedendi.

Taper tantrum'dan birkaç ders çıkardım. Geçmişe dönüp baktığımda, varlık satın alımlarını yavaşlatmak ve sonlandırmanın yanı sıra satın almalarındaki ve kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikleri hangi sırayla uygulayacağımız konusunda en başta daha belirgin bir kriter oluşturabilirdik. Maalesef QE'nin maliyet ve faydalarına yönelik yaşadığımız belirsizlik ve fikir ayrılıkları daha spesifik bir kılavuz oluşturmayı zor bir hâle getirmişti. Ayrıca, 2013'te piyasalara yönelik yetersiz istihbarata sahip olduğumuz için piyasa beklentileri ve kendi beklentilerimizin uyumlu olduğunu düşünüyorduk. Fed, o dönemden bu yana, bu tür bir yanlış anlaşılma riskini azaltmak için yaptığı anketleri ve diğer istihbarat toplama araçlarını artırdı.

Ancak taper tantrum'un ana kaynağı, 2012'de Fed'in atması gereken adımlara yönelik ekonominin duyduğu ihtiyaç ile FOMC'deki çoğunluğun vermeye hazır olduğu şeyler arasındaki uyumsuzluktu. Açık uçlu bir QE programının doğru politika olduğunu düşünüyorum ve yaşadığımız bazı iletişim problemlerine rağmen bu program ekonomi ve iş gücü piyasasına destek sağladı. Ancak verebileceği en büyük etki için programın “ne gerekiyorsa yapılması” zihniyetini benimsemesi gerekiyordu ve Komite katılımcılarını bunu yapmaya ikna edemedim. Taper tantrum, piyasa oyuncularının büyük ölçüde kabul ettiği QE3 programı kapsamında, açık uçlu satın almaları harekete geçiren “ne gerekiyorsa yapılması” mantığı ile bu mantığı sonuna kadar götürmek konusunda yaşadığımız tereddüt arasındaki kopukluktan kaynaklandı.

Artık varlık satın alımlarının etkisi ve sıfır olmasa bile genel olarak yönetilebilir maliyetleri konusunda daha fazla kanıta sahibiz. Fed ve diğer merkez bankalarının 2020 pandemisine verdiği tepkiden de anlaşılacağı üzere bugün para politikacıları büyük ekonomik risklere karşı “ne gerekiyorsa yapmaya” daha gönüllü ve bu durum da politika yapımcılar ile piyasalar arasındaki kopukluğu (tamamen ortadan kaldırmasa da) azaltıyor.

DEĞİŞEN BİR KURULUŞ

Fed başkanı olarak katıldığım son toplantı Ocak 2014'teydi. Tabii yaşanan kriz ve sonuçları, Fed'de geçirdiğim sekiz yıla hükmetti. Ancak başkanlık dönemimin sonlarına yaklaşırken American Economic Association'da yaptığım konuşmada da bahsettiğim üzere, mirasımın büyük bir kısmı Federal Rezerv'in bir kuruluş olarak, özellikle üç alanında yaptığım değişikliklerdi.¹⁹

Bir, şeffaflık ve iletişim. Görev dönemim boyunca Fed; hedefleri, görünümü ve politika planları hakkında kamuoyunu çok daha fazla bilgilendirdi. En önemli değişiklikler arasında enflasyon hedefinin duyurulması, politika ilkelerinin resmi olarak açıklanması, ekonomik değişkenler ve politika oranına yönelik uzun vadeli öngörüler de dâhil olmak üzere *Ekonomik Tahminler Özeti*'nin gözle görülür derecede genişletilmesi ve toplantıların ardından düzenlenen basın toplantıları yer alıyor. Daha genel anlamda, Fed artık eylemlerini yalnızca finansal piyasa oyuncularına değil, Amerikan halkına açıklamak için daha sıkı çalışıyor.

İki, finansal istikrara yönelik tehditlere daha sistematik bir ilgi. 2007-2009 krizi, durumdan duruma baş edilen rastlantısal endişeler yerine finansal istikrar riskleriyle baş etmenin, Fed ve diğer merkez bankalarının ana misyonu olduğunu açıkça ortaya koydu. Fed artık finansal sistemi, krizden önceki döneme göre çok daha yapısal bir şekilde izliyor. 2010'da bu sistemi Fed ve diğer kuruluşlarla koordine etmesi ve yönetmesi için Fed altında Finansal İstikrar Ofisi'ni (Office of Financial Stability) oluşturdum. Fed'in kıdemli ekonomistlerinden Nellie Liang ofisin ilk direktörü oldu. Şimdiyse ofis artık Fed'in bir departmanı hâline geldi; bir başka anlatımla, para politikaları analizi, ekonomik araştırmalar ve öngörülere odaklı birim, banka denetlemesinden sorumlu diğer departmanlarla aynı statüye sahip. Bu departman, Kurul'a ve Jay Powell'in başkanlığını yaptığı FOMC'ye rapor veriyor ve Kurul da finansal istikrar risklerini değerlendirip kamuoyuyla düzenli olarak paylaşıyor.

Üç, ağırlıklı olarak ihtiyaç sebebiyle Fed'deki dönemimde, Fed'in varlık satın alımlarını ilk kez duyurması ve daha belirgin bir sözlü yönlendirmeye geçmesi de dâhil olmak üzere yeni bir dizi politika aracı geliştirdik. Buna ek olarak, kriz döneminde mevcut kredi araçlarımızı genişlettik veya yenilerini oluşturduk. Bunların bir kısmı, en son Büyük Buhran'da uygulamaya geçirdiğimiz acil durum, madde 13(3) yetkimize dayanıyordu. Bu araçlar Fed'in yalnızca bankalar değil, diğer finans kuruluşlarına ve hatta finansal olmayan şirketlere de borç vermesini sağladı. Bu araçların Fed'in ekonomiye ilişkin rolü ve bağımsızlığı üzerindeki etkisi hâlâ tartışılsa da modern Fed, -iyisiyle kötüsüyle- geçmişe oranla çok daha güçlü bir cephaneye sahip.

III. BÖLÜM

21. YÜZYIL PARA POLİTİKASI Liftoff'dan COVID-19 Pandemisine

8

LIFTOFF

Başkan Obama'nın halefim olarak seçtiği Janet Yellen, 3 Şubat 2014'te görev yeminini ederek Fed başkanlığı koltuğuna geçti ve Fed'e liderlik yapan ilk kadın oldu. Bir Fed emektarı olan Janet ile, kriz ve sonrasında yakından çalıştık. Onun seçilmesine çok sevinmiştim.

Yellen, kendisinden öncekilere göre daha deneyimliydi; bu, belki de ekonomik politika oluşturma alanında liderlik rollerine talip kadınların karşı karşıya kaldığı ekstra engellerin bir göstergesiydi. Fed'le ilk profesyonel karşılaşması, 1974 yazında Kurul'a bir ekonomist olarak yaptığı ziyaretti. 1977-78 yılında Kurul'a kadrolu ekonomist olarak geri döndü ve bu, iki açıdan hayatını değiştiren bir olaydı: Kurul'un kafeteryasında gelecekte eşi olacak ve sık sık birlikte makaleler yazacağı George Akerlof* ile tanıştı. Ancak tıpkı benim gibi, kariyerinin erken yıllarının büyük bir çoğunluğunu önce Harvard'da, daha sonra London School of Economics ve Berkeley'deki California Üniversitesi'nde ekonomi profesörü olarak geçirdi.

Yellen Fed Kurulu'nda (1994-1997) guvernör olarak görev aldıktan sonra 1997'den 1999'a kadar Başkan Clinton yönetiminde Ekonomik Danışmanlar Kurulu'nun başkanlığını yaptı. Ayrıca San Francisco Fed'e liderlik

* Akerlof, 2001 'de eksik bilgilerin piyasaların iyi performans göstermesini nasıl engellediğini gösteren çalışmaları için Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanacaktı.

etti (2004'ten 2010'a) ve bu görev, kendisine bu kritik dönemde FOMC'de bir koltuk kazandırdı. 2010'da ise Kurul'un başkan yardımcısı oldu. Bu görevinde politikaların şekillendirilmesine yardımcı oldu ve 2012'deki resmi enflasyon hedefinin benimsenmesi de dâhil olmak üzere halkla kurduğumuz iletişimi iyileştirmek için gösterilen çabaya öncülük etti. Yellen daha sonra Başkan Biden'ın Hazine sekreteri olarak görev yapacak ve öz geçmişini güçlendirecekti.

Yellen'in terfi etmesi Kurul'un başkan yardımcılığı koltuğunu boş bıraktı. Uluslararası bir deneyim ve itibara sahip güçlü bir sağ kol isteyen Yellen, Başkan'ı eski akıl hocam Stanley Fischer'ı ataması için ikna etti. Tıpkı Yellen gibi Fischer da Keynesyen ekonominin modernleşmesinde büyük bir akademik rol oynamıştı. Fed'e atanan biri için alışılmadık olsa da politika deneyimi ABD'nin dışına uzanıyordu; 2005'ten 2013'e kadar İsrail Merkez Bankası'nın başkanlığını yapmıştı.

Fed takipçileri, hayat tecrübesi, akademik araştırmaları ve politika siciline dayanarak Yellen'in Fed başkanı olarak, Fed'in ikili görev sorumluluğunun tam istihdam tarafına öncelik vermesini ve güvercin bir yaklaşım sergilemesini bekliyordu. Ağustos 1946'da doğan Yellen, Brooklyn'de işçi sınıfının yaşadığı Bay Ridge mahallesinde büyümüştü. Doktor olan babası liman işçilerini ve diğer mavi yakalı çalışanları ve onların ailelerini tedavi ediyordu. Yale Üniversitesi'ndeki mentoru James Tobin, dönemin önde gelen liberal ekonomistlerindendi (ve 1981'de Nobel kazanmıştı) ve Başkan Kennedy'yi istihdam yanlısı Keynesyen politikalarını benimsemesi için ikna eden danışmanlar arasındaydı. Tobin'in izinden giden Yellen'in akademik çalışmaları da hükûmetin resesyonlarla güçlü bir şekilde mücadele etmesi gerektiğine ilişkin görüşü destekliyordu. Ve Yellen, finansal kriz sırasında ve sonrasında, Fed'in, iş gücü piyasasını bir an önce sağlığına geri kavuşturmak için gevşek para politikasını sürdürmesi gerektiği tezinin tutarlı ve ikna edici taraftarlardan biriydi.

Yellen'in işsizliği düşürme konusuna önem verdiği algısı doğrudu ancak Fed Başkanı olarak oldukça karmaşık bir denge sorunuyla karşılaştı. Bu noktada Alan Greenspan'e benzer bir konumdaydı. Greenspan'ın selefi Paul Volcker yönetiminde politikanın alması gereken yön aşıkardı: enflasyonu kontrol altına almak için sıkı para politikası. Enflasyonun derin bir resesyon pahasına da olsa başarılı bir şekilde kontrol altına alınmasıyla, Greenspan'ın

pek göz önünde olmayan ancak talepkar görevi, bir yandan ekonomik büyüme ve istikrarı desteklerken, bir yandan da enflasyonu düşük tutarak Volcker dönemi kazanımlarını pekiştirmekti. Volcker gibi benim Fed başkanlığı dönemimde de politikanın alması gereken yön belliydi; Greenspan'e benzer şekilde Yellen'in ana görevi de şimdiye kadar kaydedilen ilerlemeyi korumak ve genişletmek, bir yandan da düşük işsizlik, yüzde 2 civarında bir enflasyon ve sıfırın üzerinde kısa vadeli faiz oranlarının görüldüğü, daha normal ekonomik ve para politikaları koşullarına geri dönüşe hazırlanmaktı.

Bu ekonomik nirvanaya ulaşmak, olağanüstü kriz sonrası para politikalarının bir an önce, nasıl ve ne zaman sonlandırılacağına yönelik hassas kararlar gerektiriyordu. Birçok merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra (veya daha altına) düşürmüştü ancak Yellen göreve geldiğinde henüz hiçbirisi, bu sıfır faiz oranı politikalarını tersine çevirmeyi başaramamıştı. Bu görev, etraflıca düşünmeye bağlıydı: Çok erken veya çok hızlı bir liftoff (kalkış) ekonomik toparlanmaya zarar verebilir ve faiz oranlarını yeniden etkin alt sınıra itebilirdi. Öte yandan, çok geç gelen bir liftoff ise enflasyona veya finansal istikrara yönelik riskler oluşturabilirdi.

Kriz dönemi rejiminden çıkış, iş gücü piyasasındaki iyileşmenin devam etmesi koşuluyla QE3'ü yavaşlatmaya karar verdiğimiz Aralık 2013'te, görev sürem sona ermesine yakın bir tarihte başladı. Son satın alımlar, Yellen görevdeyken Ekim 2014'te yapıldı. En azından bir süreliğine, Fed bilançosunda kriz sonrası aşırı büyüme döneminin sonuna gelinmişti. O dönemde, Fed bilançosu 4,5 trilyon dolar düzeyindeydi, bu rakam Ağustos 2007'de ise 875 milyar dolardaydı. Fed'in vadesi dolan tahvillerin yerine yenilerini eklemesiyle bilanço şimdilik kabaca Ekim 2014 düzeylerinde kaldı.

Ekonomik toparlanmaya zarar vermeden Fed'in tahvillerini azaltmak ve federal fonlama oranını yükseltmeye başlamak, yerine getirilmesi gereken görevler arasındaydı. Politika sıkışması, bu iki açıdan beklenenden daha yavaş ilerleyecekti. Yaşanan gecikme; kısmen ABD'deki görünümü bulanıklaştıran küresel gelişmeleri yansıtıyordu. Ancak, aynı zamanda politika yapıcılarının nötr faiz oranlarının uzun süredir düşmeye devam ettiğini kabul etmeleri de dâhil olmak üzere, Fed'in ABD ekonomisini yeniden değerlendirme sürecini, ekonominin enflasyonu hareketlendirmeden, işsizliği oldukça düşük tutma konusunda daha iyi bir hâle geldiğini ve enflasyon davranışının temelden değişmeye başladığını da yansıtıyordu. Yellen ve

meslektaşları “yeni normal”le baş etmeye başlayınca, mevcut para politikasının düşündükleri kadar genişlemeci olmadığını ve işgücü piyasasının da yine düşündükleri kadar sıkışık olmadığını anladılar.

LIFTOFF'A HAZIRLIK

Yeni Fed Başkanı'nın görece en kolay görevi, QE3 satın alımlarındaki süregelen yavaşlamayı denetlemektir. Komite'nin federal fonlama oranının muhtemel geleceğine ilişkin sözlü yönlendirmesini güncellemek oldukça dikkat gerektiriyordu. Son FOMC toplantısından bu yana -ilk olarak QE3 Hazine tahvili satın alımlarıyla birlikte Aralık 2012'de duyurulan- kılavuz, faizlerin işsizlik oranı eşiğine ulaştıktan “çok sonra” artırılacağına yönelik bir koşul eklemiş olsak da Komite'nin faiz artışını değerlendirebilmesi için işsizlik oranını hâlâ yüzde 6,5'ta tutuyordu. 2014 başlarında yüzde 6,5 eşiğine yakında ulaşılacak gibi görünüyordu, bu da yakın dönemde sıkışmanın başlama olasılığını artırıyordu. Gerçekten de Mart 2014'te Yellen'in başkan olarak katıldığı ilk olağan toplantıda işsizlik oranı yüzde 6,7 düzeyindeydi ve çoğu FOMC katılımcısı yıl sonuna kadar yüzde 6,1 ila 6,3'e, kılavuzdaki oranın da altına gerileyebileceğini öngörüyordu.

Daha önce de belirttiği üzere, yüzde 6,5'lik bir işsizlik oranını bir tetik değil, eşik olarak belirlemiştik. Diğer bir deyişle, yüzde 6,5'lik bir işsizlik oranına ulaşmak kesinlikle faiz artışına gidileceği anlamına gelmiyordu. Sıkışmaya gidilip gidilmeyeceği kararı FOMC'nin ekonomik toparlanmanın direncine ilişkin değerlendirmesi ve o dönemdeki enflasyon beklentilerine göre verilecekti. Yellen tetik ve eşik arasındaki farkın yanlış anlaşılmasından korkuyordu. Mevcut kılavuzun piyasaların sıkışmayı fazla erken hesaba katmalarına yol açması muhtemeldi. Sıfır düzeyinden bir kalkışın, piyasalar ve hâlâ hassas bir ekonomide her açıdan karmaşık olacağını biliyordu. Marttaki olağan toplantıdan önce yapılan bir FOMC konferans görüşmesinde, sabırlı olunması gerektiğine yönelik ihtiyacı vurguladı: “Herkesi, ekonominin ‘başta umut veren ancak hayal kırıklığına uğratan’ gelişmelerine karşı dikkatli olmaya davet ediyorum.”¹

Mart 2014'teki toplantı sonrası yayınlanan açıklama, beklenildiği üzere varlık satın alımlarında bir kez daha düşüşe gidildiğini duyurdu ve satın alımların “ölçülü adımlarla” azalmaya devam edeceği söylemini tekrarladı. Daha da önemlisi, Yellen'in Fed'i, federal fonlama oranı hedefi kapsamında

sözlü yönlendirmede bir değişiklik yapmıştı. Komite yüzde 6,5'lik işsizlik eşiğini terk etmişti ve faiz oranlarını "varlık satın alma programı sona erdikten sonra uzun bir süre daha özellikle de öngörülen enflasyon Komite'nin yüzde 2'lik uzun vadeli hedefinin altında seyretmeye devam ederse" sıfır düzeylerinde tutmayı planlıyordu. Varlık satın alımlarının 2014 sonbaharında sonlanması beklendiğinden, kılavuzun amacı faiz artışı beklentilerini 2015'e kadar ertelemektir. Açıklama ayrıca, ilk kez, faiz oranındaki artış hızının yavaş olacağını ve fonlama oranının "bir süre daha" normal politika oranı için belirlenen nötr faiz oranı eşliğinin altında seyredeceğini belirtti.

Yellen, toplantı sonrası düzenlediği basın toplantısında "bir süre daha" ifadesini "altı ay veya onun gibi bir şey" olarak tanımladı.² Bu da ilk faiz artışını 2015 başına, piyasa beklentilerinin büyük bir kısmından daha erkene konumlandırıyordu. Toplantıda bir gazetecinin sorduğu bir soruya verilen bu doğaçlama yanıt, iletişim konusunda oldukça titiz ve dikkatli biri olan Yellen'in kırıdığı nadir potlardan biriydi. Piyasalar geçici de olsa ikna olmuştu. Ancak Federal Rezerv'in 2006'dan bu yana ilk kez 2015'te politika faizini artıracağı dedikodusu dolanmaya başladı.

2008'de sifıra yakın faiz oranı ve QE varlık satın alımlarının başlamasından bu yana, piyasalara -ve kendimize- zaman içinde normal politika duruşuna geri dönebileceğimiz konusunda güven vermek amacıyla, sık sık çıkış stratejimizi tartışıyorduk. Haziran 2011 toplantısı tutanaklarında Komite, neticede gerçekleşecek olan çıkışı yönlendirmek için bir dizi ilke yayınlamıştı. FOMC, Eylül 2014'te QE3 satın alımlarının sona ermek üzere olduğunu ve ufukta faiz artışının görülebileceğini belirten bir açıklamayla *Policy Normalization Principles and Plans*³ / *Politika Normalleştirilmesi İlkeleri ve Planları* başlıklı bir belge yayınladı.

Söz konusu belge para politikası normale döndükçe federal fonlama oranının ana politika aracı rolüne yeniden bürüneceğini, bilançodaki değişikliklerin ağırlıklı olarak destekleyici bir rol oynayacağını doğruluyordu. Fed fonlama oranı kullanımı konusunda on yıllarca tecrübeye sahipti ve piyasa katılımcıları FOMC'nin faiz oranlarına yönelik sinyallerini nasıl yorumlayacaklarını biliyordu. Fonlama oranının etkin alt sınıra ulaştığı 2008'de parasal genişlemeye dönmekten başka pek bir çaremiz yoktu. Ancak QE kör bir araçtı; etkisi ve olası yan etkileri 2014'e kadar tartışma konusu olmaya devam etti. FOMC, politikayı bilanço yerine fonlama oranıyla yönetmeye geri dönmek için can atıyordu.

Komite, 2011'de ortaya atılan temel yaklaşımla uyumlu bir şekilde, ilk olarak bankalara Fed'de tuttukları rezervleri için ödenen faiz oranlarını artırarak fonlama oranını yükseltmeye karar verdi. Fonlama oranı, gerektiği takdirde faiz indirimine gidilmesi için alan yaratacak kadar yükseldiğinde bilanço da azalacaktı. İlkeler, bunun vadesi dolan tahvillerin yerine yenilerinin alınmamasıyla elde edileceğini belirtiyordu. Vadesi dolan tahviller tükenince bilanço da Fed'in tahvil satışına gitmesine gerek kalmadan ufalacaktı.

Yeni çıkış ilkeleri bilançonun son boyutuna ilişkin belirli bir açıklama içermiyordu. Ancak hem içerideki hem de dışarıdaki QE eleştirmenlerine tabiri caizse şapka çıkararak uzun vadede Fed'in, para politikasını "yeterli ve etkili" bir şekilde uygulamasına ihtiyaç duyulandan daha fazla tahvil tutmayacağını belirtiyordu. Bu ifadenin tam olarak ne anlama geldiği bir süre boyunca Komite'de tartışma konusu olacaktı. FOMC, neticede Fed'in tuttuğu tahvillerin ağırlıklı olarak Hazine tahvillerinden oluşacağını söylüyordu. İpotek kredisi destekli tahvillerin miktarı, en azından normal dönemlerde, konut ve inşaat sektörlerinin, diğer sektörlerle karşı kayırılmasını önlemek için en aza indirilecekti.

LIFTOFF ERTELENDİ, LIFTOFF BAŞARILDI

Ekonomik toparlanma 2014 boyunca devam etti. Komite Mart 2015'te bir araya geldiğinde işsizlik oranı yüzde 5,4'e, çoğu FOMC katılımcısının yüzde 5-5,2'lik doğal işsizlik oranı beklentilerinin pek de üstünde olmayan bir düzeye gerilemişti. Tam istihdam ufukta belirliyordu. Para politikası gecikmeli çalıştığı ve sifıra yakın fonlama oranı hâlâ nötr düzeyden oldukça uzak -Mart 2015'te birçok FOMC katılımcısının tahminine göre yüzde 3,5-3,75 olarak ölçülüyordu- olduğu için Komite'deki birçok kişi faiz artışlarının yakında başlaması gerektiğine inanıyordu. O zamanlar San Francisco Fed Başkanı John Williams'ın da daha sonra söyleyeceği gibi, "Gemiyi limana yanaştırırken kıyıya doğru hızlanıp dümeni son anda çevirmeyi ummazsınız. Gemi yanaştırmanın ana kuralı, limana çarpmayı göze alamadığınız bir hızla yaklaşmamaktır." Chris Martin, Volcker ve Greenspan'ın enflasyonla mücadelede aldıkları engelleyici önlemleri hatırlatan bu sav, birçok Komite üyesinde bir yankı uyandırmıştı. Mart 2015'te, dot plot (noktasal grafik) ortalama olarak 2015'te iki 0,25'lik ve 2016'da dört tane daha aynı oranda faiz artışı bekliyordu.

FOMC, buna uygun olarak Mart 2015 açıklamasında federal fonlama oranında uzun süredir beklenen liftoff'un hemen olmasa da yaklaştığı sinyali verdi. Neticede Komite, fonlama oranı hedefini 2015'te iki kez ve 2016'da dört kez artırmak yerine, hedef aralığını 2015'te ve 2016'da yalnızca birer kez artırdı. Faiz oranları artık sıfıra teğet geçmiyordu ama tarihsel olarak normal koşullar beklenenden daha uzakta gibiydi.

Ne oldu? Yellen'ın, "başta umut veren ancak sonra hayal kırıklığına uğratan" gelişmelere yönelik uyarılarının ileri görüşlü olduğu anlaşıldı. Önce uluslararası gelişmeler ABD'ye sıçradı ve liftoff'u erteledi. Ancak uluslararası pruvva rüzgârları dinse de Fed politika yapıcılar, kendilerini kriz sonrası ABD ekonomisinde neyin normal olduğuna yönelik bazı temel varsayımlarını yeniden değerlendirirken buldu.

Çin'in Devalüasyonu

Yurt dışında ilk şok beklenmedik yerden geldi: Çin. Çin küresel finansal krizden görece yara almadan çıkmıştı. Büyük bir mali paket ve hükûmetin yönetimindeki banka kredilerinde bir artışla desteklenen ekonomik büyüme, küresel resesyon boyunca etkileyici düzeylerde kalmaya devam ediyordu. Asıl olarak Çin, son otuz yıldır devletin merkezi planlamasını ve serbestleştirilen piyasaları birleştiren bir kalkınma stratejisinin faydalarını görüyordu. On yıllar önce merkezi olarak planlanan Sovyetler Birliği gibi Çin de ağır sanayiye ve kamu altyapısına yatırım akıtmış ve devlet destekli girişimlere öncelikli roller vermişti. Özel tüketimi baskılamış, bunun sonucunda ulusal tasarruf oranı oldukça yükselmiş ve milyonlarca taşra insanını kentlere göç edip üretim ve inşaat sektörlerinde çalışması için teşvik etmişti. Ancak Sovyetler Birliği'nin aksine, Çin'in modeli piyasa güçlerine de rol veriyordu. Zaman içinde fiyatların ağırlıklı olarak arz ve taleple belirlenmesine ve yerel özel şirketlerin ve (kısıtlamalarla da olsa) yabancı şirketlerin, Çin'in dev yerel piyasasında devlet destekli şirketlerle rekabet etmesine izin vermişti.

Çin ayrıca, özellikle de 2002'de Dünya Ticaret Örgütü'ne kabul edildikten sonra, ana sektörlerini ihracat yapmaya yönlendirerek dolaylı yoldan piyasa disiplini uyguladı. Japonya ve Güney Kore gibi diğer Asya ülkelerine paralel, Çin de ucuza üretilen ürünler ihraç etmeye başladı. Ancak giderek küresel tedarik zincirlerine entegre olan şirketlerinin küresel piyasalarda rekabet

ederek öğrendiği üzere, Çin daha yüksek değerli ürünler ihraç etmeye başladı ve dünya ticaretine hükmeden bir oyuncuya dönüştü.

Çin'in ihracat stratejisi tartışmalı bir döviz kuru politikasıyla destekleniyordu. Resmi para birimi renminbi'nin (Çin yuanı) değerini sıkı bir kontrol altına almıştı. Bunu, önce dolara sabitleyerek sonra Temmuz 2005'te yalnızca kademeli ayarlamalar yaparak başarmıştı. Daha da önemlisi, Çin'in ani büyüme döneminin büyük bir kısmında Çin yuanı diğer para birimlerine göre ucuz tutulmuş, Çin ihracatına bir fiyat avantajı sağlanmıştı. Bu durum, Çin'in para biriminin kademeli olarak güçlenmesine izin verdiği finansal krizden sonra değişti. Bu değişimin arkasındaki nedenler arasında; Çin'in ticaret ortaklarından gelen diplomatik baskı, Çin'in yuanı büyük bir küresel para birimi hâline getirme isteği (bu da yuanın değerinin piyasa güçlerine tepki vermesini gerektiriyordu) ve büyümeyi artık daha az ihracat, daha çok yerel talebin genişletilmesiyle destekleme kararı yer alıyordu.⁵ 2015'e gelindiğinde bazı ekonomistler yuanın fazla güçlendiğini, Çin'in ihracatına zarar verecek düzeye ulaştığını düşünüyordu. Bu arada, Fed'in ABD faiz oranlarını artırma planları sermaye akışına yol açtı ve doları güçlendirdi. Bu da Çin'in aşırı değerlenme sorununu daha da kötü bir hâle getirdi. Yuan artık sıkı sıkıya doların fiyatına sabitlenmiş değildi ancak bağlı olmaya devam ediyordu, bu yüzden dolar Euro ve yen karşısında değer kazanınca yuan da değer kazanıyordu.

Xi Jinping, Mart 2013'te Çin Devlet Başkanı olarak göreve başladı. Kapsamlı reformlar vad ediyor ve iddialı ekonomik hedefler koyuyordu. Ancak yıllar boyunca ekonomik büyümedeki aşırı ısınmanın ardından Xi, ayrıca ciddi dengesizlikler miras almıştı. Uzun bir süredir hükümet tarafından yerel harcamaları ve yatırımı desteklemek için teşvik edilen şirket ve tüketici borçlanmaları 2008'den beri artıyordu ve ağır sanayi ile inşaat fazlasının görüldüğü gayrimenkul sektörlerindeki aşırı kapasite problemine katkıda bulunmuştu. Bu durumu takiben ekonomiyi soğutmak için yapılan girişimler ve kredi patlamasını kontrol altına alma çabaları işe yaramıştı. Çin hisse senedi piyasası 2015'te zayıflamaya başlamış, Shanghai Composite Endeksi üç haftada yüzde 30 değer kaybetmişti. Ekonomik büyüme 2013'teki yüzde 7,8'den 2015'te yüzde 6,9'a indiğinde (yine de hâlâ yüksekti) yabancı ve Çinli yatırımcılar paralarını Çin'in dışına taşımaya başlayarak ülkenin para birimi üzerinde aşağı yönlü bir baskıya neden oldu.

Çin Merkez Bankası, 11 Ağustos 2015'te iki cümlelik bir açıklamayla, bir döviz kuru belirlemek ve yuanda yüzde 1,9'luk bir devalüasyona gitmek için sistemde değişiklikler yapılacağını duyurdu. Bir sonraki gün yuanda ek yüzde 1'lik bir değer kaybı yaşandı. Küçük olsa da yuanda görülen bu düşüş daha büyük bir devalüasyonun yolda olduğu endişelerine yol açtı. Daha ciddi anlamda devalüasyon -ve resmi bir açıklamanın olmaması- yatırımcılarda Çin'deki ekonomik yavaşlamanın düşünülenden daha ağır olduğu ve bu durumun küresel ekonomiye zarar vereceği korkularının oluşmasına sebep oldu. Dünya genelinde hisse fiyatlarında sert düşüşler görüldü.

Bu durumun ABD ekonomisi ve Fed politikalarında yol açacağı sonuçlar belirsizdi. Sürpriz bir şekilde gelen devalüasyona kadar FOMC'nin, sıfıra yakın seyreden fonlama oranını Eylül 2015'te artırması bekleniyordu. Artık bu o kadar da kesin değildi. Fed liderleri arasında alışılmadık bir anlaşmazlık ortaya çıktı. New York Fed Başkanı Bill Dudley, 26 Ağustos'ta verdiği bir basın açıklamasında, "FOMC Eylül toplantısında normalleşme sürecinin başlamasına yönelik bir karar alınması, bana göre birkaç hafta öncesine göre artık daha mecburi" dedi.⁶ Dudley'nin açıklamaları, Dow'da beş günlük işlemler sırasında yüzde 10'luk değer kaybı görüldükten sonra geldi. Dudley'nin açıklamaları sonrası iki gün boyunca hisseler yüzde 6'nın üzerinde yükseldi. Ancak daha sonra Jackson Hole'da, Kurul'un Başkan Yardımcısı Stan Fischer, CNBC'den Steve Liesman'a verdiği bir röportajda "Şimdiden daha mecburi veya değil gibi yorumlar yaparak bir karar vermezdim" dedi ve henüz son karara varılmasa da Eylül'de faiz artışına gidilmesi için "ciddi kanıtlar" olduğunu ekledi.⁷ New York Fed Başkanı ve Kurul'un Başkan Yardımcısı, Fed Başkanı'ndan sonra FOMC'nin en etkili ismi olarak görüldüğü için kamuoyuna yaptığı bu açıklamalar, Komite'nin karar vermekte zorlandığını açığa çıkardı.

Komite, Eylül toplantısında fonlama oranını sabit bırakmaya karar verdi. Açıklamasında, Çin'e atıfta bulunarak "Yurt dışındaki gelişmeleri izlediğini" belirtti. Ancak, 17 katılımcıdan 13'ü yıl sonuna kadar bir faiz artışına gidileceğini öngörüyordu. Yellen basın toplantısında Komite'nin bir adım atmamasına, Çin'in devalüasyonu sonrası finansal koşulları sıkılaştırmanın -hisse fiyatlarında düşüş ve dolarda daha fazla bir artış da dâhil olmak üzere- ABD ekonomisini yavaşlatacağını belirterek bir açıklama getirdi. Ancak tıpkı piyasa oyuncuları gibi Komite de devalüasyonun, ürünlerini Çin'e ihraç etmeyi uman, gelişmekte olan ve diğer ülkelerin ekonomilerinde bazı sonuçlara yol açacak bir şekilde, Çin'de daha ağır bir zayıflığa işaret edip

etmediğini merak ediyordu. Herhangi bir durumda çok az kişi ABD para politikasında sıkışmaya gidilmesini beklediği için biraz sabırlı olmaya değer gibi görünüyordu.

Aralık toplantısına gelindiğinde görünüm biraz daha netlik kazanmıştı. Çin’le ilgili endişeler azalmış, ABD’deki ekonomik görünüm iyileşmiş ve finansal piyasalar toparlanmıştı. FOMC neredeyse son on yıldır ilk kez federal fonlama oranı hedefini yüzde 0,25 ile 0,50 aralığına yükseltmişti. Yellen, düzenlediği basın toplantısında Komite’nin liftoff için oluşturduğu kriterlere -iş gücü piyasasında gözle görülür bir iyileşme ve enflasyonun yüzde 2’ye doğru hareket ettiğine yönelik makul bir güven- ulaşıldığını belirtti. Kasım 2015’te yüzde 5 civarında seyreden işsizlik oranı Büyük Buhran’daki zirve düzeyinin yarısına inmişti. Yellen, birçok FOMC katılımcısının, enflasyonun 2018’e kadar, yani iki yıl daha Fed’in hedefine ulaşmayacağını düşündüğünü doğruladı. Ancak Greenspan’ın engelleyici önlemler stratejisini yansıtır gibi, “FOMC politika normalleştirilmesini gereğinden fazla uzun bir süre erteleyeydi, ekonominin aşırı ısınmasını ve enflasyonun hedefimizin çok üzerine yükselmesini engellemek için politikada ani bir şekilde sıkışmaya gitmek zorunda kalırdı. Böylesine ani bir sıkışma ekonomiyi resesyona itme riskini artırır” dedi.⁸ Diğer bir deyişle tam istihdama ulaşmak ve bunu sürdürülebilir tutmanın en iyi yolu enflasyonun kontrol altında olduğundan emin olmaktır.

Bu mantıkla uyumlu bir şekilde FOMC katılımcıları yavaş ancak istikrarlı faiz artışları öngörüyordu -2016’da iki 0,25 puanlık ve 2017’de dört 0,25 puanlık artışlardı bunlar. Bu artışlar yapılırsa fonlama oranı yüzde 2’yi aşacaktı- ve hâlâ oldukça düşük olmasına rağmen bu artışlar en azından sıfır alt sınırın çekim gücünden kaçınmak için yeterliydi. Bu tahminin bir kez daha fazla iddialı olduğu anlaşılacaktı.

Mini Resesyon ve Brexit

İlk faiz artışı sonrası yaşanan birkaç gelişme Fed’i frenledi. İlk olarak fonlama oranı oldukça düşük seyretmeye devam etse de FOMC, kamuoyuna yapılan açıklamalar ve faiz tahminleriyle, sıkışmanın önünde henüz iki yıl olduğunu işaret etmişti. Para politikası dilinde bunun bazı sonuçları olduğunu, bir kez daha gösteren bir şekilde hem piyasalar hem de ekonomi bu duruma olumsuz tepki gösterdi. Fed’in sıkışma planları hâlâ toparlanan ekonomi için fazla gibiydi.

Neil Irwin, Eylül 2018'deki *New York Times* makalesinde, "2015-16 mini resesyonu" ismini verdiği, Aralık 2015 faiz artışlarının etkilerini ele aldı. Fed'in kararı sonrası gelen haftalarda Irwin "küresel piyasalar bir mesaj gönderiyordu: O kadar da hızlı değil. Dolar güçlenmeye devam etti, emtiada değer kaybı sürdü ve S&P 500 Ocak sonundan Şubat başına kadar olan üç haftada yaklaşık yüzde 9 değer kaybetti. Tahvil getirileri dip yaptı ve bu durum da ABD'nin resesyon riskiyle karşı karşıya olduğunu ima ediyor" yazacaktı. Ekonomi, 2016'nın başlarında büyümeyi sürdürse ve işsizlikteki düşüş devam etse de mini resesyon kendisini yatırımlarda, enerji, tarım (petrol ve emtia fiyatları düşmüştü) ve üretimde (güçlenen dolar ihracata yönelik teşviki zayıflatmıştı) göstermeye başlamıştı. FOMC, daha sıkı finansal koşullar ve büyümedeki yavaşlamanın altını çizerek, fonlama oranını Ocak 2016 toplantısında sabit bıraktı.

Mini resesyon ve ona eşlik eden finansal sarsıntıların, büyük ölçüde iki sebeple kısa süreli olduğu anlaşılabilecekti. Bir, maliye bakanları ve merkez bankası başkanlarının Şubat ayı sonlarında, Şangay'da bir araya geldiği G20 toplantısından iki gün sonra Çin, ekonomisini destekleyecek adımlar attı. Bankaların, nakit ve likit rezerv olarak tutması gereken varlıkların payını azaltarak borçlanmayı teşvik etti. Ayrıca para birimini gelecekte nasıl yöneteceğine bir açıklık getirerek devalüasyon endişelerini giderdi. İki, FOMC, Ocak ayında yaptığı gibi Mart ayında fonlama oranını sabit bırakmakla kalmadı aynı zamanda daha güvercin bir tutum edindi. Politika yapıcılar 2016'da beklenen faiz oranı artışlarını dörtten ikiye düşürdü. Piyasalar Fed'in daha dikkatli bir yaklaşım benimsemesi ve güçlü doların ABD ihracatını yavaşlatacağı beklentisinin düşmesi sebebiyle rahatlamıştı.

1985'te dönemin Fed Başkanı Paul Volcker, aşırı değerlenen doları zayıflatmayı amaçlayan Plaza Anlaşması'nın müzakerelerine destek vermişti. Kamuoyuna açık, resmi bir toplantı olmasına rağmen piyasa takipçileri, 2016'daki G20 toplantısında "Şangay Anlaşması" isimli, resmi olmayan, gizli bir anlaşma yapıldığı spekülasyonuna başladı. Buradaki sözde amaç tıpkı Plaza Anlaşması'nda olduğu gibi doların döviz değerini düşürmekti. Teoriye göre daha zayıf bir dolar, değeri dolara bağlı yuanın aşırı değerlenmesini engelleyerek Çin'e fayda sağlayacak ve bunun karşılığında ABD'de de zor durumdaki imalat sektörü, emtia fiyatları artacağı için çiftçileri ve enerji üreticileri için destek almış olacaktı. Yapılan spekülasyon, Çin'in yuanı daha fazla devalüe etmeyeceğini açıklaması karşılığında Fed'in daha gevşek bir

para politikası duruşunu benimsediğini iddia ediyordu. Hatta Japonya ve Avrupa da bu anlaşmanın bir parçasıydı, dolara karşı kendi para birimlerini zayıflatmamayı kabul etmişlerdi.

Yellen, Irwin'e verdiği bir röportajda ABD ve Çin yetkililerinin, uluslararası toplantılarda standart olduğu üzere, küresel ekonomiyi ele aldığını kabul etti ancak gizli bir anlaşma -hiçbir söz verilmemiş, hiçbir anlaşma konuşulmamıştı- yapılmadığını söyledi. Benzer toplantılara katılmış biri olarak bunun doğru olduğuna eminim. Hiçbir Fed Başkanı böylesine bir anlaşmaya imza atmaz çünkü bu durum FOMC ve Kongre'nin denetleme sorumluluklarını satmak anlamına gelir. Yellen, FOMC'nin böylesine bir anlaşmayı kabul edeceğini veya bireysel katılımcıların faiz oranı tahminlerinin bu anlaşmaya uyum sağlayacağını garanti edemez. Komplo teorileri oluşturmak bir yana hem Çin hem de ABD'deki politikalar 2016'nın başlarında genişlemeci bir yöne doğru ilerliyordu.

Birleşik Krallık'ın, Avrupa Birliği'nden ayrılma teklifi olarak bilinen Brexit, Nisan 2016'da ABD'deki para politikası normalleşmesini daha da erteledi. 23 Haziran'da düzenlenmesi beklenen referandum yaklaşıyordu ve "evet" oyunun finansal piyasalarda ve küresel ekonomide yol açacağı etkilere yönelik endişeler, FOMC'ye oranları sabit bırakmak için bir sebep vermişti. Referandumdan çıkan evet oyunu takip eden finansal türbülans, Yellen'in Avrupa Merkez Bankası'nın Portekiz'deki yıllık forumuna (ECB'nin Jackson Hole dengi toplantısı) yapacağı yolculuğu iptal etmesine yol açtı. Brexit belirsizliği -ne zaman ve nasıl olacağı ve ne gibi ekonomik sonuçlar doğuracağı- yıllar boyunca bir endişe olmaya devam edecekti.

"YENİ NORMALİ" DEĞERLENDİRMEK

Fed Başkanı olarak geçirdiği iki buçuk yılın ardından, 2016 ortalarında Yellen, federal fonlama oranını, kendisi de dâhil olmak üzere FOMC'deki birçok kişinin beklentilerinin altında, yalnızca bir kez artırarak görevini sürdürüyordu. Bu yavaşlık, anlaşılabilir tedbirlerin ve beklenmedik dış gelişmelerin bir sonucu olarak açıklanabilirdi. Ancak mini resesyon başka bir açıklamanın ipucunu veriyordu; politika sıkılaşmasına yönelik planlar en başından beri fazla iddialıydı ve ABD ekonomisinde yapısal değişiklikler yapılması için daha ölçülü bir yaklaşım gerekiyordu. FOMC üyeleri, Yellen ve halefi Jay Powell'in yönetiminde bu görüşü benimsemeye başlamıştı.

Washington Post yazarı Ylan Mui, *Why the Federal Reserve is Rethinking Everything / Federal Rezerv Neden Her Şeyi Yeniden Değerlendiriyor* başlıklı Temmuz 2016 tarihli bir makalede Fed'in evrimleşen görüşlerine dikkat çekti.¹⁰ Mui'nin de anlattığı üzere, benim başkanlığım ve Yellen'in ilk görev yıllarında Fed, Büyük Resesyon sonrası ağır ekonomik toparlanma hızını; kısıtlayıcı mali politikalar, sıkı krediler ve emlak balonu sonrası satılmayan ev tehdidi de dâhil olmak üzere "pruva rüzgârlarının" bir sonucu olarak açıklıyordu. Bu teşhisin arkasındaki ana fikir, büyümenin bu rüzgârlar yatışınca hızlanacağıydı. Ancak zaman geçtikçe ve büyüme yavaş kalmaya devam ettikçe, Fed yetkilileri -Larry Summers'in seküler stagnasyon hipoteziyle uyumlu olarak- ekonominin uzun vadeli büyüme potansiyelinin zayıflamış olabileceği ihtimaline daha fazla kafa yormaya başladı.

Bir ekonominin uzun vadedeki üretim potansiyelini iki faktör belirler: İş gücünün büyüklüğü ve her çalışanın üretebildiği mal ve hizmet miktarı (iş gücü verimliliği). Bu iki faktörün büyüme oranları Büyük Resesyon'dan sonraki toparlanma sürecinde yavaşladı. Daha yavaş bir iş gücü büyümesi, baby boomer neslinin yaşlanması gibi büyük ölçüde bazı demografik faktörlerin bir sonucuydu ve bekleniyordu. Ben de dâhil olmak üzere FOMC'deki birçok kişi, krizin bir sonucu olarak verimlilikte bir miktar zayıflık olabileceğini düşünüyordu. Kriz hafifledikçe verimlilikteki büyümenin toparlanacağını umuyorduk. Ancak diğerleri, bu yavaşlamanın daha dirençli olduğu görüşündeydi. Örneğin, Robert J. Gordon, 2016 tarihli oldukça yankı uyandıran *The Rise and Fall of American Growth (Amerika'da Büyümenin Yükseliş ve Düşüşü)* isimli kitabında, İkinci Dünya savaşı sonrasında on yıllar boyunca devam eden ABD'deki verimlilik artış hızının tarihsel olarak olağanüstü olduğunu, depresyon ve savaş sebebiyle sivil halk tarafından kullanımı az olan jetlerden televizyona bir dizi yeni teknolojinin ticari olarak benimsenmesinden kaynaklandığını savunuyor. Gordon'a göre hâliyle son yıllarda verimlilik büyümesinde görülen yavaşlama bir sapma değil, basitçe tarihsel olarak normal bir düzeye geri dönüşü ifade ediyordu. Gordon son on yıllarda ortaya çıkan yeni teknolojilerin -internet coşkusuunu hesaba katmazsak- 20. yüzyıldakiler kadar günlük hayatımızı değiştirmede konusunda oldukça haklı. Yapay zekâ, biyolojik bilimler ve diğer yeniliklerin sunduğu vaatler göz önüne alınınca, bu savın bundan on veya yirmi yıl sonra doğru olup olmayacağı daha da belirsiz.

Yine de kaynağı ne olursa olsun, kriz sonrasındaki on yılda yavaşlayan

büyüme, nötr faiz oranı R^* deki belirgin düşüşü -artan küresel tasarruf ve ılımlı enflasyon ile- açıklayabilen yeni sermaye yatırımlarında daha düşük getiriler anlamına geliyordu. Tabii Fed yetkilileri nötr faiz oranının 1980'lerden bu yana gözle görülür derecede düştüğünün farkındaydı. Faiz oranları üzerindeki etkin alt sınırın önemli bir zorluk hâline gelmesinin sebebi buydu. Yeni olan şey ise nötr faiz oranının finansal krizden sonra daha da düşebileceğiydi.

FOMC'nin perspektifinden bakıldığında, nötr faiz oranına yönelik daha düşük bir öngörü politika sıkılaşmasındaki ağır hareketi destekliyordu. Nötr faiz oranı, faizleri daha normal düzeylere taşıma aşamasının son noktası olduğu için daha düşük bir R^* Fed'in hedeflediği istihdam ve enflasyon düzeylerinin elde edilmesi için daha az sıkılaşma gerektiği anlamına geliyor. Buna ek olarak, belirli bir politika oranının etkileri, bu oranın nötr düzeyinin ne kadar altında olduğuna bakılarak ölçülebilir. Daha düşük bir nötr oranla, federal fonlama oranının sifıra yakın bir düzeye çekilmesi, FOMC'nin düşündüğü kadar teşvik edici olmayabilir. Bu yüzden Yellen, yaptığı konuşmalar ve düzenlediği basın toplantılarında düşük bir nötr faiz oranının, politikada kademeli olarak sıkılaşmaya gidilmesi için bir başka neden olduğunu belirtmeye başladı. Ekonominin düşük faiz oranlarıyla tanımlanan bir "yeni normalle" karşı karşıya olduğu fikri (yani politikanın daha nötr bir düzeye geri dönmesi geçmişe göre daha zor görünüyordu), Fed ifadelerinde tekrar eden bir temaya dönüştü.

Doğal işsizlik oranı u^* 'nın yeniden değerlendirilmesinin politika için aynı derecede önemli olduğu anlaşılacaktı. Tıpkı nötr faiz oranı gibi, doğal işsizlik oranı da politika oluşturulması için önemli bir veridir. Tüm FOMC üyeleri, Büyük Enflasyon tarihini ve politika yapıcılarının işsizliği yüzde 4 veya daha altına -bugünün ekonomistlerinin artık o dönemin doğal oranın olduğunu düşündüğü düzeye- düşürmek için verdiği çabalarda oynadığı rolü bilir. Bu tecrübe, işsizliği bir anda çok düşük düzeylere indirmenin, enflasyonu körükleyebileceği veya ekonomik istikrarı bozabileceği uyarısını yapıyor.

Doğal oran 2016'da hangi düzeydeydi? Bir tarafta ekonomistler, çalışan becerileri ile şirket ihtiyaçlarını doğru eşleştirememeye ile ekonomik belirsizliğin artmasıyla hiddetlenen Büyük Durgunluğun şiddetinin geçici de olsa doğal işsizlik oranını artırmış olmasından endişeliydi. Diğer tarafta, yaşanan iş gücü (yaşlılar tecrübeli çalışanlar olduğu için daha düşük bir işsizlik

oranına sahiptirler) ile şirket ve çalışanların daha doğru eşleştirilmesi (örneğin iş bulma siteleri) doğal işsizlik oranını düşürmüş olmalıydı. Doğal işsizlik oranı doğrudan izlenemediğinden ve birçok faktörün etkisi altında kaldığından ekonomistler bir süre boyunca mevcut u^* tahminlerinin belirsiz olacağını kabullendi.¹³

Bir iş gücü ekonomisti olan Yellen, tecrübelerine dayanarak özellikle de yapısal değişikliklerin veya ciddi streslerin görüldüğü dönemlerde, işsizlik oranının iş gücü piyasasındaki tek durgunluk göstergesi olmayacağını savunuyordu. Kamuoyuna yaptığı açıklamalarda, iş gücüne katılım oranı, yarı zamanlı çalışan ancak tam zamanlı çalışmak isteyenler ve gönüllü istifa oranı (çalışanların yeni bir iş bulmaya yönelik güvenlerini ölçen bir gösterge) gibi alternatif iş gücü piyasası göstergelerinden oluşan bir liste sundu.¹⁴ Fed takipçileri, Fed'in iş gücü piyasası koşullarına ilişkin görünümünü daha iyi anlamak için devamlı olarak Yellen'in piyasa "gösterge panelini" güncelleme-ye başladı.

2016 ortalarına gelindiğinde işsizlik oranı yüzde 5'in altına düşmüştü ve inmeye devam ediyordu. Enflasyon -hedefe göre fazla düşüktü- kontrol altında kalmaya devam ettiği için ve işsizlik oranındaki süregelen gerilemeye rağmen, Kurul ekibi ve FOMC katılımcıları doğal işsizlik oranı tahminlerini aşağı yönlü olarak revize etmeye başladı. Daha düşük bir doğal işsizlik oranı, ekonominin enflasyonu körüklemekten daha hızlı hareket edebileceği anlamına geliyordu, bu yüzden -daha düşük bir doğal işsizlik oranı- ekonomideki toparlanma devam ettiği için sıkılaşmaya olan ihtiyacın azaldığını ima ediyordu. Sıkılaşmaya gitmek yerine FOMC daha sabırlı davranabilir, iş gücü piyasasının enflasyondan endişe etmeden güçlenmesine izin verebilirdi.

FOMC'nin bu iki önemli değişkene yönelik değerlendirmesi, katılımcıların uzun vadeli federal fonlama oranı (nötr faiz oranının bir ölçütü) tahminleri ile doğal işsizlik oranı olarak yorumlanabilecek uzun vadeli sürdürülebilir işsizlik oranı tahminlerini içeren çeyrek dönemlik *Ekonomik Tahminler Özeti'nde* görülebilir. Aşağıdaki tablo bu tahminlerin 2012'den 2021'e nasıl değiştiklerini gösteriyor.¹⁶

FOMC'nin hem doğal işsizlik oranı hem de nötr faiz oranı tahminleri bu dönem boyunca geriledi. Bu yeniden değerlendirmeler göz önüne alındığında Yellen'in görev döneminin ilk üç yılında faiz artışına yönelik yavaş seyri anlamak daha da kolaylaşıyor. Komite, ekonominin ne kadar sıkılaşmaya

ihtiyaç duyduğunu ve ne kadarına tahammül edebileceğini eş zamanlı olarak öğreniyordu.¹⁷

TABLO 8.1 FOMC'NİN UZUN VADELİ İŞSİZLİK VE FAİZ ORANI TAHMİNLERİ

YIL	NÖTR FAİZ ORANI	DOĞAL İŞSİZLİK ORANI
2012	5.2 - 6.0	4.25
2013	5.2 - 6.0	4.0
2014	5.2 - 5.5	3.75
2015	5.0 - 5.2	3.75
2016	4.7 - 5.0	3.0
2017	4.5 - 4.8	3.0
2018	4.3 - 4.6	2.9
2019	4.0 - 4.4	2.5
2020	4.0 - 4.3	2.5
2021	3.8 - 4.3	2.5

Kaynak: Her yılın haziran ayı Ekonomik Tahminler Özeti. Doğal işsizlik oranı öngörülen uzun vadeli işsizlik oranıdır (ilk üç ve son üç tahminlerin çıkarıldığı ortalama eğilim). Nötr faiz oranı ise öngörülen uzun vadeli federal fonlama oranıdır (medyan değer).

PHILLIPS EĞRİSİNİN ÖLÜMÜ?

Yellen dönemindeki politika değerlendirmeleri, nötr faiz oranı ve doğal işsizlik oranı meselelerinin ötesine geçerek daha kapsamlı bir soruyu inceliyordu: Fed'in 1960'lardan bu yana enflasyon için temel aldığı model olan Phillips eğrisi hâlâ geçerli miydi? Veya birçok yorumcunun da ifade ettiği gibi Phillips eğrisi ölmüş müydü?

Hatırlamak gerekirse, Phillips eğrisi enflasyon (ücretler veya tüketici fiyatları açısından) ile işsizlik oranı gibi durgunluk ölçütleri arasındaki ilişkiyi tanımlar. İş gücü ve ürün piyasalarının sıkışmış, ücret ve fiyatların daha hızlı artma eğiliminde olduğuna dikkat çeker ve işsizlik ile enflasyon arasında bir takası ima eder.

Geleneksel Phillips eğrisi ABD'de 1960'lar sonuna kadar görülen enflasyon artışını açıklıyor gibi görünüyor. Ancak Birinci Bölüm'de kapsamlı olarak ele aldığımız üzere, 1970'lerde hâlâ yüksek seyreden enflasyon, ekonomistleri orijinal egride iki değişiklik yapmaya itti: Bir, geleneksel Phillips eğrisi ekonominin, öncelikli olarak fiyatları ve istihdamı aynı yönde hareketlendiren talep şoklarıyla boğuştuğu varsayımına dayanır. Ancak petrol

fiyatlarındaki büyük artışlar gibi arz şokları da yaşanabilir. Arz şokları fiyatları artırıp istihdamı düşürebilir ve stagflasyona (yüksek enflasyon ve yüksek işsizliğin birleşimi) yol açar. İki, geleneksel Phillips eğrisi enflasyon beklentilerindeki değişiklikleri göz ardı eder. Ancak 1970’lerde olduğu gibi insanlar tecrübelerine dayanarak enflasyonun yükselmesini bekliyorsa çalışan kesim satın alma gücünü korumak için daha yüksek ücretler talep ettiğinde ve şirketler yükselen maliyetlerini karşılamak için fiyatları yükselttiğinde bu beklentiler kendi kendilerine doğrulanabilir.

Geleneksel Phillips eğrisi ilişkisi, Volcker’ın Fed’inin, sıkılaşmaya gidecek düşürdüğü yüksek enflasyonun işsizlik oranında dramatik artışlara yol açtığı 1980’lerde güçlü bir şekilde doğrulanmıştı. Ancak ekonomistler de 1990’ların bir döneminde veya daha önce, enflasyon davranışında ve Phillips eğrisinin doğasında önemli bir kırılma yaşandığı konusunda hemfikir. Tıpkı 1960’larda olduğu gibi 1990’larda da güçlü bir ekonomik büyüme ve düşük işsizlik görülmüştü ancak -1960’ların aksine- enflasyon hem düşük hem de istikrarlı seyretmeye devam ediyordu. Bu tablonun bir kısmı Alan Greenspan’ın hünerli yönetiminden bir kısmı da o dönemde doğal işsizlik oranında kıymeti bilinmeyen düşüşlerden kaynaklanıyordu. Ancak en azından şimdi düşündüğümde, mevcut kanıtlar enflasyon davranışının en az iki belirgin şekilde değişmeye başladığını gösteriyor.

Bir, 1990’dan sonra enflasyon işsizlikteki kısa süreli değişikliklere (veya ekonomik durgunluğun diğer ölçütlerine) hiç olmadığı kadar tepki vermeye başladı. Verisel açıdan bakıldığında, Phillips eğrisi – enflasyon ve işsizlik arasındaki kısa süreli ilişki- “düzleşmiş” gibi görünüyordu.¹⁸ Enflasyonun iş gücü piyasasındaki durgunluğa verdiği zayıf tepki, Büyük Durgunluk boyunca ve sonrasında gelen ekonomik toparlanma boyunca devam etti. Hatta 2008’den itibaren daha da zayıfladı. Benim başkanlık dönemimde, enflasyon davranışında son yirmi yıldaki değişimin oldukça farkında olsa da Fed ekibi ve FOMC katılımcıları, finansal kriz sonrası işsizlik oranı yüzde 10’a ulaşmasına rağmen enflasyondaki ılımlı düşüşe şaşırıyordu.¹⁹ Yellen döneminde, Fed politikayı sıkılaştırmaya hazırlanırken, enflasyon karmaşası bu kez diğer yönde olmak üzere yeniden baş gösterdi. İş gücü piyasasındaki iyileşmeye rağmen enflasyon, hedefin ve Fed tahminlerinin altında seyretmeye devam ediyordu. Öngörülen doğal işsizlik oranındaki aşağı yönlü revizeler, bazı özel faktörlerle -Medicare ödeme oranları veya telefon faturaları gibi- birleşince birkaç yanlış tahmini açıklamaya yardımcı olmuştu ancak birçok kişi için geleneksel Phillips eğrisi ilişkisi firar etmişti.

Enflasyon davranışındaki ikinci önemli değişiklik, yine 1990'lardan sonra enflasyonun yıldan yıla daha istikrarlı görünmesiydi. Petrol fiyatlarındaki dev artışlar gibi ekonomik şoklar, geçici olarak yukarı veya aşağı yönlü hareket ettirebilse de enflasyon, 1970'lerde olduğu gibi yeni bir düzeye sıçramaktansa, önceki düzeyine dönme eğilimindeydi.²⁰ "Normalleşme" politikaları da enflasyonun yeniden yüzde 2 hedefine yükselmesini gerektirdiği için Yellen'ın Fed'i -ve genel olarak ekonomi araştırmacıları- enflasyon dinamiklerinin nasıl ve neden değiştiğini anlamaya odaklandı.²¹

Enflasyon dinamiklerindeki bu değişimler -daha düz bir Phillips eğrisi ve daha sabit enflasyon beklentileri- para politikaları ve ekonomi için ne gibi sonuçlar doğuracaktı? Olumu tarafından bakılırsa, enflasyonun daha istikrarlı seyretmesi ve işsizlikteki değişimlere tepki verme olasılığının daha az olması, para politikasından sorumlu yetkililere, resesyonlar karşısında politikada genişlemeye gitmeleri için daha fazla alan sağlıyordu. Aynı sebeple resesyonların, ortaya çıktıkları dönemde enflasyonu istenmeyecek kadar düşük düzeylere itmesi pek olası değildi. Oturmuş enflasyon beklentileri ayrıca para politikası yapıcılarına, 1970'lerde olduğu gibi enflasyon beklentilerinin yükselmesinin bu şokların enflasyonda uzun vadeli artışlara yol açmasından endişelenmeden, petrol fiyatı artışları gibi geçici arz şoklarını "incelemeleri" için fırsat tanıyordu. (2020-2021 ekonomisinin yeniden açılması sürecine de eşlik eden etkili ve uzun süreli arz şokları daha büyük bir zorluk yaratıyor.) Genel anlamda, enflasyon davranışında son on yıllarda görülen değişiklikler, politika yapıcılarının ortalamada daha istikrarlı bir enflasyon ve daha sağlıklı bir iş gücü piyasası elde etmelerini sağlayabilir. Bu sonuçlar, Volcker'ın 1980'lerde Fed'in enflasyon karşıtı güvenilirliğini yeniden inşa etmesinin en büyük ödülleri arasında yer alıyor.

Ancak bu durumun olumsuz tarafları da var. Düz bir Phillips eğrisi, enflasyonun, ekonominin aşırı ısınmasının pek güvenilir bir göstergesi olmadığı anlamına gelir. Enflasyon fazla yükselirse işsizlik açısından enflasyonu yeniden hedef düzeyine düşürmenin maliyeti geçmişe göre daha tuzlu olabilir. Ve Fed'in enflasyon karşıtı güvenilirliği, kısa vadede politikada genişlemeye gidilmesi için alan açsa da uzun vadede bu güven yönetilmediği takdirde değeri düşen bir sermaye varlığı gibidir. Fed enflasyonun hedeften çok fazla ve çok uzun süre sapmamasını ve şoklar giderildikten sonra zaman içinde yeniden hedef düzeye geri dönmesini sağlamalıdır. Resmi bir enflasyon hedefi belirlemek, enflasyon hedefine zaman içinde nasıl ulaşılabileceğini

açıklayan bir politika çerçevesi oluşturmak, enflasyon beklentilerini dikkatli bir şekilde izlemek ve en önemlisi, fiyat istikrarı sağlamaya yönelik taahhüdü yerine getirmek Fed'in enflasyon güvenilirliğini korumasına yardımcı olan şeylerdir.

FAİZ ARTIŞLARINA DEVAM

İşsizliğin düşmeye devam ettiği ve mini resesyonların sona erdiği 2016 ortalarına gelindiğinde, Komite'de bir eyleme geçilmesine yönelik baskı artıyordu. FOMC, Haziran ayında, Brexit oylamasından hemen önce, oy birliğiyle faizleri sabit bırakmaya karar vermişti. Ancak Temmuz toplantısında, Kansas City Fed Başkanı Esther George faizleri değiştirmeme kararına hayır oyu verdi. Eylül ayında George'a, Cleveland Fed Başkanı Loretta Mester ve Boston Fed Başkanı Eric Rosengren de katılmıştı. Faizleri sabit bırakmaya yönelik 7-3'lük oylama (Kurul'da iki koltuk boştu) FOMC standartlarında sayılırdı.

Komite, Eylül ayında faiz oranlarını değiştirmemeye karar verse de açıklamasında, iyileşen iş gücü piyasası ve daha hızlı ekonomik büyümeye dikkat çekerek kriz sonrası ikinci bir faiz artışının pek de uzakta olmadığını ipucunu verdi: "Komite, federal fonlama oranının artırılması savının güçlendiğine fakat şimdilik hedeflerine yönelik ilerlemenin devam etmesi için biraz daha beklemeye karar verdi." Gerçekten de FOMC katılımcılarının on yedisinden on dördü yıl sonuna kadar en az bir 0,25 puanlık faiz artışı bekliyordu.

Eğer bir faiz artışı bu kadar olası idiyse, o zaman FOMC bunu neden Eylül'de yapmadı? Yellen, daha önce Alan Greenspan'ın enflasyona karşı engelleyici önlemler konseptini yansıtmıştı. Şimdiyse pek belli etmeden, etkin alt sınır düzeyinin oluşturduğu bir değişiklik Greenspan'ın risk yönetimi yaklaşımına doğru kaymıştı. Düzenlediği basın toplantısında fonlama oranı sifıra yakın düzeylerde seyrettiği için risklerin asimetrik olduğunu savundu. Eğer ekonominin beklentilerden daha güçlü olduğu görülürse ve bu durum enflasyonda yeni yukarı yönlü bir baskı oluştursa, Fed'in her zaman faiz artışına gitme gibi bir seçeneği vardı. Ancak ekonominin daha zayıf olduğu anlaşılırsa fonlama oranının sifıra yakın bir düzeyde olması, Fed'in en azından geleneksel yöntemlerle bir karşılık vermesini zorlaştırırdı. Yellen, bu asimetrik durumun dikkatli olunması gerektiği savını güçlendirdiğini söyledi. Açıklamasında bariz olan şey enflasyonun yavaş bir şekilde yükselmesi ve

faiz oranlarında enflasyonu kontrol etmek için ardı ardına artışlara gidilme-yeceği varsayımıydı. Çekirdek enflasyon yüzde 2 civarında hareket etmeye devam ettiği için bu varsayımın doğru olduğu anlaşılabaktı.

Komite, sonunda 14 Aralık'ta harekete geçtiğinde, işsizlik oranı yüzde 4,7'ye FOMC'nin o dönemdeki doğal işsizlik oranı tahminlerine (medyan ortalamaya göre yüzde 4,8) yakın bir düzeye gerilemişti. Fonlama oranını çeyrek puan -yüzde 0,50 ile 0,75 aralığına- yükseltme kararı oy birliğiyle alınmıştı. Ancak toplantı sonrası yapılan açıklamanın dili, güvercin bir tutum izlemeye devam ediyordu. Daha fazla faiz artışının muhtemelen kademeli olacağını ima ediyor ve "federal fonlama oranının bir süre boyunca uzun vadede görülecek düzeylerinin altında seyredeceğini" yineliyordu.

Medyan federal fonlama oranı tahmini daha az güvercin bir tutuma sahipti. *Ekonomik Tahminler Özeti* 2017'de üç faiz artışı beklendiğini gösteriyordu. Komite Mart, Haziran ve Aralık aylarında fonlama oranında çeyrek puanlık artışlara giderek yılı yüzde 1,25-1,50 hedef aralığında tamamladı. İşsizliğin Aralık 2017'de yüzde 4,1'e düşmesiyle ekonomide sıkılaşma rüzgârları esmeye başlamıştı.

Fed'in bilançosu 2017'de en azından düşmeye başladı. İlkeler açıklamasını Haziran ayında genişleten FOMC, nasıl ilerleyeceği konusunda daha fazla detay verdi. Ekim ayından itibaren -QE3'ün sonlanmasından tam olarak üç yıl sonra- vadesi dolan tahvillerden elde ettiği getirinin yalnızca bir kısmını yeni tahvillere yatıracaktı. Böylece bilançodaki aylık düşüş karşılanacak ancak izin verilen bu düşüş zamanla kademeli olarak artacaktı. Daha önce de açıklandığı üzere, Fed vadesi dolmayan tahvillerini satmayacaktı. Bu pasif, tahmin edilebilir yaklaşım -Philadelphia Fed Başkanı Patrick Harker'ın "boyanın kurumasını izlemek" kadar heyecan verici olarak tanımladığı- piyasadaki belirsizliği en aza indirmeyi amaçlıyordu.²⁶ Politik yapıcılar, piyasa katılımcılarının taper tantrum'dakinin aksine, fonlama oranının muhtemel gidişatına gereksiz müdahaleler yapmamasını umuyordu. Ancak planda bilançonun ne zaman küçülmeyi durduracağına ilişkin bir sözlü yönlendirme yoktu. Bu, birkaç bilinmeyen faktöre dayanacaktı. Daha da önemlisi Komite'nin kısa vadeli faiz oranlarını nasıl en iyi şekilde kontrol edeceğine yönelik teknik kararlar vermesi gerekiyordu. Bu kararların, bilançonun ne kadar büyük olması gerektiğine yönelik etkileri olacaktı.

FOMC'nin "boya kurutma" yaklaşımı sürecin yavaş olacağı anlamına

geliyordu. Gerçekte, bilançodaki daralmanın büyük bir kısmı, 2018'de görev ve gelen Jay Powell'in ilk iki yılına kadar gerçekleşmeyecekti.

SİYASET: KONGRE İLİŞKİLERİ VE TRUMP'IN YENİDEN ATAMA KARARI

Benim başkanlık dönemimde, Fed başta Kongre tarafından olmak üzere, kriz öncesi düzenleyici başarısızlıkları, iflasa giden finans şirketlerinin kurtarılması, kriz sırasındaki diğer olağanüstü eylemleri ve parasal genişleme ve diğer yeni para politikası araçları kullanımı sebebiyle ciddi bir siyasi baskı altındaydı. Kongre'yle olan sallantılı ilişkiler Yellen'in döneminde de devam etti.

Benim dönemimde de olduğu gibi, Kongre'deki Cumhuriyetçiler Fed'in en ateşli eleştirmenleriydi ama Demokratlar da Fed'in düzenleyici politikalarının fazla dostane olduğu eleştirilerini yapıyordu. Yellen 11 Şubat 2014'te, görev yemininden sekiz gün sonra kendisini neyin beklediğini görecekti. Olaylar Fed Başkanı'nın, Fed'in *Para Politikası Raporu*'nu Kongre ve Senato denetleyici komitelerine sunduğu, yılda iki kez düzenlenen etkinliklerin ilkinde başladı. Fed başkanlarının verdiği ifade genellikle üç aşağı beş yukarı üç saat sürerdi. Ancak dumanlı bir ritüel havası verilen bu son ifadede Kongre Finansal Hizmetler Komitesi Başkanı, Texas'tan Cumhuriyetçi Jeb Hensarling, Yellen'i ağırlıklı olarak saldırgan sorularla altı saatlik bir ifadeye mahkûm etti.

Yellen döneminde Kongre'ye karşı verilen kavgaların büyük bir kısmı, Fed'in para politikasına nasıl ve ne zaman başlayacağına ilişkin kritik kararlarına teğet geçen meselelerden çıkmıştı. Örneğin, Kongre'deki Cumhuriyetçiler, Yellen'in Ekim 2014'te gelir eşitsizliğine ilişkin yaptığı bir konuşmanın liberal politikaları desteklediğini düşündükleri için Yellen'i bir güzel azarlamıştı. (Yellen bu tepkiye yaptığı konuşmanın herhangi bir politika önerisi içermediğini belirterek yanıt verdi.) Hensarling ayrıca, Ekim 2012'de -benim görev dönemimde- bazı gizli FOMC belgelerinin sızdırıldığına ilişkin sık sık bilgi talep ederek ve Fed'e ilişkin olumsuz haberler yayarak Yellen'e baskı uyguladı. Medley Global Advisors tarafından yayınlanan bir yatırımcı bülteni, FOMC'nin QE3'e yönelik kamuoyuna kapalı tartışmalarına yer vermişti. Bir inceleme yapılmasını talep etmiştim ancak bu inceleme sızıntısının kaynağını bulamamıştı. Ancak ABD Emtia Vadeli İşlemler Komisyonu bir insider trading (içeriden öğrenenlerin ticareti) davası açmış, sonunda meseleyi ABD

Savcılığına taşıymıştı. Savcılığın başlattığı cezai soruşturma ise bir sonuca varmadı. Richmond Fed Başkanı Jeffrey Lacker söz konusu tartışmalarla ilgili bültenin yazarıyla konuştuğunu kabul ederek 4 Nisan 2017’de ani bir şekilde istifa etmişti.²⁷

Kongre’yle olan gergin ilişkiler bir yana Fed, Yellen döneminde büyük yasal değişikliklerle karşı karşıya kaldı. Senatör Rand Paul (Cumhuriyetçi, Kentucky), Fed’in para politikası kararlarının Kongre değerlendirmesine tabi tutulacağı Audit the Fed yasası için bastırmaya devam etti. 2015’te iki senatör -Elizabeth Warren (Demokrat, Massachusetts) ve David Vitter (Cumhuriyetçi, Louisiana)- Fed’in finansal krizlerde son borç veren kurum olarak hizmet verme otoritesinin daha da kısıtlanmasını önerdi.²⁸ (Fed’in kredi vermesini finans sektörünün, reel sektör aleyhine adil olmayan bir şekilde kurtarılması olarak görüyorlardı ancak reel sektörün sağlığının işlevsel bir finansal sisteme dayandığını göz önünde bulundurmuyorlardı.) İki teklif de bir yere varmadı.

Hensarling Eylül 2016’da Finansal SEÇİM Yasası’nı (Financial CHOICE Act) sundu. Yasanın değiştirilen bir hâli Cumhuriyetçilerin çoğunluğu oluşturduğu Kongre’de Haziran 2017’de onaylandı. Yasanın ana amacı, 2010 tarihli bazı Dodd-Frank reformlarının yeniden yürürlüğe girmesiydi. Ayrıca Paul’un Audit the Fed yasa tasarısını da kapsıyordu. Daha radikal bir anlamda yasa FOMC’nin faiz kararlarını açıklamak için matematiksel bir politika kuralı oluşturmasını ve Fed’in her toplantıdan sonra Kongre ve Senato’nun denetleyici komitelerine ve GAO’ya rapor vermesini gerektiriyordu. Varsayılan politika kuralı, federal fonlama oranındaki değişiklikleri yalnızca güncel enflasyon ve işsizlik oranlarına bağlayan John Taylor’ın basit kuralı olacaktı. FOMC’nin faiz oranlarını bu kurallara göre belirlemesi veya kuraldan yapılacak herhangi bir sapmayı açıklaması gerekecekti.

Hensarling’in yasa teklifi, para politikasının kurallar mı yoksa inisiyatifle mi yönetilmesi gerektiği sorusunu bir kez daha ele alıyordu. Daha önce de belirttiğim üzere, politika kuralı taraftarları Fed’in faiz oranı kararlarının, tahmin edilebilirliğinin ve güvenilirliğinin artırılacağını savunuyordu. Bu sava karşı çıkanlar da kural kullanımının politika yapıcılara, olağan dışı koşullarla -finansal panikler gibi- veya ekonomin yapısındaki değişikliklerle başa çıkmak için çok az alan bıraktığını söylüyordu. Yellen Ocak 2017’de, Stanford’da düzenlenen, kuralların baş savunucusu John Taylor’ın da yer

aldığı bir konferansta kurallara karşı güçlü bir savunma yaptı.²⁹ Basit politika kurallarının “geniş kapsamlı bir kılavuz sunmada yardımcı olabileceğini” ancak bu kurallara uymanın mekanik anlamda oldukça kötü sonuçlar doğuracağını söyledi. Dönemin işsizlik ve enflasyon oranları göz önüne alınınca, standart Taylor kuralının FOMC’nin makul bulduğundan daha yüksek bir fonlama oranına yol açacağını belirtti ve FOMC’nin neden farklı seçimler yaptığını açıkladı. Ayrıca, federal fonlama oranının değeri için Taylor kuralı yalnızca bir imada bulunuyordu. Kısa vadeli oranlar için etkin alt sınırı veya parasal genişleme gibi alternatif araçların olası kullanımını hesaba katmıyordu.

CHOICE teklifi yasalaşmadı. Ancak Yellen ve Hensarling, kural meselesi üzerinde bir tür bir uzlaşmaya vardı. Fed yılda iki kez yayınladığı Para Politikası Raporu’nda, Fed’in politika sürecinde kullanılan basit kuralların rolünü tartışan bir bölüme yer vermeye ve FOMC’nin politika kararlarını, beş alternatif kuralın tahminleriyle karşılaştırmaya başladı. Temmuz 2017’deki bir toplantıda, Hensarling, Fed’i tanımladığı kurallardan neden saptığına yönelik daha kapsamlı bir açıklama yapmaya davet etse de yeni düzen sebebiyle “oldukça sevindiğini” belirtti.³⁰

Cumhuriyetçi başkan adaylarının Fed’i ve beni oldukça bitkin düşürdüğü 2012’de olduğu gibi, 2016 başkanlık yarışı kampanyaları da Yellen’a yönelik saldırılar içeriyordu. Aday Donald Trump, Yellen’ı “oldukça siyasi bir kişi” olduğu için eleştirdi, faiz oranlarını Başkan Obama’yı memnun etmek için düşük tuttuğunu ve “yanıltıcı bir hisse piyasası oluşturduğu” için “kendisinden utanması gerektiğini” söyledi.³¹ Ve seçimden günler önce, oldukça antisemitik bir televizyon reklamını seslendirdi. Reklam, Federal Rezerv’in damgasına yer veriyor ve Trump’ın rakibi Hillary Clinton’ın yanı sıra finansla ilişkili üç kişiye (üçü de Yahudi) çamur atıyordu: Goldman Sachs’den Llyod Blankfein, Macar-Amerikan yatırımcı George Soros ve Yellen. Arka planda uğursuz bir müzik çalıyordu ve Trump, Yellen’ın fotoğrafı ekranda belirdiğinde “küresel özel çıkarlar” sözlerini sarf ediyordu.³²

Trump, seçildikten sonra bir süreliğine Fed’i rahat bıraktı. Görev yemini ettikten tam 18 gün sonra, Oval Ofis’te Yellen ile bir araya geldi. Bu kısa görüşmede, anonim bir kaynağa dayanan bir Wall Street Journal haberine göre, Yellen’a iyi bir iş çıkardığını ve tıpkı kendisi gibi Yellen’ın da “düşük faiz oranı insanı”³³ olduğunu söyledi. Muhtemelen Ulusal Ekonomik

Konsey'deki ilk direktör Gary Cohn'un da etkisiyle görev döneminin ilk yarısında ne Fed ne de para politikasıyla ilgili tek bir tweet bile atmadı. Yellen Fed'den ayrıldıktan sonra verdiği bir röportajda Trump'ın görev süresi boyunca ne kamuoyuna açık ne de kapalı bir şekilde Fed kararlarını etkilemeye çalışmadığını söyledi.³⁴

Yellen'in dört yıllık görev süresi Ocak 2018'e kadar devam etti. Trump'ın seçim kampanyaları sırasında yaptığı sert eleştirilere rağmen Yellen'i, "düşük faiz oranı insanını" yeniden ataması muhtemel görünüyordu. Buna birçok örnek vardı. Paul Volcker, Alan Greenspan ve ben, bizi ilk atayan başkanların rakip partilerinden seçilen yeni başkanlar tarafından yeniden atanmıştık. Anlaşılan Trump'ın yeni Fed Başkanı için dört adayı vardı: Yellen, John Taylor, Kurul'un eski üyelerinden Kevin Warsh ve Kurul'un mevcut üyesi Jerome (Jay) Powell. Her adayın yönetimde destekçisi vardı ancak Hazine Bakanı Steven Mnuchin, Powell için oldukça bastırdı.

Kampanyasında, Yellen'in yerine bir Cumhuriyetçi'yi getireceğine ilişkin sözünü tutan Trump, 2 Kasım 2017'de Şubat 2018'den itibaren yeni Fed başkanlığı için Powell'ı aday göstereceğini açıkladı. Geleneklere aykırı olarak Yellen, Rose Garden'daki atama törenine davet edilmemişti. Basındaki haberlere göre Powell, yönetim tarafından Yellen'in (ve Trump'ın) güvercin para politikası eğilimlerine yakın olarak görülüyordu ancak anlaşılan hükûmetin denetimci felsefesine daha da yakındı. Bunun aksine Yellen, Ağustos 2017'de Jackson Hole'da yaptığı bir konuşmada kriz sonrası yapılan finansal reformları övmüş ve krizden alınan derslerin "hâlâ hafızalarımızda taze" olduğunu söylemişti.³⁵

POWELL VE TRUMP

Daha önce Fed başkanlığı yapmış ekonomi doktoralı üç kişiye göre Jay Powell'in farklı bir geçmişi vardı. Washington DC'de doğan Powell, Princeton Üniversitesi ve hukuk dergisinin editörlüğünü yaptığı Georgetown Law School mezunuydu. Daha sonra yatırım şirketi Dillon, Read & Company'de çalışmaya başlamış ve burada şirketin Yönetim Kurulu Başkanı Nicholas Brady'nın çırağı hâline gelmişti. Brady, Başkan George H. W. Bush tarafından Hazine Bakanlığı'na atandığında Powell da onunla Washington'a geldi ve Brady'nın altında, üst düzey pozisyonlarda çalıştı. Hazine'deyken Powell, trader'larından biri Hazine bonusu ihalesinde yanıtıcı teklif yapan Salomon Brothers'ın soruşturmasında ve cezalandırılmasında görev almıştı. 1997'den 2005'e Powell, Washington merkezli bir özel sermaye şirketi The Carlyle Group ortaklarından biriydi. Carlyle'in ardından Powell Washington'daki Bipartisan Policy Center'in (Tarafsız Politika Merkezi) uğrak isimlerinden olmuş ve burada, hükûmet borç tavanına yönelik 2011'de yaşanan arbede sırasında, kapalı kapılar ardında, yasa yapıcıları ulusal borcun ödenmemesi riski konusunda eğitmek için uğraşmıştı.

Başkan Obama, Powell'ı Mayıs 2012'de Fed Kurulu üyeliğine atadı. Obama, Harvard profesörü Demokrat Jeremy Stein'ı da aday göstermişti ve Cumhuriyetçi Powell'ı aday göstererek Stein'in onaylanma şansını da artırmayı amaçlamıştı. O zamanlar hâlâ Fed Başkanı'ydım ve atamalardan

oldukça memnundum. Her iki Kurul üyesi de oldukça becerikliydi ve bir katkıda bulunmaya istekliydi. Onlarla sık sık -yarı resmi bir şekilde cumartesi sabahları toplanıyorduk- para politikası ve ekonomi hakkında konuşmak için ofisimde bir araya geldim.

Her ikisinin de endişeleri olmasına rağmen Stein ve Powell'ı 2012'de açıklanan QE3'ü desteklemeleri için ikna ettim. Kurul üyesi Betsy Duke ve bazı Reserve Bankası başkanları gibi Stein ve Powell QE3'ün etkisi ve olası finansal istikrar riskleri konusunda endişeliydi. FOMC'deki anlaşmazlık, açık uçlu bir QE'ye yönelik, daha sonradan pek tam adanmış olmayan bir taahhülle sonuçlandı ve bu durum, yaptığımız açıklamaları bulanıklaştırarak 2013'teki taper tantrum'un kıvılcımlarını yaktı. Powell'ın pek vizyoner biri olduğu söylenemezdi ancak ekonomik toparlanma herhangi bir finansal kriz veya diğer ciddi yan etkiler olmadan devam edince onun da görüşleri değişmeye başladı. Hâlâ Kurul üyesi olduğu Şubat 2015'te yaptığı bir konuşmada "Ben de daha fazla varlık satın alımı yapmanın etkinliği ve risklerine karşı şüpheliydim. Ancak verilerin konuşmasına izin verelim: Şimdiye kadar gördüklerimiz bu politikaların faydalarının gözle görülür derecede önemli olduğunu ve risklerin gerçekleşmediğini kanıtladı."¹

Kurul üyesi olarak geçirdiği beş yıllık dönemde Powell'ın etkili ve adanmış biri olduğu anlaşıldı. Doğrudan para politikasına ancak aynı zamanda finansal düzenlemelerin pek göz kamaştırıcı olmayan ve oldukça teknik sorunlar barındıran meselelerine ve alım satım işlemlerinin yapıldığı ve kaydedildiği kritik altyapı olan finansal "tesisata" girdi. Bu yüzden bu yeni göreve oldukça hazırlıklıydı. Başkan Trump tarafından aday gösterildikten sonra Powell, oy birliği sayılabilecek, 13'e karşı 84 oyla Senato tarafından onaylandı. 5 Şubat 2018'deki yemin töreninde Powell, Fed'in bağımsızlığının önemini ve "kararların yalnızca mevcut kanıtlara dayanarak objektif bir şekilde alınmasını içeren, uzun yıllardır süren, siyasi olmayan geleneğini" vurguladı.²

Fed liderliğinin tek yeni üyesi yalnızca Powell olmayacaktı. Trump, Temmuz 2017'de eski politika yapıcısı ve yatırımcı Randal (Randy) Qarles'i denetleme amaçlı başkan yardımcısı (Dodd-Frank Yasası'nın oluşturduğu yeni bir pozisyon) olarak atadı. Nisan 2018'de ise Trump, Columbia Üniversitesi'nin önde gelen ekonomistlerinden Richard Clarida'yı bu pozisyona atadı. Bill Dudley, Haziran 2018'de New York Fed başkanlığı görevinden emekliye ayrıldı ve yerine San Francisco Fed ve Kurul'un, uzun süreli para politikası ekonomisti San Francisco Fed Başkanı John Williams geldi.

Bir önceki bölümde de bahsettiğim üzere hükûmetin açısından bakıldığında Yellen'ın yerine Powell'ın atanması, Powell'ın Başkan'ın denetimi hafifletme gündemine daha açık olduğu varsayımıydı. Ancak düzenleyici meselelerde Powell genellikle orta yolu tercih edecekti. Quarles ile çalışan Powell, düzenleyici zorlukları hafifletmenin ve tüm bankalar yerine yalnızca büyük bankalara sermaye ve stres testi gereklilikleri uygulanması da dâhil olmak üzere Fed kuralları ve denetimini rasyonelleştirmenin yollarını arayacaktı. Kurul'da Obama tarafından atanan son üye olan Lael Brainard, Powell döneminde teklif edilen düzenleyici değişikliklerin çoğuna karşı çıktı ve bunların gerekli korumaları fazlasıyla zayıflattıklarını savundu. Açıkçası Powell, Yellen'a (veya Brainard'a) göre daha çok düzenleyici taraftaydı ve onun döneminde pek düzenleyici girişimler yapılmayacaktı. Ancak diğer taraftan Powell da krizden bu yana Dodd-Frank ve uluslararası anlaşmaların oluşturduğu güçlü düzenleyici çerçeveyi parçalamakla da ilgilenmiyordu. "Ana fikir, önemli çekirdek reformları korumak" dedi.³

YENİ "NORMALLEŞTİRME" ÇABALARI

Powell, başkanın isteklerine rağmen, para politikasında kademeli olarak daha nötr veya "normal" bir politika duruşunu sürdürmeyi planladığını kısa bir süre içinde belli etti. Mart 2018'de, Fed başkanı olarak katıldığı ilk toplantıda, FOMC oy birliğiyle federal fonlama oranı hedef aralığını çeyrek puan artışla yüzde 1,50-1,75 aralığına yükseltmeye karar verdi. Toplantıya katılan 15 kişiden 12'si 2018'de iki veya üç kez daha çeyrek puanlık artışlar yapılacağını öngörüyor ve 2019'da daha fazlasının geleceğini düşünüyordu. Powell, "para politikasını kademeli olarak geri çekmek -ve geri çekmeye devam etmek- ekonomiye oldukça fayda sağladı" dedi.⁴ Ayrıca Ekim ayında Yellen yönetimindeyken başlayan bilançodaki düşüşün de devam edeceğini belirtti.

FOMC katılımcıları, normalin üzerinde büyüme ve düşük enflasyon öngörmeye devam ediyordu. Bu tahminler, kısmen Trump'ın bir önceki aralık ayında devam eden sıkılaşmayı gerekçe göstererek kurumsal ve kişisel vergilerde indirime gitmesiyle gelen desteği yansıtıyordu. Trump'ın ticaret savaşında açtığı ilk ateşlerin bir kısmı bazı riskler oluşturmuştu -Ocak 2018'de ithal çamaşır makineleri ve güneş panellerine ve mart ayında çelik ve alüminyuma gümrük vergileri uygulanmıştı- ancak Powell, gümrük

vergilerinin şimdiye kadar geniş anlamda ekonomik görünümü etkilemediğini belirtmişti. Komite haziran ayında fonlama oranı için hedef aralığını bir çeyrek puan daha artırarak yüzde 1,75-2 aralığına yükseltti.

Başkan Trump, Powell'ı aday gösterirken fazlasıyla övmüştü: "Güçlü. Bağlı. Akıllı." Ve Powell'ın görevdeki ilk beş buçuk ayında para politikası hakkında sessiz kalmıştı. Ancak bu balayı dönemi, Trump'ın 19 Temmuz 2018'de, CNBC'ye verdiği bir röportajda Fed'in faiz artışlarından "memnun olmadığını" söylemesiyle sona erdi. Trump, "ABD'nin dolar her geçen gün güçlenirken faiz artırmasından" ve ülkenin Çin ve Avrupa Birliği'ne karşı "rekabetçi avantajını kaybetmesinden" oldukça rahatsızdı.⁵ Fed'in politika kararlarına yönelik kamuoyuna yaptığı açıklamalar devam edecekti. Bu, Nixon'dan bu yana başkanların yalnızca birkaç istisna dışında, kaçındığı tavrıdan bir dönüşü temsil ediyordu. Trump'ın şikâyetleri, ayrıca kampanyasında gevşek para politikalarının "yanıltıcı" bir hisse piyasası yarattığı söylemlerini de tersini çevirdi.

Powell'ın Trump'la başa çıkma stratejisinde birden fazla yöntemi vardı. Yemin töreninde ve adaylığının açıklanmasında yaptığı konuşmalarda da belirttiği üzere bağımsızlığın, Fed'in objektif verilere ve analize dayanan, kısa süreli siyasi durumlardan bağımsız olarak halkın çıkarı için kararlar almasına izin verdiğini sık sık vurguluyordu. İnsanların Fed'in neyi neden yaptığını anlamalarına yardımcı olmak için politika kararlarını "açık bir dille" aktarmayı hedefledi. Ayrıca Ocak 2019'dan itibaren Yellen ve benim zamanımdaki gibi çeyrek dönemler yerine, her FOMC toplantısından sonra, yani yılda sekiz kez basın toplantısı düzenleyeceğini duyurdu. Ayrıca, ekonomiye riskler oluşturan ve ekonomistlerin sert bir şekilde eleştirdiği Trump'ın ticaret savaşı da dâhil olmak üzere Fed'in etki alanı dışında kalan politik adımlara ilişkin yorum yapmaktan kaçındı. Trump veya diğer siyasetçilerin kendisini hedef alan eleştirilerine doğrudan yanıt vermedi. Powell, Başkan'ın saldırılarını Kongre'de ilişkiler oluşturarak ve Fed politikaları için destek toplayarak dengelemeye çalıştı. Verdiği bir röportajda, "Üyeleriyle tanışarak ve gidip gelerek Capitol Hill'i tavaf edeceğim" dedi.⁶ Yellen ve ben de yasa yapıcılarla hem telefonda hem de yüz yüze görüşmelerde uzun süreler geçirmiş, stratejilerimizi anlatmış ve sorularını yanıtlamıştık. Ancak Powell bu çabaları üst düzeye taşıdı. Koridorun iki tarafında da Kongre'yle geliştirilen ilişkiler oldukça işe yaradı.

Powell, Ağustos 2018'de Jackson Hole'da, Fed başkanı olarak yaptığı ilk konuşmada para politikası yaklaşımını tanımladı. Politika yapıcılarının ekonominin yapısına yönelik her tarafa yayılan belirsizliğe karşı her zaman dikkatli olması gerektiğinin altını çizdi.⁷ FOMC'nin nötr politika oranı (R^*) ve doğal işsizlik oranına (u^*) yönelik sürekli değişen tahminleri, bu belirsizliğin kendini gösterme şekillerinden biriydi. Bildiklerimize dayanarak iyi politika yapıcılarının alçak gönüllü ve esnek olması gerektiğini savundu. Böylece, Fed'in Yellen yönetimindeki revizyonizmini bir adım öteye taşıdı; R^* ve u^* gibi kritik değişkenlerin tahminlerini yeniden değerlendirmekten, politika yapıcılarının gelen verilere yanıt olarak politikayı her zaman ayarlamaya açık olması gerektiğini vurgulamaya kadar, hatta bu veriler geldiğinde bile (ya da özellikle) ekonomik modelleriyle tutarsız görünüyordu.

Powell yaptığı konuşmada, R^* ve u^* 'yu astronomik seyrüsefer teması üzerinden ele aldı: "Yıldızlar arasında yön bulmaya çalışmak kulağa basit gelebilir. Ancak gerçekte, politikayı yıldızlar arasında yönlendirmek, son zamanlarda yıldızların konumuna yönelik değerlendirmelerimiz gözle görülür derecede değiştiği için oldukça zor bir görev. Yıldızlar bazen düşündüğümüz yerlerden oldukça uzakta olabiliyor." Powell, doğal işsizlik oranı tahminlerine fazla güvenen, 1970'li yılların politika yapıcılarının Büyük Enflasyon'a nasıl katkıda bulunduğunu, öngörülen "yıldızları" fazla ciddiye almanın yol açtığı tehlikelere bir örnek olarak gösterdi. Buna karşılık, Alan Greenspan'ın politika yapıcılarının ekonomiye yönelik duyduğu belirsizliği ön plana çıkararak veriye dayalı risk yönetimi yaklaşımının, Fed'in 1990'larda enflasyonu yükseltmeden güçlü ekonomik büyümeyi desteklediğini belirtti. O zamanlar, bu konuşmadan Powell'in, modele dayalı öngörüler ve politika analizlerinden bir adım geri atarak iş çevresinden ve "yeryüzündeki" diğerlerinden alınan anekdotlara ve ekonomik verilere dayanan, Greenspanvari bir güvenle daha agnostik bir yaklaşımı savunduğu sonucu çıkarmıştım.*

Tüm bunlar kısa vadede para politikası kararları için ne anlama geliyordu? Enflasyonun birkaç yıldır, Fed'in Phillips eğrisi modeli tahminlerinin altında geldiği göz önüne alınca Powell bu öngörülerini onarmak yerine, modeller ve "yıldızların" konumuna yönelik bu belirsizliği, para sıkılaştırmasını

* FOMC uzun süredir kişisel kaynaklardan anekdotları değerlendirmeye alıyordu ve bu bilgilerin özeti Beige Book (Bej Kitap) ismi verilen bir yayınlara her toplantıdan önce kamuoyuyla paylaşılıyordu. Powell'in nitel bilgilere daha fazla vurgu yapması da yepyeni bir yön oluşturmak yerine mevcut stratejiyi güçlendiriyordu.

hafifletme veya sonlandırmanın bir nedeni olarak görmüş olabilir. Ancak konuşmasında da belirttiği üzere bu sonuca varmamıştı. Aksine önlenemeyecek belirsizlikleri dikkate alınca hem çok hızlı sıkılaştırmanın hem de çok yavaş sıkılaştırmanın riskler barındırdığını savundu. Dolayısıyla en iyi politikanın, ekonomik gelişmeleri yakından izleyerek ve hızlı ayarlamalar yapmaya hazır bir şekilde, Yellen'in kademeli faiz artışı politikası olduğuna karar vermişti. Powell'in konuşmasında ipucunu verdiği gibi FOMC fonlama oranı için hedef aralığını eylül ayında bir kez daha artırarak yüzde 2-2,25 aralığına taşıdı.

Eylül 2018 toplantısı, Kurul'un başkan yardımcısı Richard Clarida için de bir ilkti. Yeminle göreve başlaması, Kurul'un yedi koltuğundan yalnızca üçünün -Powell, Quarles ve Brainard- dolu olduğu dokuz aylık bir süreci sonlandırdı. Michelle Bowman Kasım ayında Kurul'a katılarak üye sayısını beşe çıkardı. Kansas'ta eyalet bankacılık yetkilisi ve ailesinin bankasının başkan yardımcısı olarak görev alan Bowman, bir Kurul üyesinin bankalarda çalışma veya denetleme tecrübesine sahip olmasını belirten Dodd-Frank yasasının gerekliliğini karşılıyordu.

Quarles, Clarida ve Bowman'ın yanı sıra Trump, geleneksel niteliklere sahip iki kişiyi daha Kurul üyeliğine aday gösterdi: Ekonomi profesörü ve Richmond Fed eski ekonomisti Carnegie Mellon ve ekonomist ve Federal Reserve'in Finansal İstikrar Departmanı'nın eski direktörü Nellie Liang. Goodfriend'in adaylığı, Senato'daki Demokratlar ve Cumhuriyetçi Rand Paul'un itirazlarıyla feshedildi. (Goodfriend Aralık 2019'da kanser sebebiyle hayatını kaybetti). Liang, banka lobileri ve Senato'daki Cumhuriyetçilerin itirazları nedeniyle Ocak 2019'da adaylıktan çekildi. Daha sonra, Biden yönetiminde Hazine Bakanı Yellen'in yanında yerel mali müsteşar olarak görev alacaktı.

Powell'in Fed başkanı olarak ilk yılının sonlarına doğru, 19 Aralık 2018'de FOMC, federal fonlama oranı hedefini yüzde 2,25-2,50'ye çıkardı. Bu, üç yıl önce Yellen döneminde başlayan sıkılaştırma politikalarından bu yana yapılan dokuzuncu ve Powell döneminde yapılan dördüncü çeyrek puanlık faiz artışıydı. Komite "federal fonlama oranı hedef aralığında yapılacak kademeli artışların" istihdam ve enflasyon hedefleriyle tutarlı olacağına yönelik eski sözlü yönlendirmesini değiştirmese de bu artışların fonlama oranının zirvesi olacağı anlaşılabilecekti.

Piyasalar, o yılın sonbaharında oldukça dalgalıydı, Aralık açıklamasından

iki hafta önce Dow yüzde 8,3 değer kaybetmişti. Kuşkusuz piyasadaki hareketleri de dikkate alan Powell düzenlediği basın toplantısında, FOMC'nin faiz artışları ve daha fazla artış tahminlerine güvercin bir hava vermek istiyordu. "Birkaç ay öncesindeki beklentilerimize göre oransal bir yumuşamanın sinyallerini veren bazı gelişmeler gördük" dedi ve Eylül ayından bu yana küresel ekonomik büyümede yavaşlama, finansal piyasa seyrinde artan dalgalanmalar, Trump'ın vergi indirimleri teşvikinin azalması ve genel anlamda daha sıkı finansal koşullar olmak üzere, "bazı ters akıntıların ortaya çıkmaya başladığını" vurguladı. Ayrıca Komite'nin daha çok faiz artışı planını geri çekmek için çıtayı düşürdüğünü de ekledi. Son faiz artışının fonlama oranını "Komite'nin sunduğu uzun vadeli normal oran tahmin aralığı spektrumunun düşük ucuna" konumlandığını belirtti.⁸ Bu, Ekim ayında bir önceki faiz artışından bir hafta sonra, PBS'den Judy Woodruff'a verdiği bir röportajda, piyasaları çalkantıya sürükleyen açıklamalarıyla ters düşüyordu: "Bu noktada, muhtemelen nötr düzeyden hâlâ oldukça uzaktayız."⁹ Öte yandan, planlanan alçalmanın "otomatik pilota" geçtiğini ima ederek, Fed'in bilançosundaki esneklik ihtiyacına işaret etti.¹⁰

Powell'in durumu hafifletme çabaları bir yana, piyasalar -Yellen dönemindeki mini resesyon dönemini hatırlatan bir tepkiyle- açıkça Fed sıkılaşmasının çok hızlı ve çok fazla olduğunu düşünüyordu. 2018'deki dört faiz artışı ve 2019'da daha fazlasının geleceği sözü, bunun yanı sıra bilançoda devam eden azalma -trader'lar buna "parasal sıkılaşma" ismini vermişti- sıkılaşmanın devam edeceği endişelerini güçlendirmişti. Ayrıca Powell'in Jackson Hole'da takındığı agnostik tavır veya basın toplantısında yaptığı ekonomik ters akıntılar vurgusu da duruma yardımcı olmamıştı. Dow Jones endeksi açıklamanın ve basın toplantısının düzenlendiği gün yüzde 1,5 daha düştü. Aralık toplantısı sonrası piyasalardaki aşağı yönlü eğilim devam etti ve Fed'in yanı sıra yavaşlayan küresel ekonomik büyüme, ABD-Çin ticaret gerilimleri, zayıf kurumsal gelir açıklamaları ve Meksika sınırında bir duvar inşasının fonlanması için Trump ve kongredeki Demokratlar arasındaki bütçe tartışmaları gibi gelişmelere de piyasalardan tepki geliyordu. Ne Trump ne de Demokratlar geri adım atmayınca, 22 Aralık'ta tarihin en uzun federal hükümet kapanması (35 gün) başladı.

Bloomberg News 21 Aralık'ta, Trump'ın Powell'ı kovmayı düşündüğünü belirten bir haber yayınladı. Bu, yasal düzene ilişkin kuşkulu bir adımdı çünkü Kurul üyeleri, politika farklılıkları sebebiyle değil yasa ihlali gibi "bir

nedenle” görevden alınabilirdi. Trump’ın ekibi haberi geri çekmek için koşturmaya başladı. Ancak Başkan’ın memnuniyetsizliği aşıkardı. Hisse piyasasında çalkantının süregeldiği 24 Aralık’ta şu tweet’i yayınladı: “Fed, golf topunu deliğe sokmak için doğru vuruşu yapamadığı için puan alamayan güçlü bir golfçüye benziyor.”

YÖN DEĞİŞTİRME

Yıl sonunda hisse piyasasındaki gerileme -piyasanın 1931’den bu yana gördüğü en kötü aralık ayıydı- Powell ve meslektaşlarını, 2018’de yapılan dört faiz artışının hâlihazırda yavaş bir büyüme ve kötüleşen ticaret gerilimleriyle baş eden ekonomi için fazla olduğuna ikna etti. Powell’in politika değişimi sinyali vermesi gerekiyordu. Buna uygun olarak 4 Ocak 2019’da, Atlanta’daki American Economic Association’ın yıllık toplantısına -Yellen ve benimle birlikte- katılacaktı. Ekonomistlerden oluşan bu profesyonel derneğin yeni başkanı olarak New York Times’dan Newil Irwin’in, sahnede üçümüzle bir röportaj yapmasına izin verdim.

Irwin’in, Powell’a ilk sorusu şuydu: “2019 ve sonrası için neler bekliyorsunuz?” El yazısıyla hazırladığı notlara bakan Powell iş gücü piyasasında son dönemde görülen iyileşmeyi kabul etse de “finansal piyasalardan aşağı yönlü risklere, özellikle Çin’le ilişkili olmak üzere yavaşlayan küresel ekonomik büyüme, süregelen ticaret müzakereleri ve Washington’dan gelen genel politika belirsizliği diyebileceğimiz meselelere ilişkin farklı endişe sinyalleri geldiğini” söyledi.¹¹

Powell, Ağustos’ta Jackson Hole’daki konuşmasını hatırlatan bir şekilde, para politikasının “esasen risk yönetimiyle alakalı olduğunu” söyledi ve “başta bastırılmış ekonomik veriler sebebiyle ekonominin ne yöne doğru evrildiğini izlerken sabırlı olacağız” diye ekledi. Komite’nin medyan tahmininin dört faiz artışı beklediği ancak mini resesyon karşısında fonlama oranı hedefini yalnızca bir kez yükselttiği 2016’yı anımsattı: “Bu yılın 2016 gibi olup olmayacağını kimse bilmiyor ancak bildiğim şey politikayı hızla ve esnek bir şekilde herhangi bir duruma karşı ayarlayacağız ve ekonomiyi yeterli düzeyde desteklemek için mevcut tüm araçlarımızı kullanacağız.”

Powell’in sözlerinden çıkarılan mesaj politika sabırdı, yakın zamanda daha fazla faiz artışı gelmeyecekti. Piyasalar rahat bir nefes almış, Dow sonraki gün yüzde 3,3 değer kazanmıştı. FOMC, 30 Ocak 2019’daki toplantısında

federal fonlama oranını sabit bıraktı ve açıklamasında, Powell'in verdiği mesajı yineledi: "Federal fonlama oranının hedef aralığına ilişkin gelecekte yapılacak düzenlemeleri belirleme kapsamında Komite sabırlı olacak." Komite bu toplantıda herhangi bir ekonomik tahmin yayınlamadı ancak Mart'ta yapılan bir sonraki toplantıda, medyan oran tahmini, 2019'da bir artış beklemiyor, 2020'de ise bir artış öngörüyordu. Ayrıca aynı bir açıklamada, Komite bilançodaki akışın -piyasaları endişelendiren "parasal sıkılaşıma"- Powell'in Aralık'ta ima ettiği gibi "otomatik pilotta" olmadığını belirtti. Aksine, FOMC ekonomik veya finansal koşullar gerektirirse bilançodaki daralmayı sonlandırmaya hazırdı. Piyasalardan gelen sinyaller ve değişen öngörülerle politikadaki bu yön değişimi, sert ancak Powell'in esnek ve veriye dayalı politika yapımı vurgusuyla tutarlıydı.

Ancak mevcut siyasi ortam tüm politika kararlarını karmaşıklaştırıyordu. Fed'in ocak ayı toplantısı sonrası düzenlenen basın toplantısında *Los Angeles Times*'dan Jim Puzzanghera, Fed'in daha gevşek bir politikaya geçişinin "başkanın taleplerine boyun eğmek" anlamına gelip gelmediğini sordu. Powell şu yanıtı verdi: "Her zaman doğru olduğunu düşündüğümüz şeyi yapacağız. İşimizin bir parçası olarak asla siyasi durumu tartışmayacağız veya değerlendirmeye almayacağız. Biliyorsunuz, biz de insanız. Hatalar yapabiliriz. Ancak karakter veya dürüstlüğe ilişkin hatalar yapmayacağız."¹²

TRUMP, TİCARET SAVAŞI VE FAİZ İNDİRİMİ GARANTİSİ

Powell ve FOMC'nin geri kalanı, 2019'da Başkan'dan süregelen baskıyı yönetmeye çalışıyordu. Trump'ın taleplerine "boyun eğmekten" kaçınmaları gerekiyordu ancak aynı zamanda bağımsızlığa ilişkin bir istek göstermemeleri veya bu durumun kararlarını etkilememesi gerekiyordu.

Aralık ayında Başkan'ın Powell'ı kovmayı planladığı dedikodularının ardından Başkan'ın danışmanları ikili arasında bir görüşme düzenledi. Trump ve Powell, Powell'in adaylığının açıklandığı Kasım 2017'den bu yana elle tutulur bir görüşme yapmamıştı. Powell ve Başkan Yardımcısı Clarida, başkanın davetiyle 4 Kasım 2019'da, Trump ve Hazine Bakanı Mnuchin ile Beyaz Saray'da bir akşam yemeğinde bir araya geldi.

Nixon-Burns fiyaskosundan bu yana Fed liderleri genellikle Beyaz Saray'dan belirli bir ölçüde uzak durmaya çalışıyordu. Yönetimle kurulan

iletişim ağırlıklı olarak Hazine bakanı ve diğer üst düzey ekonomik yetkililerle ilerliyordu. Ancak Fed başkanı ve başkan arasında resmi olmayan toplantılar da olabiliyordu. Fed başkanı olarak, Beyaz Saray'da altında çalıştığım Başkan Bush'la birkaç kez öğle yemeğinde bir araya gelmiştim. Ayrıca genellikle ekonomik görünüm veya düzenleyici meseleleri tartışmak için arada bir Başkan Obama ile de görüşüyordum. Ancak Başkan Trump'ın süregelen kamuoyuna açık eleştirileri ve piyasaların Fed'in yön değişimini etkilediği şüphesi sebebiyle bu akşam yemeği Başkan'ın lüzumsuz bir etkide daha bulunabileceği riskini doğuruyordu.

Herhangi bir yanlış anlaşılmanın -ve Başkan'ın atacağı yanıltıcı tweet'lerin- önüne geçmek için Fed söz konusu akşam yemeğinin ardından bir basın açıklaması yayınladı: "Başkan Powell'ın [yemekteki] yorumları geçen haftaki basın toplantısında yaptığı açıklamalarla tutarlıydı. Politika gidişatının tamamen ekonomik veriler ve bu verilerin görünüm için ne anlama geldiğinin altını çizmek dışında, para politikasına yönelik beklentilerini tartışmadı." Bu basın açıklaması, FOMC'nin kararlarını "yalnızca dikkatli, objektif ve siyasi olmayan analizlere dayalı olarak" alacağı ifadesini yinelemişti.

İronik olarak, Başkan'ın Fed'e yönelik açık memnuniyetsizliği, Powell'ın güvercin yön değişimi bir yana, Fed'in karar verme aşamasının tamamen bağımsız ve siyasi olmadığı iddialarını destekler nitelikteydi. Trump'ın verdiği röportajlar ve attığı tweet'ler yoluyla yaptığı yorumlar daha sertleşti ve özel bir hâle geldi. Yönetimdeki yetkililer de arada bir bu yorumlara katılıyordu. *National Economic Council / Ulusal Ekonomik Konsey* Başkanı Larry Kudlow, 29 Mart'ta Fed'i bir an önce yarım puanlık bir faiz indirimine gitmeye çağırdı. Başkan, 5 Nisan'da gazetecilere Fed'in faizleri düşürmesi gerektiğini söyledi ve 30 Nisan'da attığı tweet'te Fed faizi yarım puan indirirse ekonominin "roket gibi uçacağını" söyledi. 11 Haziran'daki tweet'inde de "Onların [Fed yetkililerinin] hiçbir fikri yok" dedi. Powell, 8 Mart ve 11 Nisan'da Trump'tan bazı telefonlar aldı. Kasım ayında yine Trump ve Mnuchin ile Beyaz Saray'da bir araya gelecek, Fed bir kez daha bu görüşmenin hemen ardından bir açıklama yayınlayacaktı.

Kendisinden öncekilerin Fed'in bağımsızlığına gösterdiği özenli saygıyla karşılaştırıldığında Trump'ın taktiklerinin ne kadar uygunsuz olduğunu söylemek yanlış olmaz. Bu yemi yutmamanın ne kadar önemli olduğunu anlayan Fed yetkilileri, basın toplantılarında başkanın attığı tweet'ler ve

yorumlarına ilişkin soruları dışlerini sıkarak yanıtladı. Onlarca yıldır başkanların ikna çabaları Fed politikasını etkileme konusunda doğru bir yol olmamıştı ve durum bu kez de değişmemişti. Tüm başkanlar, Federal Reserve'e atamalar yaparak Fed'i daha doğrudan etkilemeye çalışmıştı. Fed'e duyduğu rahatsızlığa rağmen Trump'ın; Powell, Clarida ve Quarles da dâhil olmak üzere yaptığı ilk atamalar geleneksel, oldukça nitelikli seçimlerdi ve Senato tarafından övülüp kolayca onaylanmıştı. İkisi de onaylanmasa da Marvin Goodfriend ve Nellie Liang'ın adaylığı da iyi seçimlerdi. Ancak 2019'un ilkbaharında Başkan, bu yaklaşımını değiştirdi ve Kurul'daki iki boş koltuk için geleneksel niteliklere sahip olmayan, kendisine sadık isimleri aday gösterdi. Stephen Moore (daha önce muhafazakâr Heritage Foundation'da çalışan, Wall Street Journal yazı işleri kurulunun eski üyesi ve televizyon yorumcusu) ve Herman Cain (Godfather's Pizza Chain eski CEO'su ve 2012'de Cumhuriyetçi başkan adayı) isimlerini ortaya atmaya başladı. Her iki isim de Trump destekçisiydi ve Başkan'ın faiz indirimi çağrılarını tekrarlıyorlardı. Ancak Senato'daki önde gelen bazı Cumhuriyetçilerin endişeleri -ancak Fed'in gelecekteki bağımsızlığı için kötü haber niteliğindeki bu endişeler, Moore ve Cain'in nitelikleri ve politik görüşleriyle alakalı değil geçmişleriyle alakalıydı- sebebiyle iki isim de resmi olarak aday gösterilmedi.¹⁴ (Cain COVID-19'a yakalandıktan sonra Temmuz 2020'de vefat etti.)

Trump Ocak 2020'de Kurul'a geleneksel olmayan bir başka aday daha önerdi: Muhafazakâr yazar Judy Shelton. Uzun bir süredir altın standardına (ve mevduat sigortasının kaldırılması gibi diğer aşırı pozisyonlara) geri dönülmesini savunan Shelton, Trump'ın gevşek para tutumu karşısında hayatı boyunca yinelediği şahin, sıkı para görüşlerini terk etmişti. Shelton'ın yanına St. Louis Fed'in araştırma direktörü ve Notre Dame'in eski ekonomi profesörü Christopher Waller eklendi. Ancak Shelton da garip ve tutarsız görüşleri sebebiyle Senato'da destek bulamamış ve onaylanmamıştı. (Waller Aralık 2020'de onaylanacaktı.) Kurul üyeliği için Trump'ın politika görüşlerini destekleyecek ve onaylanacak adaylar da vardı ancak adaylar konusundaki yersiz istekleri, Fed'in para ve düzenleyici politikalarını dolaylı olarak yönlendirme fırsatına mal olacaktı.

Para politikasına burnunu sokmasının yanı sıra Trump, her iki kurumun önceki yönetimlerinin genel olarak enternasyonalist bakış açılarını kabul lenmedi ve ekonomik belirsizliği artırdı. Çeşitli ürünlere ve ticaret ortaklarına vergi kısıtlamaları (ithal ürünler üzerindeki vergiler) getirerek birden

fazla tarafın yer aldığı bir ticaret savaşı başlattı ve bu da misilleme vergi artışlarına yol açtı. Fed ekonomistleri için ticaret savaşının olası etkilerini öngörmek zordu. Standart ekonomi teorisi, ülkeler arasında yapılan ticaretin faydalı olduğunu çünkü ülkelerin, üretiminde daha avantajlı belirli mal ve hizmetlerde uzmanlaşmalarına izin verdiğini savunur.* Bunun yerine Başkan ticarete kazancın kayıpla denk olduğunu, eğer A ülkesinin ihracatı B ülkesinin ithalatından daha fazlaysa A ülkesinin kazandığını, B ülkesinin de kaybettiğini düşünüyordu. Yani ticaret kısıtlamalarını, dost olmayan rejimlerin soyutlanması gibi belirli siyasi hedeflere ulaşmanın bir aracı olarak görüyordu. Kongre başkanlara ticaret kuralları konusunda kapsamlı bir inisiyatif vermişti, böylece Trump canı nasıl isterse gümrük vergileri uygulayabiliyor veya uygulama tehdidinde bulunabiliyordu.

Başkan'ın ticaret mücadelesi 2018 boyunca ve 2019 başlarında inişli çıkışlı seyretti. Trump, 5 Mayıs 2019'da ABD'nin 200 milyar dolarlık Çin ürünleri için daha önce açıklanan yüzde 10'luk gümrük vergisinin yüzde 25'e çıkarılacağını açıkladı. 30 Mayıs'ta da Meksika'nın, Orta Amerikalı nüfusun sınırları aşıp ABD'ye girmesini engellemek için bir adım atmaması durumunda, Meksika ürünlerine yüzde 25'lik bir gümrük vergisi uygulanacağı tehdidinde bulundu. Mayıs'taki bu dönemde Dow yüzde 6,4 değer kaybetti.

Trump'ın kıvılcımını attığına benzer dişe diş ticaret savaşlarında tüketiciler ithal mal ve hizmetlerde daha yüksek fiyatlarla karşı karşıya kalır ve misillemeler sebebiyle (ABD'li çiftçiler gibi) ihracatçılar ürünlerini yurt dışında satmakta zorlanır. Bazı yerel üreticiler, gümrük vergilerinin rakip ithal ürünlerin fiyatını artırmasıyla durumdan faydalanabilir. Bu doğrudan etkiler, ticaret kısıtlamaları uygulandıktan sonra ticareti yapılan ürünlerin fiyat ve miktarlarındaki değişikliklere bakılarak kolay bir şekilde ölçülebilir. Yapılan araştırmalar, yönetimin iddialarının aksine gümrük vergilerinin uygulanmasıyla oluşan maliyetin Amerikalı tüketiciler ve şirketlerce karşılandığını ortaya koydu.¹⁵ Trump, Çin'in Amerikan soya fasulyesine uyguladığı ambargo nedeniyle zarara uğrayan ABD'li çiftçilere ödeme yaparak bu savı dolaylı olarak kabul etti. 2020'ye gelindiğinde yapılan ödemeler 50 milyar

* Karşılaştırmalı üstünlükler teorisi olarak bilinen bu ticaret görüşü, 19'uncu yüzyılda İngiliz ekonomist David Ricardo tarafından oluşturuldu. Karşılaştırmalı üstünlükler teorisi serbest ticaretin herkes için iyi olduğunu ima etmiyor, yalnızca yeterli ticaret fazlası oluşturulursa ticaretin kazananlarının kaybedenlerin zararını ödeyebileceği anlamına geliyor. Uygulamada, bu tür bir tazmin nadiren görülür, bu yüzden serbest ticaret bazıları için -örneğin ithalat ile rekabet hâlindeki sektörlerde çalışan işçiler- daha kötü sonuçlar oluşturur.

dolara ulaşmıştı ve çiftçilik gelirlerinin üçte birini oluşturunuyordu.¹⁶ Gümrük vergileri, ABD vatandaşları için fiyatların artışı anlamına gelse de bu artışın doğrudan etkileri ABD istihdamını veya enflasyonu gözle görülür derecede olumsuz etkileyecek kadar büyük veya kapsamlı değildi.

Ticaret savaşlarının dolaylı ancak daha büyük etkisi ise küreselleşme ve ABD'nin başta Çin olmak üzere diğer ülkelerle olan ilişkilerine yönelik oluşturduğu belirsizlikti.¹⁷ Küresel ekonomi, artık oldukça birbirine bağlıydı ve bu yalnızca sonunda tüketiciler tarafından satın alınan mal ve hizmetlerin artan ticaretinden kaynaklanmıyordu. Küresel tedarik zincirlerinin gelişmesiyle üretim süreçleri artık giderek ulusal sınırları aşıyor, üreticiler birçok ülkenin girdisine bağımlı hâle geliyordu. Trump'ın ticaret politikasının, karşılıklı bağlılık üzerine kurulu bu karmaşık sistemde oluşturacağı uzun vadeli sonuçları tahmin etmek imkânsızdı. Ticaret savaşları belki de küresel ticarete yapılacak ufak değişiklikler ve ABD'nin ticaret ortaklarının herkes için faydalı olacak tavizler vermesiyle hızla çözülecekti. Ancak belki de mevcut düzenin; birçok sektörde üretim maliyetlerini artıracak, üretim kazanımlarını ve ortalama yaşam standartlarını zayıflatacak daha açık bir ticarete -aşırı bir düzende, ABD ekonomisinin Çin ve diğer ticaret ortaklarından *ayrılmasına*- dönüşmesine yol açacaktı.

Hisse piyasasında da görüldüğü gibi piyasalar bu belirsizliğe olumsuz bir tepki verdi. Belirsizlik, örneğin şirketler, yabancı tedarikçiler ve piyasalara olan erişimleri konusunda daha fazla bilgiye sahip olana kadar sermaye yatırımlarını veya işe alımları askıya alırsa tüm ekonomi için kötü olabilir. Buna paralel, FOMC Mayıs 2019'daki toplantısında yatırımların yılın ilk çeyreğinde yavaşladığını ve Haziran ve Temmuz toplantılarında da kurumsal vergilerdeki indirimle rağmen yatırımların ılıman kaldığını belirtti. Avrupa ve Japonya ekonomileri de -ABD'ye göre ticaret yapmaya daha açıklardı- yavaşlıyordu ve ticaret belirsizliği bunun arkasındaki en önemli faktördü.

FOMC katılımcılarının ticaret savaşları, azalan mali teşvik ve zayıflayan küresel ekonominin ABD ekonomik büyümesini ne kadar geride tuttuğunu anlamaya çalıştıkları 2019 ilkbaharında ayrıca hisse piyasalarında yeni bir fenomenin ortaya çıktığı gördüler: Ters verim eğrisi. Verim eğrisi, uzun vadeli faiz oranları (örneğin on yıllık Hazine tahvillerindeki) kısa vadeli faiz oranlarının (örneğin üç aylık Hazine tahvillerindeki) altına indiğinde tersine döner. Mart ayında görülen kısa süreli bir değişimin ardından verim eğrisi

Mayıs ayında tersine döndü ve Ağustos ayı sonunda on yıllık tahvil getirilerinin, üç aylık tahvil getirilerinin yarım puan altına inmesiyle yaz boyunca bu şekilde seyretmeye devam etti.

Politika yapımcılar ve piyasa katılımcıları bu durumu yakından takip ediyordu çünkü ters verim eğrisi genellikle resesyon anlamına gelirdi. Neden mi? Bunun bir açıklaması, ters verim eğrisinin para politikasında sıkışma sinyalleri vermesiydi. Kısa vadeli faiz oranı para politikasının güncel durumunun bir ölçütü olarak düşünülebilir ancak -kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte beklenen ortalamasını yansıtan- uzun vadeli faizler nötr faiz oranı R^* 'nin bir temsilcisi olarak görülür. Bu mantığa göre verim eğrisi terse dönerse para politikası kısıtlayıcı olur -kısa vadeli faiz oranı nötr oranın üzerine çıkar- ve resesyona işaret eder. Diğer bir deyişle, ters verim eğrisi trader'ların, Fed'in kısa vadeli faiz oranlarını gelecek beş yıl içinde düşürmeyi planladığını düşündükleri, yani ufukta bir ekonomik yavaşlama gördükleri anlamına gelir.

Ters verim eğrisinin gerçekten de bir resesyonun habercisi olup olmadığı tartışma konusu oldu. Avrupa ve Japonya'da süregelen parasal genişleme ve Fed'in hâlâ oldukça büyük olan bilançosu gibi diğer faktörler de uzun vadeli faiz oranlarının, dünya genelinde neden bu kadar düşük olduğunu açıklamaya yardımcı olabilirdi. Diğer bir faktör de enflasyonun hâlihazırda düşük olması ve böyle seyretmesi beklendiği için uzun vadeli tahvil sahiplerinin, enflasyon riskini telafi edecek ekstra bir getiri talep etmiyor oluşlarıydı. Yine de ticaret savaşının yol açtığı belirsizlikler ve ekonomik yavaşlama belirtisi gösteren diğer faktörlerle ters verim eğrisi Fed politikasının fazla sıkı olduğu endişelerini artırdı. Powell, Chicago'da 4 Haziran'da yaptığı bir konuşmada faiz oranlarında indirim gitmeyi düşündüğüne ilişkin ilk ipuçlarını verdi: "Bu [ticari] gelişmelerin ABD ekonomik görünümüne yönelik olası sonuçlarını yakından izliyoruz ve her zamanki gibi genişlemeyi sürdürmek için hareket edeceğiz."¹⁸ Buna karşılık, Dow yüzde 2,1 değer kazandı.

Ancak Trump gerilimi bir kez daha artırdı. Bloomberg News'den, 18 Haziran'da Beyaz Saray'ın Powell'ı başkanlıktan alıp unvanını Kurul üyeliğine indirmenin yasal olup olmadığı ihtimalini incelediğini belirten bir haber geldi. Aynı gün Trump'a Powell'ı görevden almayı isteyip istemediği sorulduğunda, Trump "(Powell'ın) ne yapacağını göreceğiz" yanıtını verdi.

Komite 19 Haziran 2019'da federal fonlama oranını 1'e karşı 9'a oyla

yüzde 2,25-2,50 hedef aralığında sabit bırakmaya karar verdi. St. Louis Fed Başkanı Bullard, çeyrek puanlık bir faiz indirimi istediği için hayır oyu kullanmıştı (Bu, Powell'in görev dönemindeki ilk hayır oyuydu). Ancak dot plot, Komite'deki fikirlerin değişmeye başladığını açıkça ortaya koymuştu. Katılımcıların büyük bir kısmı 2019 sonuna kadar faizde bir değişiklik öngörme- se de 17 kişiden 7'si yıl sonuna kadar iki, biri de bir faiz indirimi bekliyordu. Powell, düzenlediği basın toplantısında Komite'nin para politikasında ani bir gevşemeye gitmek için "güçlü bir neden" görmediğini söyledi. Ancak Başkan'ın ticaret politikaları üzerine isim belirtmemeye dikkat ederek bu politikaların şirketler için daha fazla belirsizlik yarattığını ve finansal piyasalardaki güvenin bozulmasına yol açtığını belirtti. FOMC'nin hangi tarafa doğru yöneldiği açıkça ortadaydı.

Basın toplantısında Washington Post'tan Heather Long, Powell'a Trump'ın kendisini görevden alma tehdidiyle ilgili ne düşündüğünü sordu. Powell, "Yasaların [Fed başkanı olarak] dört yıllık bir görev sürem olduğu konusunda oldukça açık olduğunu düşünüyorum ve bu süre boyunca hizmet vermeye niyetliyim" yanıtını verdi.²⁰

Fed bilançosundaki akışın beklenenden erken sonlanmasının yanı sıra ima edilen faiz indirimi, Temmuz ayı sonundaki toplantıda geldi. Powell basın toplantısında bu indirimin "aşağı yönlü risklere karşı korumayı amaçladığını" söyledi.²¹ Diğer bir deyişle, henüz ortada bir ekonomik yavaşlama olmamasına rağmen söz konusu faiz indirimi, ABD ekonomisini ticaret belirsizliği, küresel ekonomideki yavaşlayan büyüme hızı ve diğer faktörlerden korumayı amaçlıyordu. Powell'in kullandığı bu dil, bir yıl önce Jackson Hole'da yaptığı konuşmada övdüğü Alan Greenspan'ın risk yönetimi yaklaşımını hatırlatıyordu. Powell, bir ay sonraki Jackson Hole konuşmasında bunu tekrarlayacaktı. İki FOMC üyesi hayır oyu kullanmıştı. Toplantı tutanaklarında yer alan bir açıklamada, Kansas City'den Esther George bu aşağı yönlü risklere karşı koruma savını reddetmiş, faiz indiriminin yalnızca "maddi olarak daha zayıf bir görünüm" durumunda gerekelebileceğini söylemişti. Hayır oyu kullanan bir diğer üye Boston'dan Eric Rosengren de faizleri fazla indirmenin finansal istikrara yönelik riskleri artırabileceğinden endişeliydi.

Her zamanki gibi piyasa oyuncuları ve diğer Fed takipçileri, bu faiz indirimini başkalarının takip edip etmeyeceğini tahmin etmeye çalışıyordu.

Powell, basın toplantısında Fed'in politikayı gevşetmeye yönelik isteğinin kısıtlı olduğunu ima eder gibiydi. Bu indirimin, bir dizi faiz indiriminin başlangıcı yerine "döngüde bir ayarlama" olduğunu söyledi.²² Sonraki gün, 1 Ağustos'ta Trump Çin ürünlerine daha fazla gümrük vergisi uygulama tehdidinde bulundu ve Çin 5 Ağustos'ta ABD'den tarım ürünü alımlarını durdurdu. Fed'in daha fazlasını yapmayacağı algısının yanı sıra süregelen ticaret anlaşmazlığı, Fed toplantısı öncesi 30-31 Temmuz'dan 14 Ağustos'a kadar olan sürede Dow endeksinde yüzde 6,3 değer kaybına yol açtı.

Fed'in, son 10 yıldaki ilk faiz indirimine rağmen Trump, Fed başkanına saldırmaya devam etti. 14 Ağustos'ta Powell'in "cahil" olduğunu söyledi. 19 Ağustos'ta Powell'i "aşırı vizyonsuz" olmakla eleştirdi. Trump, 22 Ağustos'ta Almanya'nın negatif faiz oranlı tahvil satışının, ülkeye ABD karşısında rekabetçi bir avantaj sunduğunu iddia etti. Tabii ki negatif faiz oranlı hükümet tahvilleri Euro bölgesinde güçlenmeden ziyade bir zayıflığın göstergesiydi. Özel yatırım fırsatları eksikliğini, mevcut ekonomik belirsizlik ortamında Avrupalı yatırımcıların güvenli liman varlıklara yönelik talebini ve Avrupa Merkez Bankası'nın Euro bölgesi ekonomisini hareketlendirmek için gösterdiği agresif girişimleri yansıtıyordu.

Powell'in Jackson Hole'da konuştuğu 23 Ağustos'ta Trump şu soruyu sordu: "En büyük düşmanımız kim?" Powell veya Çin Devlet Başkanı Xi Jinping. Trump'ın bu tweeti, Powell'in yeni Çin gümrük vergileri, finansal türbülans ve "giderek artan sert Brexit olasılığı, Hong Kong'da artan gerilimler ve İtalyan hükümetinin dağılması" dâhil olmak üzere jeopolitik riskler sebebiyle "Ekonomik genişlemeyi sürdürmek için harekete geçeceğiz" diyerek en az bir faiz indirimi işareti verdiği konuşmasına rağmen gelmişti.²³ Trump 28 Ağustos'ta Fed'in "fikren" rakip ülkelerle yarışmadığını söyledi. 11 Eylül'de attığı tweet'te Fed'e "faiz oranlarımızı SIFIRA veya altına indirme" çağrısı yapmış, ikinci bir tweet'te de FOMC'ye "kalın kafalı" demişti.

FOMC eylül toplantısında beklentilere paralel olarak fonlama oranı faizini çeyrek puan daha düşürerek yüzde 1,75-2 aralığına indirdi. Temmuz toplantısında da olduğu gibi, Komite açıklamasında "ekonomik genişlemeyi sürdürmek için harekete geçeceğini" belirtmiş, daha fazla faiz indirimine açık olduğu vurgusunu yapmıştı. 18 Eylül'deki basın toplantısında Powell bir kez daha genişlemeyle güven vermenin amaçlandığını söylemişti. "Döngü ayarlaması" ifadesi kullanımı sorulduğunda, her ikisi de Greenspan yönetiminde

olan 1995-96 ve 1998 dönemlerini örnek gösterdi. Her iki dönemde de üç adet çeyrek puanlık faiz indirimi yapılmıştı. Buradan çıkarılacak mantıklı sonuç, sonraki toplantıda üçüncü bir faiz indiriminin gelebileceği beklentisinin, FOMC katılımcılarının büyük bir çoğunluğunun 2019'da başka bir faiz indirimi öngörmemeleri sebebiyle bir nebze de olsa baltalandığıydı. Ancak 30 Ekim'deki bir sonraki toplantıda üçüncü faiz indirimi geldi. Bu kez Komite "harekete geçme" ifadesini kullanmadı ve bu da en azından şimdilik genişlemenin sona erdiğini ima ediyordu. Powell basın toplantısında para politikasının artık "iyi bir yerde olduğunu" ve politikada bir değişikliğin "görünümde maddi bir yeniden değerlendirme" gerektireceğini söyleyerek bu imayı doğruladı.²⁴

Temmuz ve Ekim aralığındaki dönemde yapılan üç faiz indirimi işe yaramış gibiydi. Faiz indirimlerinden önce finansal piyasalar ekonomik yavaşlama ihtimalinin oldukça yüksek olduğunu düşünüyordu. Bu endişeler Ekim ayına gelindiğinde büyük oranda hafifledi. Ekonomik büyüme ve istihdam güçlenmiş, finansal piyasalar rahatlamıştı. Verim eğrisi artık ters değildi, bu da hisse trader'larının ufukta artık bir resesyon görmediği anlamına geliyordu. Genel olarak 2019'daki üç adımlık para politikası -yön değiştirme, duraklama ve faiz indirimi garantisi- ticaret savaşları ve diğer belirsizlik kaynaklarına rağmen ekonomiye destek vermişti. Powell'ın Fed'i, Alan Greenspan'ın 1990 ortalarında yaptığına benzer bir yumuşak iniş yapmış gibi görünüyordu.

Ancak Powell'ın 2019 politikalarında Greenspanvari bir esinti varsa, yaz ve sonbahar boyunca yapılan üç faiz indiriminin Greenspan bağlamında gerçekten de garanti indirimleri olduğu tartışılır. Örneğin 1998'deki Asya finans krizinde Greenspan'ın yaptığı faiz indirimleri ekonomik büyüme ve istihdam gibi risklere karşı bir koruma sağlamıştı ama tüm garanti politikaları gibi giderek artan yüksek enflasyon riski gibi bir prim de içeriyordu. Bu sebeple ekonomik yavaşlama görülme de Greenspan Fed'i faiz indirimlerini sonlandırmış ve faizleri 1998'deki düzeyden toplam 1,75 puan yukarı taşımıştı. Aksine, Powell'ın faiz indirimleri hem devam eden ekonomik yavaşlama hem de kısa dönemler haricinde hedef oranın altında seyreden ve çok az yükselen enflasyon sebebiyle garanti olmayan faktörlerle gerekçelendirilebilir. Bu yüzden, gerçekten garanti özelliği taşıyan üç faiz indiriminin aksine, 2019'daki faiz indirimleri herhangi bir prim ödemesi içermiyordu -tabii Eric Rosengren'in finansal istikrar endişelerini saymazsanız- ve yakın

zamanda sonlanmaları beklenmiyordu. Tabii ki terminoloji sonuçlar kadar önemli değildi. Bu politika değişimine ne isim verilirse verilsin, alınan kararlar 2019 sonunda bir dizi karmaşık duruma çevik bir karşılık; oldukça ağır bir ekonomik yavaşlamayı engelleyen şey olarak görülüyordu.

FED DİNLIYOR: STRATEJİ DEĞERLENDİRMESİ

Merkez bankalarının düzenli olarak politika kararlarını yönlendiren düşünce çerçevelerini veya stratejilerini değerlendirmesi yaygın bir durum. Kanada Merkez Bankası her beş yılda bir politika çerçevesini değerlendiriyor. Japonya Merkez Bankası'nın 2016'daki değerlendirmesi doğrudan uzun vadeli faiz oranlarını hedeflemeyi (verim eğrisi kontrolü) içeren bir karar da dâhil olmak üzere, politika yaklaşımında büyük değişimlere yol açmıştı. En yakın 2012'de enflasyon hedefini açıklamadan önce yaptığımız gibi Fed bu tür değerlendirmeleri parça parça yapıyor. Ancak finansal krizden sonraki politika değişiklikleri politika yapımcıların ve Fed ekibinin tüm dikkatini topladı ve daha kapsamlı bir muayene yapılmasıyla sonuçlandı.

Ekonominin oldukça iyi bir durumda olduğu ve fonlama oranının sıfırın üzerine çıktığı 2018, bir önceki on yıla bakıp bazı dersler çıkarmak için iyi bir an gibi görünüyordu. Powell, Kasım ayında Fed'in, bir sonraki yıl, sorumluluklarını yerine getirmek için kullandığı "stratejileri, araçları ve iletişim uygulamalarını değerlendireceğini" söyledi. Powell bu değerlendirmenin "geniş bir dizi ilgili paydaşa ulaşmayı" da içereceğini belirtti.²⁵

Powell bu değerlendirmenin başına Fed Başkan Yardımcısı Clarida'yı getirdi. Clarida Şubat 2019'da yaptığı bir konuşmada, değerlendirmenin Fed'in yasal ikili görev sorumluluğunu değiştirmeyeceğini söyledi ve Komite'nin mevcut yüzde 2'lik enflasyon hedefinin bu sorumlulukla "oldukça uyumlu" olduğu söyledi. Böylece bazı ekonomistlerin nötr politika faiz oranını (R^*) etkin alt sınırının oldukça üzerine çıkarmak için hedef aralığını yükseltme tekliflerini reddetti.²⁶ Clarida, bu değerlendirmenin üç soruya odaklanacağını söyledi. Bir, Fed 2012'de benimsediği enflasyon hedeflemesi stratejisine bağlı kalacak mıydı? İki, sözlü yönlendirme ve parasal genişleme araçları krizden sonra etkili olmuştu ama etkin alt sınıra yönelik artan endişeler dikkate alındığında, yeterli olacaklar mıydı? İhtiyaç duyulduğunda yeterli teşvikin verilmesini sağlama almak için Fed'in hâlihazırda diğer büyük merkez bankalarının alet kutularında yer alanlar da dâhil olmak üzere ek araçlar

benimsemesi gerekir miydi? Ve son olarak, Fed politikaları konusunda kullandığı dile yönelik yaklaşımını değiştirmeli miydi?

Powell, söz verdiği genişlemeyi Washington'daki Kurul'da ve ülke genelindeki Reserve bankalarında düzenlenen 15 kamuoyuna açık *Fed Listens* (Fed Dinliyor) etkinliğinde gerçekleştirdi. Davetli katılımcılar Fed'in alışlagelmiş danışmanlarının -akademi ekonomistleri, piyasa katılımcıları, bankacılar ve iş insanları- ötesine uzanıyordu ve toplumsal kalkınma uzmanları, sendika yetkilileri, azınlıkları ve yaşlı vatandaşları temsil eden grupların liderleri ve sıradan vatandaşlara da yer veriyordu. Etkinlikler politika yapıcılara Fed politikalarının, yalnızca Wall Street bankacılarından oluşan özel bir gruba değil, genel anlamda halka fayda sağlamayı amaçladığını anlatmaları için bir şans verdi. Bu mesaj, Powell'in basın toplantılarında ve Kongre'ye verdiği ifadelerde para politikası kararlarını "sade bir dille" anlatmaya yönelik çabalarıyla birleşmişti. Fed Listens etkinliklerine katılan politika yapıcılar, ayrıca Fed ve politikalarına yönelik genel algılar hakkında da daha çok şey öğrendi. Onlara sürekli olarak sıkı iş gücü piyasalarının geniş kapsamlı faydaları olduğu söylenmişti. İşçilere olan güçlü taleple özellikle düşük gelirli ve azınlık gruplarından daha fazla insan iş gücüne katılıyordu. Enflasyonun da düşük seyretmesi ve yeniden yükseleceğine dair pek az bir kanıt olduğundan, bu geri bildirim Powell ve FOMC meslektaşlarının, daha da güçlü bir iş gücü piyasası için harekete geçme taahhütlerini pekiştirdi.

Değerlendirmenin 2020 ortalarında tamamlanması gerekiyordu ancak COVID-19 pandemisi değerlendirmenin tamamlanmasını birkaç ay geciktirdi. Pandeminin yol açtığı yeni resesyon, değerlendirmenin sonuçlarını daha da önemli ve acil bir konuma taşıyacaktı.

PARA PİYASASI KARMAŞASI

Tüm olanların yanı sıra daha teknik ancak önemli bir başka mesele FOMC'yi meşgul ediyordu: (Politika çerçevesinin aksine) Faaliyet çerçevesi olarak da bilinen, gelecekte para politikasının uygulanması için kullanılacak yöntemler. Buradaki soru, para politikacıları, federal fonlama oranı için bir hedef aralığı belirleyerek politikayı oluşturduktan sonra, fonlama oranının bu aralıkta kalmasını nasıl sağlayacaktı? Tabii ki etkin para politikası Fed'in kısa vadeli faiz oranlarında epey sıkı bir kontrol sahibi olmasını gerektiriyordu. Üstelik faaliyet çerçevesi ayrıca Fed'in bilançosunun uzun vadede ne kadar büyük olması gerektiği sorusuyla da yakından ilgiliydi.

Finansal krizden önce FOMC para politikasını “seyrek rezervler” (scarce regimes) rejimi olarak bilinen bir yöntemle uyguluyordu. Fed, federal fonlama oranını bankacılık sistemindeki rezerv arzını değiştirerek kontrol ediyordu. Bunu da rezervleri bitirmek için Hazine tahvillerini açık piyasada satarak veya rezervleri artırmak için daha fazla tahvil satın alarak yapıyordu. Bu yaklaşım, bankaların rezerv talebini yakından takip etmeyi gerektiriyordu. Örneğin, rezerv talebi genellikle çeyrek dönemlik vergi ödemeleri yapıldığında ve tatil sezonlarında tüketici harcamalarının artmasıyla yükseliyordu. Bankaların rezerv ihtiyaçları değiştikçe New York Fed fonlama oranını hedef aralığında tutmak için sık sık (neredeyse her gün) açık piyasada işlemler yapıyordu.

2008’de parasal genişlemenin uygulanmasıyla Fed “bol rezerv” (ample reserves) sistemi olarak da bilinen, yeni bir faaliyet çerçevesine geçti. Fed satın aldığı tahvillerin ödemesini yeni banka rezervleri oluşturarak yaptığı için kriz sonrasında bankaların toplu olarak geçmişe göre çok daha fazla rezervi vardı. Rezervlerin tipik günlük ihtiyaçları aşmasıyla, bankaların diğer bankalardan rezerv satın alması için pek bir nedeni kalmıyordu ve bu da fonlama oranının -bankalar arası borçlanmalarda ödenen oran- sıfıra yakın seyretmesiyle sonuçlanıyordu. Tabii ki 2008’den 2015’e sıfıra yakın bir fonlama oranı, FOMC’nin ekonomik büyümeyi teşvik etme ve enflasyon oranını hedef aralığına yükseltme hedefleriyle uyumluydu.

Para politikasını sıkılaştırma zamanı geldiğinde Fed gerektiği taktirde fonlama oranını yükseltebileceğini garantilemek zorundaydı. Sistemdeki rezerv bolluğu dikkate alındığında, geleneksel açık piyasa faaliyetleri bunu başaramazdı. Bunun yerine Fed, Kongre’nin ilk kez 2008’de verdiği yetkiyi kullandı ve bankalara rezervleri için ödediği faiz oranını yükselterek fonlama oranını da hafif yukarı çekti. Ancak 2008’de bazı teknik faktörler rezervler üzerindeki faiz oranları ile fonlama oranı arasındaki farkı artırdı. Buna karşılık Fed, kısa vadeli faiz oranlarını daha iyi kontrol edebilmek için Eylül 2013’te para piyasası fonları ile GSE’ler gibi bazı banka dışı kuruluşların Fed’de kısa vadeli mevduatlar oluşturmalarına izin verdi. Bu mevduatlar, Fed tarafından oluşturulan, daha düşük getiriler veren ve gecelik ters repo veya ONRRP oranı olarak da bilinen bir başka faiz oranının oluşmasına yol açtı. Fed, rezervler üzerindeki faiz oranı ve ONRRP oranını kontrol ederek bankacılık sistemindeki rezerv bolluğuna rağmen liftoff sırasında fonlama oranını hedef aralığında tutmayı başardı.

Sıkılaşıma devreye girdiğinde FOMC'nin yeni bol rezerv çerçevesine devam etmek veya kriz öncesi seyrek rezerv yaklaşımına geri dönmek arasında bir karar vermesi gerekiyordu. FOMC, Ocak 2019'da bol rezerv yaklaşımını kalıcı olarak benimsedi. Bu çerçeve daha basitti. Politika oranını hedef aralığında tutmak için rezerv arzının sürekli olarak izlenmesi veya değiştirilmesi gerekmiyordu. Bu, bol rezerv yaklaşımının uzun bir süredir çoğu büyük merkez bankası tarafından kullanılmasının bir sebebiydi. Ayrıca iki önemli avantajı daha vardı: Bir, Fed'in bir noktada yeniden bilançosunu ve banka rezervi miktarını genişleterek QE'ye başvurması gerekebilirdi. Böyle bir durumda bol rezerv yaklaşımı, tıpkı 2015 ve 2018 aralığında olduğu gibi QE'yi sonlandırma zamanı geldiğinde fonlama oranını yükseltmeye izin veriyordu. İki, bankacılık sistemindeki artan rezerv düzeyi, bol rezerv yaklaşımının bankacıları bir panik döneminde kısa vadeli fonlama kaybına karşı daha güçlü bir hâle getirerek finansal istikrarı da destekleyebilirdi. Gerçekten de küresel finans krizi sonrası oluşturulan yeni düzenlemeler bankaların rezervler de dâhil olmak üzere giderek daha fazla likit varlık tutmalarını gerektiriyordu.

Bol rezerv yaklaşımının benimsenmesi ayrıca Fed bilançosunun geçmişe göre kalıcı olarak çok daha büyük kalması anlamına geliyordu. Bu yaklaşım, rezerv arzının bankaların ihtiyaçlarını tamamen karşıladığını varsayar ve bu ihtiyaçlar, (hem düzenleyiciler hem de tedbirler nedeniyle) finansal kriz sonrası oldukça arttı. Öte yandan, FOMC Haziran 2011 çıkış ilkelerinde bilançonun, para politikasının etkin bir şekilde uygulanması için gerekenden büyük olmayacağı sözünü vermişti. Bu koşulların bir araya gelmesi, Fed'in tüm koşullarda banka rezervlerinin bol kalmasını sağlamaya yetecek kadar (daha fazla değil) bilançosunu büyük tutması gerektiğini ima ediyordu.

Kimse çoğu koşulda bankaların ihtiyaçlarını giderecek yeterli rezerv düzeyini kestiremediği için, Fed'in bilançosu ideal olarak deneme yanılma yöntemiyle belirlenecekti. FOMC Mart 2019'daki bir sonraki toplantısında, Mayıs ayından itibaren bilançosunu küçülteceğini, bunu yaparken de banka rezervleri ve federal fonlama piyasası davranışını yakından izleyeceğini açıkladı. Fed bilançosundaki bu küçülmeyi Ağustos'ta sonlandırdı; toplam varlıkları faiz artışlarının başladığı Ekim 2017'deki 4,5 trilyon dolar düzeyinden 3,75 trilyon dolara inmişti. Banka rezervleri daha da düştü; Ekim 2014'teki 2,8 trilyon dolarlık zirvesinden Eylül 2019 ortalarında 1,4 trilyon dolara geriledi. Fed'in bankalarla yaptığı bir anket, bankaların rahat edebileceği en

düşük banka rezervi düzeyinin 900 milyar dolar olduğunu ortaya koydu. Rezervlerin minimum düzeyinin 100 milyar dolar daha artırılması hâlinde rezerv arzı yeterli olacak gibi görünüyordu.²⁷

Bu sonucun yanlış olduğu anlaşılacaktı. Eylül 2019'da FOMC bir araya geldiğinde, repo piyasalarında ve genellikle federal fonlama oranına yakın seyreden repo oranında bir karmaşa meydana geldi. Fonlama oranı hedef aralığının en üst düzeyi olan yüzde 2,25'deyken, repo oranı yüzde 10'a fırladı. Powell, 18 Eylül'deki olağan toplantı sonrası yapılan basın toplantısında repo oranındaki artışın, Hazine trader'larının Hazine'nin ihraç ettiği yeni borçları finanse etme ihtiyacı da dâhil olmak üzere, piyasada özel faktörlerin yönlendirdiği likidite talebindeki ani artıştan kaynaklandığını söyledi. Uygulamada, bankalar Fed'deki rezerv hesaplarından ihtiyaç duydukları kadar fon alabilir, bu fonları yalnızca yüzde 2'lik bir faiz ödeyerek repo piyasasında satıp yüzde 10 kadar getiri elde edebilirdi. Bu nakit akışı repo oranındaki artışı tersine çevirebilirdi. Bankalar bunu yapmadı ve bu durum Fed'in yanlış hesap yaptığını ima etti. Belki de düzenleyici kısıtlamalara yönelik endişeler sebebiyle bankalar Eylül 2019'da yeterli, en azından repo piyasasında satacak kadar rezervleri olduğuna inanmıyordu. Fed'in bilançosundaki daralma ve bunu takiben banka rezervlerindeki düşüş fazla ileriye gitmişti.

Finansal kuruluşlar tarafından sıkça kullanılan dev repo piyasası Fed'in faiz kararlarını ekonomiye iletme kapsamında kritik bir bağlantıdır. Şansına, Fed piyasayı normal işlevine geri döndürecek araçlara sahipti. Kısa vadede, Fed isteksiz bankaların yerini aldı ve Hazine tahvillerini teminat olarak repo piyasasına fon sağladı. Bu operasyonlar seyrek rezerv rejimindeki geleneksel açık piyasa operasyonlarına benzerdi ancak daha büyük ölçekliydi: Krediler geceliğin yanı sıra uzun vadeli olarak da veriliyordu. Bu taktik işe yaradı ve repo piyasasındaki karmaşa bastırıldı.

Uzun vadede likidite sıkıntısı için gereken çözüm Fed'in bilançosunu bir kez daha genişletmekti, bu da banka rezervlerini artırmak anlamına geliyordu. FOMC, 11 Ekim'de toplantılar arası bir dönemde yayınladığı açıklamada, en erken 2020'nin ikinci çeyreğine kadar aylık 60 milyar dolar değerinde kısa vadeli Hazine tahvilleri satın alarak rezervleri ve bilançosunu yeniden artıracığını açıkladı. Dahası, New York Fed de geçici olarak repo piyasasına likidite enjekte etmeye devam edecekti. FOMC açıklaması bu eylemlerin para politikasında bir değişim anlamına gelmediğini -özellikle de bunlar QE

kapsamına girmiyordu çünkü uzun vadeli tahvil satın alımları içermiyordu- “tamamen teknik önemler” olduğunu belirtiyordu. Ancak alınan eylemlerin etkisi büyüktü. Ocak 2020 sonunda Fed bilançosu 4,2 trilyon dolara yakındı ve banka rezervleri eylül ortasındaki 200 milyar dolar düzeyinden 1,6 trilyon dolara yükselmişti. Fed’in müdahaleleri para piyasalarında yeniden istikrar sağlamış ancak bilanço daralması da tamamen sona ermişti.* Kısa vadeli faiz oranları üzerinde kontrol sahibi olma sürecinde Fed, ayrıca bilanço boyutu için yeni bir normal de oluşturdu.

* FOMC Temmuz 2021’de uzun vadeli bir çözüm açıkladı. Biri ana traderlar (ve daha sonra diğer mevduat kuruluşları), diğeri de diğer merkez bankaları gibi resmi yabancı kuruluşlar için iki repo otoritesi oluşturdu. Bu otoriteler, piyasadaki borç veren kuruluşların yeterli fonu olmasa bile repo oranında olası bir artışı önlemek amacıyla bu kuruluşlara fon veriyor.

PANDEMİ

Repo piyasasındaki alevlenme bir yana, 2020 başında FOMC oldukça iyimserdi. Powell 29 Ocak'taki basın toplantısında, ekonomik büyüme rekorunun 11'inci yılına girildiğini ve işsizlik oranının (Aralık'ta yüzde 3,6 düzeyindeydi) tarihteki en düşük düzeylerinde seyrettiğini belirtti. Güven kazanan tüketiciler harcama yapıyor, ticarete yönelik belirsizlik sona ermiş gibi görünüyor ve küresel ekonomi büyüme istikrar işaretleri gösteriyordu. FOMC üyelerinin, fonlama oranına ilişkin güncel tahminleri (Aralık ayındaki bir önceki toplantıda) politikada uzun süreli bir duraklama ve yumuşak bir iniş gösteriyordu. Üyelerin çoğu 2020'de faiz artışı beklemiyor, 2021'de ve 2022'de birer çeyrek puanlık faiz artışı öngörüyordu. Powell, "ekonomiye yönelik verilerin" Komite'nin görünümüyle tutarlı olduğu sürece herhangi bir faiz artışı beklenmemesi gerektiğini söyledi. Diğer bir deyişle para politikası duraklatılmıştı.

Sonra bir şeyler değişmeye başladı. Yılın başlarında Çin'in Vuhan kentinde yeni bir koronavirüs salgınının ortaya çıktığı haberleri geldi. Powell salgının ABD ekonomisine bazı riskler oluşturabileceğini ve Fed'in durumu "oldukça dikkatli bir şekilde izlediğini" söyledi. Ancak Powell'ın endişelendiği riskler dolaylı ve kısıtlıydı. Örneğin Çin'deki hastalık ve kapanmalar, özellikle yakındaki diğer Asya ülkeleri olmak üzere ülkenin ticaret ortaklarını etkileyebilirdi. Fed'in duruma ilişkin değerlendirmesi, Ocak ve Şubat ayları

boyunca enfeksiyonun küresel olarak yayılma riskini hafife alan birçok sağlık otoritesinin açıklamalarına paraleldi.

Ancak Şubat ayı sonlarına doğru durum oldukça farklı görünüyordu. İtalya 23 Şubat Pazar günü, koronavirüs vakalarında büyük bir artış görülmesiyle ülkenin kuzeyindeki 11 kasabayı dışarıya kapattı. Bu durum virüsün dünya çapında yayılabileceği endişesini artırıyordu. Atlanta'daki *Centers for Disease Control and Prevention (CDC) / ABD Hastalık Kontrol ve Korunma Merkezleri* 25 Şubat'ta salgının ABD'de de baş gösterebileceği uyarısını yaptı. *New York Times*'a göre, 28 Şubat Cuma gününe gelindiğinde "diğer ülkelerdeki 14 vaka İtalya kaynaklı olabilirdi"³. Bu arada Kaliforniya ve Oregon'daki vakaların kaynakları belirsizdi. Virüs artık başka birinin sorunu değildi.

Finansal piyasalar çökmüştü. Şubatın son haftasında ABD hisseleri 2008'den bu yana en kötü haftasını geçirmiş, yüzde 12'nin üzerinde değer kaybetmişti. (Mart ayı sonunda Dow'un değerinin toplamda üçte biri eriyecekti.) 28 Şubat'ta 10 yıllık Hazine tahvilleri getirisi yüzde 1.13 ile tarihteki en düşük düzeyine gerilemiş, 9 Mart'ta yüzde 0,54'e düşmüştü. Hazine tahvili getirisindeki bu düşüş, genellikle kriz dönemlerindeki döngüye paralel, yatırımcıların güvenli liman olarak görülen ABD hükümet borcuna hücum ettiği anlamına geliyordu. Powell, 28 Şubat'ta koronavirüse yönelik "artan riskleri" tanıyan dört cümlelik bir açıklama yayınladı ve Fed, "ekonomiyi desteklemek için araçlarını kullanacağı ve gereken şekilde harekete geçeceği" sözünü verdi.⁴

Bu beklenmedik açıklama ve "gereken şekilde harekete geçme" ifadesi, FOMC'nin bir sonraki toplantısından önce faiz indirimine gidebileceği sinyalini verdi. Gerçekten de üç gün sonra 2 Mart'ta, FOMC üyeleriyle bir acil durum telekonferansı düzenledi ve fonlama oranı hedefini yarım puan düşürmeye karar verdi. Kararın açıklandığı bir sonraki sabah düzenlenen basın toplantısında Powell, ABD ekonomisinin temellerinin güçlü olduğunu ancak görünüme yönelik risklerin, faizde bir değişiklik için ekim ayında belirlenen standarda uyulacak kadar değiştiğini söyledi. Bu noktada salgının ne kadar yayılacağı ve bunun ne kadar ekonomik zarar vereceği henüz belirsizdi. Belki de salgının etkileri turizm ve seyahat gibi bazı sektörlerle kısıtlı kalacaktı. Ama belki de çok daha geniş bir kapsamda ekonomiyi kapanmaya zorlayacaktı. Bu durumda düşük faiz oranları, yatırımcı ve iş güvenliğini

destekleyerek ve finansal koşullardaki istikrarın korunmasını sağlayarak dolaylı yoldan yardımcı olabilirdi. Yine de artan riskler ve piyasadan gelen kırmızı sinyaller sebebiyle FOMC beklemek istemedi.

Sonraki haftalarda virüsün dünya ekonomisini ne şekilde tehdit ettiği açıkça görülecekti. Dünya Sağlık Örgütü 11 Mart'ta COVID-19'u küresel pandemi ilan etti. O güne kadar 114 ülkede 118 bin vaka tespit edilmişti.⁵ Aynı gün Başkan Trump, Avrupa'dan ABD'ye yapılan seyahatlerin durdurulacağını açıkladı. Ve ABD Ulusal Alerji ve Bulaşıcı Hastalıklar Enstitüsü'nün uzun süreli direktörü Dr. Anthony Fauci Kongre'ye "Her şey çok daha kötüleşecek" dedi.⁶ Bazı Avrupa ülkeleri kapanmalar açıklamaya başladı, gerekli çalışanlar dışında herkes evlerine kapandı. ABD'de şirketler ve okullar kapanmaya başladı, bir sonraki emre kadar çalışanlar ve öğrenciler evlerine yollandı. Salgının yayılmasını yavaşlatmak için ABD sağlık yetkilileri büyük ölçekli sosyal mesafe uygulanmasını, yani herkesin evinde kalmasını, büyük gruplar hâlinde toplanılmamasını ve diğer insanlardan en az 2 metre uzakta durulmasını tavsiye etti. Bununla "eğriyi düzleştirmek", yani sağlık sisteminde bir karmaşa yaratmadan yeni vaka oranlarını yavaşlatmak amaçlanıyordu. Mart sonuna gelindiğinde ABD'de vaka sayısı 100 bini aştı -bir hafta önce bu sayı 1,000 civarındaydı- ve eyaletler ve şehirler resmî "evde kal" yasaklarını açıklamaya başladı. Durum hem ABD'de hem de diğer ülkelerde gerçekten de çok daha kötüleşecekti.* Ekonomik faaliyette tarihi bir duraklama kaçınılmaz gibi görünüyordu.

PANDEMİ PANİĞİ

Ekonomik risklerin çoğalmasıyla, finansal piyasalar 2008 krizinin acı dolu anlarına kendilerini hazırlamaya başladı. Hisse fiyatlarında önce 9 Mart'ta ve sonra bir kez daha 12 Mart'ta, New York Menkul Kıymetler Borsası'nda devre kırıcıların (alım satım işlemlerinin acil durumda geçici olarak durdurulması) uygulanmasını tetikleyecek kadar sert düşüşler görüldü. Halka pek görünür olmayan ancak çok daha tehlikeli bir diğer şey ise Hazine tahvilleri piyasasındaki karmaşaydı. Güvenli ve likit olarak görülen ABD hükûmet borcuna yönelik yatırımcı talebi, uzun vadeli Hazine tahvili

* New York Times'ın COVID-19 göstergesine göre Kasım 2021'de dünya genelinde vaka sayısı 260 milyon, hayatını kaybedenlerin sayısı da 5 milyon kişiyi aşacaktı. Aynı dönemde ABD'de vaka sayısı 48 milyon, hayatını kaybedenlerin sayısı da 800 bine ulaşmıştı.

getirilerini Şubat ve Mart ayı başında oldukça düşürmüştü ancak 9 Mart'tan itibaren -Dünya Sağlık Örgütü'nün küresel pandemi ilanı öncesi- Hazine piyasalarındaki durum bir anda kötüleşti. Fiyatlar ve getirilerde ciddi dalgalanmalar görüldü ve likidite yok oldu, bu da ufak çaplı işlem yapmayı bile oldukça zor ve maliyetli bir hâle getirdi. Hisse piyasası dalgalanmalarının büyüklüğü finansal krizden bu yana görülen en yüksek düzeylere ulaştı ve oldukça sık kullanılan Hazine tahvillerine bağlı türev araçlar piyasaları neredeyse faaliyeti durduracak noktaya geldi.

Görünümdeki bu bozulma, virüsün yayıldığına ilişkin kötü haberlerle tetiklenerek paniğin artmasına yol açtı. Bir anda herkes en kısa vadeli ve en güvenli varlıklara yönelmişti -Denetleyici Fed Başkan Yardımcısı Randy Quarles bu duruma "nakit hücumu" diyecekti- ve nakit elde etmenin en hızlı yolu da genellikle bu amaç için rezervlerde tutulan kısa vadeli Hazine tahvillerini satmaktır.⁷ Bankaların, önceden belirlenen kredi limitlerini tüketen endişeli şirketlere borç vermek için nakde ihtiyacı vardı. Varlık yöneticileri -görece likit olmayan şirket hisselerine yatırım yapan ortaklık fonları da dâhil- endişeli yatırımcıların para çekme talebini karşılamak için nakit istiyordu. Sigorta şirketleri ve diğer kurumsal yatırımcılar, riske daha az maruz kalmak için (hisse ve tahvil yerine) nakit talep ediyordu. Ve yabancı hükûmetler ve merkez bankalarının da para birimlerini yabancı döviz piyasalarında desteklemek veya kendi yerel bankalarına borç vermek için dolara ihtiyacı vardı.

Normal koşullarda piyasa katılımcıları Hazine tahvillerini satmak istediğinde piyasayı belirleyen bankalar ve trader'lar, başka alıcılar bulunana kadar tahvilleri satın alıp tutardı. Ancak Mart 2020'de piyasa belirleyicisi kuruluşlar, filizlenmeye başlayan bütçe açığını finanse etmek için ihraç edilen yeni Hazine borçlarındaki artışı yönetmekte hâlihazırda zorlanıyor ve buna ek olarak sermaye düzenlemeleri ve risk alımı konusunda kendi oluşturdıkları kurallar sebebiyle kısıtlanıyordu. Sat emirleri seli altında ezilmişlerdi. Birçok satıcı ve neredeyse hiçbir alıcının olmadığı bu ortamda piyasa koşulları kaotik bir hâl aldı.

Hazine piyasasındaki karmaşa tüm finansal sisteme yansdı. Normal koşullarda güvenlik, likidite ve getiri sunmalarının yanı sıra uzun vadeli Hazine tahvilleri finansal piyasalarda birden fazla rol oynar. Tüm tahvillerin getirileri için bir kıstas niteliği taşırlar, nakit toplama veya diğer varlıkların

satın alımlarını finanse etmede teminat olarak kullanılırlar ve finansal riskleri engellemek için bir araç görevi görürler. Panikleyen yatırımcılar; ellerinde satacak Hazine tahvili kalmayınca, kurumsal borç, belediye tahvili ve ipotek kredis destekli tahviller gibi diğer uzun vadeli tahvilleri ellerinden çıkarmaya başladılar. Oranlar fırladı, likidite yok oldu ve bu kritik piyasaların tümünde ihraç çöktü. Lehman'ın 2008'deki iflasında olduğu gibi para piyasası fonlarından da kaçışlar başladı ve -birçok şirketin kısa vadeli borçlar için güvendiği- ticari hisse piyasası da dağılma işaretleri göstermeye başladı.

Piyasadaki bu aksamalar; şirketlerin, hane halklarının ve yerel hükümetlerinin kredi erişimi ve borçlarını geri ödeyebilme yetisine yönelik endişeler oluşturdu. *The Wall Street Journal* Mart ayı ortasındaki piyasa karmaşasının 2008'den bile daha kötü olduğunu ve Dow'un neredeyse yüzde 13 değer kaybettiği "16 Mart'ta, pek az kişinin finansal sistemin neredeyse çökme noktasına geldiğini fark ettiğini" yazdı. Citigroup Kısa Vadeli Kredi Direktörü Adam Lollo, *Journal*'a şunları söyledi: "2008 finansal krizi yavaş çekimde bir araba kazası gibiydi. Bu ise Bum! Bir bomba patlaması gibi."⁸

2008'de edindiği dersleri dikkate alan Fed hızla son borç veren kurum rolüne büründü. Repo piyasasında karmaşanın görüldüğü Eylül ayından bu yana piyasalara fon enjekte ediyordu ancak pandemiden önce bunu azaltma sürecindeydi. Fed 12 Mart'ta yön değiştirdi ve Hazine tahvillerini teminat olarak kabul ederek batmak üzere olan bankalar ve trader'lara verilen borçları hızla artırdı. New York Fed'deki Açık Piyasa Masası 16 Mart'ta, uzun vadeli 1 trilyon dolar kredinin yanı sıra gecelik borçlanmalar için de her gün 1 trilyon dolar teklif ediyordu. Bir gün önce, trader'lara ve Hazine tahvili piyasasına daha fazla takviye sağlamak için Fed portföyü için doğrudan tahvil satın alımı yaparak son borç alıcı kurum olarak da hizmet vermeye başladı. 2008'deki MBS satın alımlarımızı hatırlatan bir hareketle, Fed en az 500 milyar dolar değerinde Hazine tahvili ve 200 milyar dolar değerinde MBS satın alacağını açıkladı.

Mart ayında, kısmen kendi bankacılık sistemlerindeki dolar ihtiyacını gidermek amacıyla yabancı merkez bankaları ve hükümetler en çok Hazine tahvili satanlar arasındaydı. (2008'de de olduğu gibi, yabancı bankalar hâlâ işlerini dolarla yürütüyordu.) Ve tıpkı önceki krizlerdeki gibi Fed yine dünyanın son dolar kurumu olmuştu. ABD piyasalarında şiddetlenen karmaşanın, sınır ötesi ülkelere sığmasını engellemek için Fed yabancı para birimlerini

teminat olarak swap hatları yoluyla yabancı merkez bankalarına dolar veriyordu. Fed küresel finans krizinde 14 büyük merkez bankasıyla swap hatları oluşturmuştu. Bu hatların en önemli merkez bankalarından oluşan beşi kalıcı hâle gelmişti. Fed 19 Mart'ta 12 yıl önce kullandığı diğer dokuz hattı da yeniden faaliyete soktu. Nisan sonuna gelindiğinde yabancı merkez bankaları 400 milyar doların üzerinde para çekmişti.⁹ Fed buna ek olarak, resmi swap hatları olmayan yabancı otoritelerin doğrudan tahvil satışı yapmadan, Hazine tahvillerini teminat olarak gösterip borç dolar alabildikleri özel bir repo otoritesi oluşturdu. Fed, tüm operasyonların -repo piyasalarına ve trader'lara borç verme, doğrudan Hazine tahvili ve MBS satın alımları ve swap hatları- gerektiği kadar devam edeceğini açıkça ortaya koydu.

Bu arada, FOMC pandeminin ekonomik etkilerini değerlendirmeye çalışıyordu. Şokun eşi benzeri görülmemişti, bu yüzden belirsizlik oldukça yüksekti. FOMC, 15 Mart Pazar günü, bir sonraki Salı ve Çarşamba günü düzenlenmesi planlanan olağan toplantıları beklemek yerine (sanal olarak) toplandı. Ekip, tek bir öngörü yerine iki alternatif senaryo sundu.¹⁰ Her iki senaryoda insanlar sosyal olarak uzaklaştıkları, evden çalıştıkları ve harcama yapmayı azalttığı için ekonominin ikinci çeyrekte resesyona girmesi bekleniyordu. İlk senaryoya göre, ekonomide üçüncü çeyrekte sağlam bir toparlanma başlayacaktı – buna V şeklinde toparlanma ismi verilmişti. İkinci senaryoda ise resesyon yıl sonuna kadar uzayacaktı. İki senaryo da işsizlikte ciddi bir artış bekliyor, insanlar evde kaldığı için talebin zayıflamasıyla enflasyonun düşeceğini, petrol fiyatlarının gerileyeceğini ve güvenli liman arayışındaki yatırımcılarla doların güçleneceğini öngörüyordu.

Ekonomik görünüm bozulmaya devam ettikçe FOMC, federal fonlama oranı hedefini (iki hafta önceki yarım puanlık düşüşün ardından) tam bir puan düşürerek yüzde 0-0,75 aralığına çekti. Federal fonlama oranındaki bu düzey 2008 krizindeki düzeyle aynıydı. Komite “ekonominin son olayları atlattığından ve yeniden tam istihdam ile fiyat istikrarı hedeflerine ulaşma yoluna girdiğinden emin olana kadar” faizlerin sıfıra yakın düzeylerde seyredeceğini söyledi. Bu kılavuz nitel ve belirsizdi, Komite'nin resesyonun olası derinliği ve süresine yönelik belirsizliğini yansıtıyordu ama Powell düzenlediği basın toplantısında FOMC'nin uzun bir süre faizleri düşük tutmayı beklediğini açıkladı. Powell ayrıca Fed'in yeni açıkladığı yüksek miktarda Hazine tahvili ve MBS satın alma planlarını da ele aldı. Bunun yeni bir parasal genişleme dönemine işaret etmediğini, kritik finansal piyasaları yeniden istikrara

kavuşturmayı hedeflediğini söyledi. Yeni satın alımlar bir dizi vadeye uzanıyordu ancak finansal kriz dönemindeki QE, uzun vadeli faiz oranlarına aşağı yönlü baskı uygulamak için uzun vadeli tahvillere odaklanmıştı. Ama piyasalar büyük ölçekli varlık satın alımlarının yeniden yürürlüğe sokulmasının, piyasa koşulları iyileşince ekonomik toparlanmayı desteklemek için kullanılacak bir QE programının temellerini atabileceği sonucunu çıkarmıştı.

Fed'in pandemi krizine verdiği yanıt takdire şayan bir şekilde hızlı ve kararlıydı ancak ekonomi üzerindeki en önemli etkiye virüsün yıkıcı sonuçları yol açacaktı. 15 Mart toplantısının düzenlendiği haftada ekonomik faaliyet eşi benzeri görülmemiş bir hızda daralıyordu. Daha fazla şehir ve eyaletin, evlere kapanma çağrılıyla, gerekli olmayan şirketler kapanıyor, spor ve eğlence etkinlikleri erteleniyor, turizm ve seyahat sektörü çöküyordu. ABD Çalışma Bakanlığı bu haftada, 3 milyonun üzerinde çalışanın işsizlik maaşı talebinde bulunduğunu açıkladı. Bu rakam, Büyük Durgunluk sırasındaki en yüksek haftalık rakamın beş kat üzerindeydi.

ABD bankacılık sisteminin 2020 resesyonuna 2008'e göre daha iyi bir sermaye yapısı ile ve daha likit bir şekilde girmesi -Büyük Durgunluk'un aksine- bu ekonomik durgunluk dönemindeki tek umut ışığıydı. Fed ve Hazine'nin iflasa sürüklenen şirketleri yeniden ayağa kaldırmak için hafta sonu müdahalelerinde bulunmasına gerek yoktu. Yine de borç veren kuruluşlar Mart 2020'de, bireysel ve kurumsal borçluların yanı sıra tüm sektörlerin finansal direnci de dâhil olmak üzere dev belirsizliklerle karşı karşıyaydı. Pandemi hafifledikçe oteller, restoranlar, alışveriş merkezleri ve havayolları normal operasyonlara geri dönebilecek miydi? Veya enfeksiyonun kalıcı endişelerinin çalışma, alışveriş yapma ve okuma şekillerini değiştirdiği yeni bir dünyaya mı adım atıyorduk? Bu ortamda kredi risklerini değerlendirmek neredeyse imkânsızdı. Bu belirsizliğin gölgesinde bankaların güçlü bilançolarına rağmen kredilerde donma tehdidi yayılıyordu.

Kredilendirmeyi desteklemek ve finansal sistemdeki güveni korumak için Fed, 2008'in oyun kurallarına geri dönerek finansal şirketler ve finansal olmayan kuruluşlar için son borç veren kurum olarak hizmet vermeye başladı. 15 Mart'taki toplantıda iskonto penceresi şartlarını hafifletti ve bankaları borç almaya teşvik etti. Bundan sonraki günler içinde finansal krizlerde kullanılan madde 13/3 acil durum kredi yetkisi altındaki birkaç programı daha yürürlüğe soktuğunu açıkladı. Fed, Commercial Paper Funding Facility

yoluyla bir dizi teminat karşılığında tahvil trader'larına bir kez daha borç verecekti. Money Market Mutual Fund Liquidity Facility para fonlarının, yatırımcı ödemelerini karşılayabilmeleri için nakit toplamalarına yardımcı olacaktı. (Bu yetki bankalara kredi sağlıyordu böylece bankalar da fonlardan varlıklar satın alabiliyordu.) Bir sonraki hafta Fed, hanehalkı ve şirket kredilerinin menkul kıymetleştirilmesini desteklemek için bir diğer acil durum programı olan Term Asset-Backed Securities Loan Facility yetkisini uygulamaya soktu. Bu programların yasal ve operasyonel detayları yoktan var edilmediği için hızla uygulanabiliyorlardı.

Finansal istikrar için belki de en önemli olan şey Fed'in Hazine piyasalarındaki düzeni yeniden inşa etme çabalarıydı. 23 Mart'ta, Hazine tahvili ve GSE'ler tarafından ihraç edilen MBS satın alımlarının "piyasaların sorunsuzca faaliyet göstermesi ve para politikasının etkin bir şekilde kullanılması için gereken düzeylerde" açık uçlu olacağını duyurdu. Ve yerel MBS'lerin yanı sıra alışveriş merkezleri ve ofisler sokağa çıkma yasakları sırasında kapandıkları için ağır stres altında olduklarından, ticari gayrimenkuller üzerindeki ipotek kredileriyle desteklenen tahvilleri de satın alacağını açıkladı. Mart'ın ilk haftası ile Temmuz sonu arasındaki dönemde, Fed şimdiye kadarki tüm programların oldukça üzerine çıkarak toplam 1,8 trilyon dolar değerinde Hazine tahvili ve 600 milyar dolar değerinde GSE'ler tarafında ihraç edilen MBS satın alımı yaptı.

Fed piyasaları rahatlatmak için düzenleyici gücünü de kullandı. 1 Nisan'da büyük bankaların Fed'de tuttukları Hazine tahvilleri ve rezervleri karşılığında istenen minimum sermaye düzeyi gerekliliğini geçici olarak kaldırdı. Bu değişiklik, bankacılık organizasyonları ve alım satım yapan alt kuruluşlarına Hazine tahvilleriyle işlem yapmaları için daha fazla kapasite ve teşvik verirken bir yandan da -Fed'in aktif varlık satın alımlarının bir sonucu olarak- rezervlerde büyük artışların kredi ve işlemlerde kullanılacak banka sermayesini bloke etme olasılığını da engelledi.

Pandeminin küresel etkisini yansıtan bir şekilde diğer büyük merkez bankaları da güçlü müdahalelerde bulundu. İngiltere Merkez Bankası Mart ayında politika oranını yüzde 0,1'e düşürdü, banka kredilerini teşvik etmek için programlarını uzattı ve hükûmet tahvil satın alımlarını yeniden başlattı.¹¹ Buna ek olarak, İngiltere Hazine Bakanlığı ortaklığında İngiltere Merkez Bankası şirketlere doğrudan kısa vadeli krediler verebilmek için Covid

Corporate Financing Facility otoritesini oluşturdu. Japonya Merkez Bankası da ticari hisseler ve şirket hisseleri de dâhil olmak üzere varlık satın alımlarını artırdı ve bankaları şirketlere kredi vermeye teşvik etmek için yeni bir otorite açıkladı.

Yeni başkanı Christine Lagarde yönetimindeki Avrupa Merkez Bankası, belki de en aktif yabancı merkez bankasıydı.¹³ ECB hâlihazırda yüzde eksi 0,50 düzeyindeki politika oranını düşürmedi ancak varlık satın alım programlarını dramatik denecek düzeylerde uzattı. Mart'ta 750 milyar Euro değerinde yeni bir pandemi acil durum satın alma programını devreye soktu, bu programı Haziran'da 1,35 trilyon Euro'ya çıkardı ve bir yandan da mevcut satın alma programını genişletti.¹⁴

Daha da önemlisi, yeni acil durum programı ECB'nin bir önceki QE'sinden daha esnek ve agresifti. Avrupa borç krizinde ECB ulusal borç piyasalarını 2010 gibi erken bir tarihte zor durumdaki Euro bölgesi ülkelerinin borçlarını satın alarak istikrara kavuşturmaya çalıştı. Ancak bildiğimiz üzere, bu program Ocak 2015'e kadar bir para politikası aracı olarak büyük ölçekli uzun vadeli tahvil satın alımları içeren ABD tarzı bir QE'ye dönüşmemişti. Hükûmetlerin para finansmanı yapmasını yasaklayan, Avrupa Birliği'nin kuruluş anlaşmasındaki olası yasal zorluklara ilişkin endişeler sebebiyle ve Almanya ve diğer kuzey Avrupa ülkelerinin siyasi itirazlarına karşılık ertelenmişti. ECB, QE'ye başladığında hükûmet borcu satın alımlarının bazı Euro bölgesi ülkelerini kayırmadığından emin olmak da dâhil olmak üzere bazı siyasi ve yasal riskleri azaltmak için kısıtlamalar oluşturma konusunda dikkatli davranmıştı. Bunun aksine pandemi dönemi programında, ECB tahvil satın alımlarının zamanlaması ve vadeleri yalnızca piyasa koşulları ve ekonomik şartlar tarafından belirlenecek ve hangi ülke borçlarının hangi oranlarda satın alınacağına yönelik sert gereklilikler konulmayacaktı. ECB'nin olağan QE programlarının aksine Yunanistan'ın borcu kabul ediliyordu.

Özel kredilerin uzatılmasını sağlamak için ECB ayrıca 2020'de kalifiye adaylara verilen kredileri artıran bankalara yüzde -1 kadar düşük uzun vadeli fonlama oranları sunarak banka kredileri ödeneklerini de oldukça genişletti.¹⁵ Bankalar bunu büyük ölçüde benimseyecekti. Mali tarafta, siyasi bir atılım olarak değerlendirilebilecek bir adımla Avrupa Birliği liderleri Temmuz'da pandemiden oldukça kötü etkilenen ülkelere kredi ve ödenek sağlamak için 750 milyar Euro'luk bir kurtarma paketine sponsor olmayı kabul

etti.¹⁶ Pandemi Avrupalıları küresel finans krizi ve ulusal borç krizlerinin başaramadığı bir şekilde mali ve para politikaları yenilikleri benimsemeye zorlamıştı.

CARES YASASI

Başkan Trump 27 Mart'ta, 2,2 trilyon dolar değerinde, tarafsız bir acil durum mali paketini onayladı: CARES Yasası (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act / Koronavirüs Yardım, Destek ve Ekonomik Güvenlik Yasası). Bu yasa, virüsü yenmek için ekonominin büyük bir kısmının bir süreliğine kapanmasını gerektiriyordu. CARES Yasası'nın ana hedefleri arasında, insanlara ve şirketlere ekonominin kapanmasında hayatta kalabilmeleri için yardım etmek ve istenmeyen iş kayıpları ve iflasları minimuma indirmekti. Bireylere ve ailelere yaklaşık 500 milyar dolar (yetişkin başına 1.200 dolar ve çocuk başına 500 dolarlık hem oldukça cömert hem de kapsayıcı işsizlik sigortası ve doğrudan ödemeleri yansıtıyordu), eyalet ve yerel yönetimlere 150 milyar dolar, sağlık sistemlerini desteklemek için 150 milyar dolar ve Bordro Koruma Programı (Paycheck Protection Program / PPP) için 350 milyar dolar ödenek verilecekti. Küçük Şirketler İdaresi (Small Business Administration) tarafından yönetilen PPP, 500 veya daha az çalışanı olan şirketlere, eleman çıkarmama koşuluyla hibe krediler veriyordu.

CARES Yasası'nın Fed'i en çok ilgilendiren hükmü, acil durum kredilerini desteklemek için Fed'e 454 milyar dolar verilmesiydi. Finansal krizde Fed sıklıkla Federal Reserve Yasası'ndaki madde 13/3 kapsamında yer alan kredi otoritesini kullanmıştı. Yasa "olağandışı ve acil koşullarda" ve piyasa aksamaları sebebiyle normal kanallardan kredi alamayan kişi veya kurumlara 13/3 kredileri verilmesini yasaklıyordu. 13/3 kredilerine yeterli bir teminat gösterilmesi veya güvence verilmesi gerekiyordu, böylece Fed doğal olarak parasının geri ödenmesini bekleyebilirdi. AIG ve diğer şirketlerin pek istenmeyen kurtarma operasyonlarında 13/3 yetkisini kullanmamıza bir tepki olarak oluşturulan 2010 tarihli Dodd-Frank Yasası, daha sert teminat gereklilikleri ve tek bir kişi veya kuruma borç verilmesinin yasaklanması (bunun yerine yetkilerin, en az beş olası borçlunun yer aldığı iyi tanımlanmış bir gruba kredi verecek şekilde kullanılması gerekiyordu) gibi, Fed'in kredi verme gücüne daha fazla kısıtlama getirmişti. Yasa ayrıca Fed'in 13/3 programını devreye sokmadan önce Hazine Bakanı'nın iznini almasını gerektiriyordu.

Dodd-Frank Yasası, Kongre'den geçtiğinde ben de dâhil olmak üzere birçok finansal kriz gazisi, bir sonraki finansal acil durumda, yeni kısıtlamaların Fed'in kredi vermesine engel olabileceğinden endişeliydik.

Ancak CARES Yasası kapsamında Kongre, Fed'in kredi yetkisini ekonomiye pandemiye atlatmak için bir yardım yolu olarak değerlendiriyordu. Hazine'ye tahsis edilen 454 milyar dolarlık ödenek bakanlığın, Fed tarafından oluşturulan yeni 13/3 programlarına bir destek vermesine yardımcı oldu. Hazine katkıları herhangi bir kaybı karşılayacak kadar büyük olduğu sürece Fed, riskli adaylara borç verebilir ve borcunun tamamen geri ödeneceğine yönelik 13/3 gerekliliğine uyum sağlamaya devam edebilirdi. Kongre'ye göre bunun bazı avantajları vardı. Hazine'ye tahsis edilen ödenek desteği Fed üzerinden borç verilen toplam miktarı değil, yalnızca olası kayıpları karşıladığı için bunun çoğalan etkileri vardı. 454 milyar dolarlık Hazine ödeneğiyle Fed, en az 2,3 trilyon dolar borç verebileceğini tahmin ediyordu. Kongre'nin gözünde diğer bir avantaj da Fed'in finans ve kredi piyasalarındaki uzmanlığı ve Demokratların Trump yönetimine ilişkin aşıkâr güvensizliği ışığında, tarafsızlık ve siyasi bağımsızlıktan kaynaklanan itibarıydı.

Kongre'nin yardımı Fed'e pandemi kriziyle mücadele etmesi için yeni güçlü araçlar verdi ancak aynı zamanda kuruluşun kendisine bazı riskler oluştuyordu. Eğer programlar başarısız olursa Fed'in itibarı ve siyasi duruşu zarar görecekti. Eğer başarılı olursa da Kongre gelecekte acil durumlar dışında kayırdığı lehtarlar kredi vermesini emrederek Fed'in bağımsızlığını yerle bir etmeye çalışır mıydı? Fed ayrıca bu hızlandırılmış süreçte yepyeni kredi programları oluşturma konusunda bazı teknik sorunlarla da karşı karşıya kalmıştı. Yine de pandemi ekonomik hedeflerine ve finansal istikrara ciddi tehditler oluşturduğu için Fed'in duruma eşlik etmek için nedenleri vardı. Üstelik yasa, Hazine'ye de danışması şartıyla, kredi şartları ve kimlerin kredi alabileceği koşulları dâhil olmak üzere programlarının tasarımı üzerinde son sözü Fed'e veriyordu. 13/3 yetkisinin, yalnızca kredi piyasaları işlevsiz olduğunda ve "olağandışı ve acil şartlar" altında kredi verilebilmesine ilişkin yasal gereklilikleri, Fed'e acil durumlar sona erdiğinde programların sonlandırılması konusunda ısrar etmesi için güçlü bir avantaj veriyordu. Powell'in Fed'i kendisine verilen bu görevi kabul etti ve kapsamı, küresel finans krizindekine göre çok daha büyük yeni kredi yetkilerini -kurumsal olmayan kredi sahiplerine de verilmek üzere- oluşturmaya koyuldu.

CARES Yasası programları altında üç tür aday Fed kredileri alabiliyordu: Kurumlar, eyalet ve yerel (belediye) hükümetler ve orta ölçekli şirketler. Fed kurumsal ve belediye borçlarına hem doğrudan kredi vererek hem de yatırımcılardaki tahvilleri satın alarak destek verdi. Kurumsal ve belediye programları oldukça başarılı olmuş, bu piyasalara hızla normal işlevlerini geri kazandırmıştı. Fed tek bir kredi vermeden veya tek bir tahvil satın almadan, yetkilerin açıklanması bile faiz oranlarının yayılmasını azalttı ve kurumsal ve belediye piyasalarındaki yeni ihraçları normale yakın düzeylerine kavuşturdu. Fed'in kredi vermeye hazır olması, yatırımcılara piyasalara geri dönmeleri için güven verdi.

Fed'in açıklamalarının dikkate değer etkisi, Avrupa Merkez Bankası Başkanı Mario Draghi'nin 2012 yılında, ECB'nin Euro'yu korumak için "ne gerekiyorsa yapılacağı" sözünü hatırlatıyordu. Draghi'nin gerekirse zor durumdaki ülkelerin borcunu satın alma sözünü yerine getirmek için ECB, Outright Monetary Transactions isminde yeni bir program duyurmuştu. Ancak ECB bu program altında tek bir hükümet tahvili satın almak zorunda kalmamıştı. Açıklama piyasalara güven aşılamış, zor durumdaki Euro bölgesi ülkelerinin ödediği faiz oranlarını neredeyse bir gecede ciddi bir şekilde düşürmüştü. Fed'in kurumsal ve belediye programları da benzer etkilere yol açmış, gerçek krediler kapasitesinin oldukça altında olmasına rağmen hedefine ulaşmıştı. Daha genel anlamda, Fed'in Hazine tahvili ve MBS satın alımları dâhil Mart ayından itibaren yaptığı müdahaleler yatırımcıları yeniden risk almaya ikna etmişti. Bu, hisse piyasasındaki yatırımcılar için de geçerliydi. Yaz ortasına gelindiğinde hisse piyasası yılın başındaki çöküşten toparlanmış ve yeniden yükselmeye başlamıştı.

Orta ölçekli şirketlere -birçoğunun hisse veya tahvil piyasasına erişimi olmayan çeşitli şirketlerden oluşan bir grup- kredi verilmesinin daha zorlu olacağı anlaşılabaktı. Fed 9 Nisan'da 75 milyar dolarlık Main Street Lending Program'ını duyurdu.* Fed, kredileri değerlendirmesi ve vermesi için kendi oluşturduğu şartlara tabi ticari bankalara güveniyordu. Bunun arkasındaki mantık, bankaların Fed'e göre potansiyel kredi sahipleri hakkında daha fazla

* "Main Street", 10 binin altında çalışanı olan veya yıllık geliri 2.5 milyar doların altında olan -daha sonra bu koşul 15 bin çalışana ve 5 milyar dolar gelir yükseldi- şirketler de borç alabildiği için aslında yanlış bir kullanım. Daha küçük şirketler PPP gibi diğer programlar tarafından korunuyordu. Fed ikinci programı PPP kredileri veren bankalara borç vererek ve -Small Business Administration tarafından garantisi verilen- kredileri teminat kabul ederek destekledi.

bilgisi olmasıydı. Ayrıca bankalar birçok ufak kredi verecek ekibe ve deneye sahipti. Sonrasında Fed, her krediden yüzde 95 pay alıp kredi veren bankanın riskinin büyük bir kısmını gideriyordu. Bu arada bankaların kalan yüzde 5'lik payı da onlara iyi krediler vermeleri için teşvik görevi görüyordu. Buradaki amaç orta ölçekli şirketlere makul şartlar altında ekonominin kısmen kapanmasında, hayatta kalabilmeleri için ihtiyaç duydukları krediyi vermektir. Kâr amacı gütmeyen kuruluşların da bu krediye başvurmalarına izin verildi. Daha küçük şirketler için oluşturulan PPP'nin aksine reel sektör kredileri, geri ödeme süresi -ilk başta dört yıldır, daha sonra beş yıla çıkarıldı- oldukça uzun olsa da hibe edilmiyordu.

Main Street kredilerinin şartlarını belirlemek beceri isteyen bir işti. Çoğu durumda hayatta kalmak için krediler yerine (geri ödenmesi istenmeyen) hibelere ihtiyaç duyan kuruluşların ilgisini çekecek kadar cömert olmalıydı. Kredi şartlarının aynı zamanda kredi vermeyi -kredileri oluşturma ve vermenin yanı sıra yüzde 5'lik risk almaları gereken- bankalar için de ilgi çekici bir hâle getirmesi, bir yandan da genellikle riske muhafazakâr bir yaklaşım sergileyen Hazine'nin yaşayacağı kayıpları kısıtlayacak kadar sert olması gerekiyordu. Bu şartları karşılamak, bir yandan da otoriteyi çeşitli finansal yapıları ve bankacılık ilişkileri olan farklı şirket ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlara hizmet verecek şekilde esnek yapmak zordu. Main Street otoritesinin yürürlüğe girmesi zaman aldı; 15 Haziran'a kadar borç verecek kuruluşların kaydı başlamadı. Başlangıcından yalnızca bir hafta önce, Fed minimum kredi miktarını düşürerek, maksimum kredi miktarını artırarak, kredilerin vadelerini uzatarak ve ana para ödemelerini iki yıl yerine bir yıl erteleyerek kredi alacaklar için belirlenen şartları hafifletti. Fed 30 Ekim'de şartları bir kez daha gevşetti ve minimum kredi miktarını 100 bin dolara indirdi. Fakat programa katılan banka ve borç alan kuruluş sayısı düşük seyretmeye devam ediyordu.

Kongre'nin büyük mali programı ve Fed'in eylemleri, Amerika vatandaşlarının gelirlerini ve kredi erişimini koruyarak pandeminin ekonomik zararını hafifletti. Ancak sert bir resesyon kaçınılmazdı. Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu (The National Bureau of Economic Research/NBER) pandemi resesyonunun, Şubat 2020'de başladığını ve ABD iş döngüsü tarihinde en son 1854'ten bu yana görülen en yüksek genişleme olan 128 aylık ekonomik büyümeyi sonlandırdığını açıkladı. Bu yılın ikinci çeyreğindeki reel

üretimde, ABD tarihindeki en sert düşüş görülecekti.*

İş gücü piyasası ciddi kayıplar yaşadı. Resmi sokağa çıkma kısıtlamalarına tabi olmasalar da birçok insan virüs kapmaktan korktukları için evde kalmayı tercih etti. Çalışanların yaklaşık üçte biri uzaktan çalışabiliyordu ancak çoğu çalışmıyordu. İşsizlik Şubat ayındaki 50 yılın en düşük düzeyi olan yüzde 3,5'tan Nisan'da yüzde 14,8'e fırladı. Bu, aylık iş gücü verilerinin toplanmaya başlandığı 1948'ten bu yana en yüksek işsizlik oranıydı. Ancak bu rakam bile düşük bir tahmindir: Genel sokağa çıkma yasağı sırasında kimin çalıştığını belirlemeye ilişkin zorluklar sebebiyle "gerçek" işsizlik oranı, işsizlik verilerini derleyen İş gücü İstatistikleri Bürosu'nun (BLS) da belirttiği üzere resmi orandan çok daha yüksekti. İşten çıkarılan çalışan sayısındaki eksikliği düzeltmeyi amaçlayan alternatif bir hesaplama yöntemiyle BLS Nisan ayında "gerçek" işsizlik oranının yüzde 19,7 kadar yüksek olabileceğini söyledi. Yalnızca Nisan ayında bordolarda 20,7 milyon veya Mart'ta çalışanların yüzde 13'ü kadar iş kaybı görülmüştü.

Pandemi resesyonu, kaynağı ve şiddeti haricinde başka açılardan da olağan dışıydı. En çok üretim ve inşaat sektörünü etkileyen alışılmış bir resesyonun aksine, bu kez en ağır darbeyi -doğrudan satış, seyahat ve turizm ve bar ve restoranlar gibi- kişisel iletişime ihtiyaç duyulan hizmet sektörü almıştı. Bu sektörler kadınları, azınlıkları ve düşük ücretli çalışanları istihdam ettiği için bu gruplar da klasik bir resesyona göre daha fazla etkilenmişti. Bazıları bu resesyonu, varlıklı insanlar oldukça iyi durumdayken yükü düşük gelirli insanların üstlendiği "K şekilli" resesyon olarak tanımlıyordu.

Mart'taki dramatik adımlarının ardından, FOMC para politikası tarafında bekle ve gör konumuna geçti. Komite ek politika seçeneklerini ele alıyor ancak yüksek belirsizlik sebebiyle harekete geçmiyordu. Ayrıca o noktada, finans ve kredi piyasalarını istikrara kavuşturduktan ve finansal koşulları hafiflettikten sonra para politikasının elinden daha fazlasının gelip gelmeyeceği de belli değildi. Virüs hızla yayılırken, faiz oranlarında ufak değişiklikler yapılması insanları daha fazla alışveriş yapmaya veya şirketleri daha fazla yatırım ve istihdam yapmaya teşvik eder miydi? Kıyafet alışverişi veya dışarıda yemek yemek gibi normal ekonomik faaliyetlere ilişkin sağlık riskleri

* Ekonomik durgunluk ne kadar derin olsa da ekonominin nisan ayında yeniden toparlanmaya başlamasıyla kısa sürecek. NBER daha sonra resesyonun (ekonomik durgunluk döneminin) yalnızca iki ay sürdüğünü açıklayacaktı. Bu da ABD tarihindeki en kısa süreli resesyon rekorunu kıracaktı.

göz önüne alındığında, bunlar gerçekten de isteniyor muydu? Powell, 13 Mayıs'ta yaptığı bir konuşmada, daha sonra mantrası hâline gelecek olan "Fed'in harcama değil, borç verme gücü var"¹⁷ ifadesini yineledi. Powell, Kongre ve hükûmeti insani ihtiyaçlara daha fazla mali destek vermeye ve birçok küçük işletmenin kapanması, şirketler ve çalışanları arasındaki ilişkilerin bozulması ve işsiz vatandaşların becerilerini veya iş gücü piyasasındaki bağlantılarını kaybetmeleri gibi durumlardan kaynaklanacak uzun vadeli ekonomik zarardan kaçınmaya çağırdı. Israrla Powell'a göre daha iyimser bir ekonomik görünüm benimseyen Başkan Trump, aynı gün gazetecilerle konuştu. Powell'ın daha fazla mali harcama çağrılarıyla ilgili bir yorum yapmadı ancak istemeyerek de olsa Fed'in o yılın ilkbaharında gösterdiği çabayı kabul etti: "[Powell] Son birkaç ayda oldukça iyi bir iş çıkardı. Onu 'MIP'm (most improved player-en gelişmiş oyuncu) diye adlandırdım."¹⁸

Eyalet ve şehir yönetimlerinin sokağa çıkma yasaklarını hafiflettiği Nisan sonu ve Mayıs aylarında ekonomi daha iyi bir durumdaydı. Mayıs ayında istihdam 2,8 milyon oldu ve resmî işsizlik oranı, yüzde 13,3'e veya takvim etkilerinden arındırılmış olarak yüzde 16,3'e geriledi. Ekonomik toparlanma yaz boyunca devam etti. Haziran ve Temmuz aylarında istihdam edilen kişi sayısı 6,6 milyona yükseldi ve resmî işsizlik oranı yüzde 10,2'ye indi.

Ancak toplam bordro sayısı hâlâ düşük seyrediyordu ve işsizlik oranı pandemi öncesinde elde edilen düzeylerin hâlâ oldukça üzerindeydi. Yaz ve sonbahar boyunca yeni enfeksiyon dalgaları ekonomik toparlanmayı yavaşlattı ve birçok okul ve şirketin kapalı kalmasına yol açtı. Powell düzenlediği basın toplantıları ve verdiği ifadelerde, henüz tamamlanmamış ekonomik toparlanmanın uzun vadeli risklerine vurgu yapmaya devam etti. Detaylar kapsamında Kongre'ye saygı gösterme konusunda dikkatli olan Powell, ayrıca ilk etapta verilen güçlü mali desteğin gerekeni karşılayamayacağını belirtti.

Kasım ayındaki başkanlık seçimleri yaklaşırken, Kongre ve hükûmet mali eylem konusunda çıkmaza girmişti. Diğer birçok anlaşmazlığın yanı sıra Demokratlar, ekonomik durgunluk sebebiyle gelirleri oldukça zarar gören eyalet ve yerel yönetimlere daha fazla destek verilmesi için bastırdı, buna hükûmet ve birçok Cumhuriyetçi ise direniyordu. Eyalet ve yerel yönetimlerin yaşadığı kayıplar Büyük Durgunluk sırasında ekonomik toparlanmayı sekteye uğratmıştı ve Fed politika yapıcıları bunun tekrarlanmasından korkuyordu.

Çeşitli endişelere rağmen, ekonomi üçüncü çeyrekte kayıplarının büyük bir kısmını telafi etti. Mart ve Nisan aylarında görülen sert düşüşlerin ardından 2020'nin ikinci çeyreğinde reel üretim, 2019'un aynı dönemindeki düzeyinin yüzde 9 altında seyrediyordu. Üçüncü çeyrek üretimi ise bir yıl öncesinin yalnızca yüzde 3 altındaydı. İşsizlik de düşmeye başlamış, Kasım ayında yüzde 6,7'ye inmişti. Fed'in gevşek para politikası, güçlü konut piyasasına (rekor düşük düzeylerde ipotek kredisi oranlarıyla) teşvikler vererek ve otomobil gibi büyük tüketici ürünlerine olan talebi artırarak ekonomik toparlanmayı desteklemişti. Yine de ekonominin normale dönüşü için kat etmesi gereken uzun bir yol vardı. Kasım ayında, Mart ve Nisan aylarındaki 22 milyon iş kaybının yalnızca yarısı telafi edilmmişti. Dahası, virüsün yeniden güçlenmesi ve mali desteğin sonuna gelinmesi de kış boyunca ekonomik toparlanmanın yavaşlamasına yol açmıştı. Bordro sayıları Aralık'ta düşmüş, Ocak'ta ise çok hafif yükselmmişti.

YENİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ

Pandeminin büyümesi Fed'in para politikası çerçevesi, araçları ve iletişimiminin devam eden değerlendirme sürecini geciktirdi. Ancak Ağustos 2020'nin sonunda online olarak düzenlenen Jackson Hole konferansında Powell, Fed'in politika çerçevesine yönelik, krize verdiği para politikası tepkisi üzerinde neredeyse hemen etki gösterecek değişiklikler açıkladı.¹⁹

Kasım 2018'de çok daha uygun koşullarda açıklanan strateji değerlendirmesi, ekonomik ve politik ortama uygun olarak uzun vadeli değişikliklerle harekete geçmişti. Küresel finans krizi sonrası nötr faiz oranındaki devam eden düşüş para politikacılarının resesyon dönemlerinde kısa vadeli faizlerde indirimle gitme kapsamını daraltmıştı. Ekonomik durgunluklara yönelik para politikalarındaki bu kısıtlama, yüksek işsizlik ve düşük enflasyonun daha sık ve daha uzun süreler boyunca görülme riskini artırıyordu. Doğal işsizlik oranındaki aşağı yönlü hareket, daha düz bir Phillips eğrisi ve sağlam enflasyon beklentileri, Fed'e enflasyonun fazla yükselmesinden endişelenmeyerek daha "hararetli" bir iş gücü piyasası için bastırmasına izin vermişti. Powell'ın da konuşmasında belirttiği gibi Fed'in ülke çapında düzenlediği Fed Listens etkinliklerine katılanlar; özellikle azınlıklar, daha deneyimsiz ve az becerili işçiler ile düşük ve orta gelirli sınıftaki insanlar için güçlü bir iş gücü piyasasının önemini ve büyük faydalarını vurguluyordu. Bu yüzden

Powell, Fed'in maksimum istihdamı "geniş tabanlı ve kapsayıcı bir hedef" olarak düşünmesi gerektiğini söyledi.

Bu değerlendirmenin sonunda FOMC politika çerçevesinde iki önemli değişikliği onayladı. Bir, enflasyon hedefi kapsamında Komite, bundan sonra geçmişteki (yüksek hedefleri değil) düşük hedefleri (undershoot) telafi etmeye çalışacaktı. Eğer enflasyon, Büyük Durgunluk sonrası gelen ekonomik büyüme sürecinin büyük bölümünde olduğu gibi bir süreliğine yüzde 2'nin altına inerse Komite enflasyonun "bir süreliğine yüzde 2'nin üzerinde seyretmesine izin vererek" telafi edecekti. Yeni yaklaşımın amacı enflasyonu *ortalamada* hedefe yakın düzeylerde tutmaktı. Bunun aksine, geleneksel enflasyon hedefleme yaklaşımında politika yapımcılar eski hedeflerin büyüklüğü ve süresini önemsemiyor ve eski defterleri kapatarak zaman içinde hedefe ulaşmaya çalışıyordu.

Powell yeni stratejiyi "esnek ortalama enflasyon hedeflemesi" (flexible average inflation targeting) veya kısaca FAIT* olarak adlandırdı. İkili görev sorumluluğu ve 2012'de benimsediğimiz yaklaşımla tutarlı hareket etmek için Komite'nin enflasyonun yanı sıra istihdamı da hesaba katması gerekiyordu. Ayrıca yeni yüksek hedef politikasını tanımlayacak kesin bir formül oluşturmayarak esnek davranacaktı. Örneğin Komite enflasyon oranının ne zaman ortalamaya ulaşacağına yönelik herhangi bir süre belirlemedi. Ayrıca "bir süreliğine" ve "yüzde 2'nin üzerinde" ifadeleri için de herhangi bir süre vermedi. Bu terimlerin tanımları ekonomik görünüme ve Komite'nin kararına bağlı olacaktı. Merkez bankası iletişiminde alışlagelmiş belirli tanımların olmaması bir yandan politika esnekliğini ve karar kapsamını koruyor bir yandan da piyasalarda yanlış anlaşılma riskini artırıyordu.

Powell, esnek ortalama enflasyon hedeflemesi piyasalar tarafından anlaşılıp kabul gördüğünde, etkin alt sınırın para politikası yapımcılarına getirdiği kısıtlamaların aşılabileceğini savunuyordu. Özellikle de FOMC'nin, enflasyonun bir süre hedefin altında seyrettikten sonra yüzde 2'nin üzerine çıkmasına izin verme taahhüdü, ekonomi düşük enflasyon ve istihdam

* FOMC'nin Eylül 2020 kılavuzunda daha kapsamlı bir şekilde ele alınan esnek ortalama enflasyon hedeflemesi, benim 2017'de teklif ettiğim geçici fiyat düzeyi hedefleme (Bernanke, 2017a, b) ismindeki stratejiye benzerdi. Bernanke, Kiley ve Roberts (2019) geçici fiyat düzeyi hedeflemesinin genel halk tarafından değil yalnızca finansal piyasa oyuncuları tarafından anlaşılmasına rağmen etkin alt sınır politikaları kısıtladığında ekonomik performansı iyileştirebileceğini ortaya koydu. Chicago Fed Başkanı Charles Evans daha önce benzer bir teklifte bulunmuştu (Evans, 2012). Bu yaklaşım 13'üncü Bölüm'de daha derinlemesine ele alınıyor.

dönemlerinden toparlanmaya devam ederken faiz oranlarının “daha uzun süre düşük” tutulacağı sözünü veriyordu. Daha uzun süre düşük taahhüdü, güvenilir olursa uzun vadeli faiz oranlarına aşağı yönlü baskı uygulayarak kısa vadeli oranlar etkin alt sınırdaki seyretse bile ekonomik canlılığı desteklerdi. Dahası, yeni yaklaşım enflasyonu ortalamada yüzde 2 düzeyine yakın tutarak hanelerin ve şirketlerin enflasyon beklentilerinin, hedef orana yakın düzeylerde sabitlenmesini sağlardı. Sağlam enflasyon beklentileri, enflasyonu kontrol etmeyi kolaylaştırır ve faiz oranlarının fazla gerilemesini engelleyerek ekonomik durgunluk dönemlerinde faiz indirimleri için alan oluşturur. Bunun aksine geleneksel enflasyon hedefleme yaklaşımında -para politikaları üzerindeki etkin alt sınır kısıtlamaları sebebiyle- enflasyonun sık sık yüzde 2’lik hedefin altına inmesi, ortalama enflasyonun ve takiben enflasyon beklentilerinin, tehlikeli bir şekilde FOMC hedefinin altına düşmesine yol açar.

Fed’in politika çerçevesindeki ikinci büyük değişim tam istihdamın sağlanması için daha proaktif bir yaklaşımın benimsenmesiydi. Powell, konuşmasında para politikalarının bundan sonra istihdamın maksimum düzeyinden *saptığı* (düştüğü veya arttığı) durumlara değil, *düştüğü* durumlara tepki vereceğini söyledi. Diğer bir deyişle, FOMC artık finansal istikrara yönelik, “enflasyonda istenmeyen artış işaretleri” veya diğer riskler gibi tehditler olmadığı sürece, düşük veya düşen işsizlik karşısında politikayı sıkılaştırmayacaktı.

William McChesney Martin’den bu yana Fed başkanları enflasyon karşısında engelleyici önlemlere yönelmiş; fazla ısınan bir iş gücü piyasası da dâhil olmak üzere, daha yüksek bir enflasyonun işaretleri görülmeden politikada sıkılaşmaya gitmişti. Bunun arkasındaki mantık, para politikalarının gecikmeli çalışmasıydı ve Komite fazla bekleyerek enflasyonda “eğrinin gerisine düşme” riskiyle karşı karşıya kalıyor, daha sonra hızlı faiz artışlarıyla yakalamaca oynamak zorunda kalıyordu. Politika çerçevesindeki bu ikinci değişimle FOMC engelleyici önlemleri sonlandırıyor. Artık yalnızca bugünkü düşük işsizliğin yarın yüksek enflasyonla sonuçlanacağı varsayımı üzerine politikada sıkılaşmaya gitmeyecekti.

Yeni yaklaşım, FOMC’nin, Powell’in 2018’deki Jackson Hole konuşmasında “yıldızlar arasında hareket etmek” olarak ifade ettiği, doğal işsizlik oranı yani u^* tahminlerine yönelik belirsizliğe artan ilgisini yansıtıyordu.

Enflasyon üzerindeki engelleyici önlemlerin zamanında ve etkili olması için politika yapımcıların doğal orana ilişkin iyi bir tahmine ihtiyacı vardır. Aksi hâlde enflasyonu tahmin etmede kullanılan Phillips eğrisi modelleri, pandemiden önceki yıllarda da açıkça görüldüğü gibi doğru olmaz. FOMC, yeni stratejisinde u^{*}ya yönelik daha agnostik bir görüş benimsemeye karar verdi. Maksimum istihdama ulaşıldığına ilişkin elle tutulur kanıtlar görülmesi durumunda, enflasyon veya diğer hararetlenme işaretleri görülene kadar işsizliğin düşmesi için uğraşacaktı. Kuşkusuz bu strateji enflasyonun fazla yükselerek daha sıkı bir politika tepkisine yol açma riski içeriyordu. Ama FOMC bu riskin, düz Phillips eğrisi ve sağlam enflasyon beklentileri tarafından kısıtlandığına inanıyordu. Ayrıca hem daha güçlü bir iş gücü piyasası için çaba göstermenin hem de Avrupa ve Japonya'nın başına bin bir türlü dert açan fazla düşük enflasyondan kaçınmanın önemli faydaları olduğu görüşündeydi.

Yeni stratejisini resmileştirmek için Komite oy birliğiyle (enflasyon hedefinin duyurulması kapsamında ilk kez 2012 yılında yayınlanan) Statement on Longer-Run Goals and Policy Strategy'de değişikliğe gidilmesini kabul etti^{*} ve politika çerçevesini her beş yılda bir yeniden değerlendireceğini duyurdu. Powell, Ağustos ayındaki konuşmasında yakın dönemdeki politika eylemlerini açıklamamıştı. Ancak, Komite'nin üç koşul karşılanana kadar faiz oranlarını sıfırda tutmayı hedeflediğini belirttiği, Eylül'deki FOMC toplantısında ek bir kılavuz yayınlandı. Bu koşullar, iş gücü piyasasındaki durumun Komite'nin tam istihdam değerlendirmeleriyle tutarlı olması, enflasyonun yüzde 2'ye yükselmesi ve "bir süre yüzde 2'yi hafif aşma yolunda" olmasıydı. Komite'nin bu toplantıda yayınlanan faiz beklentileri de birçok FOMC katılımcısının yukarıdaki koşulların en az üç yıl boyunca karşılanmasını beklediğini ortaya koymuştu.

Komite Aralık ayında varlık satın alımlarına ilişkin bir kılavuz daha yayınlamış, "Komite'nin tam istihdam ve fiyat istikrarı hedeflerine ilişkin gözle görülür bir iyileşme olana kadar" aylık en az 120 milyar dolar değerinde

* Temmuz 2021'de ECB de bir buçuk yıllık değerlendirmenin ardından politika stratejisini güncelledi. Ancak Fed kadar ileri gitmedi. "Yüzde 2'nin altında ancak yakın" enflasyon hedefi tanımından kurtuldu. Enflasyonda yüzde 2'yi tavan olarak değerlendirmek yerine, orta vadede yüzde 2'lik enflasyon hedefi koyduğunu ve hedefin üstünde veya altında düzeylerin de istenmediğini açıkladı. Ayrıca politikada sıkılaşma kararı alınırken enflasyonu kullanmaya devam edeceğini söyledi. Yeni ECB stratejisi Fed'in değişikliklerinden ilham almıştı ancak yeni yaklaşımdan çok Fed'in 2020 öncesi "olan oldu" stratejisini hatırlatıyordu.

Hazine tahvili ve MBS varlıkları satın alacağına söz vermişti. “Gözle görülür iyileşme” tanımlanmamıştı. Bu, Fed ve piyasalar arasındaki aksayan iletişimin getirilerde ciddi artışlara ve dalgalanmalara yol açtığı 2013’teki taper tantrum’u güçlendiren ifadeler göz önüne alınınca şaşırtıcı bir ihmaldi. Ancak 2013’e göre Komite, QE’yi sürdürme konusunda toplu olarak daha istekliydi ve satın almaları yavaşlatmadan önce piyasalara çeşitli işaretler gönderceğine söz verdi. Genel olarak bakıldığında, 2020’nin sonlarında Fed’in verdiği mesaj, para politikasının oldukça uzun bir süre gevşek kalmasının muhtemel olduğuydu.

Fed’in yeni çerçevesi ve ima ettiği gevşek politikalara yeni mali eylemler hemen eşlik etmedi. Ancak Demokrat Joe Biden Kasım ayında Kongre’nin iki tarafında da etkin bir kontrol sahibi olarak başkan seçilmişti ve Aralık ayında, görev döneminin sonuna yaklaşan üyelerden oluşan Kongre, 900 milyar doları aşan yeni bir mali destek paketini onaylamıştı. Daha da önemlisi etkili aşların geliştirilmesi ve pandeminin kontrol altına alınması umutlarını artırmıştı.

Fed’in CARES Yasası kapsamında izin verilen kredi yetkilerinin 31 Aralık’ta yenilenmesi gerekiyordu ve Hazine Bakanı Mnuchin bu otoriteleri yenilemek yerine sonlandırmayı seçti. Powell yaptığı bir açıklamada bu karara yönelik memnuniyetsizliğini dile getirdi ancak Hazine’nin katkılarını geri vermeyi kabul etti ve bu otoriteler üzerinden yeni krediler oluşturmayı ve varlık satın alımı yapmayı bıraktı. Kongre, Aralık ayındaki mali paket kapsamında Mnuchin’in kararını onayladı ancak Fed’in madde 13/3 yetkilerinin pandemi öncesine göre daha fazla kısıtlanmayacağını belirtti. Ticari senet programı gibi CARES Yasası fonu tarafından desteklenmeyen 13/3 yetkileri şimdilik devam etti. Yetkilerin yeni bir acil durumda yeniden hızla devreye sokulacağına inanan piyasa oyuncuları bu gelişmeleri sakin bir şekilde karşıladı. Piyasa tepkisi, önemli olanın CARES Yasası yetkisi yoluyla kredi verilmesi -yetkilerin teoride 2,3 trilyonluk kapasitesiyle karşılaştırılınca verilen kredi miktarı oldukça azdı- değil, Fed ve Hazine’nin işlevsiz piyasalara destek sağlamaya hazır olması mesajıyla tutarlıydı. Fed, Haziran 2021’de CARES Yasası yetkisi yoluyla satın aldığı kurumsal hisseleri satmak istediğini açıklayacaktı.

Biden yönetimi -Janet Yellen’ın Hazine Bakanı olduğu- Ocak 2021’de göreve başladı ve hane halklarına, şirketlere ve eyalet ve yerel yönetimlere

daha fazla destek sağlamak için hiç zaman harcamayarak Mart ayında 1,9 trilyon dolarlık American Rescue Plan'ı oluşturdu. Önceki mali önlemler ve bastırılan tüketici talebiyle -bazı hesaplara göre Amerikalılar pandemi döneminde toplam 2 trilyon dolar tasarruf yapmıştı- birlikte, bu güçlü dozdaki mali destek, 2021'in ilk aylarında yeni harcamalara ve istihdama ivme kazandırmıştı. Buna ek olarak yaz döneminin başında ulusal aşılama programı, aşı karıştırları bir azınlık olmaya devam etse de aşı olmak isteyen yetişkinlerin çoğunluğuna ulaşmıştı.

Bu ortam ekonomik büyüme işaretleri veriyordu. FOMC üyeleri Haziran 2021 toplantısında, işsizlik oranının dördüncü çeyrekte yüzde 4,5'e ineceğini, ekonominin de 2021'de yüzde 7'lik güçlü bir büyüme göstereceğini tahmin ediyordu. İstihdam yaz boyunca hızla arttı, Haziran ve Temmuz'da neredeyse iki milyona yakın istihdam sağlanmıştı. FOMC yeni politika çerçevesi ve politika kılavuzuna uygun olarak faizleri sıfırda tuttu ve varlık satın alımlarına devam etti.

Ancak, arkadan esen güçlü mali ve parasal rüzgârlara rağmen, ekonomik toparlanma umulduğu kadar pürüzsüz olmayacaktı. Ekim ayında işsizlik oranı yüzde 4,6'ya inmişti ancak bunun sebebi çoğu çalışanın toplam istihdamı oluşturan işgücü dışında olmasıydı. Yaz aylarındaki artışa rağmen toplam istihdam, pandemi öncesindeki zirvenin hâlâ 4,2 milyon altındaydı. Bazı sektörler ve coğrafi yerleşimler hızla açılırken diğerlerinin gecikmesiyle dengesiz bir hâl alan ekonomik toparlanma, şirketlerin ihtiyaçları ve mevcut işçiler arasında uyumsuzluğa yol açtı ve bu da milyonlarca işin açıkta kalması ve şirketlerin giderek işçi açısından şikâyet etmeleriyle sonuçlandı. İş arzını zayıflatan faktörler arasında, bazı ebeveynlerin işe geri dönmesini engelleyen kapalı okullar, çocuk yuvası ve bakıcı yetersizliği ve işi olmayanlara kendilerine daha uygun bir rol bulmak için zaman kazandıran dev hükûmet ödenekleri yer alıyordu. Süregelen sağlık riskleri de potansiyel çalışanları daha dikkatli olmaya itiyordu. Yeni virüs varyantları -meşhur Delta varyantı- da yaz boyunca ABD'deki COVID-19 vakalarının yeniden artacağı endişelerini alevlendiriyordu. (Varyantın oluşturduğu riskler sebebiyle Fed'in 2021 Jackson Hole konferansı ikinci kez sanal olarak düzenlendi.) Ve bir buçuk yıl boyunca sıradan iş rutinlerinden uzaklaşan insanlar artık kariyer seçimlerini ve iş-hayat dengesini yeniden gözden geçiriyordu. Buna okul, evde çocuklarla kalma veya emeklilik de dâhildi.

Enflasyon, giderek daha çok endişe veren bir başka tehdit daha oluşturdu. Larry Summers, Olivier Blanchard (IMF'in eski baş ekonomisti) ve Jason Furman (Obama'nın CEA'sının eski direktörü) gibi bazı ekonomistler güçlü mali destek, biriken hane tasarrufları ve gevşek para politikası kombinasyonunun ekonomiyi fazla ısıtmasından, bu durumun 1970'ler tarzı bir enflasyonla veya Fed'in ekonomiyi ve piyasaları aksatacak bir sıkılaşmaya gitmesiyle sonuçlanmasından korkuyordu. Enflasyon gerçekten de FOMC katılımcılarının beklentilerinden daha hızlı yükseldi. Çekirdek enflasyon, ekimde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,1'e ulaştı. (Aynı dönemde, gıda ve enerji fiyatlarını da içeren tüketici fiyat endeksine göre yüzde 6,2'ye ulaşmıştı.)

Fed yetkilileri 2021'de enflasyonun beklentilerinin üzerinde olacağını kabul ediyordu ancak görülen son artışın, pandemiden kötü etkilenen sektörlerdeki fiyat düşüşlerinin tersine dönmesi (otel ve uçak bileti ücretleri), tedarik zinciri darboğazı (otomobil üretimini sekteye uğratan, sıfır ve ikinci el araba fiyatlarında artışa neden olan küresel çip sıkıntısı) ve ekonomik faaliyet toparlanınca petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artış gibi, ekonominin yeniden açılmasıyla ilişkili geçici faktörlerden kaynaklandığını savunuyordu.

Dahası, Fed yetkilileri 2021 ve enflasyonist 1960'lar ve 1970'ler arasında önemli farklılıklar olduğunu dile getiriyordu. Pandemiden önce işsizlik oranının enflasyon baskıları oluşturmadan yüzde 3,5 gibi düşük bir düzeyde seyrettiği dikkate alınınca Komite'nin, tıpkı 1960'lar ve 1970'lerdeki politika yapıcılar gibi doğal işsizlik oranını hafife alması pek olası değildi. Oldukça büyük olmasına rağmen Biden mali programı, 1960'lardaki Vietnam Savaşı ve Great Society harcamaları gibi uzun yıllar boyunca devam etmeyecekti.* Tedarik zincirlerindeki aksamalar ve iş gücü arzı da dâhil olmak üzere 2021'de görülen tedarik şokları, muhtemelen zaman geçtikçe ve virüs kontrol altına alındıkça hafifleyecekti. Daha da önemlisi 2021'in Federal Reserve'i, daha sağlam enflasyon beklentileri, daha sıkı bir takip ve politika bağımsızlığının tartışma konusu bile olmamasıyla 1960'lar ve 1970'lere göre çok daha iyi konumlanmıştı. Fed'in enflasyon artışının muhtemelen geçici olduğu görüşünü destekleyen (hane halkları ve şirket anketleriyle ve

* 1.9 trilyon dolarlık American Rescue Plan'ı altyapıyı tamir etmeyi ve sosyal refah programlarını genişletmeyi hedefleyen ek mali önlemler izleyecekti ancak bu programlar kapsamındaki harcamalar on yıla yayılacak ve bu maliyet kısmen yüksek vergilerle ödenecekti.

finansal varlık fiyatlarıyla ölçülen) orta vadeli enflasyon beklentileri, fiyat artışlarındaki hıza rağmen 2021 boyunca ılımlı kaldı.

Bununla birlikte, beklenmedik şekilde yüksek gelen enflasyon verileri FOMC ve Beyaz Saray'ı kaygılandırıyordu ve Komite kademeli olarak daha şahin bir politikaya geçiş yaptı. Eylül 2021 dot plot'u, Komite'nin yarısının -dokuz katılımcı- ilk faiz artışının 2022 sonunda gerçekleşeceğini (Mart'ta dört ve haziranda yedinin üstünde) öngördüğünü ve Temmuz toplantısı tutanakları da birçok katılımcının satın almaların "bu yıl" azalmaya başlamasını beklediğini ortaya koydu.²¹ Powell, Kasım ayında varlık satın alımlarındaki yavaşlamanın o ay başlayacağını ve 2022 ortalarında sonlanacağını doğruladı. Kuşkusuz 2013'teki taper tantrum'u da göz önüne alarak varlık satın alımlarını yavaşlatma kararının faiz artışlarının kapıda olduğu anlamına gelmediğini vurguladı. Yine de Powell'ın açıklaması, fonlama oranının 2022 yazı kadar erken bir dönemde yeniden yükselebileceği ihtimaline kapı açtı.

Genel olarak pandemi resesyonunda bu olağan dışı toparlanma Fed'in yeni çerçevesi için zorlu bir sınavdı. Rekor mali fazla, dengesiz yeniden açılımlar ve hem istihdam hem de enflasyondaki alışılmadık davranış tahminde bulunmayı ve halkla iletişimi oldukça zorlaştırdı. Orta vadeli enflasyon beklentileri oldukça kontrol altında gibiydi ancak insanların enflasyonun 2021'deki patlamasına verdiği tepkilere bağlı olarak enflasyon beklentilerinin eskisi kadar sağlam olmaması -bu da daha sürdürülebilir bir enflasyona yol açardı- ihtimali göz ardı edilemezdi. FOMC, FAIT çerçevesi kapsamında enflasyon hedefini geçici olarak yükseltmeye karar verdi. Bu artışın fazla yüksek olması ve uzun bir süre devam ettirilmesi riski vardı. Bu sonucu engellemek, Fed'in hem tahmin becerisi hem de güvenilirliği için bir sınav niteliğindeydi.

Powell'ın görev süresi 2022'nin başında sona erecekti. Hem Demokratlar hem de Cumhuriyetçiler tarafından pandemi öncesi ve sonrasındaki para politikası yönetimi, Mart 2020 paniğine verdiği yanıtlar, liderliği ve siyasi becerileri için övülüyordu. Kurul'a katıldığında henüz parasal konuların acelesi olan Powell, proaktif bir şekilde 20. yüzyıldaki seleflerinin düşünemediği bir dizi araç ve strateji uygulayarak dört dörtlük bir 21. yüzyıl merkez bankacısı olduğunu kanıtlamıştı. Ayrıca Fed'i daha şeffaf bir hâle getirmiş, basın toplantıları ve Fed Listens gibi programlarla daha geniş bir dinleyici kitlesine ulaşmıştı.

Yine de yeniden atanması belirsizliğini koruyordu. Senatör Elizabeth Warren (Demokrat, Massachusetts) Powell'ın düzenleyici meselelerde yeterince agresif olmadığı eleştirilerinde başı çekiyordu ve iki Reserve bankası başkanının 2020'deki sayısız tahvil anlaşmaları, Powell'ın inşa etmeye çalıştığı kurumsal bütünlük imajına zarar verme tehdidi oluşturunuyordu. Şükran Günü'nden üç gün önce Başkan Biden Powell'ı yeniden Fed başkanlığına aday gösterecekti. Kurul'da Obama döneminde atanmışlardan geride kalan tek isim olan Lael Brainard, 2022'de görev süresi dolacak olan Clarida'nın yerine başkan yardımcısı olarak aday gösterilmişti. Brainard, bu en yüksek mevkii için ciddi bir rakipti. Para politikası görüşleri Powell'a yakın olsa da ilerici Demokratlar, Brainard'ın finansal düzenlemeler ve iklim meselelerinde daha sert olduğunu düşünüyordu. Biden, Powell'ı seçerek rakip partiden başarılı Fed liderlerini yeniden atama geleneğini sürdürmeyi seçti.

Fed Başkanı olarak dört yıl daha kazanmak sevindiriciydi ancak Powell'ın zafer turu atacak vakti yoktu. Yüksek enflasyon ve virüsün yeni varyantlarının oluşturduğu tehditler karşısında, Powell ve meslektaşları bir kez daha ekonomiye yumuşak iniş yaptırmanın bir yolunu bulmalıydı.

IV. BÖLÜM

21. YÜZYIL PARA POLİTİKASI Gelecekte Neler Var

FED'İN 2008 SONRASI ARAÇLARI: PARASAL GENİŞLEME VE SÖZLÜ YÖNLENDİRME

21. Yüzyıl para politikacıları, 20. Yüzyıl seleflerine göre fazla düşük bir enflasyonun fazla yüksek bir enflasyon kadar endişe verici olduğu ve düşük doğal faiz oranlarının kısa vadeli faiz indirimleri alanını daraltarak geleneksel para politikalarının etkisini ciddi şekilde zayıflattığı farklı bir dünyayla “yeni bir normalle” karşı karşıyaydı. Politika yapıcıların bu zorluklarla başa çıkabilmek için ne gibi seçenekleri vardı? 2007-2009 krizi sırasında ve sonrasında Federal Reserve (ve diğer büyük merkez bankaları) geleneksel faiz indirimleri artık işe yaramadığında iki alternatif araç kullandı: Uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek için büyük ölçekli parasal genişleme ve piyasanın gelecekteki para politikaları beklentilerini şekillendirerek finansal koşulları etkilemeyi amaçlayan ve giderek daha da açık bir hâle gelen sözlü yönlendirme. Federal Reserve ve diğer birçok merkez bankası pandemi döneminde sırtını bu araçlara dayadı.

Bu alternatif araçlar ne kadar işe yarıyor? Ne gibi maliyetler ve riskler oluşturuyorlar? Nötr faiz oranları geçmişe göre daha da düşük seyrederken QE ve sözlü yönlendirme yeterli olur mu? Finansal kriz sırasında Fed’de bu

araçları oluşturduğumuzda mevcut kanıtlara dayanarak en iyi tahminlerimizi yapmaya zorlanmıştık. Şimdiye edindiğimiz tecrübeyle hem ABD’de hem de diğer ülkelerde bu araçlar hakkında daha çok bilgiye sahiptik ve onları nasıl kullanacağımızı biliyorduk.

Buradaki ana fikir, mevcut bir yığın kanıtın -hem resmi araştırmalar hem de tecrübelerle edinilen- 2008’den sonra benimsenen alternatif para politikası araçlarının etkisini doğrulamasıydı. Bu araçlar kısa vadeli faizler daha fazla düşürülemediğinde ciddi bir teşvik etkisi yaratıyor ve yan etkileri kolayca yönetiliyordu. Bu yüzden hem ABD’de hem de giderek daha fazla ülkede para politikası araçlarının kalıcı üyeleri hâline geldiler. Öte yandan Fed’in 2008 sonrası araçlarının, özellikle çok ciddi resesyonlar veya doğal faiz oranının fazla düşük seyrettiği dönemler olmak üzere tüm şartlarda yeterli olması pek olası değil. Bu da doğal olarak para politikası ve daha geniş anlamda ekonomik istikrar politikasının sürekli olarak etkin olabilmesi için başka neler yapılabileceği sorusunu doğuruyor.

PARASAL GENİŞLEME

Parasal genişleme terimi farklı türdeki programları tanımlamak için kullanılıyor. Burada ben QE’yi, merkez bankalarının uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek, finansal koşulları hafifletmek ve tam istihdam ve fiyat istikrarı gibi makroekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla büyük ölçekli uzun vadeli tahvil satın alımı olarak tanımlayacağım.

Bu tanım, örneğin Japonya Merkez Bankası’nın 2001’de başlayan tahvil satın alımlarını içermiyor. Program “parasal genişleme” ismini alan ilk program olsa ve makroekonomik hedefler -esasen deflasyonu alt etme- barındırsa da ağırlıklı olarak kısa vadeli satın alımlar içeriyordu ve uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek yerine banka rezervlerini ve para arzını artırmayı amaçlıyordu. (Japonlar, para arzı ve fiyatlar arasında doğrudan bir ilişki olduğunu varsayan aşırı basit ve hatalı bir para doktrinine bel bağlıyordu.) Benim QE tanımım; ayrıca Avrupa Merkez Bankası’nın Avrupa borç krizi sırasında zor durumdaki ülkeleri hedefleyen satın alımları veya Powell Fed’inin Mart 2020’de son borç veren kurum olarak Hazine tahvilleri ve hükûmet garantili MBS satın alımları gibi belirli finansal piyasaları istikrara kavuşturmayı hedefleyen satın alımları da dışarıda bırakıyor. Ancak son örneğin de gösterdiği üzere, bir piyasa istikrar önlemi olarak başlayan satın

alma programı bir ekonomik istikrar aracına da dönüşebilir, bu yüzden bu tür programlar arasında her zaman kalın bir çizgi bulunmuyor.

ABD’de ilk kez duyurulduğunda QE hem olası etkisi hem de maliyet ve risklerine yönelik belirsizliğin yüksek olması sebebiyle bir son şans önlemiydi. Yine de QE’nin ciddi yan etkilere yol açmadan kullanışlı olabileceği anlaşıncı giderek daha fazla benimsendi. Çarpıcı bir şekilde pandemi resesyonu ve toparlanması sırasında Powell’ın Fed’inin 5 trilyon dolarlık büyük ölçekli varlık satın alımları Kongre üyeleri ve diğerlerinden görece ufak bir tepki aldı. Benzer olarak pandemi dönemindeki acil durum, İngiltere Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası’nda siyasetçiler ve halk tarafından kabul gören ve genel olarak desteklenen programlar olarak yeni varlık satın alımlarını tetikledi. (Varlık satın alımlarını hiçbir zaman sonlandırmayan Japonya Merkez Bankası da bu dönemde programa devam etti.) Ve QE’yi küresel finansal krizlerde veya Büyük Durgunluk’ta kullanmayan merkez bankaları -Kanada Merkez Bankası, Avustralya Merkez Bankası ve bazı gelişmekte olan ekonomilerin merkez bankaları dâhil- bu aracı pandemide uygulamaya başladı.*

QE Nasıl Çalışıyor?

Ekonomistler, QE’nin nasıl çalıştığını veya işe yarayıp yaramadığını, kapsamlı bir şekilde ele aldı. FOMC varlık satın alımlarını ilk kez tartışmaya başladığında bazı ekonomistler, QE’nin -aslında bir dizi finansal varlığın (banka rezervleri) bir başkasıyla (uzun vadeli tahviller) takasıydı- varlık fiyatları veya ekonomi üzerinde çok az etkisi olacağını veya hiç etkili olmayacağını savundu.¹ 2014’te de söylediğim gibi, “QE’nin sorunu uygulamada çalışması ama teoride çalışmaması”ydı.²

QE, finansal piyasaları -ve hâliyle ekonomiyi- iki kanaldan etkileyerek uygulamada işe yarıyor gibiydi: Portföy dengeleme kanalı ve sinyal kanalı. Fed’in 2008 ve 2009’daki ilk QE’sini tartışırken her iki kanalı da -alternatif değil, tamamlayıcı roldeki- aktif olarak ele aldık.

Portföy dengeleme kanalı, merkez bankasının uzun vadeli tahvil satın alımlarının, halkın elindeki tahvil arzını düşürerek fiyatlarını yükselttiği ve getirilerini düşürdüğü sezgisel bir düşünce. Bunun altında yatan önerme ise birçok yatırımcının kendi finansal varlıklarının riskleri ve beklenen getirilerinin yanı sıra bu varlıkların diğer özelliklerine de önem vermesi. Eğer

insanlar elmalara ve armutlara karşı nötr ise -meyve meyvedir- o zaman elma ve armut arzındaki değişiklikler fiyatlarını etkilemez. Ama eğer bazı insanlar elmanın ekşimsi lezzetini bazıları ise armudun tatlılığını tercih ediyorsa, o zaman armut arzındaki bir düşüş armut fiyatlarını elma fiyatlarıyla karşılıklı olarak artırır. Aynı sebeple eğer bazı yatırımcıların *seçili ortamları* varsa -yani özel uzmanlıkları sebebiyle işlem maliyetleri, düzenlemeler, likidite veya vade tercihleri ve diğer nedenlerle belirli bir varlık sınıfını tercih ediyorlarsa- o zaman bu varlıklarla ilişkili arz değişiklikleri fiyatlarını da etkileyecektir.*

Birçok yatırımcı risk ve getirinin dışındaki sebeplerle belirli bir varlık sınıfını tercih eder. Örneğin, uzak gelecekte, emekli olacak çalışanlara, sabit ödemeler yapmaları gerektiğini bilen emeklilik fonu yöneticileri uzun vadeli hükümet borcu gibi güvenli ve tahmin edilebilir getiriler veren uzun vadeli varlıkları tercih eder. Para piyasası fonları, düzenleyicileri memnun etmek için ve hissedarlar beklenmedik bir şekilde paralarını çekmek istediğinde bunu karşılamak için kolayca satıldıklarından, Hazine tahvilleri ve birinci sınıf ticari senetler gibi kısa vadeli likit varlıklara sahiptir. Yatırım bankaları, kısa vadeli borçlanmada teminat olarak kullanılabilirdikleri için Hazine tahvilleri ve MBS gibi varlıkları tercih etme eğilimindedir.

Fed, QE uygulamasında, genellikle bedelini yeni banka rezervleri oluşturarak ödediği, büyük miktarda uzun vadeli Hazine tahvili ve hükümet garantili MBS satın aldı.** Arzu düşünce armut fiyatının yükselmesi gibi, uzun vadeli Hazine tahvillerinin ve MBS'lerin net arzını düşüren merkez bankası satın almaları da yatırımcıların fiyatı yükseltmesine neden olur. Dahası, Hazine tahvili veya MBS satan yatırımcılar genellikle birinci sınıf, uzun vadeli kurumsal tahviller gibi benzer yatırım araçlarına geçtiğinden, bunların fiyatları da artar. Yinelemek gerekirse, bir tahvilin fiyatını yükseltmek getirisini düşürmekle aynı şeydir, bu durum fiyatı tersine etkiler. Portföy dengeleme kanalının özü de budur: QE'nin, yatırımcıları, farklı varlıkların net arzındaki değişikliklere bir yanıt olarak varlıklarını değiştirmeye zorlayarak uzun

* Bazı yatırımcıların belirli varlıkları tutmak için risk ve getiri dışında diğer sebepleri olduğu, bazıların da olmadığı için bu aslında tam olarak burada durmaz. İkinci grup daha yüksek getirili varlıklar satın almak veya daha düşük getirili varlıkları satmak için teşvike sahiptir, böylelikle QE'nin bazı etkilerinden arbitraj sağlarlar. Ancak örneğin Vayanos ve Vila'nın (2021) gösterdiği gibi, bu etkiler eğer arbitrajcılar sınırsız miktarda risk alamıyorsa veya almak istemiyorsa kısıtlı olur.

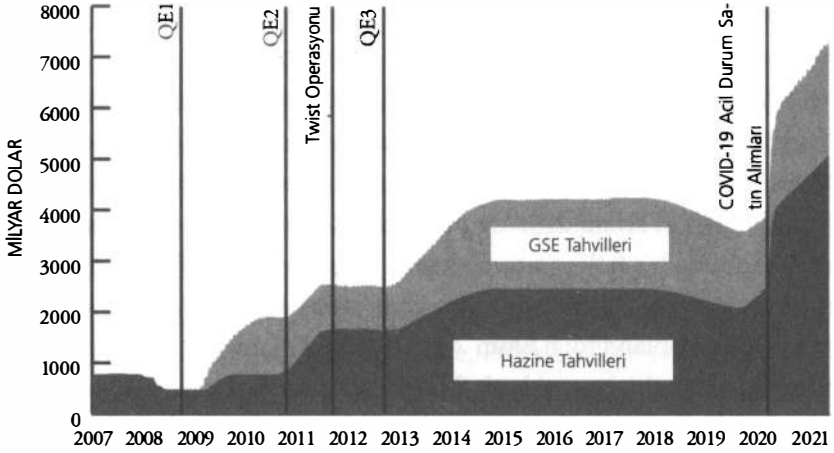
** Vade Uzatma Programı'nda Fed uzun vadeli Tahvil satın alımlarını banka rezervleri oluşturmak yerine portföyündeki kısa vadeli Hazine tahvillerini satarak ödedi.

vadeli getirileri etkileme becerisi. Kısa vadeli faiz oranları sıfırda kalsa bile QE, politika yapımcıların, en azından ABD’de Büyük Durgunluk ve sonrasında toparlanma sürecinde sıfırın üzerinde (yüzde 1,5’in üzerinde) seyreden uzun vadeli faiz oranlarını düşürmesine izin verdi.

ABD Hazine tahvilleri ve MBS’nin bu önemli arzının trilyonlarca dolar olması, bu sezgisel argümana yönelik bir uyarıdır. Finansal kriz sırasında ve sonrasındaki federal hükûmet açıkları uzun vadeli de dâhil olmak üzere Hazine tahvilleri arzını daha da yükseltti. Bunu takiben uzun vadeli faizleri ekonomide bir fark yaratacak kadar yükseltmek için Fed ve diğer merkez bankaları dev miktarlarda satın alım yapmak zorunda kaldı. Örneğin, Fed’in QE3’ü sonlandırdığı Ekim 2014’te, tüm QE programları kapsamında net tahvil satın alımları yaklaşık 3,8 trilyon dolardı. Ekim 2014’te 2,5 trilyon dolar düzeyindeki Hazine tahvili varlıkları, halkın sahip olduğu ABD kamu borçlanmalarının yüzde 37’sini oluşturuyordu. Fed’in tahvil varlıkları, Powel’in Fed’i pandemi resesyonuyla başa çıkmak zorunda kaldığında yeniden arttı. Şekil 11.1, 2007’den bu yana Fed’in Hazine tahvilleri ve MBS varlıklarındaki değişimi gösteriyor.

Özel kişilerdeki tahvillerin arzı üzerindeki etkilerinin yanı sıra QE, *sin-yal kanalı* olarak bilinen bir yolla daha çalışıyor. Büyük bir QE programının açıklanması, politika yapımcıların uzun bir süre boyunca politikayı gevşek, kısa vadeli oranları düşük tutmaya istekli olduğunun güçlü bir işaretidir. QE’nin, gevşek politikaların devam edeceği mesajını, verilen sözlerden nasıl daha etkili bir şekilde ilettiğine ilişkin çeşitli açıklamalar getirildi. Bazı ekonomistler, büyük bir QE programının bir kuruluş olarak merkez bankası için maliyetli olabileceğini belirtti. Siyasi eleştiriler alır ve uzun vadeli faiz oranları beklenmedik bir şekilde yükselirse ve merkez bankasının sahip olduğu hisselerin değerinde bir düşüşe yol açarsa sermaye kayıpları riski oluşturur. En azından teoride, merkez bankasının portföyünde sermaye kayıpları yaşanmasını engelleme arzusu, politika yapımcıları, gereğinden erken bir şekilde sıkışmaya gitmemek için motive edebilir. Bu yüzden yatırımcılar, QE’yi merkez bankasının ekonomiye sürdürülebilir bir destek verme konusundaki ciddiyetinin bir kanıtı olarak değerlendirebilir.

FIGÜR 11.1 FEDERAL RESERVE'İN TAHVİL VARLIKLARI, 2007-2021



Yukarıdaki grafik Federal Reserve'in Hazine tahvilleri ve GSE ihraçlı tahvillerini gösteriyor. Dikey çizgiler varlık satın alma programlarının açıklandığı tarihler. Kaynak: Federal Reserve ve FRED.

Bu açıklama mantıklı ve haklı olsa da benim tecrübeme göre QE'nin sinyal etkisinin büyük bir kısmının daha sıkıcı bir kaynağı vardı: Yatırımcıların merkez bankasının politikalarının nasıl bir sıra izleyeceğine ilişkin inançları. Piyasa katılımcıları, merkez bankasının tahvil satın alımları devam ettiği sürece kısa vadeli faiz oranlarını artırmayacağına inanma eğilimindedir. Sonuçta, merkez bankasının bir yandan sıkılaşması (faizleri artırarak), bir yandan da gevşemesi (varlık satın alımlarına devam ederek) mantıklı olmaz. QE programları, genellikle yıllar değil çeyrek dönemler boyunca uygulandığı ve nadiren beklenmedik bir şekilde sonlandırıldığı (bu, politika yapımcıların güvenilirliğine zarar verir) için bir program başlatmak veya mevcut programları uzatmak genellikle kısa vadeli politika oranında beklenen ilk artışı hesaba katmaz. Bu yüzden parasal genişleme açıklamaları politika yapımcıların faizleri düşük tutma taahhütlerini güçlendiren, etkili bir sözlü yönlendirme türüdür. Kısa vadeli faizlerin beklenenden daha uzun süre düşük kalacağı sinyali, yatırımcıların uzun vadeli faizlere olan ilgisinin azalması için başka bir nedendir.

Portföy dengeleme veya sinyal etkilerinden herhangi biriyle QE uzun vadeli borçlanma faiz oranlarını düşürdüğünde, bu durum ekonomiyi parasal

genişlemenin normal zamanlarda yaptığı gibi neredeyse aynı kanallarla hareketlendirir. Örneğin düşük ipotek kredisi faizleri, inşaat talebinin yanı sıra ev sahiplerinin yeniden fonlamayla ipotek kredisi ödemelerini azaltmasına izin vererek harcanabilir gelirlerini artırır. Düşük şirket tahvili oranları, sermaye maliyetini düşürür ve fabrika ve ekipman yatırımını daha çekici bir hâle getirir. Düşük faizli uzun vadeli krediler aynı zamanda insanları daha varlıklı hissettirdiği için konut ve hisse fiyatları da dâhil olmak üzere varlık fiyatlarını artırarak tüketici harcamasını hareketlendirme eğilimindedir. Bu duruma *varlık etkisi* (wealth effect)⁵ denir. Ve düşük faiz oranları ABD'ye yatırım akışını azaltarak doların döviz değerini düşürür, bu da ABD ihracatını teşvik eder. Bu gelişmelerin birleşen etkisi yerel olarak üretilen ürün ve hizmet talebini artırır, böylece kullanılmayan sermaye ve iş gücü yeniden sirkülasyona girer.

QE'nin ne olduğunu ve nasıl çalıştığını ele alırken ne olmadığını da tartışmak gerekir. Parasal genişleme, hükûmet harcamasıyla aynı değildir çünkü merkez bankası ürün ve hizmetler değil faiz içeren finansal varlıklar satın alır. Fed başkanlığı dönemimde gazeteciler ekonomiyi desteklemek için kullanılan parasal ve mali programların "maliyetlerini" belirlemek için QE satın alımları ve hükûmet harcamalarını topladığında öfkeleniyordum. Bunun hiçbir anlamı yoktu. Parasal genişleme hane halklarının market alışverişleri veya araba tamirleriyle aynı değildir, daha ziyade hane halklarının tasarruflarını artıran hükûmet tahvili satın alması gibidir.

Daha önce de belirttiğim gibi, aynı sebeple QE "para basmakla" aynı değildir. İnsanların sahip olmak istediği nakit miktarıyla belirlenen sirkülasyondaki para üzerinde hiçbir doğrudan etkisi yoktur. Ayrıca büyümeleri banka ve hane halklarının davranışı da dâhil birçok faktöre dayanan para arzının kapsamlı ölçülerini de artırmaz. Örneğin para arzının M2 ölçümü (vadesiz hesaplar, mevduat hesapları ve para piyasası fonlarındaki toplam bakiye ve para miktarını içerir) Fed'in kriz sonrası QE programları sırasında yalnızca ılımlı bir büyüme gördü ancak aynı ölçüm, insanların hükûmet programlarından aldıkları ödenekleri banka hesaplarına aktardığı 2020'de hızla yükseldi.

QE Etkinlik Çalışmaları: Bazı İlk Kanıtlar

Teorik argümanlar bir yana, QE'nin etkenliği esasen ampirik bir sorudur. QE'ye ilişkin elimizdeki kanıtların çoğunu Büyük Durgunluk'tan kazandık

ancak pandemi döneminden QE kanıtları da gelmeye başladı.

QE'ye ilişkin ilk kanıtlar temel bir araştırma aracı olan etkinlik çalışmalarından geliyor. Finansal ekonomide tipik bir etkinlik çalışması, varlıkların bir etkinlik veya açıklama öncesi ve sonrasındaki fiyatlarını karşılaştırır. Varlık fiyatları yeni bilgilere daha hızlı tepki verme eğilimindedir, dolayısıyla bu, öncesi ve sonrası karşılaştırması yatırımcıların bir etkinliğin ekonomik sonuçlarını nasıl değerlendirdiğine ilişkin kullanışlı bir ölçüm sağlar. İlk QE programları duyurularının büyük ve çeşitli etkileri olmuştu. Örneğin Fed'in Kasım 2008'de ipotek kredisi destekli tahviller satın alacağı açıklaması, bu tahvillerin getirilerinde güçlü etkilere yol açtı ve bu durum ipotek kredisi oranlarında ciddi bir düşüşle sonuçlandı. Dahası, portföy dengesi teorisi açıklamanın MBS'ye yakın bir alternatif olan uzun vadeli Hazine tahvili getirilerinde de ciddi bir düşüşe yol açtığını ima ediyor.

Politika girişimlerine ilişkin bilgilerin hepsi aynı anda açıklanmadığı için bazı etkinlik çalışmaları, önemli tarihler boyunca varlık fiyatlarındaki toplam değişimi inceler. Mart 2020'de FOMC'ye sunulan bir ekip notu, Fed tarafından konuya ilişkin bilgilerin yayınlandığı günlerde varlık fiyatlarındaki değişimlere bakarak QE1'in etkilerini değerlendiriyordu.⁷ İncelenen etkinlikler arasında, 25 Kasım'daki MBS satın alımları açıklamamız, Fed'in Hazine tahvili satın alma olasılığını ortaya çıkaran 1 Aralık 2008 tarihli konuşmam ve FOMC'nin QE1'in ciddi bir şekilde genişletileceğini duyurduğu 18 Mart 2009 açıklaması yer alıyor. Ekip notu ayrıca Fed'in bir hareket beklenmesine rağmen hiçbir eylem almayarak piyasaları şaşırttığı en az bir toplantı (Ocak 2009) da dâhil olmak üzere diğer ilgili FOMC toplantı tarihlerini de içeriyordu. Tablo 11.1 önemli bilgilerin kamuoyuyla paylaşıldığı beş tarihte bu açıklamaların varlık fiyatları ve getirileri üzerindeki toplam etkisini gösteriyor. İlk beş sıra getirilerdeki ve yüzde puanlardaki değişimleri, son sıra da hisse fiyatlarındaki yüzdelik değişimleri ortaya koyuyor.

TABLO 11.1 VARLIK FİYATLARI VE GETİRİLERİNİN QE1 AÇIKLAMALARINA TEPKİSİ

2 yıllık Hazine tahvilleri	-0.57
10 yıllık Hazine tahvilleri	-1.00
30 yıllık Hazine tahvilleri	-0.58
İpotek kredisi destekli tahviller	-1.29
AAA şirket tahvilleri	-0.89
S&P 500 hisse fiyat endeksi	2.32

Not: Gagnon, Raskin, Remache ve Sack (2011) tarafından belirlenen beş açıklama tarihlerindeki günlük tepkiler. Veriler Hazine tahvilleri, ipotek kredisi destekli tahviller, şirket tahvilleri ve hisse fiyatlarındaki değişim düzeylerini yüzde puanlar olarak gösteriyor. Yazar'ın hesaplamaları.⁸

Tablo, (beş önemli tarihte) on yıllık Hazine tahvillerindeki bir puanlık düşüş ve GSE'ler tarafından ihraç edilen ipotek kredisi destekli tahvillerde bir puanın üzerindeki düşüş de dâhil olmak üzere, QE1'e ilişkin yayınlanan bilgilerin 2008 sonu ve 2009 başındaki etkilerini gösteriyor. Bu tepkilerin bu fiyatların ve getirilerinin günlük hareketlerine göre oldukça büyük ve önemli ekonomik etkileri olması bekleniyordu. Fed tarafından satın alınmayan ancak uzun vadeli faiz oranlarının süregelen düzeyi ve genel olarak para politikasına karşı hassas olan şirket tahvilleri ve hisseler gibi varlıklar da açıklamalar sonrası büyük değişiklikler sergiledi. Tabloda yer almamasına rağmen doların döviz kuru değerinde de QE1'in ardından aşağı yönlü bir hareket görüldü. İngiltere Merkez Bankası'nın QE açıklamasına ilişkin aynı dönemde yapılan etkinlik çalışmalarında da uzun vadeli İngiliz devlet tahvillerinin önemli açıklama günlerinde bir puanın üzerinde değer kaybettiği benzer etkiler görüldü.⁹

Öncelikle, Fed'in QE1'inin güçlü sonuçlarının aksine, sonraki QE programlarının etkinlik çalışmalarında daha az dramatik etkiler görüldü. Örneğin finans ekonomistleri Arvind Krishnamurthy ve Annette Vissing-Jorgensen Kasım 2010'daki QE2 açıklamasına gelen piyasa tepkilerini inceledi.¹¹ İki önemli açıklama gününde varlık fiyatlarındaki değişimleri izleyerek, 600 milyar dolarlık QE2 satın alımları, QE1 satın alımlarının yalnızca üçte birini oluştursa da on yıllık Hazine tahvili getirilerinde 0,18 puanlık bir değişim gördüler. Bu, QE2'nin QE1'e göre daha az tepkiye yol açtığını gösteriyor. Hem ABD'de hem de diğer ülkelerde, sonraki QE programlarına yönelik etkinlik çalışmalarında da daha küçük finansal etkiler izlendi. Bunun bir açıklaması, QE1 gibi ilk programların sonrasında sakinleşmesine yardımcı

oldukları finansal dalgalanma dönemlerinde açıklanmaları olabilir. Bu açıklama doğruysa, QE'nin kullanımı normal zamanlarda kısıtlı olabilir.

Etkinlik çalışmalarına dikkat edilmesinin ikinci nedeni ise doğaları gereği yalnızca kısa süreli dönemlerde piyasa tepkilerini ölçmeleri.* Belki de piyasa katılımcılarının QE gibi yeni politikalara yönelik bilgileri sindirmek için daha fazla süreye ihtiyacı vardır, bu yüzden etkinlik çalışmalarının ölçtüğü, oldukça kısa süreli varlık fiyatları tepkileri QE'nin uzun dönemli etkilerini yansıtmıyordur. Eğer durum buysa ve QE'nin etkileri gerçekten geçiciyse varlık satın alımlarının bir kez daha ekonomiye pek sürdürülebilir olmayan bir destek verdiği sonucu elde edilir.

“QE etkileri geçici olabilir” argümanının daha uzun perspektifli bir başka türü de QE1 açıklamalarına verdikleri tepkilere rağmen uzun vadeli Hazine tahvili getirilerinin, Fed söz verdiği satın alımları yaparken aslında düşmemesi. 2010'un başında, QE1 satın alımlarını tamamladığımızda on yıllık Hazine tahvili getirisi, Mart 2009'da satın alımları uzatacağıma yönelik açıklamanın yapıldığı döneme göre yarım puan daha yüksekti. Belki de yatırımcılar varlık satın alımlarının etkili olmayacağını düşünüyordu? Yinelemek gerekirse eğer QE uzun sürmezse ekonomi üzerinde de pek bir etkisi olmaz.

QE etkinlik çalışmaları kritiği önemlidir. Ancak sonraki araştırmaların da doğruladığı üzere, bu argümanlar neticede QE'nin etkinliğini azaltmaz. Bir sonraki kısımda da açıkladığım üzere, araştırmacıların sonraki QE programlarının piyasa tarafından beklenip beklenmediğini kontrol ederken piyasalar normal işlevinde olsa bile sonuçlar QE'nin işe yaramaya devam ettiğini gösteriyor. Dahası, elimizdeki en iyi faiz oranı belirleme modelleri, QE'nin uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkilerinin geçici değil uzun vadeli olduğunu gösteriyor ve bu programı, kısa vadeli faiz oranları etkin alt sınırla kısıtlandığında kullanışlı bir araç hâline getiriyor.

Sonraki QE Programlarının Gerçekten Daha Az Etkisi mi Olmuştur?

Etkinlik çalışmalarına ilişkin ilk endişeler, sonraki QE programlarının

* Tablo 11.1 tam gün tepkilerini gösteriyor. Bazı etkinlik çalışmaları, açıklamaların otuz dakika kadar kısa süreli aralıklardaki etkilerini inceliyor, bunun da aynı gün politikayla alakalı olmayan diğer olayların etkilerini hafifletme gibi bir avantajı var ancak aynı zamanda piyasaların politikaya ilişkin yeni bilgileri oldukça hızlı bir şekilde benimsediği anlamına geliyor.

dolar üzerinde önceki programlara benzer etkileri olduğunu yönündeydi ve QE'nin yalnızca finansal piyasalar kriz hâlindeyken etkili olduğunu ima ediyordu. QE'nin standart para politikası araçlarına dâhil edilmesi için, piyasalar normal işlev gösterirken etkin alt sınır ve gevşek finansal koşulların eşit olduğundan emin olmamızı gerektiriyor.

Etkinlik çalışması yaklaşımının altında yatan önemli bir varsayım, söz konusu olayın veya açıklamanın piyasaları şaşırtmasıydı. Piyasalar ileri görüşlü olduğu ve mevcut bilgileri sindirdiği için, çok beklenen bir olayın açıklanmasının, olayın kendisi belirsiz olsa bile varlık fiyatlarında pek etkili olmaması gerekir. Bu mantıkla, sonraki QE programlarından elde edilen zayıf sonuçlar, bu programların daha iyi öngörüldüğü ve artık QE aracı ve merkez bankasının bu aracı kullanma isteğini anlayan yatırımcılar tarafından hesaba katıldığını ima eder.

ABD'de finansal kriz sonrası oluşturulan QE programları -QE1'in aksine- açıklandıklarında zaten bekleniyordu ve bu piyasa katılımcılarıyla yapılan anketlerde görülüyordu. New York Fed, her olağan FOMC toplantısından önce yılda sekiz kez, (hükûmet tahvilleri piyasasını oluşturan) ana trader'lara varlık satın alımları da dâhil olmak üzere para piyasası beklentilerini sorar. Örneğin Kasım 2010'daki QE2 açıklaması öncesi trader'lar, Fed'in programı benimsediğine yüzde 88 ihtimal vermişti. Bu da kısmen benim ve diğer FOMC üyelerinin kamuoyuna yaptığı açıklamaları yansıtıyordu. Dahası, trader'lar ortalamada programın Fed'in tercihindan daha büyük olmasını bekliyordu.¹¹ Bu yüzden açıklamanın yapıldığı gün piyasa tepkisinin az olması şaşılabilecek bir şey değildi.

Etkinlik çalışması yaklaşımı değişen piyasa koşullarını hesaba katacak şekilde değiştirilebilir mi? Teoride, bir QE programının piyasalar üzerindeki tam etkisini, resmî açıklamanın yapıldığı günün yanı sıra programa yönelik *herhangi* bir açıklamanın yapıldığı günleri de hesaba katarak ölçebiliriz. Ancak uygulamada, açıklanan yeni bir ekonomik verinin veya bir gelişmenin ekonomik görünüme yönelik piyasa görüşlerini ve takiben QE beklentilerini değiştirdiği günler gibi, bu kritere uyan birçok günle karşı karşıya kalırız. Alakalı tüm günleri etkinlik çalışmasına dâhil etmek QE'ye ilişkin piyasa beklentilerini etkileyen tüm gelişmeleri yakalar ancak aynı zamanda QE'yle alakasız gelişmelere de yer verir. Bu yaklaşım QE'nin varlık fiyatları üzerindeki etkilerine yönelik beklentileri izole etmeyeceği için konuya pek bir açıklık getirmez.

Etkinlik çalışmasında piyasaların politika beklentilerini doğrudan kontrol etmeye çalışmak daha ümit verici bir yaklaşımdır. Piyasaların bir sonraki QE programının boyutu, yapısı ve zamanlamasına ilişkin piyasa beklentilerine sahip olduğumuzu varsayalım. Eğer merkez bankası ciddi anlamda farklı bir program açıklarsa varlık fiyatlarının açıklamanın *beklenmedik* taraflarına ilişkin tepkisi programın toplam etkisini anlamamıza yardımcı olabilir. Tabii bu yaklaşım da piyasa beklentilerinin doğru ölçümünü gerektirir.

Fed'in ana trader'larla yaptığı anket bu beklentilerin elde edilebileceği kaynaklardan biridir. Ama araştırmacılar yatırımcı anketleri ve medyadaki haberleri kullanarak da beklenti ölçümleri yapabilir. Örneğin Avrupa Merkez Bankası'ndan Roberto De Santis'in yaptığı bir araştırma, ECB'nin giderek güçlenen deflasyon tehdidine karşılık, Ocak 2015'te açıkladığı ilk büyük ölçekli QE'ye yönelik piyasa beklentilerini tahmin etmek için finans medyasındaki makaleleri kullandı. Program açıklanmadan altı ay önce ECB politika yapımcıları ve medyadaki yorumlar programın gelmekte olduğu sinyali veriyordu bu yüzden yapılan resmî açıklama -ABD'de sonraki QE programları açıklamaları gibi- piyasalarda yalnızca ılımlı tepkilerin görülmesine yol açtı. Dahası zaman içinde QE'nin uygulanması, boyutu ve tahmini süresindeki değişiklikler de dâhil olmak üzere programın detaylarına yönelik yeni açıklamalar yapıldı. De Santis piyasa beklentilerini kontrol etmek için Bloomberg News'deki ECB ve parasal genişlemeye ilişkin anahtar kelimeleri içeren haberleri inceledi. Bundan yola çıkarak ECB açıklaması öncesi ve sonrasında piyasa ve medyanın QE'ye gösterdiği ilginin bir endeksini oluşturdu.

De Santis bu endeksi piyasaların politika beklentilerini ölçmek için kullandı ve uzun vadeli faiz oranlarına daha sonra politika açıklamalarının yalnızca beklenmeyen kısımları kapsamında verilen tepkilerin tahminlerini oluşturdu. ECB'nin 2015 QE programının 10 yıllık borç getirilerini 0,63 puan düşürdüğü sonucuna ulaştı. Bu gerileme ekonomik olarak önem taşıyor ve programların boyutlarındaki değişim farklılıklarından arındırıldıktan sonra, ABD ve İngiltere'deki ilk QE programlarına yönelik etkinlik çalışmalarındaki tahminlerle karşılaştırılabilir. QE, piyasa üzerinde; Avrupa'daki finans piyasaları 2015 başında, önceki yıllara göre pek stresli olmasa da etkili oldu.

De Santis'inki gibi araştırmalar, QE programının açıklandığı zamanki toplam boyutu ile yatırımcı beklentileri arasındaki anlamlı farka dayanır.

Ancak yatırımcılar, QE programının toplam boyutuna ilişkin bir beklentileri olsa bile merkez bankasının hangi *belirli* tahvilleri veya tahvil sınıfını satın alacağını bilmiyor olabilirler. QE kısmen farklı varlıkların ilişkili arzlarını etkileyerek çalıştığı için -portföy dengesi etkisi- en büyük ölçekte satın alınacak belirli tahvillere yönelik gelişmeler bu varlıkların programa dâhil olmayan diğer varlıklara göre fiyatlarını ve getirilerini yükseltebilir. Bu farklı etkileri ölçmek portföy dengesi kanalının gücünü değerlendirmenin bir başka yoludur.

Bu bilgiden yola çıkarak çeşitli araştırmalar yapıldı, önceki dönemler ve diğer ülkelerden gelen verilerle çalışmalar oluşturuldu.¹⁴ Örneğin Fed üyeleri Michael Cahill, Stefania D'Amico, Canlin Li ve John Sears 2013 tarihli kapsamlı bir araştırmada, çeşitli QE programları kapsamında satın alınacak tahvil *karışımı* açıklamalarına gelen piyasa tepkilerini ölçmek için, tüm Hazine tahvili fiyatlarına yönelik gün içindeki verileri kullandı. Fed'in planlarındaki beklenmedik değişiklikleri belirlemek için Ana Trader Anketi ve piyasa yorumlarına başvurdular.

Yaklaşımlarını daha iyi açıklamak gerekirse 3 Kasım 2010'da FOMC 600 milyar dolar değerinde Hazine tahvili satın alacağını (QE2) açıkladı. Piyasalar QE2'yi bir süredir beklediği için, yapılan açıklamanın daha önce de belirtildiği üzere genel olarak Hazine tahvili getirileri üzerinde görünür bir etkisi olmadı. Ancak aynı anda New York Fed söz konusu 600 milyar doları farklı vadeli tahviller arasında nasıl dağıtmayı planladığına yönelik yeni bilgiler paylaştı. Vadeleri on ila otuz yıl arasında olan tahvillerin, QE1'deki yüzde 15'le karşılaştırıldığında planlanan satın alımların yalnızca yüzde 6'sını oluşturacağını öğrenen piyasa katılımcıları şaşırmıştı. Sonra olanlar ise portföy dengesi kanalının işe yaradığının kanıtıydı. Fed'in satın almayı planladığı tahvil *karışımı* açıklamasını, daha uzun vadeli tahvillerin fiyat ve getirilerine göre vadesi on yıldan az olan tahvillerin -satın alım payı diğerlerine göre beklenenden daha fazla olacak tahviller- fiyatlarında bir artış ve getirilerinde bir düşüş izledi.

Bu yaklaşımı daha kapsamlı bir şekilde uygulayan Cahill ve diğer yazarlar, özellikle QE2 ve Vade Uzatma Programı'nın (Twist Operasyonu) bu programlar uygulandığında finansal piyasalar krizde olmamasına rağmen, uzun vadeli tahvil getirilerini düşürmede QE1 kadar etkili olduğunu ortaya çıkardı. İngiltere de dâhil olmak üzere diğer araştırmalarda tekrar edilen bu

sonuçlar, bir kez daha QE'nin piyasalar normal işlev gösterirken bile etkili olduğunu ima etti.¹⁵

Fed'in QE satın alım programı, farklı vadeleri olan Hazine tahvillerine yapılan vurgunun yanı sıra, satın alınan Hazine tahvilleri ve GSE garantili ipotek kredisi destekli tahviller kapsamında da farklılık gösterdi. Örneğin, QE1 satın alımlarının büyük bir kısmı MBS ve GSE borcundan oluşuyordu ama Fed hem QE2'de hem de Vade Uzatma Programı'nda yalnızca Hazine tahvili satın almıştı. Eğer portföy dengesi etkileri dikkate alındıysa ve Hazine tahvillerine karşılık MBS değişimleri vurgusu tam olarak anlaşılmadıysa o zaman QE1 sonraki programlara göre MBS getirilerinde daha yüksek bir düşüşe yol açmış olmalıydı. QE1 ve QE2'yi karşılaştıran Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen'in ilk referans araştırmasında örneklendiği gibi durumun bu olduğu anlaşıldı.

Aynı şekilde araştırmacılar ayrıca, Fed QE'sinin yasal olarak Fed satın alımları için nitelikli olan GSE'ler tarafından ihraç edilen MBS getirileri ve GSE'ler tarafından satın alınamayan, bu yüzden Fed satın alımları için uygun olmayan ve "Jumbo" (büyük) ipotek kredileriyle desteklenen tahvillerin getirileri üzerindeki etkilerini de inceledi. Portföy dengesi etkisinin tahmin ettiği gibi önemli MBS satın alımları (QE1 gibi) içeren Fed'in QE programları, GSE'lerin ihraç ettiği MBS tahvilleri getirilerinde Jumbo ipotek kredileri tarafından desteklenen tahvillerin getirilerine göre daha fazla düşüşe yol açtı. Bu arada, MBS satın almayan QE2 gibi QE programları iki ipotek kredisi destekli tahvil getirilerini etkilemedi.¹⁶ Tüm bu sonuçlar, portföy dengesi kanalının kriz sonrası QE programlarında da işlevini sürdürdüğü savını destekliyor.

Portföy dengesi kanalı kapsamlı bir şekilde araştırılmış olmasına rağmen, QE'nin de kısa vadeli faiz oranlarının uzun bir süre boyunca düşük kalacağı mesajını göndererek aynı işlevi gördüğü düşünülüyor. Bazı etkinlik araştırmaları, beklenmeyen QE açıklamalarının, örneğin katılımcıların faizlerin beklenen oranları üzerine bahis oynadığı vadeli işlemler piyasasında ölçüldüğü gibi piyasanın kısa vadeli faiz oranlarındaki seyre yönelik beklentilerindeki değişikliklerle ilişkilendirilme eğiliminde olduğunu kanıtıyor.¹⁷ 2013'teki "taper tantrum" da aslında sinyal etkisinin bir tür etkinlik çalışmasıydı. Varlık satın alımlarımızın yakında yavaşlayacağına ilişkin yaptığımız yorumlar piyasa katılımcılarını harekete geçirdiğinde yatırımcılar ayrıca federal fonlama oranındaki ilk artış beklentilerini de daha yakın bir tarihe

çekmiş, uzun vadeli faiz oranlarında da bir artışa yol açmıştı. Taper tantrum, QE'nin sinyal etkilerinin de güçlü olabileceğini göstermişti.

QE Etkileri Geçici Mi?

Şimdiye kadar piyasaların sonraki QE programları beklentisini kontrol altına aldığımızda, finansal koşullar iyileştikçe veya merkez bankası bilançosu büyüdükçe QE etkilerinin yok olmadığını gördük. Buna rağmen, bu araştırmaların yalnızca QE açıklamalarının varlık fiyatları ve getirilerinde kısa süreli etkileri olduğuna yönelik etkinlik çalışması kanıtlarına yapılan itiraz sürüyor. Eğer bu etkiler tamamen geçiciyse o zaman QE geniş anlamda ekonomiyi harekete geçirmede etkisizdi.

Bu savdaki büyük hatalardan biri de finansal kriz sonrası dönemde piyasa katılımcılarının sistematik olarak pek muhtemel olmayan çekici kâr fırsatlarını göz ardı etmesi. Eğer QE açıklamalarının hisse ve tahviller üzerindeki etkilerinin gerçekten kısa süreli olacağı biliniyor veya bekleniyorsa akıllı yatırımcılar bu etkilerin tersine döneceğine bahse girerek kâr edebilirdi. Böylesine bir spekülasyonun yapıldığına dair çok az kanıt var. Eğer durum böyle olsaydı QE'nin faiz oranları üzerindeki etkisini hızla tersine çevirme eğilimi de görülürdü. Bu açıdan bakıldığında yatırımcılar, QE'nin Hazine tahvili getirileri (ve şirket tahvilleri getirileri gibi diğer getiriler de dâhil) üzerinde büyük ve uzun süreli etkileri olduğunu düşünen birçok profesyonel tahminciyle tutarlıydı.¹⁸

Alternatif olarak yatırımcılar belki de en başta QE etkilerinin kalıcı olacağını düşünmüş ancak zaman için durumun böyle olmadığını öğrenmiş ve bu durum getiriler üzerindeki ilk etkilerin tersine dönmesine yol açmıştı. Örneğin, daha önce de belirttiğim gibi, Fed'in QE1'i 2010'a kadar uzattığı Mart 2009'dan bu yana 10 yıllık Hazine tahvili getirileri düşmek yerine yükselmişti.

Bu argümana verilecek bir yanıt da uzun vadeli faiz oranlarının ve genel olarak varlık fiyatlarının mali politika, küresel ekonomik koşullar ve güven değişimi gibi para politikası dışında birçok faktöre tepki vermesi. Haziran 2009'da FOMC'ye de söylediğim gibi, QE1 uygulanırken getirilerdeki artışı bir başarısızlık olarak değil, politikalarımızın -Obama yönetiminin mali teşviki ve büyük bankalara uygulanan başarılı stres testleriyle birlikte- ekonomideki halk güvenini artırdığının bir işareti olarak görüyordum.

Enflasyondan korunan tahvil getirileriyle yapılan karşılaştırmalara dayanarak, QE1 (ve QE2) uygulanırken 10 yıllık tahvillerdeki artışın büyük bir kısmı yüksek enflasyon beklentilerini yansıtıyordu. Bu da enflasyonun fazla düşmesi endişelerimiz dikkate alınınca istenen bir sonuçtu.

Bu eleştiriye verilecek daha derin bir yanıt ise, uzun vadeli faiz oranlarının merkez bankası tahvil satın alımlarıyla olan ilişkisine yönelik beklentilerimiz konusunda daha dikkatli düşünmek gerektiği. Eleştirmenler, QE işe yararsa uzun vadeli faiz oranlarının merkez bankası aktif olarak varlık satın alımı yaparken daha düşük olması gerektiğini varsayıyor. Bu varsayıma göre -uzun vadeli faiz oranlarının yeni merkez bankası satın alımları akışıyla belirlendiğini varsaydığı için bazen *akış görünümü* de denir- uzun vadeli faiz oranlarının Fed QE1 satın alımları gerçekleştirirken düşmemesi, QE'nin etkisiz olduğunu gösterir.

Ancak eğer daha fazla kanıtın gösterdiği üzere QE portföy dengesi kanalı yoluyla çalışıyorsa o zaman QE ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki bağlantı basit bir akış görüşünün ima ettiğinden daha karmaşıktır. Portföy dengesi teorisine göre merkez bankasının tahvil satın alımları, uzun vadeli tahvillerin mevcut arzını değiştirerek uzun vadeli getirileri etkiler. QE'ye yönelik bu hisse görüşünde, bir dönemde tahvil satın alımlarının getiriler üzerindeki etkisi satın alım hızına değil, merkez bankasının biriktirdiği toplam tahvil miktarı ve bu miktarı ne kadar süre tutacağına bağlıdır. Finansal piyasalar her zaman ileriye baktığı için, portföy dengesi teorisi ve buna bağlı hisse görüşü, herhangi bir durumda uzun vadeli faiz oranlarının ayrıca piyasaların merkez bankasının *gelecekteki* satın alımlarına yönelik beklentilerine de dayandığını gösterir.¹⁹

Mevcut merkez bankası tahvil varlıklarının uzun vadeli getiriler üzerindeki etkilerini de öngören portföy dengesi teorisi çıkarımı, QE'nin etkilerine yönelik empirik analizleri daha da zorlaştırır. Bu mesele üzerinde yine de oldukça dikkatli birçok araştırma yapıldı. Bir yaklaşım, etkinlik çalışmalarına dayanmaktansa Hazine tahvillerinin bütün vadelerinin yer aldığı (Hazine getirilerinin *vade yapısı*) sofistike modeller kullandı. Bu araştırma aslında şu soruyu soruyor: Makroekonomik koşullar ve ödenmemiş tahvil hisseleri gibi farklı vadelerdeki faiz oranlarını belirleyen faktörlere ilişkin bildiklerimiz dikkate alınınca, *QE'nin olmadığı* bir senaryoda finansal kriz sonrasındaki yıllarda Hazine getirilerinin vade yapısının ne düzeyde olmasını

bekleyebildik? Farklı vadeli faiz oranlarının gerçek düzeyleri ile model tahminleri arasındaki fark, QE'nin Hazine piyasası üzerindeki etkisine yönelik bir tahmin sunuyor.

Kurul ekibinden Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Canlin Li ve Joe Kachovec, 2018 tarihli bir makalede Hazine getirilerinin, hem Fed'in biriken hem de gelecekte tutacağı Hazine bonolarıyla ilişkisini inceliyor.²⁰ Ekip, gelecekteki QE satın alımlarına ilişkin piyasa beklentilerine yönelik makul ölçümler geliştirdi.²¹ Ayrıca Fed satın almalarının, yatırımcılara sunulan devlet borçlanma senetlerinin net arzı üzerindeki etkilerini ortadan kaldıran yeni Hazine tahvil ihracı tahminlerine de yer verdiler.²² Ve kriz öncesi verileri kullanarak geliştirdikleri modelleri baz aldılar, böylece QE'nin finansal paniği hafifletmeye ve piyasa işlevini geliştirmeye yönelik faydaları tahminlerde yer almıyordu. (Analiz ayrıca sinyal etkilerini de göz ardı etti.)

Araştırmacılar bu unsurları bir araya getirerek Fed'in tahvil satın alımlarının Hazine getirileri üzerinde büyük ve uzun süreli etkileri olduğunu ortaya çıkardı. Yapılan tahminler, QE1'in 10 yıllık tahvil getirilerini 0,34 puan düşürdüğünü, QE2, Vade Uzatma Programı ve QE3'ün de getirilerde toplam 0,73 puan düşüşe daha yol açtığını ve Fed, bilançosundaki vadesi dolan tahvilleri yenileriyle değiştireceğini açıkladığında getirilerde zaman içinde daha fazla düşüş izlendiğini gösteriyor. Bu tahminler diğer araştırmalar gibi sonrakı QE programlarının diğerlerine göre benzer şekilde etkili olduğunu ima ediyor. * Program kapsamında satın alınan tahvillerin vadesi dolduğu ve Fed bilançosundan çıkarıldıkları için herhangi bir QE programının etkisi zaman içinde azalsa da yazarlar, Fed'in satın alımlarının Hazine getirileri üzerindeki toplam etkisinin QE'nin sona erdiği Ekim 2014'te 1,2 puanı aştığını, 2015 sonunda da 1 puan düzeyinde olduğunu tahmin ediyor. QE'nin hisse görüşüne dayanan diğer araştırmalar da hem ABD hem de diğer ülkeler için benzer sonuçlar elde etti.

Hane halklarının ev satın alımları ve şirketlerin yeni fabrika ve ekipman yatırımları gibi birçok ekonomik karar, uzun vadeli faiz oranlarına dayandığı için uzun vadeli faiz oranlarında bir düşüş, kısa vadeli federal fonlama oranında aynı orandaki bir düşüş kadar ekonomik teşvik sunar. Empirik

* Bu sonuçlar Tablo 11.1.1'deki etkinlik çalışması sonuçlarından daha küçük ama istatistiksel belirsizlik hesaba katılınca etkinlik çalışması literatürüyle tutarlı. Ayrıca QE etkilerinin uzun süreli olduğu kadar önemli olduğuna da işaret ediyor.

makroekonomik modellerden çıkarılan göz kararı tahminler 10 yıllık tahvil getirilerinde bir puanlık bir düşüşün, fonlama oranında üç puanlık bir düşüşle aynı etkiye sahip olacağını gösteriyor.²⁴ Bu yaklaşımla Fed'in finansal kriz sonrası QE'si etkin alt sınırdaki fonlama oranında 3-4 puana denk bir etkiye neden oldu.

Kısacası, güncel araştırmalar hem geçmişteki hem de gelecekte beklenen satın alımların faizleri etkilemesiyle uzun vadeli faiz oranları ve merkez bankası tahvil satın alımları arasındaki ilişkinin oldukça karmaşık olduğunu gösteriyor. Ama bu ilişkiler hesaba alınınca, QE'nin uzun vadeli faiz oranlarında uzun süreli ve ekonomik olarak değerli etkileri olduğu görülüyor. Dahası, *beklenen* satın alımların önemi merkez bankacılarının iletişimine işaret ediyor. QE'ye ekonomi ihtiyaç duyduğu kadar devam etmeye yönelik güvenilir bir taahhüt, genel olarak kesinlik ve taahhütten kaçınan bir yaklaşıma göre daha etkili.

SÖZLÜ YÖNLENDİRME

Fed ve diğer büyük merkez bankaları, son yıllarda QE'nin yanı sıra ağırlıklı olarak sözle yönlendirmeye veya politika yapımcıların ekonomi ve politikanın gidişatına yönelik kurdukları iletişime bel bağladılar. Merkez bankası iletişimi çeşitli şekiller alır ve politika yapımcıların yaptıkları konuşmalar ve verdikleri ifadeler, politika toplantısı tutanakları ve Fed'in *Kongre'ye Para Politikası Raporu* (Monetary Policy Report to the Congress) veya İngiltere Merkez Bankası'nın çeyrek dönemlerde yayınlanan *Enflasyon Raporu* (Inflation Report) gibi çeşitli bağlamlarda gerçekleşir. Ancak Federal Reserve için en güçlü ve yakından izlenen kılavuz, Fed başkanının basın toplantısında açıkladığı ve ayrıntılarını ele aldığı FOMC'nin toplantı sonrası açıklamalarıdır.

Finansal koşulların güncel kısa vadeli politika oranının yanı sıra piyasanın gelecek oranlara ilişkin beklentileri, sözle yönlendirmeyi teşvik eden en temel anlayıştır. Eğer piyasa katılımcıları fonlama oranının artacağına inanırsa, uzun vadeli oranlara bahis oynayarak finansal koşulları sıkılaştırırlar. Aynı sebeple, eğer gelecekte fonlama oranının daha düşük seyredeceğini düşünürlerse uzun vadeli faiz oranlarına ilgi göstermezler. Sözle yönlendirme, beklentileri etkilemesi hâlinde ek bir politika kaldırıcı hâline gelebilir.

Sözle yönlendirmenin büyük bir kısmı finansal piyasaları hedef alsa da

gerçekte merkez bankalarının resmî açıklamaları da genel olarak halkın beklentilerini etkileyebilir. Örneğin politikayı gevşetme planlarına ilişkin bir açıklama, hane halkları ve şirketlerin ekonomik büyüme hakkında daha iyimser olmasına, böylece bugünkü harcama, yatırım ve işe alımlarını hızlandırmalarına yol açar. Bunun yanı sıra dünya genelindeki merkez bankaları, son yıllarda, şeffaflık ve demokratik hesap verilebilirlik açısından ekonomik görünümü ve politika planları hakkında halkın geneliyle daha sık ve daha doğrudan bir iletişim kuruyor. Bu çabalar bir gün meyvesini verebilir; anca, şimdilik mevcut bulgular aktif yatırım yapmayan insanların beklentilerinin muhtemelen kişisel deneyimlerle -örneğin, iş gücü piyasasında veya sıklıkla satın aldıkları mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişikliklerle- şekilleneceğini ima ediyor.²⁵ Fed ekibi sözle yönlendirmenin ekonomik modelleri üzerindeki etkilerine yönelik simülasyonlarında, bunu genellikle (1) hem piyasa katılımcıları hem de sıradan vatandaşların kılavuzu duyduğu ve anladığı, (2) yalnızca piyasa katılımcılarının -aktif olarak yatırım yapan veya finansal varlıklarla al sat yapan insanlar- anladığı olmak üzere, iki alternatif varsayım üzerinden yapıyor.²⁶ Kılavuzun muhtemel etkilerine yönelik sağduyulu değerlendirmeler, yalnızca piyasa katılımcılarının sözle yönlendirmeye ilgilendiği simülasyonlara ağırlık veriyor.

Merkez bankacıları uzun bir süredir, geleceğe ilişkin politika beklentilerinin önemli olduğunun farkında; ancak, 1990'lardan önce Fed yetkilileri nadiren bu beklentileri etkilemeye çabalıyordu.²⁷ FOMC Greenspan döneminde, ilk başta yalnızca faiz oranlarını değiştirdiğinde toplantı sonrası açıklamalar yayınlamaya başladı. Bu açıklamalara zaman içinde politika yapımcıların hangi tarafa eğildiğine dair ipucu veren bir dil ekledi. Greenspan dönemindeki sözle yönlendirme nitel ve genellikle dolaylıydı ama yine de piyasa beklentilerini ve finansal koşulları önemli ölçüde etkilediği anlaşıldı. Refet Gürkaynak, Brian Sack ve Eric Swanson'ın 2005 tarihli bir makalesi, 1990'dan 2004'e, FOMC açıklamaları ve diğer Fed iletişimlerinin bir sonucu olarak beş ve on yıllık Hazine tahvili getirilerindeki değişimlerin dörtte üçünden fazlasının, fonlama oranındaki beklenmedik değişimlerden değil, fonlama oranının *gelecek gidişatına* ilişkin yeni kılavuzdan (üstü açık veya kapalı) kaynaklandığını tahmin ediyor.²⁸ Daha önce de gördüğümüz üzere, FOMC'nin sözle yönlendirmeye olan güveni, etkin alt sınırın politika yapımcıların kısa vadeli faiz indirimleri yoluyla ekonomiyi hareketlendirme becerisini kısıtladığı 2008'den sonra büyük ölçüde arttı.

Öngörülere Karşı Vaatler

Uygulamada, merkez bankası kılavuzu çeşitli boyutlar alır. Chicago Fed Başkanı Charles Evans ve Chicago Fed ekonomistleri Jeffrey Campbell, Jones Fischer ve Alejandro Justiniano 2021 tarihli bir makalede Delphic ve Odyssean yönlendirmeleri arasında kullanışlı bir ayrım sunuyor. *Delphic* yönlendirme (Delfi'deki Apollo Tapınağı kehanetleri) yalnızca bilgilendirmeyi, halkın ve piyasaların politika yapımcıların ekonomik görünüm ve geçici politika planlarını daha iyi anlamasını amaçlar. Kısaca Delphic yönlendirme herhangi bir eyleme yönelik bir vaat veya taahhüt değil, merkez bankası tarafından (veya belki de tek bir politika yapıcı tarafından) yapılan bir ekonomik ve politik öngörüdür. Bunun aksine Odysseus'un deniz kızlarının cazibesine kapılmamak için kendisini gemi direğine bağlaması gibi, *Odyssean* yönlendirme politika yapımcıların politikayı gelecekte belirli bir yönde yöneteceğine ilişkin bir *taahhüt* vererek veya en azından bir tercih yaparak politika yapımcıları mecazi bir gemi direğine bağlar.

Delphic yönlendirme faiz oranları etkin alt sınır tarafından kısıtlansın veya kısıtlanmasın, herhangi bir dönemde kullanışlı olabilir. Gerçekten de 1990'lardan bu yana daha iyi bir Delphic yönlendirme sunma arzusu, merkez bankası şeffaflığına yönelik küresel eğilimi oldukça destekledi. Delphic yönlendirmenin arkasındaki temel mantık; daha fazla açıklık piyasalar için politika yapımcıların ekonomik görünümdeki değişikliklere nasıl tepki vereceğini öngörmelerini kolaylaştırmalı, böylece belirsizliği azaltıp politika yapımcıların finansal ve ekonomik koşulları etkileme becerisini güçlendirmelerinden geliyor. Örneğin, toplantı sonrası açıklamaları veya toplantı tutanakları FOMC'nin ekonomi hakkında beklenenden daha karamsar olduğunu ima ederse, piyasalar politikanın en azından bir süreliğine gevşetileceği sonucunu çıkarabilir. Diğer merkez bankaları tarafından yayınlanan benzer tahminler ve raporlar gibi, Fed'in Ekonomik Tahminler Özeti politika yapımcıların ekonomik ve politika görünümlerini karşıya iletmek için kullanılan kanallardan biridir. Bu yönlendirme türleri Delphic yönlendirme kapsamına girer. Yani yalnızca merkez bankasının geleceğe yönelik en iyi tahminlerini yansıtırlar ancak herhangi bir söz veya taahhüt içermezler.

Delphic yönlendirme yalnızca bir öngörü olduğu için ekonomik görünüme ilişkin yeni veriler veya diğer bilgiler açıklandıkça eşzamanlı olarak değişmelidir. FOMC katılımcılarının SEP'te yer alan fonlama oranına yönelik tahminleri veya grafikteki noktaların bireysel tahminleri gösterdiği

dot-plot, Delphic yönlendirmenin daha önce de aldığımız bazen tartışmalı olabilen bir örneği. FOMC katılımcıları toplantı öncesi tahminlerini bağımsız olarak sunar, bu yüzden dot plot, bireysel katılımcıların görünümüne ilişkin değerlendirmeleri ve bireysel politika tercihleriyle para politikasının gelecek birkaç yılda nasıl değişeceğinin bir özetidir. Eleştirmenler dot plot'un bazen bir politika taahhüdünü yansıttığı yorumunu yapar, ancak bu doğru değil. FOMC'nin faiz oranı tahminleri güncel ekonomik görünümüne bağlıdır ve politika öngörülerinde olması gerektiği gibi görünüm değişince tahminler de değişir. Yani dot plot'un Komite'nin bir bütün olarak değil bireysel katılımcıların görüşlerini yansıttığı fikrini de bir kenara koysak bile, dot plot Odyssean (bir söz veya taahhüt) değil, Delphic (değişime tabii bir öngörü) yönlendirmedir. Daha genel bir anlamda, Delphic yönlendirmesi politika yapıcılarının kendi ekonomi analizlerinin altında yatan faktörleri göstermeyi amaçlar ve piyasa katılımcılarını ve diğerlerini merkez bankası ile beraber düşünmeye davet eder.*

Odyssean yönlendirme politikayı belirli bir şekilde yönetmeye ilişkin bir taahhüt veya en azından ciddi bir niyet belirtisi olduğu için, belirsiz değil de açık ve doğrulanabilir olursa daha çok etkide bulunabilir. FOMC'nin küresel finans krizinden sonraki sözle yönlendirmesi "daha uzun bir süre" gibi ifadeler barındırıyordu ve niteldi. Belirsizlik, birçok kişi FOMC'nin faizleri çoğu Komite üyesinin düşündüğünün aksine daha yakın bir zamanda yükseltmesini beklediği için yönlendirmenin etkisini azalttı. Neticede, FOMC aşırı şahin beklentilere, faizleri belirli bir zamana (zamana dayalı yönlendirme) veya takiben işsizlik oranı belirli bir düzeye inene (koşula dayalı yönlendirme) kadar yükseltmeyeceğine dair bir taahhüt içeren, daha kesin ve güçlü Odyssean yönlendirme ile yanıt verdi. Daha güçlü bu yönlendirme, piyasanın politika beklentileri ve bunun sonucunda finansal koşullar üzerinde arzu edilen etkiyi yarattı. Profesyonel tahminciler Fed'in bu daha açık yönlendirmesine, Komite'nin faiz artışı yapacağı beklentileriyle işsizlik oranında sürekli daha düşük öngörüler yaparak tepki verdi. Bu da daha büyük politika sabrı mesajının karşıya ulaştığı anlamına geliyordu.³⁰

* Dot plot'un kullanışlı olup olmadığı tartışması, FOMC katılımcılarının -Komite tam kadroyken on dokuz kişi- sık sık ekonomik ve politika görünümüne ilişkin kişisel görüşlerini belirttikleri konuşmalar yapmalarının, Fed'in vermek istediği mesaja zarar mı verdiği yoksa desteklediği mi sorusuna paralellik gösteriyor. Görüş çeşitliliği Komite yönlendirmesini zaman zaman bulanıklaştırsa da neticede birden fazla sesin halkın süregelen tartışmaların nüanslarını daha iyi anlamasına yardımcı olduğunu ve bir dizi görüşün değerlendirildiği güvenliğini verdiğini düşünüyorum.

FOMC'nin pandemi dönemindeki sözle yönlendirmesi, daha güçlü ve sıklıkla daha açık bir yönlendirme eğilimini sürdürdü. Eylül 2020'den itibaren Komite, "iş gücü piyasası koşulları Komite'nin tam istihdam ve enflasyonun yüzde 2'ye ulaşma şartı ve bir süre yüzde 2'nin üzerinde hareket etmesi değerlendirmeleriyle tutarlı olacak düzeylere ulaşana kadar" fonlama oranını sıfırın üzerine çıkarmayacağını açıkladı. Komite'nin SEP'teki bireysel işsizlik oranı ve enflasyon tahminleri ile politika yapıcılarının yaptıkları konuşmalar ve verdikleri ifadelerle desteklenen bu yönlendirme, faizlerin hangi şartlar altında yükseleceği ve sonrasında nasıl hareket edeceklerine ilişkin önemli bilgiler sağladı.³¹ İlk bulgular Fed iletişiminin, Ağustos 2020'de açıklanan daha kapsamlı politika çerçevesiyle birlikte, istenen etkileri yarattığını gösteriyor. Örneğin, yeni yönlendirme sonrası Fed anketleri ana trader'lar ve piyasa katılımcılarının, FOMC faizleri etkin alt sınırın üzerine yükselttiğinde çok daha yüksek bir enflasyon ve çok daha düşük bir işsizlik oranı öngördüklerini ortaya koydu.³² Bu durum, o dönemde piyasalar faizlerin birkaç yıl daha düşük tutulacağını beklediği için sözle yönlendirmenin gelecekteki politika beklentilerini de etkileyebileceği savını doğruladı.*

FOMC Eylül 2020'de fonlama oranı planlarına ilişkin detaylar sunsa da diğer konular hakkında belirsizliğini koruyordu. En önemlisi de Komite "ılımlı" ve "bir süre" ifadelerini tanımlamayı reddediyordu, bu da yüksek enflasyon beklentilerinin boyutu ve süresini gelecek politika yapıcılarının takdirine bırakıyordu. Ayrıca Komite, varlık satın alımlarına yönlendirme eklediği Aralık 2020'de, bu satın alımların -QE3'ü hatırlatan bir şekilde- hedeflerinde pek açık olmayan bir kriter olarak, "önemli ilerleme" elde edilmesine bağlı olacağını söyledi. Bu belirsizlikler, Odyssean yönlendirmede görülen birçok değiş tokuş örneğinden birini yansıtıyor. Bir tarafta, piyasalara oldukça belirli bir taahhüt veriliyor ve açıkça belli edilen bir niyetin ihlali kolayca görülebildiği için bu durum politika yapıcılarının verdikleri taahhüdü yerine getirmemelerini zorlaştırıyor. Diğer tarafta, belirsiz bir dünyada politika yapıcılar anlaşılır bir şekilde beklenmeyen veya olağan dışı durumlara tepki verme becerilerini terk etmeye gönüllü yaklaşmıyor. Bu yüzden Odyssean yönlendirmesi sıklıkla cayma koşulları barındırıyor. Örneğin, FOMC'nin Eylül 2020 açıklaması, "Komite'nin hedeflerine ulaşmasını geciktirecek

* Bu kitap yazılırken, politika Ağustos 2020'de beklenenden daha yakın bir zamanda sıkılaşacak gibi görünüyordu. Bu koşula dayalı olan ve gelecekteki politikaları ekonomik gelişmelere bağlayan yönlendirme ile tutarsız değil.

riskler ortaya çıkarsa” -muhtemelen aşırı borç birikimi gibi finansal istikrar risklerine bir referans yapılıyor- veya QE3’ün ne kadar süreceğine karar verirken Komite’nin programın “muhtemel etkisi ve maliyetlerini” hesaba katacağını belirten 2012 tarihli hükmüne bağlı olarak politikayı değiştirmeye hazır olduğunu belirtmişti. Merkez bankacıları, taahhüt ve esneklik arasındaki değiş tokuşu dengelemeyi öğrenmeye devam ediyor.

Genel olarak bakıldığında, Fed’in finansal krizden bu yana edindiği tecrübe merkez bankalarının, iletişimi bir politika aracı olarak daha iyi kullanmayı öğrenmeye devam ettiğini gösteriyor. Finansal kriz sonrası dönemde en güçlü merkez bankası sinyali kuşkusuz Mario Draghi’nin Euro’yu kurtarmak için Temmuz 2012’de verdiği “ne gerekiyorsa yapılacak” sözüydü; ancak, Avrupa Merkez Bankası ve diğer yabancı merkez bankaları, daha geleneksel bir yönlendirmeden de kapsamlı bir şekilde yararlandı. ECB, resmî yönlendirmesini Temmuz 2013’te -Fed’in önceki “uzun bir süre” dilini hatırlatan bir açıklamayla- ana faiz oranlarının “bir süre daha boyunca mevcut düzeylerinde veya daha düşük düzeylerde” kalmasını beklediğini söyleyerek yürürlüğe soktu.³³ Bu başlangıçtan itibaren, ECB’nin yönlendirmesi daha detaylı bir hâle geldi ve ECB Yönetim Konseyi’nin çeşitli politika oranı beklentilerinin yanı sıra varlık satın alımları, vadesi dolan tahvillerin yeniden satın alınması, özel banka kredileri programları ve politika araçları arasındaki ilişkileri de içermeye başladı.

Kriz öncesi dönemde sözle yönlendirmenin öncüsü konumundaki Japonya Merkez Bankası da faiz oranlarını uzun bir süre boyunca düşük tutma taahhüdü ve yüzde 2’lik enflasyon beklentisini aşma sözü de dâhil olmak üzere, son yıllarda yönlendirmelere daha çok bel bağlamaya başladı. İngiltere Merkez Bankası, Kanada Merkez Bankası ve diğer büyük merkez bankaları da aktif olarak daha açık ve daha Odyssean yönlendirmeler kullanıyor. Yabancı merkez bankalarına ilişkin ampirik çalışmalar merkez bankası dilinin hem piyasa belirsizliğini azaltabileceğini hem de etkin alt sınır kısıtlamalarına rağmen ekonomiyi canlandırabileceğini gösteriyor.³⁴ Biraz abartı olsa da sık sık para politikasının yüzde 98 laf, yüzde 2 eylem olduğunu söylerim. Kuşkusuz, iyi iletişimin politika yapımını daha etkili kıldığı savı, merkez bankaları için son on yıllarda edinilen en önemli derslerden biri.

Yönlendirmenin Güvenilirliği

Ekonomiyi hareketlendirmede etkili olabilmesi için Odyssean yönlendirme, politika yapıcılarının faizleri piyasa katılımcılarının önceki beklentilerine göre daha uzun bir süre düşük tutmayı planladığı sinyali vermesi gerekir. Örneğin, eğer piyasalar faizlerin iki yıl boyunca sıfırda kalacağını görürse, politika yapıcılarının faizleri bir yıl daha sıfırda tutacağı taahhüdünü finansal koşulları gevşetmez, hatta muhtemelen sıkılaştırır.

Odyssean yönlendirmenin etkili olabilmesi için merkez bankalarının çok uzak gelecekteki eylemlere taahhütte bulunmasını gerektirmesi, bu taahhütlerin güvenilirliği sorununu sahneye taşıyor. Birkaç yıllık bir süreçte ekonomik şartlar değişebilir ve politika yapıcılar, önceki sözlerinden cayması için teşvik edilir. Veya görev süreleri sona erdiği için ve yenileri atandığı için politika yapıcılarının kendileri de değişebilir. Eğer piyasa katılımcıları merkez bankası taahhütlerinin yerine getirilmesi konusunda kuşkuluysa -eğer Odyssean yönlendirme güvenilir değilse- o zaman arzu edilen etkiler görülmeyebilir.

Merkez bankaları yönlendirmelerinin daha güvenilir olması için ne yapabilir? Vazgeçtikleri kolayca anlaşılan açık ve doğrulanabilir taahhütlerin yardımcı olabileceğini gördük. Ama günlük hayatta taahhütlerin güvenilirliğini, kullandıkları ifadelerden ziyade bu taahhütlerde bulunanların itibarlarına göre ölçeriz. Aynı ilke merkez bankalarının verdiği sözler için de geçerli. Merkez bankası güvenilirliği kısmen kişisel itibarlar ve kilit politika yapıcılarının iletişim becerilerine dayanır ancak politika yapıcılar kendilerini veya haleflerini geri dönülemez bir şekilde belirli taahhütlere bağlayamadığı için kurumsal itibar da önemlidir. Kurumsal itibar endişeleri, politika yapıcılarının, selefleri tarafından belirlenmiş olsalar da verilen taahhütleri yerine getirmeleri için bir sebeptir. Bunu yaparak taahhütleri yerine getirdikleri için merkez bankasının itibarını ve gelecekte güvenilir sözler verme becerisini koruduklarını bilirler.³⁵

Açık bir yönlendirme ve verilen sözlerin istikrarlı bir şekilde yerine getirilmesinin yanında bir merkez bankasının güvenilirliğini belirlemeye iki faktör daha yardımcı olur: Bir, açık veya kapalı, kuruluş içinde kapsamlı bir mutabakatın olduğunu gösteren ve merkez bankasının yaklaşımını yönlendiren ilkeleri açıklayan geniş bir politika çerçevesine sahip olmak. Bir çerçeve bireysel yönlendirme dönemlerini daha kapsamlı bir bağlama

oturtur, piyasaların belirli yönlendirmelerin arkasındaki mantığı anlamalarına yardımcı olur ve politika yapıcılarının sözlerinden dönmelerinin yol açacağı maliyetleri artırır. Enflasyon hedeflemesi ve benzer çerçevelerin, politika yapıcılara addettiği “kısıtlı sağduyu” örneğini düşünün. Powell Fed’inin 2020’de oybirliğiyle esnek ortalama enflasyon hedeflemesini benimsemesi, FOMC’nin Komite lideri değişse bile bu kapsamlı yaklaşımı izlemeye devam edeceğini ima eder.

İki, kısa süreli siyasi baskılardan ortaya çıkan merkez bankası bağımsızlığı, güvenilirliği güçlendirir. Taraflı politika yapıcıları için, olağan seçimler ve siyasi güvendedeki dalgalanmalar karşısında üç veya dört yıl sonrasına ilişkin politikalar hakkında güvenilir sözler vermek imkânsız olmasa da çok zordur. Hatta siyasi rakipleri tarafından verilen taahhütleri yerine getirmemek için sebepleri de vardı. Politika yapıcıların uzun görev süreleri ve güçlü tarafsızlık ortamı gibi Fed bağımsızlığını teşvik eden faktörler ayrıca, uzun yıllar sonrası için verilenler de dâhil olmak üzere, taahhütlerin güvenilirliğini de artırır.

Bu bölümde QE ve sözle yönlendirmeyi ayrı ayrı ele aldık ama tecrübeler bu ikisinin birbiriyle sarmaş dolaş olduğunu gösteriyor. Bir tarafa, QE kısmen politika oranlarının olası gidişatına ilişkin sinyaller vererek çalışır (sinyal kanalı). Merkez bankaları, örneğin varlık satın alımları sonlanana kadar faiz artırmayacaklarını sözünü vererek, QE ve faizler arasındaki bağlantıyı açıkça ortaya koyuyor. Diğer tarafta, politika yapıcılar gelecek QE programlarına yönelik yönlendirmeler yapabilir veya varlık alımlarının gidişatını faiz oranlarının düzeyiyle bağdaştırabilir. Örneğin, FOMC Haziran 2017’de Fed’in bilançosunu, ancak federal fonlama oranı “yoldan çekildikten uzun bir süre sonra” düşürmeye başlayacağını söylemişti. QE ve sözle yönlendirme birbirine sıkı sıkıya bağlı olduğu için varlık fiyatları üzerindeki etkilerini ayırmak pek doğru olmaz. Ancak birlikte ele alındıklarında, bu araçlar para politikacılarına kısa vadeli faiz oranı indirimleri yapılamadığında değerli bir cephane sağlar.

FED'İN ARAÇLARI YETERLİ Mİ?

Merkez bankacıları QE ve sözle yönlendirmenin etkin alt sınırdaki finansal koşulları gevşetebileceği konusunda kendilerine daha fazla güvence de bazı kritik sorular tartışma konusu olmaya devam ediyor. Bir, bu araçlar faizleri daha düşük bir düzeye indirip başka hiçbir eylem almama alternatifiyle karşılaştırılınca, politika yapıcıların daha iyi istihdam ve enflasyon sonuçlarına ulaşmalarına yardımcı olabilir mi? Diğer bir deyişle, bu ekstra araçlar etkin alt sınırın para politikası üzerindeki kısıtlamalarını telafi edebilir mi? İki, olası yan etkiler de dikkate alınınca, bu araçlar maliyet/fayda testinden geçiyor mu? Veya bu araçların maliyetleri ve riskleri faydalarını kısıtlıyor mu?

QE VE SÖZLE YÖNLENDİRMENİN EKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Araştırmacıların QE ve sözle yönlendirmenin ekonomik faydalarını değerlendirme yöntemlerinden biri (kabul edilebilir şekilde kısıtlı) geçmiş tecrübelerle bakmaktır. ABD ve bu araçların aktif olarak kullanıldığı diğer ülkelerde ekonomik performans daha iyi miydi?

QE, Sözle Yönlendirme ve Büyük Durgunluk

Pandemi resesyonu toparlanması sürerken, şimdiye kadarki çoğu çalışmada Fed ve diğer merkez bankalarının ilk kez geniş kapsamlı QE ve giderek

daha açık bir sözle yönlendirme kullandıkları Büyük Durgunluk ve takiben gelen toparlanma sürecine odaklandı.

Bu araçların kullanımına rağmen, bildiğimiz üzere resesyon oldukça sert ve toparlanma süreci de oldukça yavaştı ve çoğu kez enflasyon merkez bankası hedeflerinin oldukça altında seyretti. Diğer taraftan, etkin alt sınırın bir problem olmadığı kriz öncesi dönemde bile para politikası asla resesyonlardan kaçınamamış, yalnızca hafifletmiş ve toparlanmayı hızlandırmıştı. Dahası, para politikası Büyük Resesyon'dan sonraki genişleme hızının belirleyici faktörlerinden yalnızca birisiydi. ABD'de emlak balonunun patlamasının yeni inşaatlar üzerindeki olumsuz etkileri, Avrupa borç krizinin ABD ticaret ve finans piyasaları üzerindeki etkileri, 2009 mali paketinin açıklanması sonrası kemer sıkma politikaları ve yavaşlayan verimlilik büyümesi de dâhil olmak üzere, ağır ekonomik toparlanmaya katkıda bulunan birçok faktör vardı. Pek hızlı olmasa da toparlanma alışılmadık bir şekilde sürdürülebilir olmuş, sonunda ABD tarihindeki en uzun süreli toparlanma unvanını kazanmıştı. Bu karmaşık geçmiş göz önüne alınınca geriye tek bir soru kalıyor: Yeni araçların ne kadar yardımı dokundu?

Şaşılmayacak bir şekilde, ekonomistler bu konuda fikir ayrılığında. Bazı çalışmalar QE ve sözle yönlendirmenin finansal kriz sonrasında etkin alt sınır kısıtlamalarının gözle görülür şekilde üstesinden geldiğini ima ediyor. Bu araştırmaya göre para politikası, etkin alt sınıra rağmen Büyük Resesyon'dan sonra iş gücü ve sermayenin yeniden işlevsel hâle getirilmesi kadar etkili oldu. John Fernald, Robert Hall, James Stock ve Mark Watson, 2017'de Brookings Institution'a sundukları bir makalede, ekonomik toparlanmadaki yavaşlığın ağırlıklı olarak azalan verimlilik büyümesi ve iş gücü katılımında baby boomer neslinin yaşlanmasıyla görülen düşüşlerle açıklanabileceğini gösteriyor.¹ Bu eğilimlerin her ikisi de krizden önce görülüyordu. Yazarlar ayrıca, -potansiyel büyümeye göre para politikasından daha çok etkilenen- işsizlik oranı gibi kaynak kullanımı göstergelerinin de normal bir hızla toparlandığını belirtiyor. Büyük Resesyon toparlanmasında görülen hız, tarihsel olarak olağan dışı değilse, şokun boyutu ve ekonominin altında yatan büyüme potansiyeli göz önüne alındığında belki de ek araçlar da dâhil olmak üzere para politikası etkin alt sınır tarafından o kadar da kısıtlanmıyordu.

Ancak kriz sonrası verilen tepkilere yönelik birçok değerlendirme daha karmaşık sonuçlara varıyor. Bunun örneklerinden biri de Federal Reserve

Kurulu üyeleri Eric Engen, Thomas Laubach ve David Reifschneider'in 2015 tarihli bir makalesi.² Kurul'un FRB/US olarak da bilinen ABD ekonomisinin ana öngörü modelini kullanarak Fed'in kriz sonrası politikalarının ekonomik etkilerinin simülasyonunu oluşturdular. FRB/US gibi detaylı bir ekonomik model, araştırmacıların mali politika ve yabancı ekonomilerdeki gelişmeler gibi diğer faktörleri de kontrol etmesine izin verir. Bu ekip, bir arada değerlendirildiğinde, QE ve sözle yönlendirmenin finansal koşulları gevşettiği ancak 2011'den önce ekonomik toparlanma hızına (yalnızca faiz indirimleriyle elde edilenin ötesinden) kayda değer bir desteği olmadığı sonucuna vardı. Engen ve diğerleri 2009 ve 2010'da yeni araçların kısıtlı ekonomik faydalarının üç sebebi olduğuna işaret etti: Fed'in ilk sözle yönlendirmesi, piyasaları faizlerin uzun bir süre daha düşük kalacağına ikna etmede etkili olmadı; QE etkileri, ancak Fed'in tahvil varlıkları büyüdükçe ve yatırımcılar daha fazla varlık satın alımı yapılacağını beklemeye başladıkça kademeli olarak arttı ve en önemlisi, -geleneksel veya modern- para politikasının tam etkisini göstermesi hep zaman alır.

Bu yazarlar, 2011'e gelindiğinde yeni araçların ekonomik toparlanma hızını gözle görülür derecede etkilemeye başladığını fark etti. Yeni araçlar, Fed'in QE ve sözle yönlendirme kullanmak yerine faiz oranlarını indirmesi durumunda görülecek işsizlik oranının 1,25 puan altında ve enflasyon oranının yarım puan daha üstünde düzeyler görülmesine yol açtı. Bu etkiler gecikmeli olsa da oldukça önemli. Örneğin Fed'in FRB/US modeli, federal fonlama oranında 1 puanlık bir düşüşün işsizlik oranını çeyrek puan veya yeni politika araçlarının tahmin edilen etkisine göre yarım puan kadar düşüreceğini öngörüyordu.³

Bu iki makale hem ABD hem de diğer ülkelerde Büyük Resesyon sonrası ekonomik toparlanmayı inceleyen birçok çalışmadan yalnızca birkaçı. Bu araştırmalardan, FOMC'nin stratejik değerlendirmesi kapsamında, 2020 tarihli Fed raporunda da yer verilen iki sonuç çıkardım.⁴ Bir, olumlu açıdan bakıldığında küresel finans krizi sonrası uygulanan QE ve sözle yönlendirme, faizlerin sıfıra indirildiği ancak başka bir eylemin alınmadığı farazi senaryoyla karşılaştırıldığında oldukça anlamlı ve daha iyi ekonomik sonuçlar üretti. Fed'in yeni politika araçları harcamaları ve işe alımları canlandırmakla kalmadı ayrıca güveni, risk almayı ve kredi akışlarını da güçlendirdi. Yapılan uluslararası karşılaştırmalar da başta ABD ve İngiltere gibi yeni araçları erken ve proaktif bir şekilde kullanan ülkelerin, daha güçlü ve sürdürülebilir

ekonomik toparlanmalar deneyimlediklerini ve enflasyon hedeflerine yaklaştıklarını gösteriyor.

İki, yeni araçların etkin alt sınır kısıtlamalarını tam olarak telafi etmek maalesef pek mümkün görünmüyor. Bu, QE ve sözle yönlendirmenin kısmen doğasında var olan kısıtlamaların yanı sıra bu iki aracı kullanım şeklimizde de görülüyor. Fed'de ilk başlarda, özellikle QE konusunda oldukça dikkatli davrandık. Yeni araçlarımızın etkili olacağından emin değildik, olası maliyet ve riskleri sebebiyle endişeliydik ve özellikle en başlarda ekonomik görünüm konusunda oldukça tereddütlüydük. Zaman içinde yeni araçları daha iyi anladıkça ve ekonomiye destek olmak için daha fazlasını yapabileceğimizi (ve yapmamız gerektiğini) anladıkça, QE ve sözle yönlendirmeyi daha güçlü ve daha etkili bir şekilde uyguladık.

Bu gözlemler Büyük Resesyon sonrası ekonomik toparlanmanın ilk aşamalarının olması gerekenden daha zayıf olduğunu ima etse de edinilen tecrübenin faydalarıyla yeni politika araçlarının düşünülenden çok daha etkili olduğunu gösteriyor. Fed, edindiği dersleri, 2020 pandemi resesyonunda uygulama şansına sahip olmuştur.

Pandemide Yeni Para Politikası Araçları

Pandemi birdenbire geldi ve oldukça iyi bir performans gösteren ekonomiyi rayından çıkardı. Powell Fed'i Mart 2020'de finansal piyasalardaki karmaşaya Hazine ve ipotek kredisi destekli tahvillerin son kredi makamı olarak, yabancı merkez bankalarıyla swap hatları oluşturarak ve kilit finansal piyasalar ve kuruluşlara likidite sağlamak için 2008 krizi öncesi programları yeniden başlatarak yanıt verdi. Kongre'den aldığı destekle de şirketlere, belediyelere ve orta ölçekli şirketlere kredi akışını desteklemek için 13/3 acil durum otoritesini kullandı.

Ekonominin aldığı darbeleri hafifletmek için para politikacıları QE ve sözle yönlendirme kullandı ancak bu araçları finansal krize göre çok daha hızlı ve çok daha güçlü bir şekilde uyguladı. Mart ayında fonlama oranını neredeyse sıfıra indiren FOMC büyük miktarlarda Hazine tahvilleri (yalnızca uzun vadeli değil, tüm vadelerde) ve GSE'lerin ihraç ettiği ipotek kredisi destekli tahvilleri satın almaya başladı. Aralık 2020'de tahvil satın alımlarının politika hedefleri kapsamında "önemli derecede iyileşme" görülene kadar devam edeceğine söz verdi. Özellikle Ağustos ayında esnek ortalama

enflasyon hedefleme çerçevesinin duyurulmasının ardından giderek daha da ayrıntılı bir hâle gelen sözle yönlendirmeye FOMC, piyasaları fonlama oranının yakın gelecekte sıfır düzeyinde kalmaya devam edeceği konusunda ikna etti. Powell, pandeminin ilk günlerinde düzenlediği bir basın toplantısında FOMC'nin "faizleri yükseltmeyi aklından bile geçirmediğini" söyledi.⁵ Muhtemelen Fed'in eylemleri ve yönlendirmesini yansıtır bir şekilde, pandemiden önce yüzde 2'nin biraz altında olan on yıllık Hazine tahvilleri getirisi 2020'nin geri kalanı boyunca yüzde 1'in oldukça altında seyretmeye devam etti. Aşılmanın giderek hızlanması ve güçlü mali eylemlerin büyüme ve enflasyon beklentilerini artırmasıyla getiriler 2021'de yeniden yükseldi.

Fed'in politika eylemleri ekonominin daha hızlı bir şekilde toparlanmasına yardımcı oldu mu? Bu konuda yapılacak herhangi bir değerlendirme pandeminin benzersiz doğası sebebiyle oldukça karmaşık olacaktır. Bilhassa FOMC üyeleri, birçok kişinin çalışmayı veya harcama yapmayı bırakma kararının faiz oranlarıyla bir ilgisi olmadığı, aksine yetkililerin virüsün yayılması endişeleriyle uyguladığı kapanmaları yansıttığı göz önüne alındığında, finansal koşulları gevşetmenin işe yarayıp yaramayacağı sorusuyla karşı karşıyaydı. Ve aşılamanın başlamasına rağmen dengesiz yeniden açılma süreci, yeni enfeksiyon dalgası, tedarik zincirlerindeki karmaşa ve işe geri dönmeye yönelik hissedilen tereddüt büyümeyi yavaşlattığı ve enflasyonu hararetlendirdiği için hem para politikalarını hem de mali politikaları oldukça karmaşıktırdı.

Yine de ilk bulgular para politikası yanıtının ekonomiyi yeniden ayağa kaldırmada yardımcı olduğunu gösteriyor. Özellikle henüz ufukta aşının görünmediği 2020'nin ikinci yarısındaki ekonomik toparlanma beklenenden oldukça hızlıydı. FOMC kısa süreli finansal paniğin görüldüğü mart ayında herhangi bir ekonomik öngöründe bulunmadı ama haziranda, reel büyümenin yıllık bazda (2019'un son çeyreğinden 2020'nin son çeyreğine) yüzde -6,5, işsizlik oranının da yüzde 9,3 dolayında seyretmesini beklediğini açıkladı. Kongre Bütçe Ofisi de Temmuz ayı başında benzer tahminlerde bulundu: 2020 ekonomik büyümesi için yüzde -5,9 ve dördüncü çeyrek işsizlik oranı için yüzde 10,5.⁶ Mart ayında yürürlüğe giren CARES Yasası'nın öngörülen etkilerini açıklayan bu tahminler önceki tahminlere yakındı.

Ekonomi, tahminlerden çok daha iyi bir performans gösterdi. Sonbahar ve kış dönemlerinde vakalarda ve hastane yatma oranındaki ciddi artışa ve

yılın son günlerine kadar herhangi bir mali eylem alınmamasına rağmen, reel GSYH 2020 boyunca yalnızca yüzde 2,5 geriledi -beklentilere göre 4 puan daha iyi- ve işsizlik oranı son çeyrekte yüzde 7'nin altına indi. Tabii bunlar hâlâ zayıf rakamlardı ve gerileyen işsizlik oranı kısmen daha az insanın aktif olarak iş aramasını yansıtıyordu. Ama tahminlere ilişkin performans ümit vericiydi ve ABD'deki ekonomik toparlanma hızı diğer birçok gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmanın önüne geçti. Enflasyon 2020'de düştü (kişisel tüketim harcamaları fiyatları ölçümüyle 2019'daki yüzde 1,6 düzeyinden 2020'de yüzde 1,3'e indi) ama enflasyon beklentileri yüzde 2'lik hedef orana yakın seyretmeye devam etti.

2020'de beklentilerin üzerinde gelen ekonomik performans Amerikalıların işe ve okula geri dönme konusundaki sabırsızlığı ve muhtemelen CARES Yasası'nın sağladığı beklentilerin üzerinde faydalar gibi birkaç faktörü yansıtıyordu. Ancak para politikasının etkisi de açıkça görülebiliyor. Ekonomik toparlanma, başta otuz yıllık ipotek kredisi oranlarının 2020 sonunda yüzde 2,7'ye düşmesinden faydalanan konut sektörü olmak üzere, faiz oranlarına duyarlı sektörlerdeki güçlü kazanımlarla ilerledi. Diğer faiz oranlarına duyarlı sektörler de hızla toparlandı ve birçoğu pandemi öncesi faaliyet düzeylerini aştı. Bu sektörler arasında imalat, ticaret (dolar yılın ikinci yarısı boyunca istikrarlı bir şekilde düştü), iş sermaye harcamaları ve dayanıklı tüketici malları yer alıyordu. Faiz oranına duyarlı sektörlerdeki güçlenme, özellikle eğlence ve konaklama gibi birebir bağlantılara dayanan hizmet sektöründeki süregelen zayıflığı telafi etti.

Parasal gevşeme (mali eylemlerle birlikte) ayrıca özel kredi piyasalarını yeniden canlandırmaya ve finansal stresi azaltmaya da yardımcı oldu. Örneğin kurumsal iflaslar ve değerlendirmelerdeki gerilemeler beklenildiği kadar şiddetli olmadı.⁷ Tüm kredi adaylarının krediye daha kolay bir erişim sağlaması büyüme ve istihdamı da destekledi. Buna ek olarak hisse ve diğer varlıkların fiyatları, piyasalarda görülen ilk düşüşün ardından tamamen toparlandı ve hane halkları ve şirketlerin bilançolarını güçlendirerek harcama yapmaya teşvik etti.

Üretim ve istihdamdaki güçlü büyüme, yeni mali girişimler sayesinde, ayrıca süregelen gevşek para politikalarıyla desteklenerek 2021'de de devam etti. Ancak gördüğümüz üzere, arz tarafındaki kısıtlamalar (küresel bilgisayar çipi kıtlığı ve nakliye kapasitesi gibi) ve devam eden hastalık korkusu

(virüsün yeni Delta varyantı da dâhil) enflasyonun fırlamasına ve yılın ikinci yarısındaki ekonomik görünüme yönelik belirsizliğin artmasına katkıda bulundu. Önceki yönlendirmesinin ardından FOMC, tahvil satın alımlarında bir düşüşle başlayarak ancak fonlama oranını sıfıra yakın düzeylerde bırakarak, politika desteğini çekmeye başlayacağını açıkladı. Komite'nin karşılaştığı zorluk, arz şoklarının yol açtığı enflasyonun iş gücü piyasasında devam eden toparlanmaya zarar vermemesini ve kalıcı olmamasını sağlamaktı.

2020 ortalarında başlayan ve 2021 boyunca devam eden bu güçlü toparlanmanın kaynaklarını belirlemek için daha fazla zaman ve araştırma gerekecek. Ancak genel olarak bakıldığında, pandemi resesyonu ve toparlanması krize girildiğinde Fed'in fonlama oranını düşürmek için yalnızca dar bir alanı olmasına rağmen para politikasının cephane eksikliği çekmediği görüşünü destekliyor.⁸

POLİTİKA ALANININ BELİRLENMESİNDE NÖTR FAİZ ORANININ ROLÜ

Tarihi perspektif değerlidir ama peki ya gelecek? Pandemi resesyonu toparlanması sonrası, -kısa vadeli faiz oranı indirimleri, QE, sözle yönlendirme ve potansiyel diğer araçları içeren- 21. yüzyıl para politikaları Fed'in ve diğer merkez bankalarının hedeflerine ulaşması için ne kadar faydalı olacak? Yeni para politikası araçlarının etkinliği birçok faktöre bağlı olsa da (nominal) nötr faiz oranı R^* düzeyinin önemli bir belirleyici olduğunu gördük. Nötr faiz oranı önemlidir çünkü para politikacılarının faaliyet gösterebileceği alanı etkiler.

Örneğin nötr kısa vadeli faiz oranının yüzde 2,5 (enflasyondan arındırılmış değil, nominal veya piyasa koşullarında) olduğunu varsayalım. Bu düzey son yıllarda FOMC katılımcıları tarafından öngörülmüştü. Eğer bu düzey korunursa, tahvil risk primleri (yatırımcıların ellerindeki uzun vadeli tahviller için talep ettiği ekstra getiri) gibi bazı karmaşık faktörleri göz ardı ettiğimizde, normal zamanlarda uzun vadeli faiz oranları da ortalama olarak yüzde 2,5 olacaktır. Şimdi ekonominin bir resesyon şokuna uğradığını düşünelim. Eğer nötr politika oranı yüzde 2,5 ise, -yine normal zamanlarda- etkin alt sınırın sıfır olduğu varsayılırsa, o zaman merkez bankasının da ortalamada yüzde 2,5'lik faiz indirimi yapma alanı olur. (2020 başındaki pandemi resesyonuna bir yanıt olarak Powell Fed'i, 2019'daki 0,75 puanlık

“sigorta indirimlerinin” ardından, fonlama oranını 1,5 puan düşürmüştü.)

Finansal krizden önceki on yıllarda Fed, resesyona fonlama oranını 5 veya 6 puan düşürerek yanıt verdi. Eğer nötr faiz oranı yüzde 2,5 olursa, o zaman geleneksel kısa vadeli faiz oranı indirimleri, özellikle fonlama oranı resesyon vurduğunda nötr oranının altında seyrediyorsa tipik bir resesyona başa çıkmak için yeterli cephane sağlamaz. O zaman şu soru gündeme gelir: Fonlama oranı sıfıra indiğinde, QE ve sözle yönlendirme ile ne kadar *ek* politika alanı elde edilebilir? Bu durum, kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra indirmenin uzun vadeli faizlerin sıfıra inmesiyle sonuçlanmayacağını varsayar. Bunun sebebi ise QE ve sözle yönlendirmenin kısa vadeli faizler etkin alt sınırdarken ek teşvik sağlayabildiği bir dönemde bile uzun vadeli faiz oranlarının genellikle sıfırın üzerinde seyretmesidir.

2020 tarihli bir çalışmada bu soruya Fed’in FRB/US modelini kullanarak, ABD ekonomisinin 1970’lerden bu yana yaşadığı şoklara benzer rastgele darbeler aldığını varsayarak çeşitli simülasyonlar oluşturdum. (Büyük Resesyonu tetikleyen şoklar da dâhildi ancak çalışma pandemiden önce sonlandı.) Bu simülasyonlarda para politikasının ekonomik durgunluklar ve enflasyona tarihi olarak normal yanıtlar verdiğini ancak aynı zamanda fonlama oranı etkin alt sınırı indiğinde Fed’in Büyük Resesyon sonrası toparlanmaya göre QE ve sözle yönlendirmeyi daha güçlü kullandığını varsaydım. İkinci varsayım, proaktif ve etkin kullanımın daha etkili olduğuna yönelik artan fikir birliğiyle tutarlıydı.¹⁰ Ayrıca Fed’in sözle yönlendirmeyi, politika oranındaki gelecek değişiklikler ve varlık satın alımlarını enflasyon ve işsizliğe dayandırarak kullandığını (koşula dayalı yönlendirme) farz ettim. Modelin her simülasyonunda ekonominin Fed’in tam istihdam hedefleri ve yüzde 2’lik enflasyon hedefine ulaşma veya bu hedefleri aşma kapsamında ortalamada ne kadar iyi performans gösterdiğini ölçtüm.

Elde ettiğim ana sonuç, politika yapıcılarının uzun vadeli faiz politikalarını taahhütleriyle desteklediğinde QE’nin ek üç puan politika alanı oluşturabileceğiydi. Diğer bir deyişle, eğer nötr faiz oranı yüzde 2,5 ise güçlü bir QE ve sözle yönlendirme kullanımı Fed’e, etkin alt sınır bir problem hâline gelmeden önce tipik resesyona verdiği yanıtlara yakın bir düzeyde, geleneksel faiz oranı indirimlerine kabaca 5,5 puana denk bir para politikası gücü verebilirdi.

Üç puanlık varsayımım, QE’nin portföy dengesi ve sinyal etkileri

çalışmalarının yanı sıra FRB/US veya benzer ekonomik modeller kullanan diğer çalışmalar da dâhil olmak üzere, ampirik literatürle tutarlıydı.¹¹ Ancak QE ve sözle yönlendirme modellerinde yer alan birçok varsayım hesaba katıldığında belirsizlikten kaçınmak imkânsız bir hâle geliyor. Yeni araçların oluşturduğu politika alanının 3 puandan az olması da muhtemel ve dahası, ekonomi veya finansal piyasaların koşullarına göre de değişebilir. Bu, gelecek politika yanıtlarını planlarken tedbirli olmaya bir zemin oluşturuyor ve politika alanını artırmak için yeni yaklaşımlar benimsemeye devam etme motivasyonunu güçlendiriyor.

Öte yandan benim çalışmam da dâhil olmak üzere birçok standart QE ve sözle yönlendirme analizleri araçların toplam etkisini hafife alıyor olabilir. Örneğin, bulgular QE'nin, banka bilançolarını güçlendirdiğine ve daha fazla kredi verilmesine yol açtığına işaret ediyor. Bu, benimki de dâhil olmak üzere birçok geleneksel analizde yer almayan bir olasılık.¹² Üstelik yalın olması için benim simülasyonlarım Fed'in yalnızca Hazine tahvili satın aldığını varsaydı ve MBS satın alımlarının sağladığı etkileri hesaba almadı. Ayrıca sözle yönlendirmenin piyasa beklentileri etkisine yönelik ölçülü varsayımlarda bulundum (ve QE'nin sinyal etkilerini tamamen göz ardı ettim). 14. Bölüm'de de göreceğimiz üzere, para politikası çoğu politika simülasyonunda değerlendirmeye alınmayan risk alımı kanalı yoluyla da ekonomiyi etkileyebilir. Genel olarak 3 puanlık varsayımı görece ölçülü bir başlama noktası olarak görüyorum.¹³

Toplam para politikası gücünü belirlemeye yardımcı olan nötr faiz oranı R^* 'nin değeri de politika yapımcılar için bir başka belirsizlik kaynağı. R^* 'nin değeri ölçülemez, yalnızca tahmin edilebilir ve daha önce de gördüğümüz gibi Fed'in bu kilit değişkene yönelik tahminleri zaman içinde önemli ölçüde düştü. Fed'in 2021'deki yüzde 2,5 tahminiyle tutarlı olarak, ABD'ye yönelik birçok çalışma nominal nötr faiz oranının yüzde 2 ila 3 aralığında veya enflasyon beklentilerinin Fed'in yüzde 2'lik hedefine yakın olduğu varsayımıyla enflasyondan arındırılmış reel düzeyin yüzde 0 ila 1 olduğunu tahmin ediyor. Ancak eğer R^* 'deki aşağı yönlü eğilim devam ederse veya R^* tahminleri değerinin üzerinde gelirse bu, QE ve sözle yönlendirmeye rağmen etkin alt sınırın para politikası gücünü kısıtlamasının nedenlerinden biri olabilir.

Üç puanlık varsayımım ABD ekonomi modelinin simülasyonlarına dayanıyor ve bu yüzden doğrudan diğer ekonomilere uygulanamaz. Minimum

düzeydeki bulgular yabancı bankaların da QE, sözle yönlendirme ve yeni araçları benimsemesi gerektiğine işaret ediyor. Ki birçoğu bunu yaptı. Diğer ülkelerin çıkarabileceği bir diğer kritik ders de para politikasının ekonomik durgunluklara yanıt verebilmesi için nötr faiz oranının fazla düşük olmaması gerekliliği. Reel (enflasyondan arındırılmış) getiri oranları küresel olarak düşükse, nötr faiz oranlarının fazla düşmesini engellemenin en iyi yolu, enflasyonun (ve enflasyon beklentilerinin) hedef düzeylerin altına inmemesini sağlamaktır.¹⁴ Diğer bir deyişle, enflasyon hedefine ulaşmak fiyat istikrarı sağlamanın yanı sıra, para politikalarının olumsuz ekonomik şoklara etkin bir şekilde yanıt verebilmesi için ihtiyaç duyduğu faiz indirimi alanına sahip olduğundan emin olmak için de büyük bir önem taşıyor.

Maalesef bazı büyük yabancı ekonomiler için enflasyon hedeflerine istikrarlı bir şekilde ulaşmak pek kolay olmadı. En azından pandemi arz şoklarından önce Euro bölgesinde enflasyon ve enflasyon hedefleri uzun yıllar boyunca ECB'nin yüzde 2'nin altında ama yakın enflasyon hedefinin (yakın bir zamanda yüzde 2 olarak değiştirildi) altında seyretti.¹⁵ Avrupa'nın enflasyon ve enflasyon beklentileri, küresel finans krizini takiben gelen borç krizi ve ECB'nin faizin daha uzun süre düşük seyredeceğine ilişkin sözle yönlendirme ve QE kullanımını geciktirmesi sebebiyle ABD'ye göre düşüktü. Japonya'da on yıllarca devam eden sifıra yakın enflasyon ve deflasyon görünümü, insanlarda enflasyonun uzun süre boyunca düşük kalacağı beklentilerini oluşturdu. 2013'ten bu yana aktif olarak kullanılan para politikalarına rağmen bu beklentileri değiştirmek oldukça zor oldu. Avrupa ve Japonya'da enflasyon ve enflasyon beklentilerini hedefe yakın bir düzeye çekmek ve böylece nötr faiz oranı ve para politikası alanını artırmak için gelecekte daha fazla mali destek gerekebilir.

YENİ POLİTİKA ARAÇLARININ MALİYETLERİ VE RİSKLERİ

QE ve güçlü bir sözle yönlendirmenin sunabileceği ek destek, hesaba alınmayan maliyetleri ve riskleri karşısında ölçülmelidir. Parasal genişleme, ilk kez küresel finans krizi sonrasında kullanıldığında hem Fed içinde hem

* ABD'de olduğu gibi İngiltere ve Euro bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerin birçoğunda enflasyon, pandemiyle ilişkili arz şokları kısıtlamaları ve yüksek enerji fiyatları sebebiyle 2021'de fırladı. Eğer bu faktörlerin etkisi azalırsa bu ekonomilerde enflasyon yeniden hedef düzeylerin altına inebilir.

de dışında birçok endişe oluşturdu. FOMC, Büyük Resesyon sonrası toparlanma döneminde finansal istikrara sunduğu riskler, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin kontrolden çıkma olasılığı, QE'den yapılacak çıkış sürecinde karşılaşılacak olası zorluklar, bunun önemli menkul kıymet piyasalarının işlevi üzerinde oluşturabileceği olası ters etkiler ve Fed'in dev tahvil portföyünde sermaye kayıpları riski gibi, bu aracın olası maliyet ve risklerini tartışmaya devam etmişti. Bazı FOMC katılımcıları bu risklerin, fonlama oranını uzun yıllar boyunca sıfır düzeyinde tutma ihtimali olan faizlerin daha uzun süre düşük kalacağı yönlendirmesiyle artabileceğinden endişeliydi. Artık hem ABD'de hem de diğer ekonomilerde edindiğimiz tecrübelerden yola çıkabildiğimiz için, yeni politika araçlarının olası maliyet ve riskleri hakkında neler söyleyebiliriz?

QE ve faizlerin uzun bir süre daha düşük kalacağı yönlendirmesine ilişkin çoğu endişenin yersiz olduğu görüldü. Yapılan ciddi uyarılara rağmen, bu politikalar enflasyonda yüksek bir seyrin görülmesine yol açmadı. (Bir kez daha 2021'deki enflasyon artışını, pandemi sonrası ekonominin yeniden açılma süreciyle ilişkili arz etkilerine atfediyorum.) Aksine ABD ve diğer büyük ülkelerde enflasyon 2008'den bu yana genel olarak düşük seyretti ve bu durum da ekonomik durgunluk ve etkin alt sınır etkilerini yansıtıyordu.

QE'yi sonlandırmak, en azından teknik açıdan şimdiye kadar bir sorun oluşturmadı. Yellen Fed'i politikada sıkışmaya gitmeye başladığında Fed'in rezervler üzerinde faiz ödeme yetkisi, fonlama oranını dev bilançosuna rağmen fonlama oranını pek bir zorluk çıkarmadan yükseltmesine izin verdi. Fonlama oranı sıfırın üzerine çıkarıldıktan sonra Fed, sahip olduğu tahvillerin vadesi dolduktan sonra yeni tahvillere yatırım yapmayı sonlandırarak bilançosunu küçültmeye başladı. Eylül 2019'da repo piyasalarındaki alevlenmeye bakıldığında, Fed muhtemelen bilançosunu ve banka rezervi arzını biraz fazla düşürmüştü. Bu açıdan Fed'in bilançosunun 2019'da, pandemi krizinin yeni tahvil satın alımları yapılmasına yol açtığı 2020'ye kadar, yeni bol rezerv çerçevesine tutarlı bir düzeye ulaştığı söylenebilir. Finansal kriz sonrası QE'yi hızla benimseyen bir diğer büyük merkez bankası olan İngiltere Merkez Bankası da faizleri doğru bir zamanda yükseltme konusunda herhangi bir teknik sorun yaşamadı.

QE'nin örneğin belirli tahvil ihraçlarında kısıtlılar yaratıp, özel alıcı ve satıcılara yer bırakmayarak ABD tahvil piyasasının işlevini bozduğuna yönelik

bir kanıt da yok. Aksine QE, küresel finans krizi ve Avrupa borç krizinde likidite yaratarak, güveni artırarak ve finansal kuruluşların bilançolarını güçlendirerek muhtemelen piyasaların işlevini iyileştirdi. 2020 pandemi şokunun ilk günlerinde Fed'in tahvil satın alımları -en başta amaç parasal canlılık kazandırmak olmadığı için teknik olarak QE olmasa da- finans ve kredi piyasalarının normal işlevlerine dönmesine yardımcı oldu. Fed'in portföyündeki kayıp riski devam etse de şu an hafiflemiş durumda. Görülmeleri hâlinde gelecekteki kayıpların, Fed'in pandemiden on yıl önce Hazine'ye havale ettiği 800 milyar dolarlık net getiri, daha güçlü ekonominin oluşturduğu yüksek vergi kazançları ve hükûmet borcu finansmanının azalan maliyetiyle değerlendirilmesi gerekir.¹⁶ Herhangi bir durumda, para politikasının amacı Hazine için kâr elde etmek değil, yüksek istihdam ve fiyat istikrarı hedeflerine ulaşılmasıdır.

Bu sık sık dile getirilen riskler artık önemsiz veya QE ve faizlerin daha uzun bir süre düşük kalacağına yönelik yönlendirmenin kullanımını engelleme konusunda yetersiz görülse de diğer meselelere yönelik tartışmalar sürüyor. Burada bu tartışmalardan dördünü ele alacağım: para politikası araçları ve finansal istikrarsızlık arasındaki sözde bağ; QE ve daha genel anlamda gevşek para politikasının ekonomik eşitsizliği teşvik etmesi; QE'nin, sermaye piyasaları sinyallerini bozduğu şikâyeti ve gevşek para politikasının zombi şirketler yarattığı endişesi.

Finansal İstikrarsızlık

Gevşek para politikası ve finansal istikrar ilişkisi büyük ve tartışmalı bir konu. Kısaca, mevcut bulgular sürdürülebilir parasal gevşemenin, durgun bir ekonomide toparlanmayı hızlandırmaya yardımcı olabilecek ancak zaman içinde tehlikeli finansal istikrarsızlık riskini artırabilecek özel risk alımını teşvik edebileceğini ima ediyor. Çoğu ekonomist ve politika yapıcı, finansal istikrar risklerinin finansal düzenleme ve denetleme gibi öncelikle hedefli araçlar tarafından ele alınarak, para politikasını fiyat istikrarı ve istihdam hedeflerine giden yolda özgürleştirilmesi gerektiği savına katılıyor. Bu kapsamdaki ana tartışmalar, düzenleme ve diğer hedefli araçların yeterli olup olmadığı ve yetersiz oldukları durumunda, para politikası yapımcılarının faiz oranlarını belirlerken finansal istikrar endişelerini ne düzeyde dikkate almaları gerektiği yönünde.

En kapsamlı meseleyi son bölüme bırakırsak, burada ele aldığımız daha küçük soru, **özellikle** QE ve sözle yönlendirmenin finansal riskleri artırma ihtimalinin olup olmadığı. Oldukça düşük faiz oranlarıyla ilişkilendirilmeleri dışında, bu alternatif araçların finansal istikrar için endişe verici bir özelliği var mı? En azından şimdiye kadar, bu sorunun yanıtı hayır gibi görünüyor.

QE ve sözle yönlendirmenin diğer parasal genişleme türlerine göre risk alımını neden daha çok artırabileceğine yönelik iki ana argüman yapılıyor. Bir, QE kısmen özel yatırımcıların portföylerini yeniden dengelemeleri için teşvik ederek çalışıyor. Fed'e Hazine tahvili veya MBS satan yatırımcılar, muhtemelen bu satıştan elde ettikleri gelirle başka varlıklar satın alıyor ve bu varlıkların bir kısmı da muhtemelen Fed'e satılan varlıklardan daha riskli. Bu portföy dengelenmesi QE'nin merkez bankası tarafından satın alınmayan kurumsal tahviller gibi tahvillerin fiyatlarını etkilemesine izin veriyor. Bu yeniden dengeleme etkisi ayrıca neden birçok yatırımcının QE'nin piyasa likiditesini güçlendirdiğini düşürdüğünü de açıklıyor: QE satın almaları, tahvil satıcılarının diğer, muhtemelen daha riskli varlıkları satın almak için kullandığı likit fonlamayı sağlıyor.

QE bazı yatırımcıların daha riskli portföylere sahip olmasına yol açsa da aslında özel sektörde iki açıdan finansal riskleri azaltabilir. Bir, QE bankacılık sistemine rezerv enjekte ediyor ve aynı miktarda uzun vadeli tahvilleri sistemden kaldırıyor. Uzun vadeli tahviller (güvenli ve likit) banka rezervlerinden daha riskli çünkü değerleri uzun vadeli faiz oranları değiştiğinde sert bir düşüşe maruz kalabilir. Ricardo Caballero ve Gunes Kamber gibi ekonomistler, finansal krizin ardından QE'nin, Fed'in önceden yatırımcıların karşı karşıya olduğu riski kendisinin aldığını ve böylece tipik özel bir portföydeki riski azalttığına dikkat çekiyor.¹⁷ İki, QE ayrıca uzun vadeli faiz oranlarını düşürerek ve kurumsal borçluların bilançolarını güçlendirerek mevcut kurumsal tahvillerin ve benzer varlıkların risklerini de azaltıyor.¹⁸ QE benzeri politikaların istikrar sağlama etkisi, Fed'in Hazine tahvili ve MBS gibi büyük ölçekli varlık satın almalarının piyasa ihtiyaç duyulan likiditeyi sağladığı ve piyasadaki dalgalanmaları hafiflettiği Mart 2020'de bariz bir şekilde görülüyordu.

Yeni para politikası araçlarını finansal istikrarsızlıkla ilişkilendiren bir diğer argüman da faizlerin daha uzun süre düşük kalacağı yönlendirmesinin -ve faiz sinyali etkileriyle QE'nin- yatırımcılara kısa vadeli faiz oranlarının bir süre daha düşük tutulacağı konusunda güven verdiğini belirtiyor.

Bu argümana göre, faizlerin uzun süre düşük kalacağı yönlendirmesi, yatırımcıları lüzumsuz risk almak konusunda cesaretlendiriyor çünkü yakın zamanda politika oranında bir değişiklik olacağı konusunda endişelenmiyorlar. Örneğin, faizlerin uzun süre düşük kalacağı yönlendirmesi yatırımcıların faiz arbitrajına -daha uzun süreli ve daha yüksek getirili yatırımlara sahip olmak için kısa vadeli borç alımı- balıklama atlamasına yol açabilir. Buna benzer bir başka tartışmada da 2004 ve 2006 aralığındaki uzun süreli bir dizi faiz artışının, yatırımcıların faizin gelecek gidişatı konusunda fazla özgüvenli ve daha az tedbirli olmasına yol açarak benzer şekilde istikrarı bozduğu ihtimalini savunuyor.

Bu mantık, faizlerin daha uzun süre düşük kaldığı bir ortamda bile, birçok finansal ve reel varlığın beklenen vadelerinin, politika yapıcılarının sözle yönlendirme ufkunun oldukça uzağında olduğu noktasını kaçırıyor. Bu yüzden kısa vadeli faizlerin bir süre daha düşük kalacağı garanti edilse (veya yüksek ihtimalle böyle olacağı söylene) de birçok varlık fiyatı uzun vadeli görünüme ilişkin ekonomik gelişmelere bir tepki olarak hareket edecektir. O zamanlar San Francisco Fed, şimdiyse New York Fed Başkanı John Williams ve Eric Swanson'ın bir makalesi, Fed 2008'de fonlama oranını sıfıra yakın bir düzeye indirdikten sonra bile, uzun vadeli faiz oranlarının krizden önceki gibi istihdam verileri ve diğer ekonomik gelişmelere bağlı olarak yükselip düştüğünü ortaya koyuyor.¹⁹ Bu nedenle, sözle yönlendirme faiz arbitrajı veya benzer stratejilerin doğasında yer alan finansal riskleri uygulamada tamamen ortadan kaldırmaz. Aksine, bu uygulamalar silindirin önünden madeni para toplamaya benzetilir. Çoğu zaman küçük kârlar kazandırırılar ama nadiren (uzun vadeli varlıkların fiyatları beklenmedik şekilde yükseldiğinde) de olsa büyük kayıplara yol açarlar. Faiz arbitrajlarındaki kâr fırsatları, belirsizliğin güvenilir sözle yönlendirmelerle daha da azalmasının muhtemelen uzun vadeli varlıklar kapsamında hesaba katılması sebebiyle daha da düşer. Özellikle, yönlendirme yatırımcıların uzun vadeli varlıklar üzerinde kazandığı risk primini de azaltarak faiz arbitrajlarının olası kârını da düşürür. Kısacası, faizin daha uzun süre düşük seyredeceğini belirten sözle yönlendirme, genel olarak düşük faiz oranı politikalarının oluşturduğuna ek aşırı risk alımını teşvik etmez.

QE ve sözle yönlendirmenin genel olarak gevşek para politikalarına bağlı ek finansal istikrar riskleri oluşturmadığı sonucuna varıyorum. Aksine, özel risk alımının çok yüksek değil çok düşük olduğu kriz veya ciddi ekonomik

kırılganlık dönemlerinde kullanılmaları daha muhtemeldir. Bu şartlarda yeni araçların -güveni iyileştirerek, bilançoları güçlendirerek ve kredi erişimini artırarak- finansal istikrar risklerini artırmaları kadar düşürmeleri de olasıdır.

Ekonomik Eşitsizlik

FOMC tartışmaları bazen para politikalarının dağılma etkilerinden üstü kapalı bir şekilde bahseder ancak uygulamada Fed'in yetkisi ve politika enstrümanlarının pervasızlığı Komite'nin genel ekonomik performans odaklanmasına yol açar. Bazı eleştirmenler para politikasının dağılma etkilerinin göz ardı edilmesinin bir problem oluşturduğunu savunur. QE ve faizlerin daha uzun süre düşük seyredeceğine yönelik sözle yönlendirme dâhil olmak üzere gevşek para politikalarının ekonomik eşitsizliği artırdığını ve bu duruma uygun olarak tedbirli bir şekilde kullanılmaları gerektiğini iddia ederler.

Sık sık dile getirilse de bu eleştiri pek ikna edici değil. Ekonomik toparlanmayı teşvik eden para politikalarının istihdam, ücretler, sermaye yatırımı ve vergi gelirleri gibi daha kapsamlı faydaları vardır. Güçlü bir ekonomiden elde edilecek geniş çaplı kazanımların yanı sıra arzu edilmeyen dezenflasyon veya hatta deflasyonist tuzaklar riskinin azalması göz önüne alındığında bir ekonomik durgunluk sırasında uygulanan gevşek para politikaları eşitsizliği artırsa bile gerekçelendirilebilir.

Ancak yapılan çoğu araştırma para politikası kanalları hesaba katılınca, genişlemeci politikaların dağılım etkilerinin az olduğunu ve hatta gelir veya tüketim kapsamında ölçülen eşitsizliği düşürebildiğini gösteriyor. Belki de daha önemlisi, çoğu bulgu azınlıkların ve düşük gelirli toplulukların "sıcak" iş gücü piyasalarından oransız bir şekilde faydalandığını, diğer yandan uzayan resesyonların bu topluluklardaki insanlar ve daha az beceri ve tecrübeye sahip kişiler için istihdam fırsatlarını azaltarak ekonomik eşitsizliği artırdığını öne sürüyor.²⁰ Bu sav, Powell'ın Fed'inin düzenlediği Fed Listens oturumlarında açık ve net bir şekilde doğrulandı. Bu geri bildirim de yüksek istihdam düzeyleri elde edilmesine daha fazla vurgu yapan politikalara geçişi desteklemeye yardımcı oldu. Güçlü bir iş gücü piyasasının kapsamlı faydaları sebebiyle, işçi yanlısı gruplar talebin zayıf olduğu ve gevşek para politikalarının düşük ve orta gelirli kesime zarar vermediği, aksine yardımcı olduğu genişlemeci para politikalarını tercih etme eğiliminde.

Bu argümanlar karşısında sık sık iki soru gündeme geliyor: Bir, hayatlarını faiz geliriyle idame ettiren emekliler ve diğer tasarruf grupları gevşek para politikalarından zarar görmüyor mu? İki, QE dâhil olmak üzere gevşek para politikaları hisse fiyatlarını artırarak varlık eşitsizliğini daha da kötüleştiriyor mu?

İlk soruyu ele alırsak, bazı emekliler ve diğer tasarrufçular gerçekten de ağırlıklı olarak faiz gelirin bel bağlıyor -ve bu yüzden düşük faizler karşısında daha savunmasızlar- ama bu durum pek olağan değil. Ulusal gelir hesaplarına göre, 2021 ortalarında net faiz geliri toplam kişisel gelirlerin yalnızca yüzde 8'ini oluşturuyor. (2019 başında, fonlama oranı en son zirvesine ulaştığında ve QE kullanılmadığında, bununla karşılaştırılan figür yüzde 9'du.) Emekliler arasında en zor durumdakiler, ağırlıklı olarak yapılan ödemelerin faiz oranları karşısında hassas bir konumda olmadığı Sosyal Güvenlik ve Medicare gibi hükümet programlarına bel bağlıyor.* Daha kapsamlı konuşmak gerekirse, Richard Kopcke ve Andrew Webb 2013 tarihli bir çalışmada, ekonominin zayıf ve para politikalarının radikal bir şekilde gevşek seyrettiği 2007-2013 döneminde, 60-69 yaş aralığındaki ailelerin yatırım gelirlerindeki düşüşü (hem faiz hem de temettü) hesapladı.²¹ Bu hesaplamada, 2007 gelirlerine göre, beşte birlik varlık gruplarında yatırım gelirleri düşüşün sıfır ile yüzde 6 aralığında değiştiği ve en büyük düşüşlerden görece daha iyi durumdaki ailelerin (daha fazla finansal varlık sahibi olanlar) zarar gördüğü sonucuna ulaşılar.

Gevşek para politikaların bu görece ılımlı etkileri, kısmen çoğu ailenin emekli olurken değerleri genellikle faiz oranları düştüğünde yükselen veya sabit kalan varlıklara sahip olmalarından kaynaklanıyor: Örneğin, 2019 itibarıyla çalışan ailelerin yaklaşık yüzde 60'ının (ve gelir dağılımının alt yarısında yer alan ailelerin yüzde 40'ının altında) emeklilik maaşı veya bir emeklilik planı vardı ve ailelerin yaklaşık yüzde 65'i (gelir dağılımının alt yarısında yer alan yüzde 50) ev sahibiydi. Hisse sahipliği diğer varlıklara göre daha güçlüydü ama ailelerin yüzde 53'ü (dağılım alt yarısındaki yüzde 31) 2019'da doğrudan veya bir emeklilik planı kapsamında bir miktar hisse sahibiydi.

* Sosyal Güvenlik (Eng. Social Security), çoğu kıdemli Amerikalı için emeklilik geliri ile emeklilik öncesi gelirler oranını istikrara kavuşturdu ve düşük gelir düzeyindeki kıdemlilerin yoksulluk oranını düşürdü. Bakınız: Devlin-Foltz, Henrique ve Sabelhaus (2016).

Buna ek olarak, emekliler de dâhil olmak üzere tasarrufçuların genellikle uygun gevşek para politikalarından faydalanan birçok ekonomik rolü vardı. Örneğin, iyileşen iş gücü piyasasının yardımcı olduğu çocukları vardı veya kendileri de çalışma seçeneğine sahip olmak istiyordu. Ayrıca evlerini veya aile şirketlerini satmayı umuyorlardı, bu da ekonomi sağlıklı olduğunda kolaylaşıyor. Veya tasarrufçu oldukları kadar borçlulardı da böylece düşük faiz oranlarından -mesela bir ipotek kredisinin sermaye yapısını yeniden düzenleyerek- yararlanıyorlardı. Bir kez daha belirtmek gerekirse, parasal genişlemenin etkisini değerlendirmek için tüm bu ekonomik etkileri hesaba katmak gerekir.

İkinci soruya gelirsek, daha yüksek hisse fiyatları genellikle varlık eşitsizliğini (gelir eşitsizliğinin aksine) artırma eğilimindedir çünkü daha zengin insanlar doğrudan veya emeklilik planlarıyla dolaylı olarak daha fazla hisse sahibidir.* Ancak daha yüksek hisse fiyatları, yalnızca para politikasının değil, ekonomik büyüme ve istihdamı artıran neredeyse tüm ekonomik politikaların bir sonucudur. Hisse fiyatları üzerinde olumlu etkileri olan herhangi bir hükümet politikasını göz ardı etmek mantıklı değildir. Üstelik, daha yüksek gelirli kişilerin daha fazla hisse sahibi olduğu doğru olsa da emlak veya bir küçük işletmede paydaşlık gibi diğer varlık türleri de birçok orta gelirli aile için önemli varlıklardır. Daha güçlü bir ekonomi ve daha düşük faiz gelirleri bu varlık türlerinin değerini de artırır. Herhangi bir durumda, ABD'deki varlık eşitsizliğinde uzun vadeli artışlardan endişelenenler için sermaye getirileri üzerindeki vergileri artırarak para politikasını nötrleştirmekten daha etkili çözümler var. Bu da Fed'i varlık eşitsizliğini artırdığı için eleştirenlerin bu soruna nadiren daha doğrudan çözümler önerdiğini gösteriyor.**

Açıkçası, bu savların hiçbiri varlıklılar ve yoksullar arasındaki genişleyen uçurum problemini hafifletmek için değil. Varlık konusunda büyük ve ısrarlı bir şekilde ırksal farklılıklar -hükümetin kendisi de dâhil olmak üzere uzun yıllar boyunca görülen ayrımcılığın bir sonucu- oldukça endişe verici.²³ Ancak ABD'de eşitsizlik, faiz oranlarındaki artış ve düşüşlerden bağımsız olarak

* Fed'in Tüketici Finansı Anketi'ne (Survey of Consumer Finances) göre, en yüksek gelirli onda birlik kesimde yer alan ailelerin yaklaşık yüzde 90'ı doğrudan veya dolaylı olarak hisse sahibidir.

** Düşük faiz oranları hisse değerlerini yukarıya taşımış olsa da düşük oranlar ayrıca düşük getiriler anlamına gelir. Bu da hisse sahiplerinin, hissenin her bir doları için daha az temettü alması demek. Bu düşük getiriye yansıtan bir şekilde, St. Louis Fed'in FRED veri tabanına göre, yüksek hisse fiyatlarına rağmen varlıklardan elde edilen kişisel gelirler 1990'da GSYH'nin yüzde 17'sini oluştururken, bugün yüzde 13'ünü oluşturuyor.

1970'lerden bu yana artıyor. Bu uzun süreli eğilim, teknolojik yenilikler, küreselleşme ve iş gücü piyasasında işçilerin pazarlık gücünü azaltan değişimler dâhil olmak üzere, yavaşça gelişen güçlerin bir sonucu. Bu kapsamda eşitsizlik, düşük gelirliyle daha fazla yardımcı olacak mali programlar (vergiler, transferler ve diğer harcamalar) ve konut, sağlık ve eğitime erişimi artıracak politikalar da dâhil olmak üzere kapsamlı hükûmet politikalarıyla ele alınabilir. Para politikasının eşitsizliği azaltmaya en büyük katkısı, ekonomik toparlanmayı desteklemek ve işsizliği düşük tutmaya yardımcı olmaktadır.

Piyasa Bozulmaları

2010 yılında FOMC'ye yazılan meşhur açık mektubun yazarları gibi bazı eleştirmenler özellikle QE gibi gevşek para politikalarının faiz oranlarını ve diğer piyasa sinyallerini "bozarak" ekonomik verimliliğe zarar verdiğini iddia ediyor. Bu bakış açısına göre, Fed piyasaların müdahale olmadan faiz oranları ve varlık fiyatlarını belirlemesine izin vermeli.

Ancak yasal para sisteminde -yani paranın altın gibi herhangi bir emtia tarafından desteklenmediği- merkez bankasının varlık fiyatları ve getirilerini tamamen serbest piyasa inisiyatifine bırakması mümkün değildir.* Faiz oranları ve para arzına ilişkin *bazı* politikalar belirlemelidir, bu da kaçınılmaz şekilde piyasa sonuçlarını etkiler. Dahası, para politikası faiz oranları ve varlık fiyatlarını etkileyen tek şey değildir. Hükûmet harcamaları ve vergilendirmesi, Hazine'nin ihraç ettiği borçların vadelerine yönelik kararları, finansal düzenlemeler ve diğer birçok hükûmet politikası da katkıda bulunur.** Modern ekonomilerde, varlık fiyatları ve getirilerinin politika etkilerinden tamamen bağımsız olduğu "saf" piyasa sonuçları diye bir şey yoktur.

Eleştirmenler belki de para politikasının daha pasif olması gerektiğini savunuyordur. Örneğin Fed yalnızca bankacılık sistemindeki rezerv miktarını sabitler ve fiyatlar ve istihdamdaki değişikliklere bir yanıt vermez. Bu, muhtemelen tahvil trader'larının değerlendirmesi gereken -merkez bankası

* Uygulamada, Büyük Durgunluk öncesi altın standart döneminde bile, özellikle altın rezervlerinin taşan miktarın para birimi ve altın arasında belirlenen oranın dönüştürülebilirliğine bir tehdit oluşturmadığı kadar yüksek olduğu durumlarda, merkez bankalarının faiz oranlarını yönetmede az da olsa bir alanı vardı.

** Bunların arasında, Hazine'nin vadesi dolan borç kararlarına en yakın olanı QE'dir. Hükûmetin konsolide bir bilançoya sahip olduğunu düşünürseniz, QE Hazine ve Fed'in varlık ve yükümlülüklerini birleştirerek kısa vadeli hükûmet yükümlülüklerin (faiz ödeyen banka rezervleri) uzun vadeli hükûmet yükümlülükleriyle (devlet tahvilleri) takas edilmesi anlamına gelir. Bu açıdan bakıldığında QE'nin varlık fiyatları üzerindeki etkisi, Hazine'nin ihraç ettiği borçların ortalama vadesini kısaltma kararına benzerdir.

iletişimi de dâhil- bilgi miktarını azaltarak hayatlarını kolaylaştırır. Ancak tamamen pasif bir politikanın gerektireceği üzere Fed'in maksimum istihdam ve fiyat istikrarı hedeflerini terk etmesinin sermaye dağılımını veya arzu edilen ekonomik sonuçları nasıl iyileştireceğini anlamak zor. Ekonomik etkinliğin en temel gerekliliği, iş gücü de dâhil olmak üzere ekonominin kaynaklarının tamamen kullanılmasını gerektirir.

Zombi Şirketler

Gevşek para politikalarının sözde zombi şirketlerin hayatta kalmasını desteklediği iddiası, piyasa bozulması argümanının bir başka çeşididir. Zombi şirketler, temel olarak borçlarını ödeyemeyen -gelecek kârlarının mevcut değeri de dâhil olmak üzere varlıklarının yükümlülüklerinden daha az olması- ancak yine de faaliyete devam edebilen şirketlerdir. Zombi şirketler ilk kez Japonya'da bir problem olarak tespit edildi ancak daha sonra yapılan araştırmalar bu fenomenin başka ülkelerde de görüldüğünü ortaya koydu.²⁴ Faiz oranlarının uzun yıllar boyunca düşük seyretmesiyle, Japonya'da temel olarak borçlarını ödeyemeyen ve sayıları giderek artan birçok şirket buna rağmen borçları üzerindeki faizleri bir şekilde ödeyebiliyordu. Bu da bankacıların şirketlerin borçlarını ödeyemediklerini ilan etmelerini engelliyordu. Bu uygulama evergreening (ölümsüzleştirme) olarak biliniyor. Zombi şirketler, yalnızca düşük verimliliğe sahip oldukları için değil aynı zamanda daha verimli şirketlerin piyasa payını aldıkları ve bu şirketlerin kârlılığını, yatırımlarını ve işe alımlarını azalttıkları için ekonomik büyüme ve verimlilikte sorunlara yol açar.

Genel olarak, düşük verimli bazı şirketler diğer türlü alamayacakları finansmanı faiz oranları düşüğe alabilir. Ancak bu sonuç tam olarak sermayenin yanlış şekilde dağıtıldığını ima etmez. Örneğin eğer küresel tasarruflar mevcut yüksek getirili yatırımları aştığı için faiz oranları düşüğe, o zaman tasarrufların bir kısmının kullanılmaya en müsait düşük getirili yatırımlara aktarılması gerekir. Benzer şekilde, eğer faiz oranları ekonomi resesyonda ve para politikası gevşek olduğu için düşüğe, o zaman kaynaklara düşük getirili yatırımlara aktarmanın alternatifi bu kaynakların kullanılmasıdır. Bu yüzden düşük verimli şirketlerin finansmanı otomatik olarak sermayenin yanlış dağıtılmasına yol açmaz. Bu noktada, en iyi alternatif kullanımın hangisi olduğunu düşünmemiz gerekir. Kaynakların yanlış dağıtılması, *fonlanmayan* yüksek verimli alternatifler olmasını gerektirir. Düşük

faiz oranları kendi başlarına yüksek getirili yatırımları engellememeli, aksine kolaylaştırmalıdır.

Düşük faiz oranları, “zombileşmeyi” ve ilişkili yanlış kaynak dağıtımını yalnızca finansal sistem ve düzenlemelerde sorunlar eşliğinde teşvik eder. Japonya durumunda ana sorun, yetersiz sermayeli bankalar (önceki banka reformları tamamlanmıştı) ve zayıf banka denetlemesinin birleşmesiydi. Bu düzenleyici aksaklık bankaların daha verimli şirketler yerine zombi şirketlere gereğinden fazla sermaye tahsis etmesine yol açtı. Yeterli sermayesi olmayan bankaların kredi kayıplarını tanımama gibi bir teşviki vardı çünkü bu kayıpları tanımak raporlanan sermayelerini düşürür ve ceza almalarıyla sonuçlanırdı. Kayıpların resmî olarak tanınmamasını geciktiren ölümsüzleştirme de bu noktada devreye giren bir uygulama hâline geliyor. Etkili denetleyiciler bankaları yeterli sermaye tutmaya ve kötü kredileri tanımaya zorlayabilirdi. (Bankalar ve zombi şirketlerden gelen siyasi baskılar denetleyicilerin bu pasif tutumunu açıklamaya yardımcı olabilir.) Kısacası, düşük faiz oranları ölümsüzleştirme uygulamasını daha da kolaylaştırmış olsa da Japonya’daki daha derin mesele yetersiz banka sermayeleri ve banka denetlemesinde yatıyor. Faizleri tam istihdam ve fiyat istikrarıyla tutarlı düzeylerin üzerine çıkarmak yerine düzenleyici ve piyasa iflaslarına ilişkin sorunları ele almak, zombi sorunuyla başa çıkmanın en doğru yoludur. Bazı güncel araştırmalar, “zombileşmenin” ABD’de büyük bir sorun olmadığını gösteriyor ancak şirketlere pandemi riskini atlatmaları kapsamında yardımcı olmak için tasarlanan programlar bu problemi gelecekte büyütebilir.²⁵

Özetlemek gerekirse, QE ve sözle yönlendirme politika oranı daha fazla indirilemediğinde ekonomik teşvik yaratmak için gözle görülür bir yetkinliğe sahiptir. Ve bu politikaların maliyetleri baş edilebilir görünüyor.²⁶ Fed ve diğer tüm büyük merkez bankaları artık QE ve sözle yönlendirmeyi para politikası araçlarının, yalnızca kriz zamanlarında değil, ek teşvik gereken her durumda kullanılabilecek temel unsurları arasında değerlendiriyor. Ancak özellikle derin ekonomik durgunluk dönemlerinde bu araçlar her zaman yeterli olmayabilir. Bu yüzden para politikacıları yeni araç ve strateji arayışlarını sürdürmelidir.

POLİTİKAYI GÜÇLENDİRMEK: Yeni Araçlar ve Çerçeveler

Güçlü ve koordineli bir şekilde kullanılan parasal genişleme ve sözle yönlendirmenin, etkin alt sınırdaki federal fonlama oranında yapılacak ek indirimlere denk, kabaca 3 puanlık bir teşvik yaratabileceğini tahmin ediyorum. Ancak ne kadar kullanışlı olursa olsun bu ek güç, özellikle nominal nötr faiz oranı R^* 'nin -ve bu yüzden Fed'in politika alanının- mevcut tahminlerden daha az olması durumunda yeterli olmayacaktır. Politika yapıcılar, istihdam ve enflasyondaki açıkları kapatmak için ek seçenekler araştırmaya devam etmelidir.

Bazı seçenekler gelecek vaat eder ancak siyasi meseleler (mesela Kongre'den yeni yasal otorite alma gereksinimi) bunların benimsenmesini karmaşıktırabilir. Örneğin yabancı merkez bankaları, negatif faiz oranları ve getiri eğrisi kontrolü gibi Federal Reserve'in de değerlendirebileceği bazı araçlar kullanılıyor. Alternatif politika çerçeveleri, son birkaç yılda görülen gelişmelere destek olarak sözle yönlendirmeye açıklık ve güvenilirlik sağlayabilir.

Yine de gelişmiş araçlarla gelecekte para politikasının tıpkı pandemi resesyonunda olduğu gibi derin ekonomik durgunluklarla başa çıkabilmek için mali politikalarla iş birliği yapması gerekir. Mali politikalar külfetli siyasi

süreçler sebebiyle sekteye uğrayabilir ancak (özellikle) nötr faiz oranı düşük olduğunda güçlenerek fayda sağlayabilir ve para politikasının yapabileceğinden çok daha doğru bir şekilde yardıma ihtiyaç duyan grupları veya sektörleri hedefleyebilir. Para ve mali politika iş birliğinin daha ilginç nitelikleri arasında, meşhur helikopter para ve para politikaları ile mali politikaların standart rollerini tersine çevirmelerini tavsiye eden Modern Para Teorisi (Modern Monetary Theory) yer alır.

YENİ ARAÇLAR: YABANCI TECRÜBELERDEN ÖĞRENMEK

Tıpkı Federal Reşerve gibi diğer büyük merkez bankaları -başta İngiltere Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası- da küresel finans krizini, takiben gelen Büyük Durgunluk ve pandemi şoku gibi 21. yüzyıl para politikalarının zorluklarıyla yüz yüze geldi. Ayrıca ECB ciddi bir borç krizi ve kusurlu olarak entegre bir hâle gelen Euro Bölgesi sorunlarıyla uğraştı, Japonya Merkez Bankası ise 1990'ların ortasından bu yana süregelen düşük enflasyon ve faiz oranlarıyla başı dertteyken bir de küresel finansal krizle karşı karşıya kaldı.

Bu büyük dört merkez bankası, zamanlamalarda farklılıklar olsa da 21. yüzyıl krizlerine benzer tepkiler verdi. Hem 2007-2009 finans krizine hem de 2020 ilkbaharındaki pandemi paniğine, finansal koşulları ve finansal kuruluşları istikrara kavuşturmak ve özel kredi piyasalarını desteklemeye yardımcı olacak programları genişletmek için son borç veren kurum olarak hizmet verdiler. Geleneksel para piyasasının kısa vadeli faiz indirimi cep-haneliğini sonuna kadar kullanan bu merkez bankaları, ekonomiye canlılık kazandırmak için yeni yöntemler aramaya başladı. Hepsi Fed tarzı bir QE kullandı; uzun vadeli faiz oranları düşürmek ve genel olarak finansal koşulları hafifletmek için uzun vadeli tahvil satın alımları yaptılar. Kısa vadeli politika oranı ve tahvil satın alımlarına yönelik planlarını açıklayarak belirgin bir sözle yönlendirmeden yardım aldılar.

Yabancı merkez bankaları ayrıca Fed tarafından *kullanılmayan* politika araçları da oluşturdu. Bu da Fed'in meslektaşlarından ders çıkararak politika deposunu daha da genişletme olasılığını artırıyor. Fed, yabancı merkez bankaları tarafından kullanılan en az dört alternatif aracı göz önüne alabilir: daha geniş bir yelpazede finansal varlıklara yer veren QE satın alımları, kredi

için fonlama programları, negatif faiz oranları ve getiri eğrisi kontrolü.¹ Bu alternatifler, QE ve sözle yönlendirmeyi rafa kaldırmasa da doğru koşullar altında her biri ek politika alanı oluşturabilir.

Daha Geniş Bir Yelpazede Finansal Varlıklara Yer Veren QE Satın Alımları

Federal Reserve, yalnızca oldukça hasar görmüş, özel kredi piyasalarının erişimine açık 13/3 acil durum kredi gücünü devreye soktuğu durumlar haricinde, satın alabileceği tahviller konusunda çok sıkı kısıtlamalarla karşı karşıya kalıyor. Fed, QE programlarında yalnızca Hazine tahvilleri ve Fannie Mae ve Freddie Mac gibi GSE'ler tarafından ihraç edilen hükûmet garantili ipotek kredisi tahvilleri satın alıyor.* Fed, 2007-2009 ve 2020 krizlerinde 13/3 otoritesini kullanarak finansman bonoları ve 2020 yılında kurumsal tahvillerin, belediye tahvillerinin ve banka kredilerinin arasında olduğu başka menkul kıymetler de satın aldı. Ancak Fed'in bu iki dönemdeki alternatif varlık satın alımlarının boyutu oldukça küçüktü. Belirli kredi piyasalarında çöküşleri engellemeyi amaçlıyordu ve kavramsal ve yasal açılardan QE ve para politikalarından ayrı tutulmuştu.

Fed'inki gibi diğer büyük merkez bankalarının QE programları da yalnızca hükûmet tahvilleri veya hükûmet garantili borç satın alımlarını içeriyordu. Ama daha az yasal kısıtlamalarla karşılaştıkları için yabancı merkez bankaları ayrıca düzenli olarak kurumsal hisseler, ticari senetler, ipotek kredisi teminatl menkul kıymetler (Avrupa bankaları tarafından ihraç edilen bir tür ipotek kredisi destekli tahvil) ve -Japonya Merkez Bankası örneğinde olduğu gibi- hatta özel şirket hisseleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları hisseleri gibi diğer varlıklar da satın almıştı. Örneğin kurumsal tahvil satın almanın arkasındaki mantık, Fed'in küresel finans krizi sırasında ve sonrasında ipotek kredisi destekli tahvil satın alma mantığıyla aynıydı. Her iki durumda da merkez bankası satın alımları hedeflenen tahviller üzerindeki getirileri düşürdü, kurumsal hisse satın alımlarında sermaye yatırımı borçlanması ve harcamasını artırdı ve MBS satın alımlarında konut ve diğer gayrimenkulleri güçlendirdi. Ve hükûmet tahvil satın alımları ilişkili varlıkların getirilerini de etkilediği için merkez bankasının diğer tahvil satın alımlarının

* Fed ayrıca bazı kısa vadeli belediye tahvilleri satın almak için QE programlarında kullanılmayan otoritesini devreye soktu.

etkisi daha geniş bir alana yayındı. Örneğin birinci sınıf kurumsal tahvil satın alımı ayrıca eyaletler ve yerel yönetimler tarafından ihraç edilen diğer tahvil türleri ve daha yüksek getirili kurumsal borç getirilerini de düşürür.

Daha önce de belirttiğim üzere, hükûmet borcu dışında finansal varlık satın alımı genellikle yabancı QE'lerin küçük bir kısmını oluşturur ve etkileri konusunda yalnızca kısıtlı bulgular elde edilmesiyle sonuçlanır. Ama eldeki bulgular daha geniş bir yelpazede varlığa yer vermenin QE'nin gücünü artırdığına işaret ediyor. Örneğin, Stefania D'Amico ve Iryna Kaminska'nın bir araştırması, İngiltere Merkez Bankası'nın kurumsal borç satın alımlarının kurumsal tahvil getirileri ile İngiltere hükûmet borcu getirileri arasındaki farkı azalttığını ve yeni kurumsal tahvil ihracını hareketlendirdiğini ortaya koyuyor.² Bu etkiler, Fed'in MBS satın alımlarının ipotek kredisi getirileri ile Hazine tahvili getirileri arasındaki farkı azaltan ve ipotek kredisi sermayesinin yeniden yapılandırılması ile konut satışları ve inşaatı teşvik eden etkilerine benzer.

Diğer büyük merkez bankalarının aksine, Fed'in rutin para politikaları kapsamında daha geniş bir yelpazede finansal varlık satın alma otoritesi yok. Kurumsal veya çoğu belediye tahvili, GSE tarafından ihraç edilmeyen ipotek kredileri ve kriz durumunda uygulanmayan QE programının bir parçası olarak diğer alternatif varlıklar satın almak için Fed'in Kongre'den izin alması gerekir. Peki bu izni istemesi gerekir mi?

QE'ye uygun varlıklar listesini genişletmeye yönelik en güçlü argüman, bu uygulamanın Fed'in varlık satın alımlarını daha hedefli ve daha etkili bir hâle getirmeye yardımcı olmasıdır. Fed'in ipotek kredisi piyasalarının çöküşüyle ilerleyen küresel finans krizi sırasında ve sonrasında ipotek kredileriyle ilişki tahviller satın almak için otorite sahibi olması büyük bir şanstı. Ama gelecekteki bir kriz veya resesyon, konut dışında başka bir sektör üzerinde yoğunlaşabilir. Üstelik Kongre'nin, 2020 CARES Yasası kapsamında Fed'e geçici olarak kurumsal tahvil, belediye tahvili ve banka kredileri satın alması için izin vermesi, yasa yapıcıların Fed'in otoritelerini genişletme konusunda on yıl öncesine göre daha açık olabileceğini ima ediyor.

Öte yandan, örneğin kriz olmayan dönemlerde QE kapsamında yapılan rutin kurumsal tahvil satın alımları Fed'in korumaya çalıştığı çizgileri aşar. Bir, FOMC kaçınılmaz bir şekilde bazı kredi adaylarını diğerlerinden ayıracak kredi tahsisinden olabildiğince kaçınmaya çalıştı. Bu sebeple Komite,

Büyük Resesyon'un ardından uzun vadede öncelikli olarak Hazine tahvilleri tutmaya ve diğer yatırım türlerine göre konuta ilişkin uzun süreli bir taraflılık durumu yaratmamak için ipotek kredisi ilişkili varlıklarını minimum düzeye indirmeye karar verdi. İki, özel sektör veya belediye borcu satın almak -Hazine tahvili veya hükümet teminatlı MBS satın almanın aksine- Fed'in karşılaşacağı herhangi bir kaybın Hazine'ye aktarılan kârı düşürme olasılığı nedeniyle uzak durduğu kredi riskleri içerir.

Bu endişeler izin verilebilecek satın alımlar yelpazesini genişletme argümanını kırmıyor. Kurumsal tahvil satın alırken belirli şirketleri veya sektörleri kayırma riskini asgari düzeye indirmek için Fed 2020'deki 13/3 otoritesi kapsamında yaptığı gibi bu tahvillerin oldukça çeşitli ve kapsamlı portföylerini satın alabilir. (Ancak bu yaklaşım, genellikle tahvil ihraç edemeyen küçük ölçekli şirketler karşısında büyük şirketleri kayıracaktır.) Kapsamlı bir çeşitlendirme ve Fed'in stres dönemlerinde satın alacağı özel sektör tahvillerinin normalin üzerinde bir getiri sağlaması, Fed'in kredi kayıpları riskini azaltmalıdır. Buna ek olarak, mevcut bulgular kurumsal tahviller gibi özel sektör borçları getirilerinin, borç ödeyememe riskindeki artış dönemlerine oranla resesyonlarda veya finansal istikrar dönemlerinde daha çok arttığını gösteriyor.³ Parasal genişleme de kurumsal borçların ödenememe riskini ve böylece Fed'in kurumsal tahvil satın alımına ilişkin riskleri azaltabilir.⁴

Bununla birlikte Federal Reserve, muhtemelen politika alanı gözle görülür derecede daralmadıkça Kongre'nin kendisine QE programları kapsamında özel sektör borcu satın almasına izin vermesi için yakın bir zamanda harekete geçmeyecek. Yayılma etkilerine rağmen yalnızca Hazine tahvili ve MBS satın alımları bile Fed'e belediye ve özel sektör getirilerinde önemli bir avantaj sağladı. Ve daha geniş yelpazede varlık satın alma gücüne sahip olmak, Kongre'nin siyasi nedenlerle, bazı şirketlerin ihraç ettiği tahvilleri satın alması veya beğenmediği şirketlerin tahvillerini satın almaktan kaçınması konusunda Fed'i baskılamasına yol açarak bağımsızlığını riske atabilir.⁵ Muhtemelen bu sebeple, Powell pandemi krizinde sık sık Fed'in kurumsal ve belediye tahvilleri satın alımlarının kısıtlı ve geçici olduğunu vurguladı. Kongre'de 2020 sonunda, CARES Yasası kapsamında Fed'in 13/3 otoritesini yenilemeye yönelik tartışmalar, Fed'e daha geniş yelpazede varlık satın alması için kalıcı bir otorite vermenin siyasi olarak tartışmalı olacağını ve muhafazakârların Fed'in finansal piyasalarda daha kapsamlı bir rol almasına karşı çıkacağına işaret ediyor.

Krediler için Fonlama

QE kapsamında çeşitli finansal varlık satın almanın yanı sıra, büyük yabancı merkez bankaları ayrıca banka kredilerini fonladı. İngiltere Merkez Bankası'nın oluşturduğu terminolojiyi izleyen bu programlar genellikle krediler için fonlama planları olarak biliniyor. Bunun arkasındaki ana hedef, hisse veya tahvil piyasalarına erişimi olmayan ve ağırlıklı olarak banka kredilerine bel bağlayan hane halkları ve küçük ölçekli şirketlere yardımcı olmaktı.

Orijinal Krediler için Fonlama Planı, Temmuz 2012'de İngiltere Merkez Bankası ve İngiltere Hazine Bakanlığı tarafından ortak bir açıklamayla duyuruldu. Bu plan kapsamında İngiltere Merkez Bankası -dört yıla kadar yüzde 0,25 kadar düşük bir faizle- bankalara fonlama sağladı ve bu fonlama bankaların hanelere ve finansal olmayan şirketlere verdiği kredileri artırdı. Tabii bu düşük maliyetli fonlamanın miktarı verilen kredilerin ne kadar arttığına göre değişiyordu. Orijinal program birkaç kez uzatıldı, Ocak 2018'de sonlandırıldı ve pandemi sürecinde uygun değişiklikler yapılarak yeniden hayata geçirildi.

Avrupa Merkez Bankası'nın krediler için fonlama programı küresel finans krizi ve sonrasında gelen borç krizi sırasındaki son borç veren kurum faaliyetlerinden evrildi. ECB Ekim 2008'de uzun vadeli yeniden fonlama operasyonları (LTRO'lar) oluşturdu. Bankaların ECB'den sabit bir oranda herhangi bir kısıtlama olmadan -yeterli teminatları olduğu sürece- borç almasına izin verildi. İlk başta, bu oran yüzde 4,25 olarak belirlenmişti ve maksimum kredi vadesi altı aydı ancak zaman içinde ECB faiz oranını düşürdü, vadeyi uzattı ve teminat gerekliliklerini hafifletti. Bankalara verilen bu krediler ilk başlarda nasıl kullanılacaklarına dair herhangi bir kısıtlama içermiyordu ama Haziran 2014'te, Mario Draghi yönetimindeki ECB, LTRO kredilerinin koşullarını bankaların verdikleri yeni kredilere bağladı. Draghi'nin hedefli LTRO (TLTRO) programı kapsamında, bankalar düşük bir faiz oranıyla dört yıla kadar borç alabiliyordu ama -İngilizlerin programındaki gibi- bir bankanın istenilen faiz oranlarında alabileceği borç miktarı, finansal olmayan kuruluşlara ve hanelere verdiği kredilerdeki net artışa bağlı olacaktı.

TLTRO programı da birkaç kez, giderek daha cömert koşullarla uzatıldı. Pandemiye bir yanıt olarak Draghi'nin halefi Christine Lagarde yönetimindeki ECB, bankalara yine ucuz paranın yeni krediler için kullanılması

şartıyla, *eksi* yüzde 1 kadar düşük faiz oranlarıyla uzun vadeli fonlama sağladı. Japonya Merkez Bankası da bankalar için düşük maliyetli fonlamalar ve şirketlere doğrudan krediler gibi bir dizi çeşitli program uyguladı. Mevcut bulgular krediler için fonlama programlarının diğer para politikası araçları için önemli bir destek olduğunu gösteriyor. Banka borçları ve verilen kredilerdeki net artışlarla ölçülen ödemeler, özellikle Avrupa'da oldukça yüksekti ve yapılan araştırmalar, bu programların banka fonlama maliyetlerini düşürdüğünü, özel sektöre verilen kredileri artırdığını ve diğer para politikası eylemlerinin ekonomiye doğrudan etki etmesini sağladığını ortaya koydu.⁶

Diğer büyük merkez bankaları arasında tek kalan Federal Reserve, Büyük Resesyon sonrası toparlanma döneminde krediler için fonlama programı oluşturmadı. Kurul ve FOMC bu olasılığı değerlendirdi ancak banka ve piyasa bağlantılarıyla yapılan görüşmeler sonrası rafa kaldırdı. Duyduğumuza göre, yeni kredilerdeki ana kısıtlama fonlama maliyeti değil -Krizden sonra sermayeleri yeniden yapılandırılan Amerika bankaları özel piyasalardan ucuza borç alabiliyordu- güvenilir borç adayları ve kriz sonrası daha sıkı kredi standartlarının eksikliği idi. Bunun sonucunda, iyi veya kötü, bu fikrin peşinde koşmadık.

Ancak 2020 pandemisi, en azından bir süreliğine, Fed'in kredi piyasalarındaki rolünü önemli derecede artırdı. Kongre ve Hazine'den gelen mali destekle, Fed kredilerin şirketlere, eyalet ve yerel yönetimlere ve diğer borç adaylarına akmaya devam etmesi için 13/3 otoritesini kullanarak bir dizi geçici olanak sağladı. Bunların arasında, tıpkı yabancıların krediler için fonlama programı gibi bankalara bel bağlayanlara verilen kredileri artırmayı hedefleyen Main Street Lending Program (Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler Kredi Programı) da yer alıyordu.

Ancak Main Street programının yapısı yabancı programlardan gözle görülür derecede farklıydı. Sınır ötesi krediler için fonlama olanakları ucuz fonlama sağlıyor ancak hanelere ve şirketlere verilen kredileri, krediyi veren bankaların bilançosunda bırakıyordu. Bunun yerine Fed, Main Street otoritesinde verilen her kredinin yüzde 95'ini satın almayı ve tutmayı teklif etti, böylece kredilerin ödenmemesi riskinin büyük bir kısmını omuzlayacaktı (fonları bu amaç için oluşturan Hazine adına). Vergi mükellefleri adına kredi riski aldığı için Fed kredi koşullarına ve borç verileceklerin belirlenmesine çeşitli şartlar getirdi. Muhtemelen bu koşulların ne borç alan ne de borç

veren için yeterince cazip olmaması sebebiyle, çok az Main Street kredisi verildi. Buna ek olarak yeterli sermayesi ve risk alabilecek alanı olan bankalar için -2020'de çoğu ABD bankasını içeren bir kategori- Fed'in risk paylaşım planı, bankalara diğer türlü veremeyecekleri kredileri vermeleri için pek bir teşvik sağlamadı. Hazine Bakanı Steven Mnuchin CARES Yasası kapsamında onaylanan 13/3 programlarının tümünü 2020 sonunda durdurdu.

Fed pandemi dönemindeki kredi programlarını, para politikasının bir parçası değil, acil durum finansal istikrar yetkileri olarak görüyordu. Bu farklılık, programların 13/3 otoritesine olan güveni ve özellikle Kongre tarafından tahsis edilen Hazine fonlarında vurgulanmıştı. Ancak özel kredi programları, mevcut para politikası araçlarını gelecekte güçlendirebilir. Örneğin, kredi sıkılaştırması ekonomik toparlanma sürecini geciktirirse veya banka fonlama piyasaları stres altına girerse, Fed bankalara, hanelere ve küçük ölçekli şirketlere verdikleri kredileri artırmaları koşuluyla bu kredileri teminat olarak alıp uzun vadeli ve ucuz fonlama sunabilir. Bankalara verilen bu borçlar Fed'in iskonto penceresi yoluyla sağlanabilir ve çoğu durumda ne 13/3 otoritesini ne de Hazine sermayesini gerektirir. (Fed 13/3 acil durum otoritesini devreye sokmadan şirketlere ve diğer banka olmayan borç adaylarına doğrudan kredi veremez.)

Bu yaklaşım ihtiyaç duyulduğu zaman uygulanabilir ve daha da önemlisi, basitlik erdemi taşır. Belirlenmesi gereken koşullar yalnızca Fed'in kredilerdeki faiz oranı ve ucuz Fed kredileri için uygulan kredi kategorileri olacaktır. Fonlama için kredilerdeki ana sorun, beklenildiği üzere kredilerdeki faiz oranı banka rezervleri için ödenen faiz oranının altına inerse, banka kredilerinde ima edilen sübvansiyonlar Fed'in kârını ve takiben Hazine'ye yaptığı ödemeleri düşürür. Hazine ve Kongre'nin Fed'in bu şekilde örtülü bir sübvansiyon sağlamasına karşı çıkıp çıkmayacağı muhtemelen ekonomik koşullara bağlı olacak. Buna bağlı bir başka mesele de eğer kısa vadeli faiz oranları sıfıra yakın bir düzeydeyse, Fed tıpkı ECB'nin pandemide yaptığı gibi, bankalara verdikleri kredileri artırmaları için -mesela sunduğu fonlamalardan negatif faiz oranları alarak- ödeme yapmak zorunda kalabilir. Bu durumda, yeni kredileri fonlamak için iskonto oranında negatif faiz oranı belirlemenin alternatifi, katılımcı bankalara kredilerini artırdıkları miktarda rezervleri için daha yüksek faizler ödemek olabilir.

Negatif Faiz Oranları

ECB, Japonya Merkez Bankası ve Avrupa'da Euro bölgesi dışındaki birkaç merkez bankası (İsveç, Danimarka ve İsviçre gibi) kısa vadeli politika oranlarını sıfırın altına düşürdü. Negatif faiz oranları, bankalardan merkez bankasında tuttıkları rezervler için bir ücret talep ederek -bu da negatif faiz oranına denktir- uygulanır. Bu ücretten kaçınmak için bankalar diğer varlıklara geçmeye çalışır ve bu varlıkların getirilerini de bazen negatife olmak üzere düşürürler. İnsanlar ve şirketler, negatif faiz ödeyen para birimi tutarak negatif getirilerden kaçınabildiği için negatif faiz oranları belirli bir noktaya kadar inebilir. Ama 20 veya 100 dolarla tasarruf veya işlem yapmak tüketiciler ve şirketler için maliyetli olacağından ve her gün yüzlerce büyük işlem yapmak zorunda kalan bankalar da göz önüne alındığında faizler nakde yönelik büyük bir geçiş yaratmadan ılımlı bir şekilde sıfırın altına inebilir gibi görünüyor.* Örneğin, kısa vadeli (üç aylık) faiz oranları İsveç'te eksi 0,75 ve İsviçre'de eksi 0,85'e kadar düştü. Büyük merkez bankaları arasında negatif faiz oranlarına en çok ECB bel bağladı. Negatif faiz oranlarını ilk kez 2014'te duyurdu ve bankalara rezervleri için ödediği faizi kademeli olarak düşürerek Eylül 2019'da yüzde eksi 0,50'ye indirdi.⁷

Şimdiye kadar deneyimlenen aralık kapsamında, negatif faiz oranları hedeflerine ulaşmış gibi görünüyor. Negatif faiz oranları, banka kredilerindeki faizleri, para piyasası faizlerini ve uzun vadeli faizleri düşürdü. Bu yüzden negatif faiz oranları, kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkin alt sınırı düşürerek yeterli miktarda para politikası alanı sağlayabilir. Etkin alt sınırın kalıcı bir sorun olması muhtemel, bu yüzden bu ek alan kullanışlı olabilir.

Ancak negatif faiz oranları tartışmalı bir konu. Birçok kişi bankalarından yatırdıkları miktarın altında para alma fikrinin adil olmadığını düşünüyor veya borçluların faiz ödemek yerine faiz almaları düşüncesini karmaşık buluyor. Ancak çoğu ekonomik kararla ilişkili yatırım getirisi veya borç maliyeti ölçümü nominal (veya piyasa) faiz oranı değil, nominal faize enflasyon oranından daha denk reel faiz oranıdır. Geçmişte negatif reel faiz oranları olağan dışı bir şey değildi; enflasyon nominal faiz oranlarını aştığında olan bir şeydi. Örneğin TÜFE enflasyonunun yüzde 6'yı aştığı ve fonlama

* Kenneth Rogoff 2017 tarihli *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy* kitabında da belirttiği üzere, eğer hükümet özellikle saklanması maliyeti olan büyük kağıt paralar dâhil olmak üzere nakit kullanımını azaltmaya yönelik bir adım atarsa, negatif daha düşük faiz oranları da uygulanabilir.

oranının sıfıra yakın seyrettiği 2021 sonunda, *reel* fonlama oranı kabaca yüzde eksi 6'ydı. Üstelik, bir yatırımcı için yüzde 0,1 getiri ile yüzde eksi 0,1 getiri arasındaki fark önemsizdir. Yine de insanların negatif faiz oranlarına yönelik kaygıları ve yaşadıkları karmaşa genellikle siyasi tepkiye dönüşür, bu da merkez bankalarının negatif faiz oranı kullanma konusunda isteksiz olmasına yol açar.

Daha güçlü bir itiraz ise negatif faiz oranlarının finansal istikrar risklerini artırdığını savunur. Örneğin, bankalar negatif faiz oranlarının kârlarını ve bunun sonucunda sermayelerini ve kredi kapasitelerini düşürdüğünden şikâyet edebilir. Bankaların ana endişesi, rezervlerden elde ettikleri negatif faiz oranlarını devredemeyecekleridir. Cari ve tasarruf hesaplarındaki negatif faiz oranlarına mevduat sahipleri isyan edebilir ve bankaların aradaki farkı kapatmalarını isteyebilir. Gerçekten de bazı ekonomistler, faizlerde negatif faiz oranlarının banka sermayesi ve kredilerindeki olumsuz etkilerinin politikayı ekonomik olarak tartışmalı bir hâle getiren “ters oranın” olabileceğini belirtiyor.⁸

Uygulamada, negatif oranların en azından şimdiye kadar banka kârlarında büyük bir zarara yol açmadığı görülüyor. Hatta negatif faiz oranları bankaların kârlılığını artırabilir. Eğer negatif faiz oranları merkez bankalarına, daha fazla politika alanı sağlayarak daha güçlü bir ekonomiye yol açarsa bankalar da artan gelirler ve düşük kredi kayıplarından faydalanabilir. Düşük faiz oranları ayrıca bankaların portföylerindeki varlıkların değerini artırma, toptan fonlama ve ihraç ettikleri tahviller gibi mevduat dışındaki diğer kaynakların fonlama maliyetlerini azaltabilir. Üstelik, merkez bankaları negatif faiz oranlarının banka kârları üzerindeki etkilerini yatıştırarak yollar keşfetti. Örneğin, Japonya Merkez Bankası ve ECB, “tiering” ismi verilen bir uygulamayla bankalardan yalnızca belirli bir miktarın üzerindeki rezervleri için ücret talep ediyor.

Fed de negatif faiz oranları uygulamayı değerlendirmeli mi? Fed yetkilileri (banka rezervleri için bir ücret talep ederek) kısa vadeli negatif faiz oranları uygulama yetkisine sahip olduklarına inanıyorlar ama şimdiye kadar bu fikre yönelik pek iştahlı davrandıkları söylenemez. 2010'da bu meseleyi kısa bir süreliğine tartışıp reddettik. O zamanlarda negatif faizlerin etkilerinin kısıtlı olacağını düşünmüştük. Fed ekibinin bir bildirisi, faizlerin fazla negatif olduğu bir durumda Amerikalıların nakit stoklamaya koşması ihtimali

sebebiyle, fonlama oranının yüzde eksi 0,35 düzeyinin altına inemeyeceğini hesapladı.¹⁰ Ayrıca finansal istikrara yönelik endişelerimiz de vardı. Bu endişeler ağırlıklı olarak bankalar hakkında değil, ABD’de diğer ülkelere göre finansal sistemin önemli bir kısmını oluşturan para piyasası fonlarına ilişkindi. Yatırımcıların sahip oldukları varlıklarda negatif getiri elde etmelerinin, yatırdıkları her bir dolar için daha az getiri elde etmelerine zorlamalarından ve bu sebeple para piyasası fonlarından kaçmalarından endişeleniyorduk. Yellen ve Powell dönemlerindeki tartışmalarda, en azından başka seçenekler oldukça negatif faiz oranlarını destekleyecek pek bir sav bulunamadı.

Bu isteksizliğini anlasam da negatif faiz oranlarını tamamen rafa kaldırmanın mantıksız olduğunu düşünüyorum. ABD’nin ısrarcı bir düşük enflasyon tuzağına düşmesini beklemiyorum ama eğer düşerse, negatif faiz oranları kullanışlı olabilir. Bu kadar aşırıya kaçılmasa bile negatif faiz oranlarını göz ardı etmek Fed’in QE veya diğer yöntemlerle uzun vadeli faiz oranlarını oldukça düşük düzeylere indirme becerisini kısıtlama gibi sonuçlar doğurabilir. Piyasaların geleceğe yönelik uzun vadeli faiz oranı beklentileri kısa vadeli faiz oranı beklentilerinden daha yüksek olduğu için, para politikacılarının kısa vadeli faizleri sıfırda veya sıfırın üzerinde tutacağına yönelik güvenilir bir taahhüt, uzun vadeli faiz oranları için de zemin hazırlayabilir. Negatif faiz oranları olasılığına ilişkin yapıcı belirsizliği korumak, siyasi tepki riskleri oluştursa da daha iyi bir strateji gibi görünüyor.

Getiri Eğrisi Kontrolü

Japonya Merkez Bankası’nın 2016’da duyurduğu getiri eğrisi kontrolü, yurt dışında kullanılan ve Fed’in de değerlendirebileceği son politika seçeneği. İsminden de anlaşılacağı üzere, getiri eğrisi kontrolü (geleneksel politikalarda olduğu gibi) kısa vadeli politika oranını sabitleyerek ve uzun vadeli tahvil getirileri için bir hedef belirleyerek çeşitli vadelerde hükümet borçları üzerindeki faiz oranlarını kontrol etmeyi içerir. Örneğin, Japonya Merkez Bankası 2016’da 10 yıllık hükümet tahvilleri getirisini sıfır civarında tutacağını açıklayarak sıfır getiriyle tutarlı bir fiyattan tahvil satın almaya hazır olduğunu belirtti ve hedefini güçlendirdi. Geleneksel QE’de merkez bankası satın almak istediği tahvil miktarını açıklar ve sonrasında gelişen faiz oranı döngüsü piyasa tarafından belirlenir. Getiri eğrisi kontrolü, standart yaklaşımı tersine çeviren bir QE türü olarak düşünülebilir: Politika yapıcıları tahvil getirileri için bir hedef belirler ama bu getiriye elde etmek için satın

alınması gereken tahvil miktarının belirlenmesi işini piyasaya bırakır.

Getiri eğrisi kontrolünün standart QE'ye göre birkaç olası avantajı var: Bir, birçok yatırım ve harcama kararını doğrudan etkileyen uzun vadeli faiz oranlarını hedeflediği için, politika yapımcıların sağladıkları teşvik miktarını daha doğru bir şekilde ölçmelerine izin verebilir. İki, eğer piyasa katılımcıları merkez bankasının getiri hedeflerine sıkı sıkıya bağlı olduğuna inanırsa o zaman tahvil getirileri merkez bankasının büyük miktarlarda tahvil satın almasına gerek kalmadan hedeflerine ulaşabilir. • Esasen, tahvil getirilerini sabitleme planının açıklaması da bir tür sözle yönlendirme olarak hizmet verebilir. Bu yönlendirme, merkez bankasının söz konusu hizmeti güçlendirmek için bilançosunu kullanacağı taahhüdüyle daha güvenilir bir hâle gelir.

Fed, 1942'den 1951 tarihli Hazine-Fed Anlaşması'na kadar bir tür getiri eğrisi kontrolü uyguladı. Hükûmetin savaş borcu finansmanın maliyetini azaltmak için Fed bu on yıllık dönemde kısa vadeli Hazine tahvili oranını sabitledi (dönemin büyük bir kısmında yüzde 0,375'ti) ve uzun vadeli hükûmet tahvilleri için yüzde 2,5'luk bir tavan belirledi. Fed başkanlığım sırasında FOMC, etkin alt sınırdaki politika için bir ders barındırıp barındırmadığını anlamak amacıyla bu uygulamayı dikkatli bir şekilde inceledi.¹² 1951 öncesi dönemden bağımsız olarak oldukça uzun vadeli tahvil getirilerini sabitlemenin veya bu getirilere sınır koymanın modern ABD'de makul olmayacağı, en azından tavsiye edilmeyeceği sonucuna vardık.

Fed'in on yıllık hükûmet tahvili getirisini yüzde 1'de sabitlediğini varsayalım. Bu, piyasa katılımcılarının neredeyse her koşulda Fed'in kısa vadeli faiz oranlarını gelecek on yıl boyunca yüzde 1'de tutacağına inanırsa işe yarayabilir. Ama on yıl uzun bir süre ve piyasa katılımcılarının, Fed'in sonraki on yılda gidişatı değiştirebileceğine inanmalarına yol açacak, ekonomik görünüm veya merkez bankası iletişimde bir değişim, söz konusu sabitlemenin güvenilirliğini tehlikeye atar. Örneğin, enflasyonda beklenmedik bir artış piyasaların Fed'in fonlama oranını yüzde 2'ye çıkaracağına ve bu düzeyde tutacağına inanmalarına yol açarsa ne olur? Uzun vadeli tahvil getirileri, Fed'in açıkladığı hedef getiriden bağımsız olarak yüzde 2'ye doğru hareket etme eğilimine girer. O zaman Fed de açıkladığı getiri hedefini terk etmek veya hedefini güçlendirmek için yüksek miktarda borcu ödenmemiş

* Bu değerlendirme, Japonya Merkez Bankası'nın devam eden tahvil satın alım hızı satın alacak hükûmet borcu kalmayacağı riskini oluşturduğu için getiri eğrisi kontrolünü benimsemesine yardımcı oldu.

tahvil satın almak zorunda kalır. Ancak bu satın almalar da politikanın sonlandırılmasını oldukça karmaşılaştırır ve Fed'i büyük sermaye kayıplarına maruz bırakır.

Peki, 1951 öncesi Fed'i ve bugünün Japonya Merkez Bankası' büyük tahvil satın alımları olmadan uzun vadeli tahvil getirilerini nasıl sabitledi? Buradaki fark, modern ABD'deki hükümet borcu piyasalarının derinliği ve likiditesinde yatıyor. Örneğin, birçok Japon hükümet tahvili, yalnızca getirileri için değil, düzenleyici ve diğer sebeplerle bankalar ve diğer kuruluşlarda tutuluyordu ve bu Japon tahvillerinin, tedavüldeki hisse senetlerine göre alım satım miktarı oldukça düşük seyretme eğilimindeydi. 1951 öncesi Hazine piyasaları da pek likit ve aktif değildi. Aksine, bugünün ABD Hazine tahvilleri yüksek hacimle küresel olarak alınıp satılıyor. Hazine piyasalarının derinliği ve likiditesi sebebiyle uzun vadeli Hazine tahvili getirilerine yönelik farazi Fed hedefleri ve piyasaların gelecek fonlama oranı beklentileri, Fed'i dev miktarda tahvil satın almaya zorlar.

Örneğin on yıllık tahvil getirilerine ilişkin hedef belirlemek artık Fed için söz konusu olmasa bile Hazine tahvil getirileri iki veya üç yıllık bir dönemde sabitlenebilir, böylece FOMC de bu dönem boyunca kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin taahhütte bulunabilir. İki veya üç yıllık tahvil getirilerinin etkin alt sınıra yakın bir oranda sabitlenmesi, faizlerin sözle yönlendirilmesini güçlü bir şekilde destekleyebilir. Buna bir tür lafı bırakıp icraata geçmek diyebiliriz. Fed, 2020 yılı stratejik değerlendirmesinde, arzu edilen bir getiride tahvil satın alma taahhüdüyle güçlendirilecek, orta vadeli faiz oranı hedefleri veya sınırları oluşturma seçeneğini ele aldı. Orta vadeli tahvil getirisi kontrolünün, piyasalar zaten Fed'in politika oranını bir süre boyunca düşük tutacağına inanıyorsa işe yaraması pek muhtemel olmasa da Komite, fonlama oranına ilişkin sözle yönlendirmenin işe yaramadığını düşünürse bu yaklaşımı ciddi bir şekilde değerlendirecekti.

ALTERNATİF POLİTİKA ÇERÇEVELERİ

Getiri eğrisi kontrolü sözle yönlendirmeyi güçlendirme yollarından biridir. Bunun bir başka yolu da sözle yönlendirmeyi, politika yapımcıların bir dizi ekonomik koşula nasıl tepki vermeyi planladığını belirten politika çerçevesine yerleştirmektir. Daha açık bir politika çerçevesiyle piyasa katılımcıları, daha açıklanmadan bu yönlendirmenin nasıl olacağına yönelik bir fikir

sahibi olabilir. Politikanın yönlendirmeden sapmasına yol açan koşulları daha iyi anlayabilirler. Ve yönlendirme açıklandığında kolayca terk edilmeyeceğine güvenebilirler. Kısacası, iyi bir politika çerçevesi genel olarak politikanın, özel olarak yönlendirmenin tutarlılığını ve tahmin edilebilirliğini artırır.

Fed yıllar boyunca, ilk yıllarındaki altın standart ortodoks yaklaşımından, Greenspan'ın risk yönetimi yaklaşımına kadar çeşitli para öğretileri ve çerçeveleri uyguladı. Ama FOMC, yüzde 2'lik enflasyon hedefi belirlediği, fiyat istikrarı ve istihdama yönelik "dengeli yaklaşımını" açıkladığı Ocak 2012'ye kadar resmî bir politika çerçevesi benimsemedi.¹⁴ FOMC'nin 2020'de desteklediği esnek ortalama enflasyon hedeflemesi (FAIT) yaklaşımı, 2012 çerçevesinin temelleri üzerine inşa edildi. Enflasyonu ve enflasyon hedefini ortalamada hedefe yakın düzeylerde tutmak için, yüksek hedeflerin düşük hedefleri karşılayacağını belirtti. Yeni çerçeve altında FOMC, yalnızca düşük işsizliğe dayanarak enflasyona engelleyici önlemler uygulama yöntemini reddetti.

Fed, etkin alt sınırın politikayı kısıtlayabilme ihtimalini artırma riskine sahip gerileyen nötr faiz oranı ve işsizlik oranlarının geçmişin aksine enflasyonu ateşlemeden düşük düzeylerde tutulabileceğinin giderek daha yaygın bir şekilde anlaşılması gibi, değişen ekonomik ortama bir yanıt olarak FAIT'i benimsedi. Ekonomik ortam tabii ki değişmeye devam edecek ve bu da Fed çerçevesinin daha çok gözden geçirilmesi anlamına gelir (Bunun büyük bir kısmı, 2021'deki enflasyon artışının ne kadar kalıcı olacağına ve nötr faiz oranının nasıl hareket edeceğine bağlı). Powell FAIT'i açıklarken Fed'in çerçevesini her beş yılda bir gözden geçirmeyi planladığını duyurdu. Yaklaşmakta olan bu tartışmalarda bazı alternatif politika çerçeveleri Komite'nin dikkatini çekebilir. Ve FOMC son değerlendirmesinde enflasyon hedefini artırma seçeneğini rafa kaldırsa da Fed dışındaki bazı ekonomistler etkin alt sınır problemini ele alabilmek için hedef oranın artırılması gerektiğini savunuyor.

Farklı Enflasyon Hedeflemeleri

Hâlâ kullanımda olan (FAIT gibi) veya planlama aşamasındaki birçok politika çerçevesi tüketici fiyatlarındaki değişim düzeyi veya oranına ilişkin hedefler barındırır. Bu konu başlığı altında bu varyantları enflasyon hedeflemesi gibi düşünebiliriz. Her öncü varyant da kendi artıları ve eksileriyle geliyor.

FOMC'nin Ocak 2012'de benimsediği çerçeve (burada *standart enflasyon hedeflemesi* olarak bahsedeceğim), ülkeler arasında değişiklikler gösterse de küresel olarak baskın çerçeve olmaya devam ediyor. Bu çerçeveyi kullanan merkez bankaları enflasyon için, orta vadede (mesleki bir terim ama genellikle iki ila üç yılı ifade eder) ulaşılabilecek bir hedef veya hedef aralığı açıklar. (Ancak politika oranlarındaki etkin alt sınır birçok merkez bankasının hedeflerini çok daha uzun bir süre boyunca düşük tutmaya zorluyor.) Standart enflasyon hedeflemesi yapan merkez bankaları uygulamada esnek bir yaklaşım benimsiyor, bu da fiyat istikrarının yanı sıra başka hedefler için de çalıştıkları anlamına geliyor. 2012'deki ilkelerimiz, FOMC'nin Fed'in ikili görev mandasına uygun olarak maksimum istihdam ve fiyat istikrarını hedefleyeceğini vurguluyordu. Bu iki hedefi genellikle tamamlayıcı olarak görüyorduk. Özellikle de düşük ve istikrarlı enflasyon, ekonomi ve iş gücü piyasasının işlevini iyileştiriyordu. Ve eğer enflasyonun hedefe yakın düzeylerde seyretmesini sağlamak enflasyon hedeflerinin sabitlenmesine yardımcı oluyorsa para politikacıları enflasyondaki istikrarı bozmadan istihdamdaki düşümlere güçlü bir şekilde yanıt verebiliyordu. Bu hedeflerin çatıştığı durumlarda, ikisini birbirine karşı tartarak dengeli bir yaklaşım benimseyeceğimizi söylüyorduk.

Enflasyon hedeflemesinin genel olarak en önemli hedeflerinden biri, hesap verilebilirliği ve şeffaflığı teşvik etmek. Enflasyon hedeflemesi yapan merkez bankaları tipik olarak ekonomik öngörüler, politika analizleri ve politika beklentilerine yönelik kapsamlı bilgiler sağlar. Politika planları ve bu planların arkasındaki mantıkla birleştğinde sayısal enflasyon hedefleri, merkez bankalarının beklenmeyen durumlara yanıt verme yetkisini tamamen yok etmeden disiplin ve tahmin edilebilirlik sağlar. Rick Mishkin ile olan çalışmamda oluşturduğum ifadeyi kullanarak, enflasyon hedeflemesi ve benzer rejimler para politikacılarının “kısıtlı tedbirle” hareket etmelerini sağlar.¹⁵

Enflasyon hedeflemesi yapan bir merkez bankası, enflasyon oranını önceden açıklanan hedefe yakın tutmaya çalışır ancak politika hataları, resesyonlar, arz şokları veya diğer faktörler enflasyonu söz konusu hedeften uzaklaştırabilir. Para politikacıları böyle bir duruma nasıl yanıt verebilir? Bu sorunun cevabı enflasyon hedeflemesi varyantlarını farklılaştırmaya yardımcı oluyor.

Standart enflasyon hedeflemesi kapsamında cevap aslında oldukça basit. Hedefin altında veya üstünde gelen enflasyon oranları eşit bir şekilde endişe vericidir, yani enflasyon oranı simetriktr. Bu yüzden enflasyonun herhangi bir sebeple hedeften şaştığı standart yaklaşımda, politika yapıcılar enflasyonu kademeli olarak hedefe yaklaştırmayı amaçlar. Bunun ne kadar kademeli olacağı, iş gücü piyasasının durumu, ekonomik görünümüne ilişkin riskler, faiz oranlarının etkin alt sınırı ne kadar yakın bir düzeyde seyrettiği ve diğer faktörlere bağlı olarak değişir. Ancak daha da önemlisi, standart enflasyon hedeflemesinde politika yapıcılar, kaçırılan önceki hedeflerin süreleri veya boyutunu telafi etmeye kalkışmazlar. Başlangıç noktası ne olursa olsun hedef makul bir zaman içinde hedefe geri dönmektir. Geçmiş geçmişte kaldı.

Enflasyon hedeflemesinin alternatif formlarından biri olan fiyat düzeyi hedeflemesi -ekonomistler tarafından kapsamlı bir şekilde incelenen ancak şimdiye kadar herhangi bir merkez bankası tarafından benimsenmeyen- bariz bir şekilde farklı bir şey ifade ediyor. Bu çerçevede kapsamında bir merkez bankası -enflasyon oranını değil- fiyatların düzeyini sabit, genellikle yukarı yönlü bir yönde ilerleyen düzeyde tutmaya çalışır. (Standart enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, fiyat düzeyi hedeflemesinde merkez bankası politika kararları alırken istihdam ve diğer hedefleri de göz önünde bulundurur , ancak şimdilik bunu görmezden geleceğim.)

Bir tüketici malları sepetinin ilk fiyatının 100 dolar olduğunu varsayalım ve merkez bankasının fiyat düzeyi hedeflemesi amacı, bu fiyatı her yıl yüzde 2 artırmak olsun. Eğer her şey planlandığı gibi giderse ilk yıl 100 dolar olan bu tüketici sepetinin fiyatı ikinci yıl 102 dolar, üçüncü yıl 104 dolar olacak ve böyle devam edecek. Şimdiye beklenmedik bir şekilde sepet fiyatının ikinci yılda 102 dolara değil, yalnızca 101 dolara yükseldiğini düşünelim. Yani, birinci yılla ikinci yıl arasındaki enflasyon oranı yüzde 2 yerine yüzde 1 olmuş. Bu durumda merkez bankası ne yapmalı?

Bu aradaki fark sebebiyle, standart enflasyon hedeflemesi yapan merkez bankası, enflasyon oranını yüzde 2'ye geri çıkarmaya çalışacaktır. İkinci yılda elde edilen 101 dolarlık fiyatın ardından, üçüncü yıl fiyatı yaklaşık yüzde 2 artışla 103 dolara taşımayı hedefleyecektir. (Dördüncü yılda da 105 doları hedefleyecek ve böyle devam edecektir.) Fiyat düzeyi hedeflemesinde ise merkez bankası fiyatları, *orijinal* hedef doğrultusuna olabildiğince yakın

tutmayı hedefler. Yani fiyatlar ikinci yılın sonunda 101 dolara ulaştığında, merkez bankası fiyat düzeyini üçüncü yılda 104 dolara çıkarmayı hedefleyecek, böylece fiyatları orijinal gidişata taşıyacaktır. Enflasyon açısından, fiyat düzey hedeflemesi yapan bir merkez bankası, ikinci yıldaki yüzde 1'lik enflasyon oranını telafi etmek için bir sonraki yıl (kabaca) yüzde 3'lük bir oran hedefler. Enflasyonun yüzde 2 hedefinden sapmasının etkilerini tamamen telafi ederek fiyat düzeyi hedeflemesi yapan merkez bankası, daha uzun dönemlerde bile, enflasyon oranını yüzde 2'de korumaya çalışır.*

Destekçileri, fiyat düzeyi hedeflemesinin birkaç avantajına dikkat çekiyor. Bir, bu yaklaşım fiyatlar için gelecekte belirli bir düzey hedefleyerek ve fiyatların hedef doğrultularından gerçekleşecek herhangi bir sapmanın etkilerini telafi ederek uzun süreli hayat pahalılığına ilişkin belirsizliği gözle görülür derecede azaltır ve bu da hane halkı ve şirket planlamalarını kolaylaştırır. İki, eğer ekonomik büyümeler ve resesyonlar ağırlıklı olarak toplam talepteki değişimlerden kaynaklanıyorsa (örneğin tüketici ve hükûmet harcamalarındaki değişiklikler), fiyat düzeyi hedeflemesi ekonominin istikrara kavuşmasına standart enflasyon hedeflemesinden daha çok yardımcı olur.

İkinci savı daha iyi anlatmak adına, talepteki düşüşün bir resesyona yol açtığını ve bir önceki sayı örneğine göre, olağan Phillips eğrisi sebebiyle resesyonun yanı sıra enflasyonun yüzde 2'den yüzde 1'e indiğini varsayalım. Standart enflasyon hedeflemesine göre merkez bankasının politikayı gevşetmesi, enflasyonun yüzde 2'ye geri dönmesini hedeflemesi ve iş kayıplarını telafi etmesi gerekir. Ama merkez bankasının fiyat düzeyini hedeflemesi daha çok genişlemeye yol açar çünkü (sayı örneğindeki gibi), fiyat düzeyini orijinal doğrultusuna geri döndürecek kadar uzun bir süre için enflasyonu yüzde 2'nin üzerine taşıyarak, enflasyon oranındaki ilk düşüşü telafi etmek ister. Fiyat düzeyi hedeflemesiyle daha güçlü gevşeme politikası -ve bu politikanın piyasa beklentileri- ekonominin yeniden tam istihdama ulaşmasını da hızlandıracaktır. Fiyat düzeyi hedeflemesinde ima edilen faizlerin daha uzun süre düşük tutulması politikası, özellikle kısa vadeli faiz oranları etkin alt sınırla kısıtlandığında da yardımcı olur çünkü bu noktada piyasaları politikanın uzun bir süre daha gevşek kalacağına ikna etmek oldukça önemlidir.

* Bu örnek, farazi dönemin bir yıl olduğunu varsayar. Uygulamada, merkez bankası orijinal fiyat düzeyi doğrultusuna, iş gücü piyasasının durumu gibi değerlendirmelere bağlı olarak daha yavaş veya daha hızlı dönebilir.

Fiyat düzeyi hedeflemesinin dezavantajları da var. Bu politikayı piyasalara ve kamuoyuna açıklamak standart enflasyon hedefine göre daha zor olabilir ve bu da hem daha az etkili hem de daha az güvenilir olmasına yol açabilir. Ayrıca fiyat düzeyi hedeflemesi, petrol fiyatlarındaki sert artışlar veya pandemi dönemindeki tedarik zinciri problemleri gibi enflasyonist arz şoklarından kaynaklanan ekonomik durgunluklarda pek işe yaramayabilir. Fiyat düzeyi hedeflemesi yapan bir merkez bankası, fiyatlarda arz şokları kaynakları artışları tamamen telafi etmeyi amaçlayacağı ve bu da enflasyonu geçici olarak uzun süreli ortalama düzeyinin altına indirmeyi gerektireceği için arz şokları ekonomiyi resesyona sürüklemiş olmasına rağmen politikada ciddi bir sıkışmaya girmesi gerekebilir.

Bu son dezavantaj, *geçici fiyat düzeyi hedeflemesi* (TPLT) olarak bilinen üçüncü bir enflasyon hedeflemesi varyantı ele alıyor. Bu yaklaşımı 2017'de önermiş ve Federal Reserve Kurulu'ndan Michael Kiley ve John Roberts ile 2019 tarihli bir makalede, değiştirilmiş bir varyantını ele almıştım.¹⁷ İsmin-den de anlaşılacağı üzere, TPLT fiyat düzeyi hedeflemesine benzerdir ancak kısa vadeli faiz oranlarının etkin alt sınıra ulaşması gibi yalnızca belirli durumlarda uygulanır. Makalede, fonlama oranı etkin alt sınıra ulaştığında Fed'in -fiyat düzeyi hedeflemesi ruhuyla- oranı, enflasyonun hedefin altına inmesi telafi edilene kadar yani ortalama enflasyon yüzde 2'ye geri dönene, kadar bu düzeyde tutması gerektiğini savundum. Önerime göre, enflasyon yeniden yüzde 2 düzeyine ulaştığında, Fed fonlama oranını etkin alt sınırın üzerine çıkarabilirdi.* Sıkışmanın gecikmesi muhtemelen enflasyonun bir süreliğine hedefin üzerinde seyredeceğini ima ederdi ama TPLT'ye göre Fed sonunda enflasyonu yüzde 2'ye döndürmeyi amaçlardı.

Geçici fiyat düzeyi hedeflemesi, olağan fiyat düzeyi hedeflemesiyle karşılaştırıldığında, etkin alt sınırdaki güçlü bir *daha uzun süre daha düşük oran* politikası izleneceğini ima eder. Aynı zamanda TPLT'ye göre enflasyon hedefinin fazla yüksek olması takiben hedefin fazla düşük olmasını gerektirmez, bu da olağan fiyat düzeyi hedeflemesinin arz şokları sebebiyle enflasyonun fazla yüksek seyretmesinin tamamen tersine çevrilmesine ilişkin pek arzu edilmeyen çıkarımdan kaçınılmasını sağlar. TPLT'yi açıklamak olağan fiyat düzeyi hedeflemesini açıklamaktan daha kolay olabilir çünkü politika fiyat

* TPLT'ye göre ortalama yüzde 2'lik bir enflasyon oranına geri dönüş, fonlama oranını etkin alt sınırın üzerine taşımak için gerekli bir koşuldur. Fed, iş gücü piyasasındaki koşullar yeterince iyileşmezse faizi daha uzun süre etkin alt sınırdaki tutmayı tercih edebilir. Fed ayrıca fonlama oranını yükseltmeden önce ortalama enflasyonun sürdürülebilir bir şekilde yüzde 2'ye ulaştığından emin olmak isteyebilir.

düzeyinden ziyade enflasyon oranına ilişkin hedeflerle ifade edilir.

Geçici fiyat düzeyi hedeflemesi fonlama oranı etkin alt sınırdayken FOMC, fonlama oranını yükseltmeyi değerlendirmeden önce enflasyonun ortalama yüzde 2 düzeyine geri dönmesini gerektirir. Enflasyon ortalaması ne kadarlık bir sürede hesaplanmalı? Orijinal önerim bu sürenin enflasyon-da görülen tüm düşüş sürecini içermesini tavsiye ediyordu çünkü etkin alt sınıra indiğinde politika oranının, fonlama oranı artırılmadan önce telafi edilmesi gerekiyordu. Ancak Fed Kurul üyesi Lael Brainard böylesine bir planın Fed'in enflasyon oranındaki süregelen yükselişi kabul etmesini gerektirebileceğine, bunun da enflasyon beklentilerindeki istikrarı bozabileceğine işaret etti.¹⁸ Takiben Kiley ve Roberts ile Fed'in FRB/US ekonomi modelini kullanarak yaptığım çalışma, fonlama oranını etkin alt sınırın üzerine taşımadan bir yıl önce enflasyonun ortalama yüzde 2 düzeyine ulaşmasını beklemenin oldukça işe yaradığını ortaya koydu. Bu strateji ortalamada hem enflasyon hem de işsizlik için iyi sonuçlar oluşturdu.

FOMC'nin Eylül 2020 açıklamasında yer verilen Fed'in 2020 FAIT çerçevesi enflasyon hedeflemesinin yukarıda bahsettiğim tüm varyantlarından unsurlar benimsiyor. 2012'de kabul edilen standart yaklaşımın ardından, FAIT yüzde 2'lik enflasyon hedefine hem enflasyon hem de istihdam hedeflerine yanıt verebilmek için gereken esnekliğe ve Komite'nin ekonomik görünüm ve politika planları kapsamında şeffaflığına yer vermeye devam ediyor. Ancak, Komite'nin 20128-2020 stratejik değerlendirmesi standart enflasyon hedeflemesinin nötr faiz oranı ve bunun sonucunda etkin alt sınırla daha çok karşılaşılmasından doğan sorunları yeterli olarak ele alamadığına karar verdi. Özellikle de eğer etkin alt sınırın oluşturduğu kısıtlamalar, Fed'in resesyonlar ve düşük enflasyonla mücadele etmesini zorlaştırırsa -QE ve diğer yeni araçlarla bile- o zaman standart enflasyon hedeflemesine göre enflasyon çoğu zaman hedef oranının altında seyredebilir. Kronik fazla düşük enflasyon oranı da enflasyon beklentilerini düşürebilir ve bu da nötr faiz oranının daha fazla gerilemesine ve Fed'in politika alanının daralmasına yol açabilir.

Fed'in yeni çerçevesi, TPLT ve sıradan fiyat düzeyi hedeflemesindeki unsurları birleştirerek, standart enflasyon hedeflemesindeki aşağı yönlü enflasyon eğilimini ele alıyor.¹⁹ Fonlama oranı etkin alt sınıra ulaştığında FOMC, TPLT stratejisini izleyecek ve ortalama enflasyon yeniden yüzde

2'ye ulaşana denk sıkılaşımdan kaçınacak. Komite ayrıca, faizi yükseltmeden önce iş gücü piyasasındaki koşulların tam istihdamla tutarlı olması gerektiğini belirtiyor, bu da yüzde 2'lik enflasyona geri dönüşün sürdürülebilir olmasını sağlıyor.

Faizler yeniden yükseltildiğinde Fed, FAIT kapsamında enflasyonu ortalama yüzde 2'de ve enflasyon beklentilerini de bu düzeylerde tutma hedefiyle, fonlama oranını enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredebilmesi için yönetecek. Buradaki genel ilke, politika yapımcıların fiyat düzeyi hedeflemesi ruhuyla enflasyonda görülen hedefin altındaki oranları, yüksek enflasyon oranlarıyla telafi etmesi. FAIT ve sıradan fiyat düzeyi hedeflemesi arasındaki fark, FAIT kapsamında FOMC'nin enflasyondaki *yüksek* oranları enflasyon hedefini düşürerek telafi etmeye çalışmaması. Kendi başına enflasyonu ortalamada daha da yüksek bir düzeye taşıyacak bu asimetrik politika, etkin alt sınırın yol açtığı enflasyondaki aşağı yönlü eğilimi telafi etmeyi amaçlıyor.

Düşük enflasyonun görüldüğü bir dünya için tasarlanan FAIT çerçevesi, enflasyonu hedefin üzerine çıkaran, 2021'deki pandemi kaynaklı arz şoklarıyla bazı engellerle karşılaştı. Bu durumlarda, FAIT'in etkileri standart enflasyon hedeflemesinininkilere benzerdir. Enflasyon beklentileri sağlam kalmaya devam ettiği sürece para politikacıları sabırlı olmaya devam edebilir ve arz şoklarının hafiflemesine izin verebilir. Ancak enflasyon beklentileri değişme işaretleri verdiğinde politika iş gücü piyasasındaki toparlanmayı destekleme ihtiyacı ile enflasyon ve enflasyon beklentilerini hedefe yakın düzeylerde tutma ihtiyacını dengelemek zorunda kalabilir.

Genel olarak bakıldığında, FAIT'in benimsenmesi, FOMC'nin -düşük bir nötr faiz oranı, düz bir Phillips eğrisi, düşük bir doğal işsizlik oranı ve etkin alt sınırla karşı karşıya kalma riskiyle- enflasyonun genellikle fazla yüksek yerine fazla düşük (yüzde 2'lik hedefin altında) seyretmesi endişesini yansıtıyor. Japonya ve Euro bölgesinde yaşananlar fazla düşük bir enflasyon oranının yol açabileceği sorunları açıkça gösteriyor. Fed politika çerçevesini yeniden değerlendirdiğinde, güncel enflasyon davranışı -yüksek, düşük veya hedefte- FAIT'in korunması veya değiştirilmesi kararıyla önemli bir faktör olacak.

Nominal GSYH Hedeflemesi

Olası politika çerçeveleri arasında enflasyon hedeflemesi ve varyantlarından başkaları da var. FOMC'nin muhtemelen bir sonraki çerçeve değerlendirmesinde ele alacağı bir diğer öncü alternatif de nominal GSYH hedeflemesi. (Nominal GSYH, bir ülkenin sınırları içinde üretilen mal ve hizmetlerin toplam dolar değeridir.) Nominal GSYH hedeflemesinin de birkaç varyantı olsa da arkasındaki ana fikir, -isminden de anlaşılacağı üzere- merkez bankasının enflasyon yerine nominal GSYH hedeflemesi için politika oluşturmaktır. Burada, bir merkez bankasının nominal GSYH oranındaki büyüme için sabit bir hedef belirlediği ve standart enflasyon hedeflemesine benzer olarak hedefin eski düşük veya yüksek düzeylerini telafi etmeye çalışmadığı durumu ele alacağım.*

Nominal GSYH'nin büyüme oranı, reel üretim ve enflasyon (burada enflasyon yalnızca tüketici fiyatlarıyla değil, GSYH'yi oluşturan tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarıyla ölçülüyor) oranı artışıdaki toplama denktir. Enflasyon yerine bu değişkene ilişkin bir hedef belirlemenin bazı potansiyel avantajları var.

Bir, merkez bankası daha açık bir şekilde hem reel üretim (yani istihdamdaki büyüme) hem de enflasyonu önemseydiğini açıkça ifade edebilir. Bu, ikili görev sorumluluğu düşünüldüğünde Fed için önemli bir değerlendirme. Esnek enflasyon hedeflemesi taraftarları istihdamı hesaba katsa da nominal GSYH hedeflemesi destekçileri, hedefte büyümeye de yer vererek merkez bankasının iş ve gelirlerdeki süregelen genişlemeyi destekleme taahhüdünü de vurgulayabileceğini savunuyor. Gerçekten de kira veya ipotek kredisi gibi sabit dolar ödemeleri yapması gereken insanlar için nominal gelirlerdeki istikrar enflasyon istikrarından daha önemli olabilir.

İki, nominal GSYH hedeflemesi genellikle ekonominin yaşadığı şokların ardından para politikasını doğru gidişata yönlendirebilir. Örneğin, bir resesyon reel büyümenin yavaşlamasına yol açarsa, nominal GSYH büyümesini rayında tutmak, daha yüksek bir büyüme ve enflasyon, yani daha gevşek bir para politikası gerektirir. Bunun yerine enflasyonu artıran ve reel büyümeyi yavaşlatan stagflasyonist bir arz şoku merkez bankasının sıkışmaya

* Enflasyon hedeflemesinin daha önce ele aldığımız varyantları, merkez bankasının hedefin fiyat düzeyinin kendisi olduğu bir yaklaşımla enflasyon hedeflemesi (fiyat düzeyindeki değişim oranı) yaptığı çerçevelerle çatışıyor. Benzer şekilde, enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesi seçimine benzer sorunlar oluşturan alternatifler olarak, nominal GSYH hedeflemesi, nominal GSYH'nin büyüme oranı veya düzeyinin hedeflemesini içerebilir.

gitmesine neden olmayabilir çünkü bu durumda daha yüksek enflasyon ve daha yavaş büyümenin nominal GSYH üzerindeki etkileri telafi edilmiş olur.

Üç, nominal GSYH büyümesini hedeflemek merkez bankasının nötr faiz oranındaki düşüşlerle baş etmesini sağlayabilir. Reel olarak ölçülen nötr faiz oranı, sermaye yatırımlarının reel getirileri daha hızlı büyüyen bir ekonomide daha yüksek olduğu için, ekonominin büyüme oranı trendlerine bağlı olarak yukarı veya aşağı yönde hareket etme eğilimindedir. Şimdi trend büyümeye yönelikse ve nötr faiz oranı, örneğin yüzde 1 düşerse ne olacağını düşünelim. Sabit enflasyon hedefi olan bir merkez bankası için, reel nötr faiz oranında yüzde 1'lik bir düşüş, nominal nötr faiz oranı R^* 'de de yüzde 1'lik bir düşüş anlamına gelir. Ancak reel üretim büyümesi ve enflasyon toplamıyla nominal GSYH'de görülen büyüme sebebiyle nominal GSYH büyümesi hedeflemesi yapan bir merkez bankası, ekonomik büyüme trendindeki yüzde 1'lik düşüşü zaman içinde yüzde 1 daha yüksek bir enflasyon oranı hedefleyerek telafi eder. Daha yüksek bir enflasyon oranı ve enflasyon beklentileriyle -büyüme trendindeki düşüşten bağımsız olarak- nominal nötr faiz oranı R^* 'de düşmemeli ve faiz indirimleri için mevcut alanı korumalıdır.

Büyük Resesyon sonrasındaki yavaş toparlanma sürecinde, FOMC Kasım 2011 toplantısında nominal GSYH hedeflemesinin benimsenmesini değerlendirdi ve reddetti.* Çerçevemizde böylesine dramatik bir değişiklik yapmak için çıtanın daha yüksek olması gerektiğine ve standart enflasyon hedeflemesine -FOMC'nin kullandığı ve resmi olarak iki ay sonra benimsediği çerçeve- göre nominal GSYH hedeflemesinin olası avantajlarının gerçek olmaktan çok görünürde olduğuna karar verdik. Standart enflasyon hedeflemesi, FOMC'nin enflasyon ve istihdam hedeflerini esnek bir şekilde dengelemesine izin veriyordu ancak nominal GSYH hedeflemesi, enflasyon ve büyümeye sabit bir şekilde eş bir ağırlık veriyor. Bu açıdan New York Fed Başkanı Bill Dudley nominal bir GSYH hedefine ulaşmanın, FOMC'nin ikili görev sorumluluğunu yerine getirebileceğini garantilemediğine işaret etti. Örneğin, yüzde 5'lik bir nominal GSYH büyümesi yüzde 3'lük reel büyüme ve yüzde 2'lik enflasyonla tutarlı ve iyi bir sonuçtur ama bunun yanı sıra pek arzu edilmeyen sıfır büyüme ve yüzde 5'lik enflasyonla da tutarlıdır.

FOMC katılımcılarının ayrıca pratik ölçüm endişeleri de vardı: Nominal GSYH verileri çeyrek dönemlik olarak hesaplanıyor, ciddi bir gecikmeyle

* Komite'deki tartışmaların çoğu nominal GSYH'nin büyüme oranı yerine düzeyi için bir hedef belirlenmesine odaklandı ama FOMC'nin iki yaklaşım için de endişeleri vardı.

yayınlanıyor ve genellikle sık sık yenileniyor. Bunların tümü, zamanında yapılan politikalar için birer sorun. Bu endişelere rağmen, çeşitli biçimlerdeki nominal GSYH hedeflemesi yıllar içinde birçok ekonomistin desteğini aldı.

Enflasyon Hedefini Yükseltmek

Düşük nötr faiz oranı ve etkin alt sınırın oluşturduğu kısıtlamaları elde tutmanın bir diğer yolu da standart enflasyon hedeflemesini korurken hedefi yükseltmektir. Eğer Fed mesela başarılı bir şekilde yüzde 2 yerine yüzde 4'lük bir enflasyon oranı hedeflerse (Fisher ilkesine göre) yatırımcılar enflasyon sebebiyle telafi edilmek isteyeceği için nominal faiz oranlarının genel düzeyi de yüzde 2 artmalıdır. Eğer nötr faiz oranı $R^* + 2$ puan yükselirse, Fed'in oldukça geniş bir politika alanı olur ve bu da derin resesyona, QE ve diğer yeni politika araçlarına olan ihtiyacı azaltarak yalnızca faiz indirimleriyle etkili bir şekilde yanıt vermesine izin verir.²¹

Enflasyon hedefini artırma kolaylığı çekici gelebilir ancak beraberinde önemli maliyetler ve belirsizlikler getirebilir. Kalıcı olarak daha yüksek bir enflasyon oranı ekonomi için maliyetlidir (ancak ekonomistler ne kadar maliyetli olduğu konusunda fikir ayrılığı yaşıyor). Piyasa ekonomisinin merkezindeki fiyat sistemini belirsizleştirir ve (örneğin emeklilik için tasarruf yapan insanlar ve sermaye yatırımı yapmayı düşünen şirketler için) uzun süreli planlama yapmayı zorlaştırır. Pratik anlamda, Kongre'deki birçok kişinin artırılmış bir enflasyon oranı hedefini, Fed'in fiyat istikrarı sorumluluğuyla tutarsız olarak değerlendirme ihtimali de yüksektir.

Daha yüksek bir hedefe geçmek ayrıca ustalık ister. Örneğin -birçok yıllık denetime dayalı bir şekilde Fed'in yüzde 2'lik hedefine yakın seyreden- enflasyon beklentileri değişebilir ve finansal ve ekonomik istikrarsızlık yaratabilir. Bunun ötesinde, eğer insanlar hedefin ekonomik koşullardaki veya diğer faktörlerdeki değişikliklere göre zaman zaman değişebileceği anlamını çıkarırsa o zaman enflasyon beklentilerini yeni hedef çevresinde sabitlemek zorlaşabilir. Ayrıca Fed'in enflasyonu mevcut yüzde 2'lik düzeyine taşıyana kadar yaşadığı kronik sorunlar (2021'deki olağan dışı koşullar hariç) göz önüne alındığında daha yüksek bir enflasyon hedefinin güvenilir olup olmayacağı belli değil. Eğer daha yüksek bir hedef güvenilir olmazsa veya piyasa katılımcıları hedef artışın geçici olmasını bekliyorsa nötr faiz oranında arzu edilen artış gerçekleşmeyebilir.

Bu sebeplerle, FOMC stratejik değerlendirmesinde enflasyon hedefinde herhangi bir artış seçeneğini rafa kaldırdı. Ancak Komite'nin daha sonra benimsediği FAIT çerçevesi yüzde 2'lik enflasyon oranı hedefinde geçici ve ılımlı artışlara izin vererek aslında bu yolda bir adım atmış oldu. 2012'den bu yana yürürlükte olan standart enflasyon hedeflemesi rejimine göre, FOMC etkin alt sınırı gördükten bir süre sonra enflasyonu yüzde 2 düzeyine geri döndürmeye çalışır. FAIT kapsamında da şartların değişmeyeceği varsayımıyla Komite en azından bir süreliğine yüzde 2'nin üzerinde bir enflasyon oranı hedefler.

PARA-MALİ POLİTİKA KOORDİNASYONU

Mantıklı insanlar, etkin alt sınıra yaklaşıldığında para politikasının etkinliğini artırma çabalarının meyve verip vermeyeceği veya azalan verim noktasının çoktan geçip geçmediği konusunda fikir ayrılığına düşebilir. Bu sorular bir tarafa, etkin alt sınırın artan önemi ışığında, mali politikaların -hükûmet harcamaları ve vergilerdeki değişimler- özellikle derin durgunluk dönemlerinde ekonomiyi istikrara kavuşturmak için daha sık uygulanması gerektiğine yönelik merkez bankacılarının da katıldığı geniş bir fikir birliği var. Bazı ekonomistler bir adım daha ileri giderek düşük faiz oranlarının olduğu dönemlerde para politikasının karşılaştığı kısıtlamalar göz önüne alındığında, resesyonlarla öncelikli mücadele aracının mali politikalar olması, para politikalarının daha çok destekleyici bir rol oynaması gerektiğini savunuyor.²²

Mali politikaların istikrar aracı olarak birkaç avantajı var. Bir, para politikalarının aksine mali politikalar nötr faiz oranı düşük olduğunda daha az etkili değil. Aksine, düşük faiz oranları hükûmet borcu finansmanının maliyetini düşürerek genişlemeci mali politikaları daha cazip bir hâle getiriyor. Buna bağlı olarak, hükûmetin harcamaları veya vergi kesintilerini finanse etmek için mevcut tasarruf havuzunun bir kısmını emerek ve faiz oranlarını artırarak aldığı borçların, şirketlerin fabrikalara ve ekipmanlara yaptıkları yatırımlar gibi diğer tasarruf kullanımlarına yer bırakmayacağına ilişkin geleneksel bir endişe var. Ancak faiz oranları hâlihazırda düşük seyrettiğinde, değerli özel yatırımlar fonlama bulma konusunda pek bir zorluk yaşamıyor ve yer bırakmama gibi bir sorun da görülüyor. Üstelik, genişlemeci mali politikalarla uzun vadeli faiz oranlarında görülecek herhangi bir artışın da

tasarrufçular için daha yüksek getiriler ve yüksek nötr faiz oranlarının para politikaları için daha fazla alan sağlaması gibi bazı faydaları da olabilir.

Para politikalarıyla karşılaştırıldığında mali politikalar en ihtiyaç hâlindeki insanları veya sektörleri daha iyi hedefleyebilir. Örneğin pandemi döneminde, 2,2 trilyon dolarlık CARES Yasası ekonomiyi genel olarak desteklemenin yanı sıra özellikle kamu sağlığına (hastanelere destek, aşı geliştirilmesi) ve işsizler ile küçük şirketler gibi krizden en ağır darbeyi alan gruplara fon tahsis etti. Buna karşılık para politikaları, daha iyi makroekonomik koşulların ihtiyaç hâlindeki çalışanlara ve şirketlere fayda sağlayacağı umuduyla genel olarak yalnızca ekonomiyi güçlendirebilir.

Konjonktür karşıtı bir araç olarak mali politikaların bazı eksikleri de var. Gerektiği zaman hızla değiştirilebilen para politikalarının aksine, hükümet harcamaları ve vergi politikaları o kadar kolay değişmez. Federal bütçe binlerce kalemden oluşur ve mali politika esnekliğini kısa vadede azaltan çeşitli amaçları, uzun vadeli taahhütleri ve dikkatle verilen tavizleri yansıtır. Örneğin, uzun proje planlama dönemlerinde, harcamanın altyapı için mi savunma için mi artırılması kararını vermek zordur ve vergi politikalarındaki sık değişiklikler ekonomik karar alımlarını saptırır, hane ve şirket planlamasını karmaşıklarlaştırır. İşsizlik maaşı veya eyalet ve yerel yönetimlere verilen ödenekler gibi transfer ödemeleri daha hızlı artırılabilir ama bu konularda bile bazı bürokratik ve lojistik sorunlar fonların alıcılara ulaşmasını geciktirebilir. Yakın zamanlı bir örnek olarak CARES Yasası kapsamında uzatılan işsizlik ödemesi dağıtımı, eyaletlerin birbirinden farklı ve bazı durumlarda artık antika hâline gelmiş işsizlik ödeneği sistemleri sebebiyle arapsaçına dönmüştü.

Enflasyon ve işsizlik hedeflemesi için mali politika kullanımına ilişkin daha ciddi bir sorun ise hükümet harcamaları ve vergi politikalarının oldukça karmaşık siyasi bir ortamda oluşturuluyor olması. ABD’de mali eylemler, genellikle zorluklarla dolu, uzun müzakereler ve takiben yönetimin ve Kongre’nin farklı siyasi partilerin kontrolünde olabilen komitelerinin onayını gerektirir. Son yaşananalar siyasi sistemimizin acil durumlarda büyük mali programlar oluşturabildiğini gösteriyor -mesela Başkan Obama tarafından 2009’da imzalanan American Recovery and Reinvestment Act ile Trump tarafından 2020’de onaylanan CARES Yasası- ama diğer dönemlerde partici kördüğömlere ve gecikmelere yatkın bir konumda.²³ Bunun aksine,

tarafsız ve siyasi olarak bağımsız bir merkez bankası, ekonomik görünümdeki değişimlere bir yanıt olarak para politikasını daha hızlı ve orantılı bir şekilde değiştirebilir.

Yine de -etkin alt sınır beklendiği üzere para politikalarına ciddi kısıtlamalar oluşturmaya devam ederse- mali politikaların ekonomik durgunluklarla başa çıkabilmek için daha fazla sorumluluk alması gerektiği açıkça görülüyor. Ancak bu noktada şu soru gündeme geliyor; para politikaları ve mali politikalar koordine olmalı mı? Evetse, nasıl? (Merkez bankasının büyük finansal krizler, pandemiler ve diğer uluslararası acil durumlarda hükümetin geri kalanıyla kuşkusuz yakından çalışacağını düşünüyorum.)

Para-mali politika koordinasyonunun en temel şekli resmî olmayan müzakerelerdir. Fed başkanı ve Hazine bakanı sıklıkla bir araya gelir ve ekonomik ve finansal gelişmelerin yanı sıra olası yasa girişimlerini ele alırlar. Yönetim ve Kongre ile yapılan müzakereler Fed'e mali ve diğer ekonomik politikalarındaki olası değişimleri öngörme konusunda yardımcı olur ve bunlar daha sonra FOMC'nin kendi ekonomik tahminleri ve politika düşüncelerini bilgilendirmek için kullanılır. Bunun karşılığında, Fed liderliği Kongre ve yönetimi Fed'in ekonomi ve kapsamlı politika stratejileri üzerindeki görüşleri konusunda bilgilendirir.

Genel olarak, güncel Fed-Kongre ilişkilerinde Kongre başı çeker ve Fed takip eder. Yani FOMC, genel olarak mali politika girişimlerini kabul eder ve para politikalarını buna göre ayarlar. Burns ve Greenspan dönemlerindeki gibi bir Fed başkanının mali politika planlamasına aktif olarak katılması artık ne Beyaz Saray ne de Fed tarafından doğru görülüyor. Ancak son zamanlarda bazı Fed başkanları para politikalarının bir ekonomik acil duruma yanıt vermekt yetersiz olduğuna inandıklarını açıkça dile getirdi. Örneğin pandemi krizinde Powell, sürekli olarak CARES Yasası'nın yanı sıra ek mali destek verilmesi çağrısında bulundu. Kongre, Büyük Resesyon sonrası toparlanma döneminde destekleyici mali politikalarından kemer sıkma politikalarına döndüğünde ben de birkaç kez bunu yaptım. Ama tıpkı Powell gibi belirli önlemleri desteklemekten veya dolar miktarları önermekten kaçındım.

Powell'ın ve benim bu özenim Fed liderlerinin mali politikaya yönelik yorumlarının dengeleyici bir eylem içerdiği gerçeğini yansıtıyor. Bir tarafta, mali kararlar merkez bankacılarının değil yasa yapıcıların sorumluluğunda ve Fed'in haddini aşmasına alınabilirler. Diğer tarafta, ekonomiye ilişkin

analitik kaynakları ve bilgileriyle merkez bankacıları mali politikanın gerekli olup olmadığı konusunda -mali politika yapımcıların göz ardı etmekte özgür olduğu- tavsiyeler verebilecek bir konumda. Dahası, mali politika kararları doğrudan Fed'in ikili görev mandasını yerine getirme becerisini besliyor. Buradaki doğru dengenin, Fed'in ekonomiyi istikrara kavuşturmaya yardımcı olması için mali eylem gerektiğinde açıkça konuşabilmesi ancak mali programların detayları konusunda partizan yaklaşımlar almaktan kaçınması olduğunu düşünüyorum.

Para-mali politika koordinasyonu, yasa yapımcılar -üstü kapalı olarak (hâlihazırda Federal Reserve'e verilen gücün bir sonucu olarak) veya yeni yasalarla- Fed'e mali otorite verdiğinde de gerçekleşebilir. Tüm para politikaları bir mali unsur barındırır ve bunun tek sebebi, faiz oranlarındaki değişikliklerin hükûmet borcu finansmanı maliyetini etkilemesidir. Genel olarak bakıldığında ise Federal Reserve diğer büyük merkez bankalarına göre üstü kapalı veya açık, daha az mali takdir yetkisine sahiptir. Örneğin, daha önce de gördüğümüz üzere normal operasyonları kapsamında birçok merkez bankası kurumsal tahviller gibi kredi riski içeren tahviller satın alabilir. Bu satın almaların mali imaları vardır çünkü bu varlıkların kayıpları veya kazanımları merkez bankalarının ulusal hazinelerine gönderdikleri kârları etkiler. (Federal Reserve, faiz oranları değiştiğinde değerleri değişebilen ancak normal para politikalarında kredi riski barındırmayan uzun vadeli tahviller tutarak bazı riskler alıyor.) Avrupa Merkez Bankası'nın hedefli uzun vadeli yeniden sermayelendirme operasyonları (TLTRO'lar) yoluyla ticari banka kredilerini destelemek için kârının bir kısmını kullanması, bir merkez bankasının mali takdir yetkisinin örneklerinden biri. Buradaki ana mesaj, para politikaları ile mali politikalar arasındaki çizginin katı olmaması, uygulamada siyasete, normlara ve kurumsal düzenlemelere bağlı. Yasalar da koşullar gerektirdiği takdirde bu çizgiyi değiştirebilir.

Fed'in bazı acil durum kredi programlarını desteklemek için fon tahsis eden CARES Yasası, Kongre'nin Federal Reserve'e (Hazine ile birlikte) mali takdir yetkisi vermesi geleneklere aykırı bir örnek. Bu destek, Fed'in 13/3 otoritesini kullanarak ve Hazine'nin de onayıyla kayıplara yol açabilecek şekilde tahvil satın alıp krediler vermesine (bazıları bankacılık sistemi aracılığıyla) izin verdi. Bu sübvansı edilen krediler, Fed'e pandeminin ilk aylarında finansal piyasaları sakinleştirmesi için ek araçlar sağladı. Daha da önemlisi, kimin borç alabileceğine karar verme ve bu yeni görevin politika

bağımsızlığını riske atmadığı konusunda rahat hissetme gibi Fed'in bu programları tasarlaması konusunda yeterli bir takdir yetkisi sundu.

Ancak bu kredi programları hem CARES Yasası'nın kısıtlamaları hem de 13/3 acil durum otoritesi altında oluşturuldukları için geçiciydi. Ayrıca Cumhuriyetçiler, belki de Biden yönetimi altında Fed'in kendilerinin onaylamadığı amaçlar doğrultusunda kredi vereceği ihtimaliyle programların 2020 sonrasında devam ettirilmesine karşı çıktı. Programlara yönelik tartışmalar, ABD siyasetinde para politikaları ile mali politikalar arasındaki çizginin ne zaman çekileceği sorusunun çekişmeli bir mesele olmaya devam ettiğini açıkça gösterdi.

Yabancı merkez bankaları tarafından kullanılan bazı politika araçları -fonlama için krediler veya QE kapsamında çeşitli tahviller satın alma gibi- Fed için üstü kapalı da olsa ek mali takdir yetkisi gerektirir (daha geniş kapsamlı bir dizi tahvil satın alma otoritesi yasal bir değişiklik yapılmasını talep eder). Etkin alt sınırın yol açtığı kısıtlamalar göz önüne alındığında bu ek araçları uygulamak ekonomik anlamda makuldür. Ama siyasi perspektiften bakıldığında Fed'in, belirli koşulların karşılandığına inandığı sürece mali esnekliğini artırmanın peşine düşmesi pek muhtemel değil. Bu koşulların ilki Kongre'nin Fed'in mali takdir yetkisinin artırılmasının olası sonuçlarını (örneğin Fed'in Hazine'ye yaptığı ödemeler) anlaması ve kabul etmesi gerekir. İkincisi, yeni otoritelere Fed'in para politikası bağımsızlığını tehlikeye atacak veya ikili görev sorumluluğunu tamamlama yönünde Fed'i saptıracak herhangi bir koşulun bağlanmaması gerekir. Fed politika yapıcılar, özellikle yeni araçların kayırlan borçlulara kredi tahsis edilmesi için değil kredi piyasalarının işlevi ve genel olarak ekonominin performansını iyileştirme amacıyla kullanılması konusunda emin olmak ister.

Helikopter Para

Bazı ekonomistler, para-mali politika koordinasyonunun gelişmiş ekonomilerde hâlihazırda görülen kısıtlı türlerinden ziyade daha kapsamlı türlerinin uygulanmasını savunuyor. Yakın zamanda en azından ABD'de daha ilginç koordinasyon türleri görmeyeceğimizi düşünüyorum. Ama bu alternatif politikalar olağanüstü koşullarda kullanışlı olabilir.

Bu politikaların klasik örneklerinden biri de *helikopter para*dır. Bu isim ve fikir, Milton Friedman'ın buluşu. Ekonominin ısrarcı bir şekilde düşük

enflasyon ve hatta deflasyondan mustarip olduğu bir gelecek hayal edin -aslında bu senaryo Japonya'daki durumdan çok da farklı değil- ve hem kısa hem de uzun vadeli faiz oranları sıfıra yakın düzeylerde seyrettiği için tek başına para politikaları hedeflerine ulaşamıyor. Bu noktada Friedman'ın orijinal düşünce deneyine bağlı olarak otoritelerin havadan yeni basılmış para dağıtan bir helikopter gönderdiğini düşünün. Tabii ki insanlar bu parayı toplamak için koşuşturacaktır. Friedman'a göre insanlar yeni parayı harcayınca fiyatlar artacak ve böylece deflasyon sonlanacak.

Friedman'ın bu fantastik örneğini daha gerçekçi bir hâle getirirsek helikopter paranın hangi koşullarda deflasyonist bir tehdide karşı işe yarayacağını -veya yaramayacağını- daha iyi anlayabiliriz. ABD gibi modern bir ekonomide uygulanması için helikopter paranın iki adımda ilerlemesi gerekir. İlk adım, Kongre'nin nüfusun büyük bir kısmına anında ödenebilecek büyük bir vergi iadesini onaylamasından geçiyor. Daha somut anlamda vergi iadesi programının toplam 500 milyar dolar olduğunu varsayın. Normal koşullarda, Hazine vergi iadesinin parasını özel yatırımcılara satılmak üzere 500 milyar dolar değerinde ek hazine borcu ihraç ederek çıkarır. Ama bunun yerine ikinci adımda, vergi iadesini doğrudan Fed'in finanse ettiğini düşünelim. Bu, Hazine'nin Fed'deki hesabına ek 500 milyar dolar kredi sağlanarak yapılabilir. Böylece Hazine insanlara çek göndermek için bu hesaptan para çekebilir. Alternatif olarak, Hazine sıfır faizli vadesi belirtilmeyen 500 milyar dolarlık bir borç ihraç edebilir ve Fed bu borcu alıp, yeni borcun ödemesini Hazine'nin Fed'deki hesabına yatırır. Bu iki adım, birlikte -Fed'in bilançosunun genişletilmesiyle finanse edilen bir vergi indirimi- Friedman'ın düşünce deneyinin daha yakın ve gerçekçi bir karşılığıdır.

Bir helikopterin (gerçekçi bir şekilde) para dağıtması etkin alt sınırdaki bir ekonomiyi nasıl etkiler? İlk adım olan vergi iadesi, oldukça iyi anlaşılmış etkileri olan standart mali politikadır. Vergi iadesi, insanların gelirlerini artırarak harcama ve ekonomik faaliyetleri hareketlendirir. Ama vergi iadesinin, halka yeni hükümet borcu satılarak fonlanan yöntem yerine Fed tarafından finanse edilmesi ek bir destek sağlar mı? Belki de şaşılabilecek bir şekilde, Fed finansmanı kullanmanın pek büyük bir katkısı olmayabilir.²⁵

Fed'in helikopter dağıtımına katılmasının etkilerinin önemsiz olmasının sebeplerinden biri, Fed tarafından finanse edilmesine rağmen vergi iadesi uzun vadede Hazine için tam olarak "bedava para" anlamına gelmiyor.

Bunun üstü kapalı bir sebebi var ve Fed'in fonlama oranını nasıl kontrol ettiğiyle ilgili. İnsanlar iadelerini harcasın veya biriktirsin, alacakları ekstra para sonunda rezerv olarak bankacılık sistemine girecek. Bu yüzden, bizim örneğimizde banka rezervleri helikopter dağıtımından sonra 500 milyar dolar artmış olacak.

Bir noktada -muhtemelen vergi iadesi ekonomik görünümü iyileştireceği için planlanandan daha önce- Fed, vergi iadesi tarafından yaratılan ekstra 500 milyar dolar da dâhil olmak üzere banka rezervlerine faiz oranı ödeyerek, fonlama oranını sıfırın üzerine çıkarmak isteyecektir. Fed'in bankalara yaptığı faiz ödemeleri, Hazine'ye göndereceği kısmın kârını düşürür, yani dolaylı yoldan Hazine ekstra faiz maliyetiyle karşı karşıya kalır.* Aslında Fed finansmanı kullanmasına karşın, Hazine vergi iadesi için kullandığı fonlamlar için her durumda faiz öder. Fed'in bankaların rezervleri için ödediği faiz oranı genellikle Hazine tahvil faizlerine (kısa vadeli hükümet borcu) yakın olduğu için, Hazine vergi iadesinin parasını doğrudan halka tahvil ihraç ederek ödediği senaryoya karşılık Fed finansmanı kullandığında maliyette yalnızca kısıtlı bir tasarruf yapmış olur. Fed tarafından finanse edilen bir vergi iadesi de (standart borç ihracıyla finanse edilen vergi iadesinin aksine) iadeden yararlanan vatandaşların gözünde pek farklı değildir. Kısacası, bugün ABD'de doğrudan Fed tarafından finanse edilen bir vergi iadesi, aynı boyutta sıradan borçla finanse edilen bir vergi iadesinden pek de farklı etkiler yaratmaz.

Bu sonucun bazı özellikleri var. Bir, önceki sav üstü kapalı bir şekilde hükümetin Fed finansmanı alternatifinin, Fed'in rezervler için ödediği faize yakın bir faiz oranı veren kısa vadeli borç ihracı yoluyla finanse edilmesi yöntemi olduğunu varsayıyor. Eğer hükümet vergi iadesini halka kısa vadeli tahvil ihracı yapmak yerine uzun vadeli borç ihraç ederek finanse ederse, uzun vadeli borç arzındaki artış bu borcun getirisini artırır ve hem hükümet hem de özel sektör için borçlanma maliyetlerini yükseltir. Fed QE ile uzun vadeli tahvil satın alarak bu etkiyi ortadan kaldırabilir, böylece vergi iadesinin yarattığı etkilere ters düşecek yüksek faiz oranının dışlama etkisinden kaçınabilir. Genel olarak helikopter paranın bu uygulama biçiminin, tam

* Şu an Japonya Merkez Bankası ve ECB tarafından kullanılan uygulamaları takip ederek Fed de fonlama oranını belirli düzeylerdeki banka rezervlerine faiz ödemeyerek kontrol edebilir. Bu Hazine'nin üstü kapalı finansman maliyetini düşürür ancak yalnızca Kongre'nin istediği taktirde doğrudan uygulayabileceği üstü kapalı banka vergileri yoluyla gerçekleşir.

olarak yüksek bir para-mali politika koordinasyonu gerektirmediğini unutmayın: Özetle, yeterli Fed QE'sinin hükûmetin vergi iadesi ile birleşmesi uzun vadeli faiz oranlarında takiben gelecek artışları engeller.

İki, bu uygulamayı Fed'in finanse edeceği açıklaması psikolojik etkilere yol açabilir. Örneğin, Fed'in QE yoluyla uzun vadeli faizlerin artışını engellemeye yönelik vereceği bir taahhüt, mali politikacıların normalden daha büyük vergi iadeleri yapmalarına veya ekonomik temellerde değişiklik olmamasına rağmen insanları daha yüksek bir enflasyon oranı beklentisine girmeleri için yönlendirmelerine yol açabilir. Bir başka olasılık olarak, birleşik bir para-mali eylem alınacağı açıklaması piyasaları, muhtemelen Fed'in hükûmetin finansman maliyetlerini enflasyon kadar önemseydiği varsayımıyla Fed'in faizleri düşünülenden daha uzun süre düşük tutacağına ikna edebilir. Bu psikolojik etkileri öngörmek oldukça zordur.

Mali otoriteleri tamamen ortadan kaldırmak da alternatif bir yaklaşım olabilir. Merkez bankasının halka doğrudan nakit para dağıttığı *insanların QE'si* için bazı teklifler yapılmıştı. İnsanların QE'si ekonomik anlamda helikopter dağıtımına denktir, bu yüzden yaratacağı etkiler de aynı boyutta Fed tarafından finanse edilen bir vergi iadesine benzerdir. Yine de merkez bankasının yasalarla karşılaştırıldığında, ihtiyaç duyulan teşvikin miktarı ve zamanlaması konusunda daha iyi karar verebilmesi, insanların QE'si için olası bir argümandır. Ancak insanların QE'si bildiğim kadarıyla tüm hükûmetlerde yasa dışı bir uygulama ve bu da kamuoyu fonlarının dağıtımının merkez bankasının değil, yasa yapıcıların yetkisi kapsamına girdiğini belirten ilkeyi yansıtıyor. Gerçekte, anlaşılabilir sebeplerle yasa yapıcıların bu otoriteyi delege etmesi pek mümkün görünmüyor.

Helikopter dağıtımının etkilerinin belki de uzun vadeli faiz oranlarındaki bir artışın olumsuz etkilerini telafi etmek için QE destekli geleneksel, borçla finanse edilen bir vergi iadesinin etkilerine benzerliği şaşırtıcıdır. 1920'lerin Almanya'sından günümüz Venezuela'sına, hükûmet harcamaları ve vergi indirimlerinin yeni para basılarak finanse edilmesinin yüksek enflasyona veya hatta hiperenflasyona yol açtığı ülkeler hakkında birçok şey duyuyoruz. Ancak buradaki fark, bu örneklerde merkez bankalarının bağımsız değil, hükûmete hizmet eden bir kuruluş olması. Fiyat istikrarı taahhüdü veren bağımsız bir merkez bankası, enflasyon hedefleri tehditlerle karşılaştığında hükûmetin harcamalarına yapılan para tedarikini sonlandırır ve politikada

sıkılaşılmaya gider. Bağımsız olmayan bir merkez bankasının hükûmet talep ettiği sürece para basmaya ve faizleri düşük tutmaya devam etmekten başka bir şansı yoktur. Bu durumda, eğer hükûmet mali ihtiyaçlara fiyat istikrarından daha çok öncelik verirse bunun sonucunda kontrolden çıkmış bir enflasyon görülebilir. Para politikalarını bağımsız bir merkez bankası yerine hükûmetin kontrol ettiği ve fiyat istikrarını kendi mali gereklilikleri için kullandığı bu duruma *mali egemenlik* denir. Mali egemenlikte helikopter para enflasyonisttir. Ancak bugün ABD’de bu duruma oldukça uzağız.

Teoride, merkez bankası ile mali egemenlik arasında hiperenflasyon riski oluşturmadan helikopter parayı etkili yapabilecek ara durumlar düşünülebilir. Örneğin hükûmetin, enflasyon mesela yüzde 3’lük kritik bir noktaya ulaştığında merkez bankasına bağımsız olarak faaliyete geçme yetkisi verdiğini varsayın.* Enflasyon bu örnekte yüzde 3’ün altına indiğinde merkez bankası hükûmetin borç açığını limitsiz miktarlarda sıfır faizle finanse etmek zorunda kalır ama enflasyon yüzde 3’ü aştığında merkez bankası daha fazla artış görülmemesi için faiz artırımını yapma konusunda özgür olur. Bu yaklaşım teoride işe yarasa da uygulamada önemli endişeler oluşturur. Hükûmet söz verdiği üzere merkez bankasının bağımsızlığını geri vermeyebilir. Veya hükûmet merkez bankasının bağımsızlığını geri verme niyetinde olsa da enflasyon beklentilerindeki istikrarı bozmamak için bunun aksi yönünde karar verebilir.

Modern Para Teorisi

Birçok ekonomist mali egemenlikten -genellikle savaş, felaket veya siyasi istikrarsızlıkla mücadele eden ülkelerle ilişkilendirilir- kaçınılması gerektiğine inanıyor. Ancak *modern para teorisi* (modern monetary theory - MMT) taraftarları, bir mali egemenlik şeklinin ekonomiyi yönetmenin en iyi yolu olduğunu savunuyor.²⁶

Modern para teorisi, Senatör Bernie Sanders (Bağımsız-Vermont) ve Alexandria Ocasio-Ortez (Demokrat-New York) gibi bazı ilerici Demokrat siyasetçilerin de dikkatini çekiyor. Modern para teorisi, teorik tekliflerin ve (hükûmetin evrensel bir iş garantisi vermesi de dâhil) politika önerilerinin birleşiminden oluşuyor. Burada yalnızca bazı tarafların para ve mali politikalar arasındaki ilişkiyi nasıl gördüğünü ele alacağım.

* Bu yaklaşımın işe yaraması için, kritik enflasyon düzeyinin tam bağımsızlıkla politika uygulamasına izin verilirse merkez bankasının seçeceğinden daha yüksek olması gerekir.

MMT destekçileri, merkez bankası bağımsızlığını ortadan kaldırmayı ve mali egemenliği kurumsallaştırmayı savunur. Onlara göre, para politikası faiz oranlarını düşük düzeylerde sabitlemelidir. Eğer bu oran sıfır olursa, o zaman parayla finanse edilen ve borçla finanse edilen hükûmet harcamaları arasındaki fark, tüm hükûmet yükümlülükleri sıfır faiz ödeyeceği için temelde ortadan kalkar. Öte yandan mali politikaya, diğer hedeflerinin yanı sıra fiyat istikrarı da dâhil olmak üzere ekonomik istikrarı güven altına alma sorumluluğu verilir. Mali otoriteler, vergi ve harcama politikalarının -örneğin yüksek vergiler, özel harcama gücünü düşürerek enflasyonu kontrol etmeye yardımcı olabilir- yanında fiyat kontrolleri ve iş güvencesi gibi diğer politikalarla ekonomik istikrarı teşvik eder.

MMT taraftarlarının da belirttiği üzere, bu düzende yıllık hükûmet bütçe açığının kesin düzeyinin pek önemli olmadığı doğru. Bu açık, bütçe perspektifinden bakıldığında önemsizdir çünkü -eğer merkez bankası faizleri süresiz olarak sıfırda tutarsa- hükûmet borcu finansmanının maliyeti bedavaya gelir. Ayrıca (MMT'ciler gibi) tüm bu politikalar hesaba katılınca hükûmetin yüksek istihdam ve düşük enflasyon sağlayabileceğini varsayarsak o zaman mevcut açık da ekonomik istikrar için önemli olmaz. Buraya kadar her şey iyi.

Ancak bazıları, MMT'nin "bütçe açıkları önemli değildir" söyleminin, hükûmetin daha yüksek vergiler uygulama ihtiyacı da dâhil olmak üzere, herhangi bir ekonomik sonuçtan bağımsız bir şekilde sınırsızca harcama yapabileceği imasında bulunduğu yönünde yanlış yorumlar yapıyor. Bu doğru değil. Ekonomik politikalar ekonominin potansiyelini etkilese de ülkenin verimlilik kapasitesi sınırlıdır. Aritmetik açıdan düşünüldüğünde, eğer hükûmet büyük miktarlarda kaynak kullanırsa özel sektör için çok az kaynak kalacaktır. Ve hem kamu hem de özel sektörün toplam mal ve hizmetler talebi ekonominin üretim kapasitesini gözle görülür derecede aşarsa -fiyat ve ücret artışları kontrollerle bastırılmadığı sürece- enflasyon kaçınılmazdır. Ama bu durumda talep baskısı, tıpkı Nixon yönetiminin fiyatları kontrol etmeye çalıştığı 1970'lerdeki gibi kendisini kıtlıklar ve darboğazlar olarak gösterir. Kısacası, MMT'nin hükûmetin ekonomiyi istikrara kavuşturmak -ve özellikle enflasyonu düşük tutmak- için mali politikalar kullanacağı varsayımı, hükûmet harcamalarının da limitleri olduğunu ima ediyor.

Buna ek olarak, ekonomik istikrar için para politikasının pasif bir rol oynaması ve yalnızca mali otoritelerin sorumlu tutulması tedbirsiz bir

yaklaşımıdır. Mali politikaların istikrar aracı olarak bazı güçlü yanları olduğu doğru ve nötr faiz oranları düştüğünde ağırlıklı olarak mali politikalara dayanmak da kulağa mantıklı geliyor. Ancak siyasi karar alım aşamalarının karmaşıklığı sebebiyle mali politikaların ekonomik görünümdeki değişimlere esnek ve hızlı bir şekilde yanıt vermesi pek muhtemel değil. Bu yüzden Fed'in faizleri süresiz olarak sıfırda tutmasını ve resesyon ve enflasyonla mücadele sorumluluğundan elini eteğini çekmesini gerektiren bir sistem, muhtemelen ekonomik istikrarı bozacak veya yüksek enflasyona yol açacaktır. Hem para politikaları hem de mali politikalar ekonomiyi dengeli tutmada rol almalıdır.

Özetle para politikacıları araçları ve çerçevelerinin yetkisini artırmayı ve mali politikacılarla iş birliği yapmayı birçok yoldan deneyebilir. İyileştirilmiş çerçeveler para politikalarını daha güçlü ve daha öngörülebilir bir hâle getirebilir. Ayrıca Fed de yabancı merkez bankaları tarafından kullanılan bazı araçları değerlendirebilir. Alternatif araçlara yönelik ana endişeler, teknik uygulanabilirlikle değil siyaset ve yönetimle alakalıdır. Yasa yapıcılar ve merkez bankasının, bağımsız bir merkez bankası tarafından yönetilen para politikaları ile Kongre ve hükûmet yönetiminin yetkisindeki mali politikalar arasındaki çizginin nerede çekildiği konusunda anlaşmaları gerekir.

Ayrıca, etkin alt sınır para politikalarını kısıtladığı sürece, tam istihdamın sağlanması ve fazla düşük bir enflasyondan kaçınılması konularında mali politikaların geçmişe göre daha fazla rol alması gerekebilir. Mali politikaların etkinliği, hükûmet harcamaları ve vergilerde ekonomik göstergelere bağlı olarak yapılan ve ihtiyaç duyulmadan önce uygulamaya konulan değişiklikleri belirten *otomatik stabilizörlerin* daha çok kullanılmasıyla artırılabilir. Örneğin Kongre, işsizlik oranı önceden belirlenen düzeyi aştığında, işsizlik ödeneğinde otomatik olarak devreye girecek artışlara izin veren bir yasayı onaylayabilir. Ekonomik koşullar izin verdiğinde harekete geçebildikleri için otomatik dengeleyiciler mali politikaları daha duyarlı ve doğru oranlı yapabilir ve siyasi çıkmazlara karşı koruyabilir. Ancak Kongre şimdiye kadar bu yaklaşıma pek ilgi göstermedi. Konjonktüre karşı mali politikaların esnekliğini artırmaya yönelik çabaların engellenmesiyle, para politikaları önemli bir istikrar aracı olmaya devam edecek.

PARA POLİTİKALARI VE FİNANSAL İSTİKRAR

Fed, 1913'te modern anlamda para politikaları yapması için değil -altın standardı hâlâ hüküm sürüyordu- finansal panikleri önlemesi ve son borç verme kurumu olarak hizmet vermesi için kuruldu. Walter Bagehot'un hükümünde de görüldüğü üzere, banka yatırımcıları ve diğer kısa vadeli kredi kuruluşları güvenlerini kaybeder ve nakitlerini çekmeye başlarsa iyi kredilerini ve diğer zarar görmemiş varlıklarını teminat alarak finansal kuruluşlara "serbestçe kredi vermek" merkez bankasının görevidir. Kaybedilen özel fonlamanın yerini alan bu son çare kredi verme uygulaması, ödeme gücü olan bankaların pahalıya patlayan iflaslarını önleyebilir, geride kalan yatırımcıların kaçma nedenlerini azaltabilir, banka varlıklarının haraç mezat satışlarını kısıtlayabilir, bankalara yeni sermaye oluşturmaları için bir alan açabilir ve paniği hafifletebilir.

Ana mantık aynı kalsa da Fed'in son borç verme kurumu stratejisi ABD finansal sisteminin yapısıyla birlikte evrildi. Fed kurulduğunda krediler ağırlıklı olarak yalnızca bankalar tarafından veriliyordu ve bankalardan yapılan kaçışlar istikrara yönelik ana tehditti. Ancak 2007'ye gelindiğinde kredilerin büyük bir kısmı tahvil piyasaları ve banka dışı finansal kuruluşlardan yani meşhur bankacılık sisteminden akıyordu. Küresel finans krizinde Fed son borç verme kurumu rolünü uygun olarak genişletti, acil durum otoritesini kullanarak bir dizi finansal piyasaya ve kuruluşu, hatta bazı durumlarda finansal olmayan şirketlere krediler verdi. Mart 2020'deki kısa ancak sert finansal krizde Fed daha da ileri gitti ve Hazine ile diğer tahvillerin son alıcısı olarak hizmet verdi. Ayrıca -kongre desteğiyle- şirketlere, belediyelere ve orta ölçekli şirketlere kredi desteği sağladı.

Küresel finans krizi ve pandemi farklı güçlerde çeşitli yanıtlar gerektirse de Fed uzun bir süredir finansal sistemi izliyordu ve ortaya çıkan istikrar tehditleriyle mücadele ediyordu. Ancak tarihsel olarak Fed müdahaleleri *doğaçlama* gelişme eğilimindeydi ve politika yapıcılarının para politikası araçlarını, 1990'daki Asya krizinde olduğu gibi ekonomideki finansal sıkıntıların etkilerini telafi etmek için kullanmaları istisnası dışında, para politikalarının entelektüel kapsamının dışında tutuluyordu. 21. yüzyılda ise Fed'in finansal istikrarı desteklemedeki rolüne ilişkin düşünceler değişmeye başladı. Fed'in geleneksel son borç verme kurumu rolünün genişletilmesi, bu değişimin bir parçası. Daha temel anlamda, finansal sektörde görülen patlayıcı büyüme, yenilik ve deregülasyonla, finansal istikrarsızlık -para politikalarının şoklarla başa çıkma yetkisini kısıtlayan nötr faiz oranı düşüşleriyle bağlantılı olarak- Fed'in ikili görevi için giderek endişe verici bir tehdit hâline geldi. Birçok politika yapıcı artık finansal istikrarı bu ikili görevin *fili* üçüncü bir unsuru olarak görüyor çünkü finansal istikrar olmadan, sürdürülebilir tam istihdam ve fiyat istikrarı düzeylerine ulaşmak oldukça zor.

Bu değişiklikler hem Fed içinde hem de Fed dışında, finansal istikrarsızlığın nedenleri ve verilecek yanıtlarla ilgili tartışmaları alevlendirdi. Piyasa güveni, finansal yenilikler ve denetleyici başarısızlıklardaki dalgalanmalar istikrarsızlığın bilinen kaynakları arasında ama peki ya para politikaları? Para politikaları finansal sistem için yeni riskler oluşturabilir veya mevcut riskleri artırabilir mi? Evetse, para politikalarının yönetimi değişmeli mi? Finansal regülasyon gibi parasal olmayan politikalar sistemik finansal riskleri kontrol edebilir ve bir para politikası yanıtının yerini alabilir mi? Bunlar, merkez bankacılarının karşı karşıya kaldığı en zor sorular.

FINANSAL İSTİKRARSIZLIK VE EKONOMİK SONUÇLARI

Financial Times'in (FT) Alphaville köşesi, uzun yıllardır FT yazarlarının finansal piyasalarda çelişkili ve saçma davranışlar olarak yorumladığı, "Bu çılgınlık. Çöküş ne zaman?" (This is nuts. When's the crash?) gibi başlıkları olan makalelere yer veriyor. Bu gelişmeler hakkında haberler yazmak eğlenceli ve bazen bilgilendirici olabilir. Peki Alphaville makalelerinin de bazen ima ettiği üzere, bu örnekler daha kapsamlı finansal risklerin sinyalini veriyor olabilir mi? Genel olarak risk alma eğiliminin yüksek olduğu zamanlarda belirli varlıkların veya alım satımların da arttığı doğru. Ama yine de finansal

krizler nadiren görülse de FT köşesinin de gösterdiği üzere varlık fiyatlamalarındaki duruma özel karışıklıklar pek nadir değil. * Bu da bu aykırılıklardan gelen sinyallerin zayıf olduğunu ima ediyor. Gerçekten de bazı finans piyasalarında görülen belirli düzeyde dalgalanmalar ve açıklaması zor fiyatlamalar normaldir ve sağlıklı bir ekonomiyle tamamen tutarlıdır.

Bunun aksine, -reel (finansal olmayan) ekonomi üzerinde önemli etkiler yaratabilecek, finansal sistemin işlevini tümüyle tehdit eden- *sistemik* bir finansal istikrarsızlık esasen bir politika endişesidir. Küresel finans krizi veya Mart 2020 paniği gibi sistemik finansal olaylar sık görülmez ancak dev zararlar verebilir. Sistemik olayların olasılığını azaltmanın ve gerçekleştirmesini etkilerini iyileştirmenin para politikacıları için yüksek öncelikli olması gerekliliği aşikârdır.

Ancak sistemik finansal olayları engellemek veya bu olaylara yanıt vermek için olayı anında anlamamız gerek. İstikrara yönelik en büyük riskleri ne tür olaylar yaratır? Gelecek, kuşkusuz yeni tehditler oluşturacak. Finansal sisteme yapılan siber saldırılar endişe verici olasılıklardan biri. Ancak burada yeni riskler hakkında spekülasyon yapmak yerine, tarihsel olarak önem taşıyan ve hem kamu hem de medyanın dikkatini çeken iki olayı karşılaştıracam: Hisse piyasası balonları ve kredi patlamaları ve iflaslar. Her ikisi de yeterince ciddi olursa genel olarak ekonomiye bazı riskler oluşturur. Ama geçmiş bulgular, özellikle ticari veya yerleşime yönelik gayrimenkul balonlarıyla ilişkilendirilirse kredi patlamaları ve iflaslarının çok daha tehlikeli fenomenler olduğunu gösteriyor.

Hisse Piyasası Balonları

Hisse piyasasındaki patlamalar ve çöküşler (bazen patlamalar sırasında olmak üzere, genellikle balon olarak adlandırılırlar) dramatik ve yeterince ciddi olmaları durumunda tarihi olaylardır.** Birçok kişi için 1929 hisse piyasası çöküşü Büyük Buhran'ı simgeler. Benzer şekilde, 2001'deki teknoloji balonunun patlaması da sıklıkla coşkulu 1990'lar ve donuk 2000'lerin dönüm noktası olarak görülür.

* Ocak etkisi (January effect), hisselerin söz konusu ay boyunca oldukça yüksek performans gösterdiği oldukça iyi bilinen bir örnektir. Bunun gibi çoğu aykırılıklar gibi, bu etki de araştırmacıların dikkatini çekince hafiflemiş gibi görünür.

** "Balon" kavramının birçok tanımı vardır. Standart tanım ise, bir balon sırasında insanların belirli bir varlığı arzu edilen temeller yerine fiyatın artmaya devam edeceği inancıyla satın almalarına dayanır.

Hisse piyasası balonlarının kaynakları genellikle hem psikolojik hem de ekonomiktir. Hisse fiyatlarında ani ve sürekli olarak görülen artışlar, genellikle yaygın iyimserlik ve ekonominin yeni bir döneme girdiği inancıyla gelişir. 1920'lerdeki iyimserlik, yeni toplu üretim fenomeniyle gelen yüksek miktarda tüketici ürünü ile ücretlerdeki ve tatil günlerindeki artışla beslendi. Benzer şekilde 1990'ların sonundaki teknoloji balonu da internet devriminin yeni birçok sektör doğuracağı ve eskilerini kökten değiştireceği inancını yansıtıyordu. Geçmişe dönüp baktığımda 1920'ler ve 1990'ların iyimserleri tam olarak haksız sayılmazdı. Her iki durumda da yeni teknolojiler dev sosyal ve ekonomik etkiler yarattı ve bu etkilerin oldukça kârlı olduğu anlaşıldı. Ama yine de bu iyimserlik zamanından önce gelmiş veya diğer olayların etkisiyle yolundan sapmıştı, sonrasında da hisse fiyatlarında sert düşüşler yaşandı.

Para politikası dâhil olmak üzere diğer faktörler de hisse fiyatlarını etkiler. Gevşek para politikaları, ekonomi görünümünü (yani kurumsal kârları) iyileştirerek, gelecek kârların iskonto edildiği faiz oranlarını düşürerek ve bu bölümde de göreceğimiz üzere, yatırımcıların risk toleransını artırarak hisse fiyatlarını artırma eğilimindedir. Gerçekten de daha gevşek para politikaları reel ekonomiyi kısmen yüksek varlık fiyatlarıyla etkiler. Bununla birlikte, yapılan ampirik çalışmalar çoğu durumda (iyileşen bir ekonomide ortaya çıkan dolaylı etkilere karşılık) para politikalarının hisse fiyatlarında yalnızca ılımlı etkiler oluşturduğunu ortaya koyuyor.¹ İroniktir ki, en güçlü doğrudan etkiler, 1929 ve 2001'de olduğu gibi, sıkı para politikaları hisse fiyatlarında bir çöküşe katkıda bulunduğu görülmüştür.

Hisse balonları, bireysel yatırımcıların portföylerinin aksine, bir bütün olarak ekonomiye nasıl riskler oluşturuyor? Tabii ki varlık fiyatlarında büyük dalgalanmalar ekonomik etkilere yol açıyor. Yüksek hisse fiyatları hane halkı refahını ve güvenini artırıyor ve bu da tüketici harcamalarını etkiliyor. Ayrıca şirketlerin fon toplamasını kolaylaştırarak artan sermaye yatırımlarını teşvik ediyor. Aynı şekilde, hisse piyasalarında sert bir düşüşün harcamayı ve yatırımları yavaşlatması beklenir. Bununla birlikte geçmiş deneyimler, hisse fiyatlarındaki patlamalar ve çöküşlerin, kuşkusuz endişe verici olsalar da kredi piyasalarında daha kapsamlı bir gerilemeyle ilişkilendirilmedikleri sürece en tehlikeli finansal istikrarsızlık türü olmadıklarını ortaya koyuyor.

Örneğin, Frederic Mishkin ve Eugene White'in 2003 tarihli bir çalışması, ABD hisse piyasalarındaki her biri bir yıl veya daha az bir sürede hisse fiyatlarında en az yüzde 20'lik düşüşler içeren 15 çöküşü ele alıyor.² Boyutlarına

rağmen, bu düşüşlerin birçoğunun şaşırtıcı şekilde kısıtlı ekonomik etkileri olmuş. Hatta 1946-47 tarihli yüzde 25'lik düşüş, 1961-62'deki yüzde 23'lük düşüş ve Fed Başkanı Greenspan'ın baş etmek zorunda kaldığı Ekim 1987'deki tek günlük yüzde 23'lük düşüş de dâhil olmak üzere, bazıları takiben gelen ekonomik durgunluklarla bile ilişkilendirilmemiş. 1969-80 yılındaki yüzde 30'luk düşüş ve 2000-2001'deki yüzde 23'lük düşüş gibi diğerleri ise yalnızca hafif resesyonlarla bağdaştırılmış. Mishkin-White çalışması sonrası görülsede 2020'nin başında hisse fiyatlarında yaşanan yüzde 30'un üzerindeki düşüş ise pandemi krizinin sebebinden çok bir etkisiydi ve yılın ilerleyen zamanlarında piyasa yeni zirvelere ulaştı.

Öte yandan, hisse fiyatlarındaki her düşüş zararsız değildir. 1929'daki çöküşü Büyük Durgunluk izlemişti ve 2008-2009'daki Büyük Resesyon'dan hemen önce hisse fiyatlarında sert düşüşler görülmüştü. Peki bazı hisse çöküşlerini ekonomik durgunluklar takip ederken diğerlerinde neden aynı olmuyor? Bu, Mishkin ve White'a göre çöküşün ayrı bir olay olup olmadığına -belki de bir "nedensiz taşkınlık" döneminde- veya düşüşlere bankacılık ve kredi piyasalarında kapsamlı streslerin eşlik edip etmediğine bağlı.* 1987'de olduğu gibi hisse fiyatlarında kredi piyasalarında bir durgunluğun eşlik etmediği bir düşüş, örneğin hane halkı refahı ve güveni üzerinde bazı ekonomik etkilere yol açacaktır ancak toplam etkisi kısıtlı olacaktır. Aksine eğer bir hisse piyasası çöküşü, bankacılık ve kredi piyasaları da dâhil olmak üzere daha geniş anlamda finansal sistemdeki aşırı streslerden kaynaklanıyorsa -veya bu streslere yol açıyorsa- o zaman ciddi ve uzun süreli bir resesyonun görülmesi oldukça olasıdır.

1929 ve 2008-2009 tecrübeleri, hisse piyasası patlamalarının daha geniş bağlamını incelemenin önemini açıkça örneklendiriyor. Yaygın görüşe rağmen çoğu ekonomi tarihçisi, yarattığı dramaya rağmen 1929 patlama ve çöküşünün, Büyük Durgunluk'un ardındaki tek sebep olduğunu düşünmüyor. Patlamanın ardından ekonomi yavaşladı ve hem ABD'de hem de diğer ülkelerde bankacılık sistemi 1930 ve 1931'de yıkılana kadar çökmedi. Daha önce de tartıştığımız üzere, birçok ekonomi tarihçisi artık Büyük Durgunluk'un ana sebeplerinin 1929 çöküşünden ziyade, uluslararası altın standardı ve tekrarlayan bankacılık krizleri olduğuna inanıyor.³ Altın standardının

* Mishkin ve White finansal stresi, düşük riskli ve yüksek riskli kurumsal tahvil getirileri arasındaki farkla ölçüyor. Yüksek riskli borçlulara kredi verme isteği ve yetkisini azaltan bu farktaki artış, kötüleşen kredi koşullarıyla tutarlı.

yerle bir olması, para birimlerini altına bağlayan ülkelerde tüketici fiyatlarının deflasyonuna yol açtı. Bu, Fed'in 1920'lerin sonundaki yanlış politika sıkılaştırması (ironik bir şekilde hisse piyasalarını sakinleştirmeyi amaçlıyordu) ile daha da kötü bir hâl alan bir etkiydi. ABD'de 1930'ların sonunda ve Avrupa'da 1931 ilkbaharında bankalardan kaçışların başlaması, para arzının çöküşünü hızlandırdı ve bu da deflasyon hâlini kötüleştirdi, hane halkları ve şirketler için mevcut kredileri azalttı. Bu yüzden 1929 hisse piyasası çöküşü, Büyük Depresyon'un başlangıç sinyallerini verse de etkileri, refah ve güveni takiben gelen durgunluğu kuşkusuz daha da beter bir hâle getirirse de ekonomik çöküşün ana sebebi değildi.

2008-2009'da hisse fiyatlarındaki sert düşüşü derin bir resesyon izledi. Hisseler Mayıs 2008 ile Mart 2009 arasındaki dönemde neredeyse yarı yarıya değer kaybetti. Ancak tıpkı 1929 çöküşü gibi bu düşüş tek başına gerçekleşmedi. Hisse fiyatlarındaki düşüş, kredi piyasalarında yüksek faizli ipotek kredisikrizi ve toptan fonlamadan kaçışla tetiklenen çok daha büyük bir gerilemeyi yansıtıyor ve artırıyordu. 2008-2009 hisse piyasası çöküşü Büyük Resesyon'un bağımsız bir sebebi değil, yalnızca diğer faktörlerin bir yansımasıydı.

Kredi Patlamaları ve İflasları

Tarihsel olarak bakıldığında, kredi patlamaları ve iflasları çok daha büyük ekonomik tehlikeler oluşturur. Kredi patlamalarında, genellikle ticari veya mesken amaçlı gayrimenkul fiyatlarında hızlı artışlarla birlikte krediler ve kaldıraçlı işlemlerde ani artışlar görülür. Hisse fiyatlarındaki artışlar gibi, kredilerin genişletilmesi pek mantıklı olmayan psikolojik faktörlerle desteklenmiş, temeller tarafından gerekçelendirilmiş veya bu ikisinin birleşimiyle gerçekleşmiş olabilir. Hisse fiyatlarındaki bir artışın bir balon olup olmadığını belirlemek gibi "iyi" bir kredi ile "kötü" bir kredi arasında ayırım yapmak da zor olabilir. Ancak kredi patlamaları iflasa sürüklendiğinde, özellikle bu iflaslar dip yapan gayrimenkul fiyatlarına bağlıysa, ekonomik riskler oldukça fazla olabilir.

Tarihsel deneyimler bir kez daha önemli bulgular sunuyor. Örneğin Oscar Jorda, Moritz Schularick ve Alan Taylor, 17 gelişmiş ülke üzerinde 1870'lere uzanan veriler kullanarak yaptıkları bir dizi araştırmada, özellikle gayrimenkul spekülasyonlarına bağlı olanlar olmak üzere kredi patlamaları ile genellikle

derin resesyonlar ve yavaş toparlanmaların izlediği finansal krizler arasında önemli bir bağlantı buldu.⁴ Bir kredi ve konut patlamasının kötü sonuçlanması, 2007-2009 küresel finans krizi için yerinde bir tanımdır.

Gayrimenkul ve buna bağlı olarak kredi piyasalarındaki bir patlama ve çöküş, hisse fiyatlarındaki düşüşe göre neden daha ağır ekonomik sonuçlara yol açar? Bunun sebeplerinden biri, hisselerin ağırlıklı olarak zengin insanlar tarafından, genellikle ayrı emeklilik hesaplarında tutulması. Buna karşılık, en azından ABD'deki çoğu aile ev sahibidir ve bu aileler için konut refahı genellikle toplam varlıklarının büyük bir kısmını oluşturur. Daha mütevazı insanlar varlıklarının büyük bir kısmını harcama eğiliminde olduğu için ev varlıklarındaki değişimler, ortalamada hisse değerlerindeki aynı boyutta değişikliklere göre toplam tüketici harcamaları üzerinde daha büyük bir etkiye yol açar.⁵ Küresel finans krizine gidilen yolda, ABD'li ev sahiplerinin ev teminatl krediler veya evlerini satıp sermayelerini yeniden yapılandırarak evlerinden faydalanmaları, konut refahını tüketici harcamalarına daha yakından bağlıyor.

Ancak bu refah etkilerinden daha da önemlisi konut ve diğer gayrimenkul türlerinin hisse varlıklarından çok borçlarla finanse edilmedi. Çoğu hane halkı için, evlerinin ipotek kredisi sahip oldukları en büyük yükümlülüktür. Öte yandan yerleşim ve ticari gayrimenkullerin teminat olarak gösterildiği krediler çoğu banka ve diğer kredi kurumlarının varlıklarının büyük bir kısmını oluşturur.⁶ Konut veya diğer gayrimenkullerin fiyatlarında bir düşüşün, özellikle de zayıf kredi verme faaliyetlerini ortaya çıkarıyorsa hisse fiyatlarındaki bir düşüşe göre daha geniş bir finansal sıkıntı yaratması daha olasıdır. Ev ödemelerini yapmaya devam edebilmek için ev sahiplerinin azalan gelirler, ağır ipotek kredisi yükleri ve yok olan ev varlıkları karşısında, dayanıklı tüketim malları ve diğer ürün harcamalarını azaltmaktan başka bir şansı yoktur.⁷ Bunun karşılığında talepteki düşüş üretim ve istihdamı zayıflatır ve görülen ilk etkileri daha da alevlendirerek konut sektöründeki stresin yayılmasına yol açar. Benzer olarak ipotek kredisi ve diğer gayrimenkul kredilerindeki kayıplar da finansal kuruluşların kârlarını ve sermayesini eritir ve kredi verme kapasitelerini ve isteklerini azaltır. 2007-2009 döneminde de görüldüğü gibi, en kötü senaryoda bir finansal panik meydana

* Bu yazarlar da, uzun zaman aralığı ve çeşitli ülke örnekleri için, Mishkin-White'in vardığı hisse piyasalarındaki çöküşlerin, yalnızca önemli kredi-piyasa sıkıntılarıyla bağlantılı olarak gelişirlerse gelecek resesyonları öngörebileceği sonucunu doğruluyor.

gelir. Kısa vadeli fon sağlayıcıları geri çekilir, kredileri ve varlık fiyatlarını daha da kötüleştiren iflaslar ve yangın satışlarına yol açar.

Kısacası, diğer finansal streslerin yokluğunda, hisse piyasasındaki düşüşler öncelikli olarak hisse sahiplerinin daha yoksul hissetmesine ve böylece daha az harcama yapmalarına sebep olarak ekonomiyi etkiler. Benzer boyuttaki bir kredi ve gayrimenkul patlamasının harcamalar üzerinde daha doğrudan bir etkisi vardır ama bunun yanı sıra finansal stresin hem kredi alıcılarını hem de kredi sağlayıcılarını kemer sıkmaya itmesiyle daha güçlü ikincil etkilere de yol açar. En kötü senaryoda, bir kredi çöküşü tam anlamıyla bir finansal paniği tetikler ve bu durum dev ekonomik zararlarla sonuçlanır.

Para politikacıları buna nasıl bir yanıt vermeli? Kullanılan iki ana yaklaşım tam olarak çelişkili değildir. Biri, finansal istikrar tehditlerini ortadan kaldırmaya çalışmak için para politikalarını kullanmaktır. Bunun alternatifi de tehlikeli risk birikimini geciktirmek için regülasyon ve denetleme kullanmaktır.

PARA POLİTİKALARI VE RİSK ALIMI

Finansal istikrar tehditlerine yanıt vermek için para politikasının kullanılması, para politikaları ile özel sektörün risk alımı arasındaki bariz bağlantıda saklı.

Geleneksel makroekonomik analizlerde, para politikalarının ağırlıklı olarak borç maliyetini etkileyerek çalıştığı varsayılır.* Diğer tüm şartlar eşit olduğunda, daha düşük sermaye maliyeti örneğin yeni fabrika yatırımlarını daha kârlı, düşük bir ipotek kredisi oranı da ev satın almayı daha uygun bir hâle getirir. Geleneksel modellerde, insanların risk alma isteğinde zaman içinde görülen değişiklikler -bunun teoride borç ve yatırım kararlarını da etkilemesi gerekir- genellikle hesaba alınmaz.

Ancak, artık daha fazla bulgu, kredi sağlayıcılarının, alıcılarının ve yatırımcıların risk alma eğiliminin zaman içinde değişiklik gösterdiğini ve para politikalarından etkilendiğini öne sürüyor. Daha gevşek politikalar daha fazla risk alımıyla ilişkilendiriliyor. Risk alımını teşvik etmek için para politikasını gevşetme eğilimi, artık *para politikasının risk alma kanalı* olarak

* Fed'in FRB/US modeli gibi standart makro modellerde para politikaları ayrıca varlık etkileri ve doların döviz değerini etkileyerek de çalışır.

biliniyor. Örneğin, birçok araştırmacı daha gevşek para politikalarının bankaların risklikredi adaylarına borç verme isteğini artırdığı sonucuna varıyor. Daha gevşek para politikaları sebebiyle yatırımcılar da daha riskli varlıklar tutmaya daha istekli görünüyor. Bu da yatırımcıların, bu varlıkları tutmak için talep ettiği ekstra getirinin faiz oranları düşük olduğunda gerileme eğiliminde olduğu anlamına geliyor. Kenneth Kuttner ile 2005 yılında yaptığımız bir araştırmada, parasal genişlemenin hisse fiyatlarını kısmen yatırımcıların bazı hisseleri tutmak için talep ettikleri risk primini düşürerek etkilediği sonucuna vardık.⁹ Benzer şekilde, Samuel Hanson ve Jeremy Stein'in 2015 tarihli bir makalesi, federal fonlama oranındaki bir düşüşün, yatırımcıların tuttukları uzun vadeli tahviller için aldıkları risk karşılığında talep ettikleri telafinin daha düşük olmasına yol açtığını ve gevşek politikaların uzun vadeli getiriler üzerindeki etkilerini güçlendirdiğini ortaya koyuyor.¹⁰

Gevşek para politikaları neden insanların risk alma isteğini artırıyor? Burada birkaç mekanizma işliyor. Bir, eğer politikada gevşemeye gidilmesi ekonomik koşulları iyileştiriyor ve insanların gerçek veya umulan gelirlerini artırıyorsa finansal olarak kendilerini daha güvende hissediyorlar ve bu da risk almanın olası olumsuz etkileri konusunda daha az endişelenmelerine sebep oluyor. Örneğin, yatırımcıların işlerin kötü gitmesi durumunda kayıplar yaşamayı göze alabildiklerini hissettiklerinde riskli hisseler satın almaları daha muhtemel. Buna karşılık daha ufak bir finansal tamponu olan bir yatırımcı muhtemelen daha tedbirli davranır. Dahası, para politikaları iyi günlerde ekonomik ortamı daha güvenli göstererek yatırımcıların daha riskli yatırımlar yapma isteğini güçlendirebilir. Örneğin, eğer süregelen destekle güven verilirse gevşek para politikaları yatırımcıların en kötü senaryo korkularını yatıştırabilir ve riskli varlıklara daha çok yatırım yapılmasını teşvik edebilir.

İki, gevşek para politikaları varlık değerlerini artırarak hem borç alanların hem de verenlerin bilançosunu iyileştirir ve riskli kredi alıcılarına da dâhil olmak üzere yeni kredi akışını destekler. Daha güçlü bilançolar yeni krediler üzerindeki düzenleyici kısıtlamaları hafifletir ve bankaların düşük maliyetli, teminatsız fonlamalar çekme becerilerini artırır. Benzer şekilde, borç alanların kredi notları da bilançolarının güçlenmesiyle iyileşir. Örneğin evleri üzerinde daha fazla varlığı olan ev sahipleri (ev değerleri arttığı için), ikinci bir ipotek kredisi veya ev kredisi onayı alma konusunda daha rahat eder, daha fazla teminatı olan şirketler de daha iyi vadelerle borç alabilir.

Bilançoların gücündeki değişikliklerin iş döngüleri üzerindeki etkisi Mart Gertler, Simon Gilchrist ve benim zamanında *finansal hızlandırıcı* ismini verdiğimiz terimin merkezinde yer alıyor.¹¹ Buradaki temel fikir, ekonomik iyileşmelerin hane halklarının, şirketlerin ve bankaların finansal durumlarını geliştirdiği ve bunun da daha çok kredi, borç ve yatırımı teşvik etmesi.

Şimdiye kadar ele aldıklarımıza göre, gevşek para politikalarının risk alımını artırması her zaman bir sorun oluşturmuyor. Özellikle finansal krizlerden sonraki resesyonlarda özel sektör genellikle fazla değil çok az risk alıyor. Bankaları ve yatırımcıları nakit istifleyip bir köşeye sığınmaktansa makul riskler almaya teşvik etmek önemlidir. Bu yüzden politika yapımcılar, kamu güvenini yeniden inşa etmenin ekonomik toparlanmanın bir ön koşulu olduğunu belirtir. Ama her şeyin fazlasının zarar olması gibi bir olasılık da var; para veya diğer ekonomik politikaların uzun vadede finansal istikrar için sağlıklı olmaktan çıkacak fazla risk alımını teşvik etmeleri gibi. Gevşek para politikaları risk alımını fazla düşük olmaktan çıkarabileceği gibi gereğinden fazla risk alımına da yol açabilir.¹²

Bir kez alevlendiğinde risk alımının aşırıya kaçabilmesinin bir nedeni de gerçek dünyada ekonomik ders kitaplarının rasyonel aktörleri olan insanların yeterince bilgilendirilmemeleri. Birçoğunun hafızası zayıf (veya kısıtlı, deneyimleri var) ve mesela önceki inançlarına uygun olarak, güncel eğilimlerine göre sonuca varma veya mevcut bulguları titizlikle yorumlama eğilimindedirler. Eğer hisse veya konut fiyatları bir süre boyunca ani bir şekilde artarsa yatırımcılar veya ev sahipleri bu artışların devam edeceği sonucunu çıkarabilirler.¹³ Daha genel anlamda konuşmak gerekirse kısa süreli hafızalar ve sonuca varma eğilimli düşünceler, insanların, ekonomik koşullar bir süredir istikrarlıysa böyle süreceğine inanmalarına yol açar. Ekonomist Hyman Minsky'nin ünlü argümanı, insanların rahat koşulların süreceğine ilişkin hatalı varsayımının riski artırması sebebiyle uzun süreli rahat dönemlerin potansiyel olarak tehlikeli olabileceğini belirtiyor; ta ki büyük olumsuz bir olay veya "Minsky anı" rahatlarını bozana kadar.¹⁴

Psikolojik olarak bir zemine sahip bu argümana karşı çıkanlar, bazen sofistike yatırımcıların diğerlerinin kavramsal hatalarından faydalanmaları sebebiyle yatırımcıların çoğunluğu olmasa bile piyasaların kolektif olarak mantıklı davranabileceği yanıtını veriyor. Daha önce, Michael Lewis'in küçük bir yatırımcı grubunun küresel finans krizine giden yolda eşik-altı ipotek

kredilerine oynadığı bahsin hikâyesini anlatan *The Big Short* kitabından bahsetmiştim. Eğer bu eylemler gerçek olsaydı piyasa ateşini söndürmeye yardımcı olabilirdi.¹⁵ Ama tıpkı bu hikâyenin de gösterdiği üzere, eğer sabit fikirli yatırımcıların kendi görüşlerini destekleyecek kısıtlı kaynakları varsa veya “balonu atlatabilecek” kadar zeki olduklarına ve balon patladıktan sonra ayakta kalabileceklerine inanıyorlarsa o zaman daha mantıksız düşünen piyasa oyuncuları piyasa sonuçlarına hâkim olabilir.

Risk alımının kötü teşvikleri gereğinden fazla artırmasının bir nedeni de zayıf bir şekilde yapılandırılmış hükûmet regülasyonları veya trader’lar, varlık yöneticileri ve kredi veren kuruluşlar için hatalı telafi düzenleri gibi faktörlerden kaynaklı olabilir.¹⁶ Büyük finans kuruluşlarındaki trader’lar, yaptıkları işlemlerden kazandıkları getirilere dayanarak bonuslar alabilir ama kayıpların çok daha azını paylaşır. Her zaman için işler kötü giderse şirketten ayrılma seçeneğine sahiptirler. Bu düzen, trader’ları daha büyük riskler almaya teşvik eder. Benzer şekilde daha yüksek getiriler sunan para piyasası fonları da daha fazla yatırımcının dikkatini çekebilir ve daha yüksek yönetim ücretleri kazanabilir. Daha yüksek getiriler elde etmek için fon yöneticileri, yatırımcılar tarafından ilk başta göze çarpmayan riskler de (mesele daha karmaşık ve pek şeffaf olmayan finansal enstrümanlar içerdiği için) dâhil olmak üzere ek riskler alabilir. Piyasa sistemimizin verimsiz ve risk alımını teşvik eden düzenleri fark ettiği anda sonlandırdığını düşünebilirsiniz ancak hızla gelişen finansal yenilikler ve finansal regülasyonların yavaş benimsenmesi, piyasanın tehlikeli teşvik yapılarını tespit etme ve sonlandırma gücünü azaltıyor.¹⁷

Bazı durumlarda mantıksız inançlar ve zayıf bir şekilde oluşturulan teşvikler birlikte çalışabilir. Örneğin yatırımcıların sık sık faiz oranları düşük olduğunda “getiriyi amaçladıkları”, tarihi olarak ortalama getiriler elde etmek için arzu edilenden daha çok risk aldıkları görülebilir. Eğer yatırımcılar tarihi olarak ortalama getirileri “normal” veya “adil” olarak görüyor ve bu getirileri elde etmek için gereğinden fazla risk alıyorlarsa bu davranışın önemli bir psikolojik bileşeni de olabilir. Alternatif olarak bir sigorta şirketi veya emeklilik fonu da belki de faizlerin yüksek seyrettiği bir dönemde kabul edilen ve yalnızca yüksek bir getiri elde edilmesiyle yerine getirilebilen uzun vadeli taahhütler verdiği için bu getirilerin peşine düşebilir. Güvenli ancak düşük getiriler elde etmek bu gibi durumlarda başarısızlığı garantiler, bu yüzden (uygun düzenleyici gözetimi dışında kalan) teşvikleri gerekli getiriyi

elde etmek için risk almaktır, bu riskler poliçe sahipleri veya emeklilik fonu sahiplerinin tercih edeceğinden daha yüksek olsa bile.¹⁸

Getiriye ulaşma davranışıyla ilgili öğrenecek daha çok şey var. Örneğin, getiriye ulaşma davranışı, faizler uzun bir süre boyunca düşük seyretse bile devam eder mi? Eğer faizler uzun bir süre düşük seyrederse o zaman yatırımcıların algıladığı “normal” faiz oranı da düşmeli ve getiriye ulaşma baskısını artırmalı. Benzer şekilde, faizler uzun süreli olarak düşük kalırsa emeklilik fonları ve sigorta şirketleri, yeni normali yansıtan bir şekilde sözleşmeleri yeniden kurgulamaya yönelik güçlü bir teşvike kavuşur. Faiz oranlarının on yıllardır sifıra yakın seyrettiği Japonya’daki finansal kuruluşlar aşırı risk alımına eğilimli gibi görünüyor. Keza, yatırımcıların “normal” oranları her zaman nominal veya reel (enflasyondan arındırılmış) şartlara göre ölçüp ölçmedikleri belirsiz. Yatırımcılar teoride reel oranları umursayabilir, ancak alıştıkları oranlarla güncel oranları karşılaştırırken asla nominal şartlarda düşünmeyebilirler. Faizlerin daha uzun süre daha düşük seyretmesine ilişkin para politikalarının risk alımı üzerindeki etkilerinin daha iyi anlaşılması için bu konulara daha iyi hâkim olmak gerekir.

Risk alımının gereksiz artışının bir başka sebebi de kredi alıcılarının, vericilerinin ve yatırımcıların, verdikleri kararların sistemin genel istikrarı üzerindeki olası etkilerini hesaba katmak için pek bir teşvik olmaması. Örneğin ev alan kişiler veya ağırlıklı olarak iyi dönemlerde borç alan şirketler bir kriz döneminde harcamalarını ciddi şekilde azaltmak zorunda kalabilir. Hane halkları ve şirketler borç kararlarını verirken harcamalarda yaklaşan resesyonu daha da kötüleştirecek genel bir düşüş riskine olan bireysel katkılarını pek hesaba katmıyorlar. Benzer şekilde, riskli kredileri kısa vadeli borçlanmalarla finanse eden finans uzmanları da bir kriz döneminde, varlıklarını hızla satma ihtiyacının tüm yatırımcıların getirilerini etkileyebileceği olasılığını düşünmüyorlar. İnsanlar anlaşılır bir şekilde kendi risk alımının genel finansal istikrar üzerindeki etkilerini göz ardı ettiği için sosyal açıdan gereğinden fazla risk alıyabilirler.*

Kısacası para politikalarının risk alım kanalı yatırımcıları, borç alanları ve verenleri sığınaklarından çıkıp uygun riskler almak için cesaretlendirerek

* Bu, ekonomistlerin dışsalılık olarak tanımladığı şeyin bir örneğidir: dışsalılık, mesela bir fabrika sahibinin, akıntının aşağısında yaşayan insanları hesaba katmadan nehri kirlletmeye karar vermesi gibi, insanların veya şirketlerin amme yararını hesaba katmak için teşviğe sahip olmaması durumudur.

ekonomik toparlanmayı destekleyebilir. Ancak, psikolojik ve kurumsal sebeplerle, gevşek para politikalarının tetiklediği risk alımları neticede gereğinden fazla bir düzeye ulaşabilir. Bu durum merkez bankacılarının resesyonlarla mücadelede gevşek para politikaları kullanmalarını engellemeli mi yoksa daha az ve daha zayıf bir şekilde kullanmaya mı teşvik etmeli?

MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Bazıları yukarıdaki soruya evet yanıtını verebilir ama gerçek yanıt o kadar da aşikâr değil. Para politikalarının risk alımını etkilemesi, finansal krizlerin ana kaynağı veya bu krizleri engellemenin en etkili aracı olduklarını ima etmez. Örneğin, 19. yüzyılda sürekli görülen bankacılık panikleri ve Büyük Buğalım'a neden olan küresel krizler, modern ve aktivist para politikalarından çok önce, çoğunlukla altın standardı döneminde gerçekleşti. 1951 Hazine-Fed anlaşması ile 2007-2009 finans krizi aralığındaki uzun dönemde hem aktivist para politikaları hem de en azında gelişmiş ekonomilerde makroekonomik istikrarı tehdit eden birkaç kriz dönemi görüldü. Dahası çoğu ekonomist, para politikalarının 2007-2009 krizinin en iyi ihtimalle yalnızca küçük bir nedeni olduğuna inanıyor. Genel olarak para politikaları risk alımını etkiliyor gibi görünse de finansal sistemin yapısı, finansal regülasyonun etkinliği ve kitle psikolojisi gibi diğer faktörler de krizlerin sıklığını ve şiddetini etkiliyor.

Üstelik süregelen aktivist para politikaları finansal krizi engellemeye veya hafifletmeye yardımcı olsun veya olmasın, para politikalarını ekonomik hedeflerinden saptırmanın maliyetleri apaçık ortada. Eğer iyi yönetilirlerse para politikaları ekonomiyi istikrara kavuşturmada etkin veya esnek bir araçtır. Daha pasif para politikaları, finansal istikrarı desteklemek için pek bir şey yapmadan fazla yüksek bir enflasyon veya fazla düşük istihdama yol açabilir.

Bu sebeplerle para politikalarını kullanma şekillerimizi değiştirmeden önce, sistematik riskleri ele almak için daha hedefli politikaların olup olmadığını sorgulamalıyız. Finansal sistemin istikrarını desteklemeyi hedefleyen (para politikaları dışındaki) politikalara kolektif olarak *makro ihtiyati politikalar* denir.¹⁹ Aksine, artık *mikro ihtiyati politikalar* olarak bilinen geleneksel düzenleyici politikalar, sistem genelinde istikrarı hesaba katmadan, bireysel finans şirketleri ve piyasalarının istikrarını, etkinliğini ve dürüstlüğünü desteklemeyi hedefler. Bu iki politika türü de iyi işlev gösteren ve istikrarlı bir finans sistemini desteklemekte rol oynar.

Bazı ülkeler 2007-2009 krizi öncesinde düzenleyici çerçevelerinde makro ihtiyati unsurlara yer vermiş olsa da bu yaklaşıma yönelik ilgi krizden bu yana ciddi bir şekilde arttı. Birçok ülkede makro ihtiyati politikalar uygulamak için yeni güçlere sahip resmî komiteler oluşturuldu ve uluslararası düzenleyici kuruluşlar makro ihtiyati politikalara yönelik en iyi uygulamalar listesi yayınladı ve girişimleri küresel olarak koordine etmeye çalıştı. ABD’de de önemli gelişmeler oldu ama makro ihtiyati politikalarda hâlâ endişe verici eksikler var.

ABD’de Makro İhtiyati Politikalar

ABD’nin finansal düzenlemelerinde, eksiklikleri gidermek amacıyla küresel finans krizinden bu yana çeşitli yenilikler yapıldı. Siyaset, tarihi kazalar ve finans piyasalarımızın durmak bilmeyen evrimiyle ABD’de krize gidilen yolda finansal gözetim parçalanmıştı ve dengesizdi. Bazı finansal kuruluşların ve piyasaların, birbirleriyle örtüşen yetki alanına sahip birden fazla düzenleyicisi ortaya çıkmış, bazıları ise neredeyse hiçbir etkisi olmayan düzenleyicilere kalmıştı. Belirli durumlarda, düzenleyiciler aşırı risk alınmasına karşı çıkmamayı veya kısıtlamalar uygulamamayı seçti.

Eksikler ve örtüşmelerin ötesinde, kriz öncesi düzenleyici sistem temel olarak kavramsal bir hatadan mağdur olmuştu: Her düzenleyici kuruluş yalnızca dar bir şekilde tanımlanan bir dizi kuruluş veya piyasalardan sorumluydu ve hiçbirinin kendi derebeylikleri dışında bir sorumluluğu yoktu. Tüm bunlar olurken kriz sistem boyunca yayılan ve hiçbir kuruluşun düzenleyici yetkisi altına girmeyen zayıflıkları ortaya çıkardı. Hiçbir düzenleyici, menkul kıymetleştirmenin kapsamlı risklerinin anlaşılmasından, Lehman Brothers gibi bir yatırım bankasının iflasının sonuçlarından veya para piyasası fonlarında görülen kaçışlardan sorumlu değildi. Kimse genel olarak sistem için sorumlu tutulmuyordu.

Finans krizinin ardından, dünya genelinde yasa yapıcılar ve düzenleyiciler genel olarak regülasyonları güçlendirdi ancak finansal sistemi oluşturan birimlerin, birbirlerinden bağımsızlaşmış denetimlerinin, istikrarı güven altına alamayacağını kabullendi. Bu duruma, bireysel şirketlerin veya piyasaların güvenliği, etkinliği ve dürüstlüğüne garantilemeye yönelik hâlâ hayati bir önem taşıyan görevlerini feda etmeden, sistemin bir bütün olarak istikrarını destekleme ve izleme amacıyla yeni makro ihtiyati çerçeveler

oluşturarak yanıt verdiler. Yeni makro ihtiyati politikalar temel olarak iki kategoriden oluşuyordu. Döngü boyunca politikalar (through-the-cycle policies) olarak da bilinen *yapısal* politikalar, finansal sistemin şoklar karşısındaki genel dayanıklılığını artırmayı amaçlıyordu. Uygulamaya konulduklarında yapısal politikalar iş döngüleri veya piyasa gelişmeleriyle birlikte değişmezler. Bunun aksine, *döngüsel* politikaların gelişen ekonomik ve finansal şartlar veya istikrara yönelik ortaya çıkan yeni tehditlere bir yanıt olarak değişmesi gerekir.

ABD’de 2010 Dodd-Frank Yasası, birçok hükmünde makro ihtiyati bir perspektif benimsedi. Örneğin, hatalı eşik-altı kredilerinin bir bütün olarak finansal sistem için bazı sonuçlar oluşturduğunun anlaşılması, Dodd-Frank’in belirli ipotek kredileri için yasaklar koymasının ve Consumer Financial Protection Bureau’yu (Tüketici Finansal Koruma Bürosu) oluşturmasının arkasındaki motivasyonlardan biriydi. Ancak makro ihtiyati bakış açısından, finansal istikrar risklerini izleme ve bu risklere yanıt vermekle sorumlu Financial Stability Oversight Council (FSOC) isminde, düzenleyicilerden oluşan yeni bir konseyin oluşturulması oldukça kritik bir hükümdü.

Hazine Bakanlığı’nın liderliğindeki FSOC, Federal Reserve, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) ve Federal Mevduat Sigorta Kurumu (FDIC) gibi önemli düzenleyicilerin çabalarını koordine ediyor. (Bu kuruluşların her birinde FSOC’nin oy kullanan on üyesi var.) Bu kuruluşların bazıları, kaynaklarını finansal sistemin denetimine adadı. Fed’in krizden sonra oluşturulan Finansal İstikrar Departmanı, finansal sisteme yönelik riskleri analiz eder ve Kurul ve FOMC’yi bilgilendirir. FSOC ve Fed, finansal istikrar riskleri ve bu risklere yönelik planlanan politika yanıtları üzerine düzenli olarak raporlar yayınladı. Dodd-Frank Yasası ayrıca Hazine içinde, FSOC’nin çalışmalarını destekleme amacıyla veriler toplayan ve bu verileri analiz eden yeni Finansal Araştırma Ofisi’ni (Office of Financial Research) kurdu. Bu kuruluş da her yıl kendi raporunu yayınlıyor.

Finansal sistem talep, yenilikler ve düzenleyici teşviklere bir yanıt niteliğinde sürekli olarak değişiyor ve bu durum, düzenleyiciler için sürekli bir zorluk oluşturuyor. Örneğin, banka kredilerindeki sıkılaşmanın sistemi daha güvenli bir hâle getirdiği düşünülebilir ancak bankalar üzerinde daha sert kurallar uygulanması, riskli kredilendirmelerin sistemin daha az denetlenen kısımlarına kaymasına yol açarsa bu doğru olmayabilir. Regülasyonun

sürekli olarak değişen finansal sektöre yetişebilmesi için Kongre FSOC'ye banka dışı finansal şirketleri veya faaliyetleri sistemik öneme sahip olarak tanımlaması ve böylece Fed tarafından ek gözetime tabi tutulması için görevlendirdi. Buna ek olarak FSOC, önerilere “uymaya veya kendilerini açıklamaya” zorlayarak bireysel düzenleyici kuruluşları baskılama gücüne sahip. Bu kuruluşlar FSOC önerilerini benimsemeli veya neden benimsemediklerine ilişkin bir açıklama sunmalı.

Dodd-Frank ayrıca, bir sonraki Lehman Brothers olabilecek, iflasın eşindeki sistemik öneme sahip finansal şirketlerle ilgilenilmesi için *toplu likidite otoritesi* olarak bilinen yasal bir çerçeve oluşturdu. Standart iflas işlemlerinde amaç, iflas eden şirketin kreditorlerinin toparlanmasını en üst düzeye taşımaktır. Bunun aksine, toplu likidite otoritesi, kontrolsüz bir iflasın sistemin istikrarına oluşturacağı riskleri de hesaba alacak şekilde, iflas eden şirketleri rahatlatmak için Fed, FDIC ve diğer kuruluşlara yetki veriyor. Bu hükmün altına giren şirketler düzenleyicilere, şirketin bir krizde güvenli bir şekilde nasıl çözüme ulaşacağını gösteren *yaşam iradeleri* sunmaları gerekir. Şirketler ayrıca, söz konusu şirket likit olduğunda veya yeniden yapılandırıldığında hisseye dönüştürülebilecek özel borç türleri ihraç etmelidir. Bu daha toplu likidite süreci, büyük bir şirketin çöküşünün sistemik etkilerini tamamen ortadan kaldırmaz ancak Lehman'ın 2008'deki kaotik iflasından daha sakın bir süreçle sonuçlanmasını sağlayabilir.

Bir başka makro ihtiyati reform da Basel III isminde (ismini İsviçre'de müzakerelerin yapıldığı şehirden alıyor) uluslararası bir anlaşma ve Dodd-Frank Yasası birlikte çalışacak banka sermayelerini ve likidite gerekliliklerini gözle görülür derecede artırdı. Bu da bankaların finansal sistemlerindeki merkezi rolünü yansıtıyordu. Basel III, sistemik olarak kritik, büyük bankaların diğer bankalara göre daha fazla sermaye ve likit varlıklar tutmasını gerektiriyor. ABD'de bankalar, düzenleyici gerekliliklere uyacak, oldukça kötü ekonomik ve finansal senaryolarda bile borç vermeye yetecek kadar yeterli sermayeye sahip olup olmadıklarının belirlenmesi amacıyla düzenli stres testlerine tabii tutularak güçlendirildi. (Fed, 2020 pandemi döneminde her ikisi de banka sermayelerini düşüren niteliğe sahip temettü ödemelerine veya hisseleri geri satın almalarına izin verilmesi için bankalara uygulanan stres testlerine güvenmişti.) Makro ihtiyati politikalar için yapısal öneme sahip banka sermayeleri ve likiditelerindeki genel artışların aksine stres testlerine dayalı sermaye gereklilikleri döngüsel politikalardır çünkü stres testleri,

düzenleyicilerin genellikle endişe verici olarak değerlendirdikleri ekonomik ve finansal riskleri yansıtan senaryolara dayanır. Bir başka döngüsel makro ihtiyati politika da -Federal Reserve için izin verilen ancak pandemi sonrası uzun süreli genişleme döneminde bile kullanılmayan- banka denetleyicilerinin, bankalardan ekonomik genişleme dönemlerinde sermayelerini artırmalarını talep etmelerine izin veriyor. Uygulamaya girdiğinde, bu döngü karşıtı sermaye tamponu bir kriz veya resesyon döneminde kullanılabilir.

Birlikte ele alındıklarında bu ve diğer reformlar ABD'deki makro ihtiyati denetimi güçlendirdi. Peki, yeterliler mi?

ABD MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN EKSİKLERİ

Gözle görülür bir gelişme katetmesine rağmen, ABD makro ihtiyati politikalarının finansal sisteme risk oluşturabilecek önemli eksikleri var. Bu eksiklerin birçoğuna çare bulunabilir ama bunun için yasa yapıcılar ve düzenleyicilerin ciddi bir sorumluluk alması gerekir.

Finansal İstikrar Denetim Konseyi'nin Yapısı ve Yetkileri

Dodd-Frank FSOC'yi, finansal sistemin izlenmesi ve olası risklere yönelik yanıtları koordine edilmesi çalışmaları için yetkilendirdi. (Obama yönetimi bu sorumlulukların Fed'e verilmesini teklif etmiş ancak Fed'in finansal krizlerde pek hoş karşılanmayan kurtarma operasyonlarındaki rolüne gelen siyasi tepkiler bu fikrin reddedilmesine yol açmıştı.) Ama FSOC'nin yapısı ve yetkilerindeki kısıtlamalar, sorumluluğunu yerine getirme becerisine engel oluyor. Başta, FSOC siyasi yasallığı tercih eden Hazine bakanı tarafından yönetiliyor ancak bu aynı zamanda bakanın önceliklerine ve siyasi eğilimlerine bağlı olarak konseyin daha çok veya daha az etkin olabileceği anlamına geliyor.²⁰ Örneğin Hazine Bakanı Steven Mnuchin yönetimindeki FSOC, Trump yönetiminin öncelikleriyle tutarlı ancak finansal sistemi daha güvenli bir hâle getirme açısından bir geri adım olarak denetlemeyi azaltıcı bir yaklaşım benimsemişti.

Trump yönetiminde FSOC, Dodd-Frank Yasası'nın verdiği bazı banka dışı finansal şirketleri veya faaliyetleri, sistemik açıdan önemli olarak belirleme yetkisini kullanmadı. Gerçekten de yönetim, sigorta şirketi MetLife'in açtığı ve bir finansal şirketin bu şekilde bir kategori altına alınmasının çok

zor olduğu dava sonucuna karşı çıkan bir başvuru bile yapmadı. Trump yönetiminin sonunda, tek bir şirket bile sistemik açıdan önemli olarak isimlendirilmemişti. (Bazı şirketler, yapıları veya operasyonlarını değiştirdikten sonra bu kategoriden çıkarılmıştı.)

FSOC'nin bir başka zayıf tarafı da ayrı bir kuruluş değil, her birinin bağımsız otoritesini koruduğu bir düzenleyici konseyinden oluşmasıydı. Konseydeki kuruluş başkanları her çeyrek dönemde bir buluşuyor, görüşlerine ve bilgilerini birbirleriyle paylaşıyordu. Ve daha önce de belirttiğim üzere, Konsey her biri ayrı kuruluşları belirli eylemler almaları için baskılayabilirdi. Ama bu danışıklı süreç, ortaya çıkan risklere yönelik potansiyel yanıtları geciktiriyor.

Dahası inatçı bir kuruluş, Konsey'in diğer tüm üyeleri tarafından desteklense de finansal istikrarı teşvik eden önerileri reddedebilir. FSOC'nin 2008'de, Obama yönetiminde ciddi kaçışlarından muzdarip olan ve Hazine ile Federal Reserve'in acil durum müdahalelerine ihtiyaç duyan para piyasası fonlarında reform uygulama çabaları buna bir örnek. Para fonları SEC tarafından denetleniyor. FSOC'nin teklif ettiği reformlar para piyasası fonlarından kaçış risklerini ortadan kaldırmayı amaçlıyordu ancak -hiçbir finansal istikrar sorumluluğu olmayan ve tarihi sebeplerden ötürü görevi gereği risk alımını kısıtlamayan- SEC işi ağırdan aldı, yeterli otoriteye sahip olmadığı itirazını yaptı ve sonunda sorunu tam olarak çözmeyen bir dizi değişiklik yaptı.* Fed, Hazine ve diğer kuruluşlardaki ekonomistler, SEC reformlarının yetersiz olduğunun ve para fonlarından kaçış riskinin ortadan kalkmadığının farkındaydı. Ve gerçekten de Mart 2020 krizinde para piyasası fonlarından kaçışlar görüldü. Daha fazla reforma ihtiyaç duyulduğu apaçık ortadaydı ancak yeni yasalar SEC'in aktif iş birliğini gerektiriyordu.

Konut ve İpotek Kredisi Piyasaları

FSOC ve üye kuruluşları ayrıca konut ve ticari gayrimenkul sektörlerindeki kredi patlamalarını içerecek yeterli araçlara sahip değildi. Bir patlamanın ekonomik olarak gerekçelendirilip gerekçelendirilemeyeceğini belirlemek hiçbir zaman kolay değildir ama -2007-2009 döneminin de açıkça

* Örneğin SEC reformları, fonlara bir kaçış durumunda yatırımcıların kefaletlerini askıya alma izni veren bir "kapı" kuruluşunu da içeriyordu. Ama kapılar, kapı kapanmadan önce kaçma teşvikini artırmaktan başka bir işe yaramadı. Dahası, reformlar perakende yatırımcılarına açık fonlara değil, yalnızca kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılan fonlara uygulandı.

ortaya koyduğu gibi- bir kredi patlamasının kötü sonuçlanması finansal sistemin istikrarını bozabilir, yeni kredi akışını tıkayabilir ve finansal stres altındaki kredi alıcılarının harcamalarını azaltabilir. Daha kapsamlı bir makro ihtiyati çerçeve, denetleyicilere -belki Hazine ve FSOC koordinasyonu- kredi patlamalarını yönetmeleri ve sistemin bu tür patlamalarda hayatta kalmalarını sağlamaları için gerekli araçları sağlamalıdır.

Krizden sonra yürürlüğe giren ABD makro ihtiyati politikaları -sert banka sermayesi standartları, banka stres testleri (kredi patlamaları ve iflas senaryolarını da içeren) ve toplu likidite otoritesi de dâhil- kuşkusuz sistemin daha dayanıklı olmasına yardımcı oldu. Dodd-Frank Yasası ayrıca genel olarak ipotek kredileri standartlarını da sıkılaştırdı ve düşük kalite ipotek kredisi sahiplerini kısmi sahiplikten ("maddi riske girmekten") korudu ve Tüketici Finansal Koruma Bürosu'nu kurdu. Bunlar anlamlı başarılarıdır.* Yine de ABD'li düzenleyicilerin hâlâ gelişmekte olan konut ve kredi balonunu ele almak için yeterli araçları olmadığından endişeleniyorum.

Hem gelişmekte olan piyasalar hem de gelişmiş ekonomiler dâhil olmak üzere birçok diğer ülke gayrimenkul fiyatları ve ipotek kredilerindeki aşırılıkları hedefleyen makro ihtiyati politikalar benimsedi. Örneğin, bazı ülkeler ipotek kredisi sahipleri için kredi tutarının gayrimenkulün değerine oranı veya borcun gelire oranı üzerinde maksimum düzeyler belirlemekle kalmadı, ayrıca bu limitlerin ekonomik gelişmeler karşısında değişmelerine izin verdi. Yurt dışında kullanılan diğer düzenlemeler, bir kredi sağlayıcısının verebileceği düşük ödemeli veya borcun gelire oranının yüksek olduğu ipotek kredisi oranını kısıtladı, genel banka kredilerindeki büyümeye bir tavan getirdi ve konut veya kredi fiyatlarındaki ani artışlardan endişelendikleri durumlarda sermaye gerekliliklerini artırmaları için düzenleyicilere izin verdi. Mevcut bulgular, bu tür politikaların -ılımlı ekonomik maliyetlerle- konut fiyatları, ipotek kredileri ve banka kredilerindeki büyümeyi yavaşlatarak kriz riskini azalttığına işaret ediyor.

Gölge Bankacılık

ABD makro ihtiyati çerçevesinin özellikle endişe verici bir başka zayıflığı da gölge bankacılık sektörünün hâlâ yetersiz bir şekilde denetlenmesi. Gölge

* Gelecekteki statülerine bağlı olarak, GSE'ler de patlama ve iflasları yönetmek için ipotek kredileri kurallarını düzenleme ve yönetmede bir rol oynayabilir. GSE'lerin düzenleyicileri de FSOC üyeleridir.

bankacılık kapsamında alınan aşırı riskler 2007-2009 krizinin merkezinde yer alıyordu. Yatırım bankalarının kısa vadeli fonlamaları (Bear Stearns ve Lehman Brothers gibi) ve kredi varlıklarına sahip diğerleri (bilanço dışı özel amaçlı araçlar gibi) yok oldu ve bu da yalnızca ipotek kredilerini değil tüm özel kredi türlerini etkileyen yangın satışlarıyla sonuçlandı.

Hem yasalar hem de piyasadaki değişikliklerle biraz ilerleme kaydedildi ve gölge bankacılığın oluşturduğu riskler azaldı. Finansal krizden önce faaliyet gösteren en büyük beş yatırım bankasından biri iflas etti (Lehman), diğer ikisi büyük bankalar tarafından satın alındı (Bear Stearns ve Merrill Lynch) ve diğer ikisi (Morgan Stanley ve Goldman Sachs) holding bankalara dönüşerek banka düzenleyicilerinin yetki alanına girdi. Federal Reserve de repo piyasasının operasyonlarını iyileştirmek için birkaç adım attı, düzenleyiciler bankaları bilanço dışı araçlar yoluyla riskli kurumsal borçlanmaları azaltmaları için baskıladı ve Finansal İstikrar Kurulu (düzenleyicilerden oluşan uluslararası bir grup) düzenli olarak dünya genelindeki gölge bankacılık faaliyetlerini izlemeye başladı. Ayrıca Dodd-Frank, gölge bankalar tarafından sık sık kullanılan finansal türev piyasalarının güvenliği ve şeffaflığını geliştirdi. Yine de reformların tamamlanmadığından endişelenmek için sebepler var ve ciddi riskler sürüyor.²²

Piyasalar, pandeminin oluşturduğu riskleri anladıktan sonra Mart 2020'de gerçekleşen olaylar bu endişeleri doğruladı. Bu ay boyunca gölge bankacılık sektöründe, 2008'dekine benzer kaçışlar ve haraç mezat satışları görüldü ve bu durum, en güvenli ve en likit finansal piyasa olan ABD Hazine tahvilleri piyasasında bile ciddi dalgalanmalar ve bozulmalara yol açtı. 2008'i hatırlatan bir şekilde yatırımcılar para piyasaları fonlarından kaçmaya başladı ve bu da SEC'nin önceki reformlarının yetersiz olduğu savını doğruladı. Ayrıca yatırımcılara istedikleri zaman para çekme teminatı veren ve görece likit olmayan kurumsal fonlar tutan para fonları olarak hizmet veren hisse fonlarında da kaçışlar yaşandı. Repo piyasasında borç alma izinleri, borç öz sermaye oranlarını 100'e 1 düzeyine taşımalarına yol açan bazı hedge fonları yaşadıkları kayıplar sebebiyle bu varlıkları satmaya zorlandı ve bu da satış baskısını artırdı. Acil durum kredileri ve büyük ölçekli Hazine tahvili ve ipotek kredisi destekli varlık satın alımları da dâhil olmak üzere

* Bu endişeleri dile getirenler (2018'de) arasında, 2021 yılında FSOC'yi yönetecek ve Hazine Bakanı olacak Janet Yellen da vardı.

yalnızca Fed'in dramatik önlemleri piyasaları istikrara kavuşturdu. Manevi zararlar (gelecekte aşırı risk alımını artırma teşvikleri) ve belirsizlik yaratan Fed'in acil durum müdahaleleri, ekonomiyi kısa vadede korumak için gerekli olabilir ancak en başta krizleri yaşanmadan önce engelleyen, uygun düzenlemelerin yerini alamaz.

2020 paniği, gölge bankacılığında, bazıları -para piyasası fonlarından kaçışlar gibi- mevcut yasal otorite altında ele alınabilecek belirli problemleri gün yüzüne çıkardı. Buradaki daha büyük sorun, gölge bankaların bir bankacılık sistemi gibi işlev göstermesi -yatırımcılara likidite ve getiri; borçlulara kredi sağlayarak- ancak bir bankacılık sistemi gibi denetlenmemesiydi. Örneğin, ticari bankaların sermaye ve fonlamalarını güçlendiren kriz sonrası reformlar genellikle gölge bankalara uygulanmadı ve gölge bankaların yatırımları ve kredileri üzerindeki denetleyici gözetim kısıtlandı. Bu asimetri tam olarak açıklanamıyordu; hatta, riskli faaliyetlerin bu sektöre kaymasına yol açtı. Riskli varlıklara sahip gölge bankalar (yatırım bankaları veya hedge fonları) sermaye gerekliliklerine tabii tutulmalı veya portföylerinin risk durumunu yansıtan limitlerle baskılanmalı. Ayrıca yatırımcılara hızlı nakit erişimi sözü verenler (para piyasası fonları veya hisse fonları gibi) de yatırımcılara kaçmamaları için bir teşvik niteliğinde likit rezervler sunmalı veya tekliflerini yeniden yapılandırılmalı.

Krizle Mücadele Araçları

Makro ihtiyati politikaların krizlerin sıklığını ve şiddetini azaltması gerekse de bu ihtimalleri asla rafa kaldıramayız. Krizlerle mücadele etmek için uygun araçlara ihtiyacımız var. ABD'de Dodd-Frank'in toplu likidite yetkisi, düzenleyicilere iflas eden sistemik bir banka dışı finans şirketiyle finansal istikrarı da göze alan, öngörülebilir bir şekilde baş edebilmesine izin veriyor. Diğer yetkiler de iflas eden şirketleri kurtarmak için yeni araçlar oluşturdu ve ülkeler, örneğin ortak bir rol yapma egzersiziyle çok uluslu bir şirketin iflasına hazırlanmak için birlikte çalışıyor. Bunların tümü oldukça faydalı. Öte yandan banka dışı şirketleri kurtarmak için kullanılan toplu likidite otoritesi, FDIC'nin iflas eden bir şirketi kurtarma otoritesine göre pek esnek değil. Ve düzenleyiciler de FDIC'nin aksine bir bankayı kapatırken veya satarken mevcut sigorta fonlarından para çekemez. Hükûmetin üstleneceği herhangi bir maliyetin finansal sektörlerdeki ücretlerin değerlendirilerek telafi edilmesi gerekir. 2008'e göre bariz bir şekilde iyileşme görülse de likidite

otoritesi hâlâ bilinmedik sularda.

Diğer krizle mücadele araçlarının durumu ise biraz daha karmaşık. 2008-2009 kurtarma operasyonlarının ardından Kongre, Fed, Hazine ve diğer politika yapıcılarının krizi kontrol etmek için kullandığı bazı araçları rafa kaldırdı. Dodd-Frank Yasası, (belirli bir sınıfa dâhil tüm borçlulara açık bir kredi programının aksine) baskı altındaki tek bir şirkete borç vermesini engelleyerek Fed'in 13/3 acil durum kredi otoritesini yasakladı. Artık tüm 13/3 kredi programları Hazine bakanının yanı sıra Fed Kurulu'nun onayını gerektiriyor. Dodd-Frank ayrıca Fed'in, iskonto penceresi borçlulara (iki yıllık gecikmeyle) ve 13/3 programlarındaki borçlulara (programın sonlanmasından sonraki bir yıl içinde) ilişkin bilgiler sunmasını talep ediyor. Kongre'nin şeffaflığı artırma isteği anlaşılabilir ama bu daha sert bildirim gereklilikleri, Fed'den borç alma stigmatını artıracak ve merkez bankasının bir kriz sırasında son borç veren kurum rolünde hizmet vermesini daha da zorlaştıracaktır. Benzer şekilde, FDIC'nin yeni ihraç edilen banka borcunu garantilediği ve Hazine'nin para piyasaları için oluşturulan sigorta programları gibi bazı başarılı kriz dönemi önlemleri de kaldırıldı veya yeni kapsamlı kısıtlamalara tabii tutuldu.

Kongre tıpkı 2020'de CARES Yasası kapsamında Fed'in 13/3 kredi programlarını genişlettiği gibi ihtiyaç duyulduğu anda bu acil durum otoritelerini yeniden yürürlüğe sokabilir. Yine de finansal krizler hızlı ilerler ve genellikle yasa yapıcılarının gördüğü ekonomik etkiler finansal piyasalardaki bozulmaları geciktirir. Yasalara bağlı gecikmeler veya siyasi çıkmazlar, gelecekteki bir krizin ekonomik ve mali maliyetlerini ciddi derecede artırabilir.

Daha pozitif bir anlamda Fed (ayrıca Hazine ve diğer düzenleyiciler) 2007-2009 ve 2020 krizlerinden çok şey öğrendi. Bu dersler özellikle Fed'in hızlı ve proaktif bir şekilde hareket ettiği 2020'de daha da belirgindi. Kongre kredi kapasitesini genişletmeden önce 13/3 otoritesini uygulamaya soktu. Küresel finans krizindeki eylemlerin üzerine eklemeler yapan Powell Fed'i de küresel dolar erişimi sağlamak için yabancı merkez bankalarıyla para birimi swap hatları, piyasa likiditesini korumak için trilyon dolarlık repo operasyonları ve bu piyasaları desteklemek için büyük ölçekli Hazine ve ipotek kredisidestekli tahvil satın alımları da dâhil olmak üzere, agresif bir dizi otorite kullandı. Böylece yeni yasal kısıtlamalara rağmen Fed -mevcut araçlarını yeni ve yaratıcı yollarla kullanarak- krizle mücadele araçlarını etkin bir şekilde genişletti.

ABD’de pratik amaçlar doğrultusunda 2007-2009 krizi öncesi var olmayan makro ihtiyati politikalar oldukça yol kat etti. Tarihte ilk kez finansal istikrar riskleri düzenli olarak izleniyor ve analiz ediliyor, yeni finansal ürünler veya düzenleyici önlemlerin sisteme yönelik olası sonuçları değerlendiriliyor ve toplu likidite otoritesi gibi araçlar sunuluyor.²⁵ Bankacılık sistemi de artık daha güçlü ve hükûmetin henüz yürürlüğe koyulmamış olsa da sistemik olarak riskli, gölge bankacılık şirketleri veya faaliyetlerini düzenleme koruması altına alacak araçları var. Öte yandan dünyanın en sofistike ve en çeşitli finans sistemine sahip ABD, makro ihtiyati araçların gelişimi ve uygulanması konusunda diğer ülkelerin oldukça gerisinde. Hükûmetin son 15 yılda iki kez piyasalara müdahale ettiği gerçeği sorunların oldukça derin olduğuna işaret ediyor. İyi haberse çeşitli uluslararası örnekler finansal acil durumları öngörebilmesi ve uygun şekilde bu krizlere yanıt verebilmesi için ABD çerçevesinin gelişimine kullanışlı modeller sunuyor.

PARA POLİTİKALARINA KARŞILIK MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Makro ihtiyati politikaların eksikleri, bir kez daha para politikalarının finansal istikrara daha çok odaklanıp odaklanmaması gerektiği sorusunu gündeme getiriyor. Para politikacıları faiz oranlarını hangi düzeylerde belirleyeceklerine karar verirken ortaya çıkan finansal riskleri hesaba katmalı mı? Gevşek para politikalarının gelecek istikrarsızlığı potansiyel olarak artırabileceği temelinde, belirgin riskler olmasa bile, gevşek para politikaları kullanımını genel olarak kısıtlamalı mı?

Çoğu politika yapıcı ve ben de dâhil eski politika yapıcıların bu sorulara cevabı şu: Teoride, evet. Ama uygulamada, çok dikkatli bir şekilde ve çok sık değil. Peki bu tereddüdün sebebi ne? Şüpheli olunmasına yönelik savımı, Fed başkanı olarak Ekim 2002’de verdiğim ilk konuşmamda yaptım.²⁶ İnternet balonu yakın zamanda patladığı ve 2001 resesyonuna katkıda bulunduğunu için, argümanlarımı Fed’in ortaya çıkan hisse piyasası balonlarını faiz artışlarıyla önlemesi gerekip gerekmediği sorusu etrafında yaptım ancak bunların arkasındaki mantık ayrıca finansal risklere de uyuyordu. Konuşmamda para politikalarının finansal istikrara yönelik riskleri geciktirme kapsamında neden zayıf bir araç olduğunu üç sebeple açıkladım.

Bir, Fed’in kendine güvenerek balonları (veya bu açıdan diğer sağlıklı

risk birikimlerini) güvenilir bir şekilde saptayamayacağını ve herhangi bir durumda, “doğru” hisse veya diğer varlık fiyatları düzeyleri kapsamında bir aracı olmaya çalışmaması gerektiğini söyledim. İki, para politikaları ve istikrar riskleri arasındaki bağlantılara yönelik anlayışımız, politikaları kullanışlı bir şekilde yönlendirmek için kısıtlıydı. Örneğin, balonları patlatmak için para politikaları kullanma çabalarımız genellikle nazik bir inişten ziyade bir çöküşe yol açtı. Bunun ana örneklerinden biri de Fed’in 1920’lerin sonunda hisse fiyatlarını sakinleştirme çabaları ve bunun sonucunda 1929 çöküşünü zirveye taşımasıdır. Son olarak, para politikaları dobra bir araçtır: Faiz oranlarındaki değişiklikler tüm ekonomiyi etkiler ve bir avuç piyasayı ve birkaç aşırı ısınan sektörü hedefleyemez. 1920’lerde New York Fed başkanlığı yapan Benjamin Strong’un da bir zamanlar dediği gibi, yalnızca bir çocuk yaramazlık yaptığında tüm çocuklara dayak atmak mantıksızdır.²⁷ Para politikalarını balonları patlatmak veya diğer finansal istikrar risklerini ele almak için kullanma çabalarının ekonomiye zarar vermeye katkıda bulunması olasıdır çünkü bir balonu kontrol etmek için gereken politika sıkılaşmasının yakın vadede iş gücünü, büyümeyi ve enflasyonu da olumsuz etkileme olasılığı vardır.

Bu son noktanın altını çizdim. Balonlar ve kredi patlamaları yatırımcılar büyük getiriler beklemeye devam ettiği için gerçekleşir. Buna göre, hisseler ve diğer varlık fiyatlarındaki ani artışları hafifletmek için ciddi bir sıkılaşma gerekeceğini savundum. Ancak sert bir sıkılaşma istenmeyen ekonomik yan etkiler oluşturmaktadır. İngiltere Merkez Bankası ekonomistleri Charles Bean, Matthias Paustian, Adrian Penalver ve Timothy Taylor’ın Fed’in 2010’daki Jackson Hole konferansında sunduğu bir makale de bir resim çiziyor. Fed konut balonuna karşılık fonlama oranını 2003 ila 2006 aralığında yüzde 2 daha yüksek tutsaydı neler olabileceğini hesaplıyorlar. Yavaş büyümenin dolaylı etkilerini ve yüksek faiz oranlarının doğrudan etkilerini hesaba kattıktan sonra, diğer faktörler sebebiyle kredi ve konut fiyatlarının yalnızca ılımlı bir şekilde artacağı sonucuna vardılar. Yine de 2003’ten itibaren yüzde 2’lik bir politika sıkılaşması, 2001 resesyonu ve artan deflasyon risklerinden sonra gelen toparlanmayı ciddi şekilde hafifletebilirdi. Bu sonuçlarla tutarlı olarak, ekonomistler Oscar Jorda, Moritz Schularick ve Alan Taylor 2002-2006 aralığındaki konut balonundan tamamen kaçınılabilmesi için Fed’in fonlama oranını en az yüzde 8 artırması gerekiyordu.²⁹

Para politikasını düzenli bir şekilde finansal istikrar aracı olarak

kullanmayı reddetsem de 2002 konuşmamda finansal istikrarı korumanın öneminin altını çizdim. Bunun yerine finansal riskleri kontrol etmek için “doğru araçlar”, yani düzenleyici, denetleyici ve son borç veren kurum güçlerini kullanmamamız gerektiğini savundum.

Tüm bunlardan 20 yıl sonra, o konuşmada söylediklerimin çoğunun arkasındayım. Yine de o zamandan bu yana en belirgin düzenleyicilerin engelleyemediği 2007-2009 krizi olmak üzere birçok şey yaşandı. Ve finansal düzenlemeler krizden bu yana güçlendirilse de olmamız gereken noktadan henüz oldukça uzağız. Ayrıca bugün, 2002’ye göre para politikalarının risk alımı kanalı, finansal krizlerin ekonomik etkileri ve kaynakları ve kriz sonrası uygulanan para politikalarının etkin alt sınır karşısında maruz kaldığı kısıtlamalarla ilgili birçok şey biliyoruz. Bu meselelere kesinlikle daha yeni bir bakış gerekiyor.

Rüzgâra Karşı Direnme Politikaları

İş ve enflasyon görünümündeki değişikliklere yanıt vermenin yanı sıra 2002 konuşmamda ortaya koyduğum sava alternatif bir bakış açısı, merkez bankacılarının finansal risklerin birikmesine veya genellikle “finansal oransızlık” dediğimiz şeye karşı para politikası araçları kullanması gerektiğini savunuyor. Bu rüzgâra karşı direnme (lean-against-the-wind/LATW) yaklaşımının küresel finans krizinden önce bile savunucuları vardı. Uluslararası Ödemeler Bankası’ndan (BIS) Claudio Borio ve William White, bu savın arkasındaki ana fikirleri, Fed’in 2003’teki Jackson Hole konferansında açıkladılar.³⁰ Bu yaklaşım 2008’den bu yana doğal olarak oldukça dikkat çekiyor.

Çoğu durumda LATW destekçileri geleneksel politika çerçevesine büyük değişiklikler yapılmasını istemiyor. Para politikalarının ana amacının fiyat istikrarı ve yüksek istihdam olması gerektiğine katılıyorlar. Örneğin resesyon ve aşırı enflasyonun; bankacılık sistemini zayıflatarak, borçluların yükümlülüklerini yerine getirememe durumlarını artırarak veya piyasa dengesizliklerine katkıda bulunarak finansal istikrarın kaynağı olabileceğini kabul ediyorlar. Ancak geleneksel yaklaşımın eksikleri olduğunu çünkü para politikalarını gevşetmek için yalnızca kısa vadeli etkileri değerlendirdiğini ve gevşek para politikalarının yarattığı uzun vadeli finansal risklerin ekonomiyi tehlikeye atabileceği olasılığını göz ardı ettiğini savunuyorlar. Para politikalarının finansal istikrara yönelik riskleri engelleyici bir şekilde kullanımının,

politika yapıcılar uzun vadeli görünümü de hesaba kattığı sürece Fed'in ikili göreviyle tutarlı olarak görüyorlar.

LATW destekçileri ayrıca finansal sistemin direncini artırmak ve ortaya çıkan riskleri ele almak için gerektiğinde kullanılması amacıyla makro ihtiyati tedbirlerin ve diğer düzenleyici politikaların finansal istikrar için ilk savunma hattı olması gerektiğini savunuyorlar. Ancak düzenleyici politikaların kriz risklerini ortadan kaldırma konusunda yeterli olabileceği konusunda kötümserler. Diğer araçların -kusursuz olmasa bile para politikaları da dâhil- gerekli olabileceğini ima ediyorlar. LATW taraftarları ayrıca finansal istikrar risklerini kontrol altına almak için gereken faiz oranı artışlarının, yukarıda belirttiğim hesaplamalar kadar büyük olacağı konusunda da şüpheliler. Yatırımcılar para politikacılarının istikrara yönelik tehditleri göz ardı ettiklerini gördüklerinde, risk alımının o kadar da aşırı olmayacağını savunuyorlar.

Peki uygulamada LATW para politikaları geleneksel yaklaşımlarından nasıl farklılaşabilir? İki kapsamlı LATW politikası arasında bir ayrım yapmak faydalı olabilir. *Her zaman* LATW olarak adlandırdığım politikaların destekçileri, artan finansal risklerin genellikle görünmez olduğunu bu yüzden para politikalarının, *her zaman* olası finansal oransızlıkları göz önüne alarak belirlenmesi gerektiğini savunuyor. Bu yaklaşım kapsamında politika yapıcılar, finansal istikrara yönelik tehditler belirgin olmasa da uzun süreli gevşek para politikalarından kaçınmalı.³¹ Bunun aksine, *durumsal* LATW dediğim politika kapsamında para politikaları, konut fiyatları, hisse fiyatları veya kredilerdeki olağan dışı ani artışlar gibi risk alımının gözlemlenebilir göstergelerine yanıt vermeli. (Para politikalarının, açık bir hisse piyasası balonunu patlatmak için potansiyel kullanımından söz ettiğim 2002 konuşmamda, aklımdan durumsal LATW geçiyordu.)

Her Zaman LATW Politikaları

Her zaman LATW politikaları taraftarları, ekonomik performans arzu edilen düzeylerin altında kalsa da ve belirgin ciddi finansal riskler olmasa da gevşek para politikalarının dikkatli kullanımını savunur. Bu açıdan bakıldığında gevşek para politikaları, güçlü ve etkili ancak belirsiz ve muhtemelen tehlikeli yan etkileri olan, bu yüzden yalnızca gerektiğinde kullanılması önerilen bir ilaca benzer.

Her zaman yaklaşımıyla tutarlı bir şekilde, dönemin Fed Başkanı Jeremy

Stein, 2013'teki etkileyici konuşmasında, faizlerin uzun süre düşük tutulduğu para politikalarının fazla sık bir şekilde kullanılmasının, finansal sistemin kırılganlığını artırdığını savundu.³² Stein, uygulamada aşırı borç ve risk alımının, bunu politika yapıcılarının zamanında fark etmesini zorlaştıracığını vurguladı. Örneğin hedge fon ve diğer varlık yöneticileri, yüksek kaldıracın işlevsel eş değerini elde edebilmek veya büyük ve riskli bahisler oynamak için düzenleyicilerin güvenli bir şekilde tespit edemeyeceği ve kısıtlayamayacağı incelikli şekillerde, karmaşık finansal türevler kullanabilir. Bu açıdan bakıldığında, düşük faiz politikalarının kısıtlı kullanımını savunan *her zaman LAW* politikalarının sunduğu avantaj, yüksek faizlerin her türden riskli yatırımı finanse etmek için borç alma nedenlerini azaltmasıdır. Stein de söylediği gibi, yüksek faiz oranları “tüm çatlaklara girebilir” ve düzenleyicilerin zayıf görüş imkânı veya kısıtlı otoritesi olan alanlarda bile sistem genelinde aşırı risk alımını azaltabilir.

Stein aşırı risk alımının bazı durumlarda tespitinin veya ele alınmasının zor olabileceği konusunda haklıydı. Ama bu tür riskler için makro ihtiyati tedbirler ve düzenleyici politikalardan vazgeçmek için henüz erken olduğunu düşünüyorum. Düzenleyiciler, mesela varlık yöneticilerinden daha detaylı bilgiler veya portföylerinin stres testlerine tabii tutulmasını talep ederek gölge bankacılık gözetimlerini artırabilir. Bu adımları içermese de kapsamlı bir şekilde finansal direnci iyileştiren mevcut politikalar -örneğin, bankacılık sistemi ve diğer önemli finansal kuruluşların yeterli sermayeye sahip olmalarını sağlayarak- sistemin beklenmeyen şoklara karşı bile ayakta kalmasına yardımcı olabilir.

Fed'in de ana korkusu olan, Stein'i endişelendiren risk alımı türünün genel olarak ekonomik istikrarı tehdit edip etmediği de bir başka soru. Finansal istikrara yönelik, ciddi bir ekonomik durgunluk yaratacak kadar büyük tehditler genellikle apansız oluşmazlar,* ancak çoğu kez kredi ve konut fiyatlarındaki büyük artışlar gibi ekonomik verilere yansır. Politika yapıcılarının, istikrarı bozabilecek bir şokun herhangi bir tehlike uyarısı vermeden geldiği bir yanlış negatif yerine, -hisse veya konut fiyatlarındaki bir artış sistemik bir risk değildir- bir yanlış pozitifle karşı karşıya kalması daha olasıdır.

Her zaman LATW'ye yönelik bir başka argüman da “istikrarın istikrasızlık doğurması” olarak özetlenebilir. IMF'in bir araştırmasında resmîleştirilen

* 2020 pandemisi veya büyük ölçekli bir siber saldırı gibi sistemin dışından gelişen tehditler istisnadır.

bu bakış açısına göre, kısa vadeli ve uzun vadeli ekonomik istikrar arasında bir takas vardır.³³ Özellikle, bir merkez bankası kısa vadede istihdam ve enflasyon hedeflerine ulaşma, ekonomi ve piyasaları daha istikrarlı bir hâle getirme konusunda “fazla başarılıysa” yatırımcılar kayıtsızlaşabilir ve uzun vadede finansal ve ekonomik istikrarsızlığı ateşleyebilecek riskler alabilir. Bu görüş, meşhur Büyük Moderasyon’un -1980’ler ile küresel finans krizi aralığındaki görece uzun ekonomik istikrar dönemi- aşırı risk alımını teşvik ederek krizi başlattığı argümanını hatırlatıyor.³⁴ Ayrıca Hyman Minsky’nin, uzun süreli büyüme eğilimi görülen finansal döngüleri, krizlerin izlediği savını da anımsatıyor. *Her zaman LATW* taraftarlarının savlarından çıkan politika etkisi, Fed’in kısa vadede enflasyon ve istihdam hedefleri için daha sakın bir yaklaşım izlemesi. Fed’in yakın dönemde istikrarsızlığı kabul etmesi yatırımcılardaki kayıtsızlığı azaltırsa ve böylece finansal krizlerin istikrarsızlaştırıcı riskleri düşerse çelişkili gibi görünse de uzun vadede daha istikrarlı bir ekonomiye ulaşılabilir.

Mevcut bulgular belirsiz olsa da kısa vadeli ekonomik istikrarın uzun vadede finansal istikrarsızlık doğurabileceği görüşünün haklı tarafları olabilir. Bu savın doğru olduğunu varsaysam bile para politika yapıcılarının bilinçli olarak kısa vadeli ekonomik dalgalanmayı kabul etmeleri gerektiğini savunmam. Kötü bir şekilde ifade edilen istikrar istikrarsızlık doğurur görüşü, ekonominin bir kısmının -finans sektörü- düzenli olarak ekonominin geri kalanı için aşırı risk oluşturmasını ve bu riski kontrol etmenin tek yolunun politika yapıcılarının *kasıtlı olarak* kısa vadede kötü ekonomik performansı kabul ederek yatırımcı kayıtsızlığını kısıtlaması olduğunu belirtiyor. Birçok kişinin bu durumu işi tersinden yapmak olarak değerlendireceğini düşünüyorum. LAWY taraftarları Borio ve White, daha önce belirtilen 2003 tarihli makalelerinde, finansal istikrara yönelik risklerdeki artışın önemli bir kısmının, 1970’lerden itibaren finansal deregülasyon ve liberalleşmeye doğru küresel bir eğilimin ürünü olduğuna işaret ediyor. Eğer finans sektörü gerçekten bu kadar tehlikeliyse, istikrar istikrarsızlık doğurur hipotezine inananlar para politikalarına odaklanmak yerine, enerjilerini daha tutarlı ve güçlü biçimde, kapsamlı bir finansal regülasyon reformuna harcamalı.

Bunun yanı sıra, *her zaman LAWY* politikaları ile önleyici enflasyon saldırıları arasında bir benzetme yapabiliriz. Fed 2020’den önce faizleri genellikle ekonomi ve piyasalar ısındığında ancak enflasyon henüz yükselmediğinde artırıyordu. Dönemin Fed liderleri bu önleyici politikanın Fed’in aşırı yüksek bir enflasyona yanıt verme riskini azaltarak, uzun vadede daha istikrarlı bir

büyüme ve istihdamla sonuçlanacağına inanıyordu. Ancak 2020'de, FOMC gereğinden erken bir dönemde sıkılaşma riski sebebiyle önleyici enflasyon saldırılarını rafa kaldırdı. *Her zaman LATW*, gelecekteki finansal istikrar risklerini düşürmek için bugünkü istihdam kazanımlarını feda ederek aslında önleyici politika sıkılaşmasıyla aynı şeydir. Finansal istikrarsızlık enflasyona göre daha zor öngörülebilir ve bazı araçlarla bir noktaya kadar ele alınabilir bir mesele olduğu için, Fed'in önleyici enflasyon saldırılarına karşı ürettiği argüman -bugünün güçlü iş gücü piyasasının enflasyonda gelecekteki spekülasyon düşüşlerle değiş tokuş edilemeyecek kadar değerli olması- *her zaman LATW* politikaları için de geçerli olmalı. Gerçekten de *her zaman LATW* politikalarının sürekli olarak uygulanması, istihdam ve enflasyonun sürekli hedef düzeyin altında seyrettiği ve enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü hareket ettiği bir ekonomiyle sonuçlanabilir.

Durumsal LATW Politikaları

Her zaman yaklaşımına bir alternatif olan *durumsal LATW*, para politikaları ile ani kredi büyümesi gibi finansal risklerin gözlemlenebilir göstergelerini bağdaştırır. Bu yaklaşımda, para politikaları yalnızca politika yapıcılarının diğer araçlarla yönetilemeyen finansal istikrar riskleri gördüğü durumlarda uygulanır.

Daha önce belirttiğim 2022 tarihli konuşmamda, Fed'in, piyasa balonları veya finansal krizlerin diğer göstergelerini, politikaların kullanışlı olabileceği kadar güvenilir bir şekilde tespit edebileceği konusunda şüpheliydim. O zamandan bu yana gelen bulgular, görüşümü değiştirmeme yol açtı. Sistemik finansal istikrara yönelik riskleri belirlemek zordur ancak bu riskleri izleme becerimiz ve isteğimiz arttı. Federal Reserve'in içindeki ve dışındaki ekonomistler, olası riskleri değerlendirmek için sistemik çerçeveler ve yeni ölçütler geliştirdi.³⁵ Daha önce bahsettiğim ve kullanılan verilerin 19. yüzyıla dayandığı tarihi araştırma, kredi patlamalarının genellikle (kesinlikle her zaman olmasa da) finansal krizler ve derin resesyonların habercisi olduğu sonucuna varıyor. Benzer şekilde, Robin Greenwood, Samuel Hanson, Andrei Shleifer ve Jakob Sorensen'in yer aldığı bir Harvard ekibi araştırması da 42 ülkenin, 1950'den beri verilerini kullandı.³⁶ Bu araştırma da kredi ve varlık fiyatlarında üç yıllık bir sürede görülen ani artışların sonraki üç yılda gelebilecek bir kriz olasılığını artırdığını ortaya koydu.

Genel olarak konuşmak gerekirse varlık balonları, sağlıksız kredi patlamaları ve diğer finansal riskler kesin bir şekilde gerçek zamanlı olarak belirlenemez -bu noktaya kadar 2002 konuşmamdaki savların doğru olduğunu düşünüyorum- ancak ortaya çıkan yeni bulgular bazı durumlarda ve birçok istatistiksel uyarılarla, belirli bir dönemde bir risk olasılığının yüksek veya düşük olup olmadığını tahmin edebileceğimizi gösteriyor. Eğer ciddi finansal istikrarsızlık en azından bir miktar öngörülebilirse, makro ihtiyati veya diğer düzenleyici politikalar bu riskleri yeterli bir şekilde hafifletemiyorsa ve para politikaları kriz riskine karşı kullanılabiliyorsa, o zaman durumsal LAWT politikaları kulağa mantıklı geliyor. Tabii tüm bunlar teoride. Bu yaklaşımı uygulamaya koymak için para politikalarının belirli risk göstergelerine ne güçte ve ne kadar süre yanıt vermesi gerektiği gibi, birçok bilgiye ihtiyacımız var.

İdeal olarak bu kılavuzu elde etmek için tarihi örneklerle bakabiliriz. Ama tek başına para politikalarının bir çöküşe neden olmadan ve ekonomiye zarar vermeden herhangi bir patlamayı veya balonu başarılı bir şekilde yönetebileceğine yönelik pek az vaka var. İsveç Merkez Bankası Riksbank, 2010'da artan konut fiyatları ve hane halkı borcuna ilişkin endişelerle yüksek işsizlik ve düşük enflasyon oranlarına rağmen faiz artışına gitti. Ancak bu rüzgâra karşı direnme girişimi, karşılığında ekonominin yavaşlamasıyla yerle bir oldu. Riksbank geri adım attı; faizleri negatif bölgeye çekti ve parasal genişleme uyguladı. Daha belirsiz bir vaka olarak, Norveç merkez bankası Norges Bank, 2012'de finansal istikrar gerekçesiyle politikalarının yalnızca enflasyon hedefini değil, faiz oranlarının normal düzeylerden ne kadar sapabileceğini de yansıtacağını açıkladı.³⁷ Daha detaylı konuşmak gerekirse makroekonomik koşullar gevşek para politikası gerektirdiğinde, finansal istikrarsızlık riskini azaltmak amacıyla faizleri yükselteceğini belirtti. Bu politikanın herhangi bir faydasının olup olmadığını söylemek zor. Norges Bank 2017'de politikasını tersine çevirdi ve finansal istikrarsızlık risklerinin azaldığını açıkladı. Risklerin düşüp düşmediği veya düştüyse bile ne kadar düştüğünü bilemiyoruz. Yeni Zelanda hükûmeti 2021'de merkez bankasına, para politikalarını oluştururken konut fiyatlarını da hesaba katmasını söyledi ancak hükûmetin bu motivasyonu finansal istikrardan çok konut satın almanın finansman gücüyle alakalıydı. Yeni Zelanda Merkez Bankası (haklı bir şekilde) finansman gücü sebebiyle konut fiyatları hedeflemesinin toplam ekonomik hedeflerine ulaşmasını zorlaştıracığını ve bu soruna konut tedarikini artıracak politikalar uygulanmasıyla daha iyi bir yanıt verilebileceğini savundu.

Kısacası, geçmiş bizlere LATW para politikalarının uygulanması veya etkinliği konusunda pek az başarı hikâyesi ve kılavuz sunuyor. Aksine kredi ve konut patlamalarını yönetme kapsamında makro ihtiyati politikaların etkili kullanımlarına yönelik uluslararası örnekler çok daha yaygın.

Tarihi örneklerle bir alternatif olarak, ekonomistler durumsal LATW'yi incelemek için ekonometrik modeller kullandı. Bu araştırmaların birçoğu LATW'nin beklenen maliyetleri ve faydalarının karşılaştırılmasına dayanıyordu. Proaktif bir LATW politika sıkılaştırmasının ana maliyeti, kısa vadede enflasyon ve istihdam sonuçlarının kötüleşmesidir.* Faydası ise gelecek bir krizin uzun vadede ekonomiye zarar vermesi riskinin azalmasıdır. Uygulamada, bu maliyet ve faydaları en iyi şekilde dengeleyen politikayı bularak rüzgâra karşı dayanılacak en optimum dereceyi belirleyebiliriz. Ama maalessif LATW'nin maliyetinin ve özellikle faydalarının hesaplanması zor bir konu olmaya devam ediyor.

Bu konuda, memleketi İsveç'te para politikacısı olarak da görev yapan akademi ekonomisti Lars Svensson'ın etkili bir analizi var.³⁸ (Bir politika yapıcı olarak Svensson Riksbank'ın LATW uygulama girişimine şiddetle karşı çıkmıştı.) Svensson, LATW'nin etkilerini incelemek amacıyla ve para politikalarının işsizlik ve finansal kriz riskinin vekili olarak gördüğü kredi büyümesi üzerindeki etkilerini tahmin etmek için Riksbank'ın ana ekonomik modelini kullandı. Tarihi bulgulara dayanarak, LATW politikalarının yokluğunda finansal krizlerin sıklığı, bir krizin ortalama uzunluğu, işsizlik üzerindeki etkileri ve kriz olasılığında, kredi büyümelerindeki değişimin etkilerine ilişkin varsayımlara yer verdi. Bu unsurları bir araya getirerek LATW tarzı, önleyici politika sıkılaştırmasının beklenen ekonomik etkilerini hesapladı. Daha sonra da maliyetleri (kısa vadeli yüksek işsizlik) ve faydaları (düşük kriz riski) değerlendirdi. LATW politikalarının maliyetlerinin faydalarına ağır bastığı sonucuna ulaştı. ABD ekonomisi modellerini kullanan araştırmalar da genellikle finansal istikrarı desteklemek için aktif para politikası kullanımının maliyet ve fayda karşılaştırmalarıyla gerekçelendirilmeyeceğini ortaya koydu.**

* Genellikle ekonomik modellerde yer almasa da diğer olası maliyetler, kredi ve varlık fiyatlarındaki balon olmayan ancak temeller tarafından gerekçelendirilen, veya bu temeller tarafından gerekçelendirilenlerden daha ciddi bir düşüşü tetikleyen artışları da içerir.

** Örneğin Federal Reserve Kurulu ekibinden Andrea Ajello, Thomas Laubach, David Lopez Salido ve Taisuke Nakata, 2009 tarihli bir çalışmada temel simülasyonları kapsamında finansal istikrar risklerine karşılık opti-

Svensson'ın çalışması, bir hisse balonu veya aşırı kredi büyümesini kısıtlayacak kadar yüksek faiz artışlarının, kısa vadede ağır ekonomik maliyetler oluşturacağına ilişkin 2002 konuşmamdaki değerlendirmenin ruhuna uygun. Ancak bu mantıktaki olası zayıf bir nokta, para politikalarının güncel ekonomik koşullar üzerindeki etkilerine ilişkin iyi tahminlerimiz olsa da para sıkılaşmasının gelecek kriz riskleri ve krizlerin ekonomik maliyetleri üzerindeki etkisi hakkında çok az şey biliyor olmamız.³⁹ Örneğin, Svensson bir krizin ekonomi üzerindeki etkilerinin ağır olsa da nihayetinde geçici olduğunu varsaydı. Ama küresel finans krizi sonrası birçok ülkede görülen yavaş ekonomik toparlanmalar, bir krizin ekonomik etkilerinin oldukça uzun süreli olabileceği olasılığını gündeme getiriyor. Eğer durum buysa, o zaman bir krizden kaçınmanın faydaları, Svensson'ın varsaydığından çok daha önemli olabilir.³⁹ Öte yandan, Svensson'ın kendisinin de belirttiği üzere politika sıkılaşması kredi daralmalarının hissedildiği ölçüde ekonomiyi yavaşlatarak krizin ekonomik etkilerini daha da kötüleştirebilir.

Bu belirsizlik hayal kırıklığına yol açıyor. Şimdi bildiklerimize dayanarak iki geçici sonuca varıyorum. Bir, çoğu durumda, düzenleyici ve makro ihtiyati politikalar finansal istikrar risklerine karşı en etkili, en iyi anlaşılmış ve en hedefli araçlardır. Bu araçlar finansal sistemin direncini artırabilir, belirli tehditlere karşı ayarlanabilir ve ekonomi üzerindeki etkileri genellikle kısıtlıdır. Politika yapıcılarını aktif olarak bu hedefli araçları kullanmalıdır ve araçların yetmediği durumlarda otoritelerinin genişletilmesi konusunda seslerini çıkarmalıdır.* Özellikle, tüm finansal düzenleyici kuruluşların finansal istikrarı görev sorumluluğuna dâhil etmesi gerekir ve aşırı risk alımları finansal sistemin neresinde gerçekleşirse gerçekleşsin izlenmeli ve ele alınmalıdır.

İki, şu an bildiklerimiz göz önüne alındığında, para politikacılarının finansal istikrar riskleriyle baş edebileceği diğer araçları sunduğu durumları da büyük bir öz güvenle göz ardı edemeyiz. Bu durumlar muhtemelen nadir olacaktır ve herhangi bir durumda, içerdikleri takasların dikkatli bir analizini yansıtacaklardır.

mum para politikası yanıtının sıfıra yakın olduğunu ortaya koydu.

* Anil Kashyap ve Caspar Siebert, Fed'in strateji değerlendirmesinin bir parçası olarak 2019'da sunulan bir makalede finansal krizlere yanıt verme veya krizleri engellemek için mevcut araçların kapsamlı bir şekilde değerlendirilmesi için kongreye çağrıda bulundu. Hubbard ve Kohn (2021) Brookings Institution ve Chicago Booth School of Business sponsorluğunda finansal istikrar üzerine oluşturulan bir görev gücünün sonuçlarını sundu.

Bu anlamda, FOMC'nin politika hedefleri ve stratejisine ilişkin 2020 açıklaması, finansal istikrarı bir hedef olarak işsizlik ve enflasyonla aynı derecede değerlendirmiyor. Ancak "Komite'nin hedeflerinin yerine getirilmesini engelleyecek finansal sistem risklerinin" politika yapımcıların değerlendirdiği riskler dengesinde yer alması gerektiğini belirtiyor. Bu formül FOMC'nin beklenen finansal risklere bir yanıt olarak para politikalarında büyük değişiklikler yapmayacağı veya bir para politikası yanıtı gerektirecek risklerin doğası hakkında belirleme yapmadığı anlamına geliyor. Ama farklı türlü bir politika çağrısında, Komite'nin finansal istikrar risklerine karşı bazı güvenceler verebileceği olasılığına kapıyı açık bırakıyor.

ULUSLARARASI FİNANSAL BULAŞICILIK

Ülkeler arasındaki finansal koşullar, kısmen büyük merkez bankalarının para politikalarıyla birbirine bağlıdır. Özellikle Fed'in eylemleri büyük bir etkiye sahiptir ve en çok etkilenenler arasında gelişmekte olan piyasa ekonomileri yer alır. 2013'teki taper tantrum, aşırı bir örnek olsa da daha genel bir fenomene ışık tutuyor.

Helene Rey, küresel finans döngüsü olarak adlandırdığı bir durumu; Meksika'daki kurumsal tahvillerden Güney Afrika'daki hisselerle, dünya genelindeki riskli varlıkların birlikte hareket etme eğilimini belgeliyor.⁴¹ Rey ve diğerleri ayrıca ABD para politikalarının küresel döngüyü gözle görülür derecede etkilediği sonucuna varıyor. Fed politikayı gevşettiğinde dünya genelinde risk alımı artıyor, riskli varlıkların fiyatı yükseliyor ve sermaye akışları gelişmekte olan piyasalara giriyor. Fed politikayı sıkılaştırdığında ise tüm bunlar tersine dönüyor. Fed politikalarının küresel finans koşullarını neden değiştirdiğini görmek pek zor değil.⁴² ABD büyük bir ekonomiye ve dünyadaki en büyük ve en likit sermaye piyasalarına sahip. Bu piyasalara erişmek için birçok yabancı hükûmet ve şirket dolarla borç alıyor, bu da finansal sağlıkları doların değeri veya ABD faiz oranlarındaki değişikliklerden etkileniyor. Dünya genelinde hükûmetlerin elindeki uluslararası rezervlerin büyük bir kısmı dolar cinsinden ve uluslararası ticaret -hiçbir ticaret ortağı Amerikalı olmasa bile- dolar üzerinden faturalandırılıyor. Sırasıyla IMF ve BIS'in ekonomi başkanışmanları statüsündeki Tobias Adrian ve Hyun Shin, ABD para politikalarının gevşemesinin, uluslararası bankaların para politikasının risk alımı kanalının uluslararası bir versiyonu olarak riskli

borçluların kaldıraçlarını artırma ve bu kişilere daha fazla kredi verme eğilimini artırdığını ortaya koyuyor.⁴³ Bunun sonucunda özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki borç sahiplerine gerçekleşen dolar akışı, yabancı para birimlerini güçlendiriyor ve riskli yabancı varlıkların fiyatlarını artırıyor.

Fed'in ana görevi ABD ekonomisine odaklanmak olsa da Fed, yabancı piyasalarda aşırı dalgalanmalara yol açacak ve bunun sonucunda bizim ekonomimiz ve piyasalarımızı da etkileyecek eylemlerden kaçınmakla ilgileniyor. Bu dalgalanmadan kaçınmak veya minimuma indirmek için Fed politika planlarını açıkça duyurmaya, yabancı piyasalara ve piyasa yapıcılara kendilerini ayarlamak için zaman tanımaya çalışıyor. Ve Mart 2020 gibi finansal stres dönemlerinde Fed'in dev etkisi ve ABD piyasalarının küresel rolü, güçlü bir politika yanıtının önemini daha da artırıyor.

Gelişmekte olan ülkeler de küresel finans döngüsündeki kırılganlıklarını azaltmak için bazı eylemler alabilir. En doğrudan olanı, kendi ekonomik temellerini iyileştirerek sermaye akışlarındaki ciddi dalgalanmaları yönetmek olabilir. Son birkaç on yılda birçok ülke, mali ve ticari açıklarını azaltarak, merkez bankalarının bağımsızlığını koruyarak, finansal düzenlemeleri iyileştirerek, döviz kurlarının daha esnek olmasına izin vererek ve yapısal reformlar uygulayarak ekonomilerini güçlendirdi. Bu tür değişimler, yatırımcıları bir ülkenin küresel finans koşulları sıkılaşırsa da büyümeye devam edeceğine ikna etmeye yardımcı olur.

Makro ihtiyati politikalar da küresel finans döngüsü risklerini azaltabilir. Örneğin IMF, geleneksel olarak gelişmekte olan piyasaları, yabancı yatırımların kalkınmayı desteklemesi nedeniyle sınırsız sermaye akışlarının sınırlarından girmesine izin vermeleri için baskılar. Ancak finansal krizden bu yana IMF küresel döngünün etkilerini kontrol etmek için hedefli sermaye kontrolleri -finansal sermayelerin iç ve dış akışları üzerinde kısıtlamalar- kullanan gelişmekte olan ekonomilere karşı daha anlayışlı davranıyor. Benzer şekilde, gelişmekte olan piyasalardaki politika yapıcılar bankalarının ve finansal olmayan şirketlerinin dolar bazlı borç alımları üzerindeki denetimini artırdı. G20 ve Finansal İstikrar Kurulu gibi organizasyonlar sayesinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, küresel riskleri izlemek ve küresel sistemin direncini güçlendirmek için birlikte çalışıyor.

Federal Reserve için, işin bu uluslararası boyutu, finansal istikrarı korumayı daha da zorlu bir hâle getiriyor. Makro ihtiyati politikalar uluslararası

bağlamda daha da zorlaşır çünkü ABD’li düzenleyiciler yurt dışı kaynaklı riskleri izleme veya bu risklere yanıt verme becerisini kısıtladı. Ve birçok ülkeden çeşitli düzenleyicilerle koordine olma ihtiyacı da ek bir karmaşa yaratıyor. Ayrıca bir LATW para politikası stratejisi kullanma girişimleri, politika yapıcılarının bu politikanın yerel piyasaların yanı sıra küresel piyasalardaki etkileri için de hesap vermesi gerektiği için çok daha karmaşık bir hâl alıyor.

Genel olarak para politikaları, düzenleyici politikalar ve finansal istikrar arasındaki bağlantılara ilişki anlayışımız, düşündüğümüzden daha kısıtlı olmaya devam ediyor. Araştırmacılar ve politika yapıcılarının hâlâ yapması gereken çok iş var. Politika yapıcılar ve yasa yapıcılarının da finansal riskleri daha iyi öngörmek ve engellemek için düzenleyici sistemimizi yeniden yapılandırma çalışmaları da henüz yolun çok başında. Finansal istikrarın, fiyat istikrarı ve maksimum istihdamın yanında Fed’in yasal görevlerinin resmî bir parçası olmasını beklemiyorum. Ancak öngörülebilecek gelecekte, finansal istikrarsızlık 21. yüzyıl merkez bankacıları için önemli bir endişe olacak.

FED'İN BAĞIMSIZLIĞI VE TOPLUMDAKİ ROLÜ

Fed ekonomik ve finansal istikrar hedeflerine ulaşmak için muhtemelen yenilikler ve deneyler yapmaya devam edecek. Ancak teknik politika zorluklarının ötesinde Fed ayrıca bir kuruluş olarak da önemli zorluklarla karşı karşıya. El üstünde tutulan bağımsızlığını koruyabilecek mi? Veya korumalı mı? Teknolojik gelişmeler, iklim değişikliği ve artan sosyal adalet talepleri gibi daha geniş sosyal değişimlere nasıl yanıt verecek?

FED'İN BAĞIMSIZLIĞI

Federal Reserve genellikle bağımsız olarak tanımlanır. Bu tamamen otom, demokratik olarak sorumsuz veya siyasetten ayrı olduğu anlamına gelmez. Aksine, Fed siyaset sisteminin bir ürünüdür. Otoritesi ve yapısı -yani varlığı- Kongre'nin istediği zaman değiştirebileceği Federal Reserve Yasası tarafından dikte edilmiştir. Fed Kurulu'nun üyeleri siyasi olarak atanmıştır ve başkan ve diğer liderleri, yasa koyucuları ifadeler, resmî raporlar ve kişisel ilişkiler yoluyla Fed'in eylemleri ve planları hakkında bilgilendirir. Fed başkanı olarak düzenlediğim son basın toplantısında, halefime hangi tavsiyeyi vereceğim sorulduğunda şu yanıtı vermiştim: "Kongre patronumuzdur."¹ Ekonomi ve finansal sistemde böylesine bir etkiyle -bazen kurtarıcı, bazen de günah keçisi olarak hizmet veren- Fed siyasetçilerin ciddi ilgisine tabiidir.

Üzerindeki gerçek siyasi kısıtlamalar haricinde, Fed uygulamada bir noktaya kadar bağımsızdır. Kongre Fed'in hedeflerini belirler -fiyat istikrarı ve

maksimum istihdam- ve kapsamlı bir denetim yetkisi ve mali sorumluluk verir.* Ancak Fed uzun süredir gözle görülür bir fiili politika bağımsızlığının keyfini çıkarıyor; çoğu durumda kısıtlı siyasi müdahalelerle görevleri doğrultusunda faiz oranları oluşturuyor ve başka eylemler alıyor.

Birçok ülkenin aksine, ABD'nin merkez bankasının bağımsızlığı için güvence veren bir yasası yok. Ancak gerçekte, Fed'in politika bağımsızlığı, birçoğu Fed'in ilk günlerinde getirilen yasal hükümler tarafından korunuyor. Bunların arasında kurum yöneticilerinin uzun görev süreleri, ABD başkanının politika farklılıklarına dayanarak başkanları kovamaması ve Fed'in Kongre'den fon istemek yerine sahip olduğu tahvillerin getirileriyle kendi kendisini finanse etme becerisi (kongre denetiminde) yer alıyor. Bu hükümlere yönelik süregelen destek, Kongre'deki birçok kişinin ve birkaç istisnaıyla -başta Trump- Nixon'dan sonraki başkanların bağımsız bir merkez bankasının ekonomik ve siyasi faydalar sağladığına yönelik, uzun süreli inancı yansıtıyor. Federal Reserve System'ın ulusal ayak izi de bu bağımsızlığı destekliyor. Reserve bankalarının başkanları ve kurul direktörleri, kritik zamanlarda Fed'in özgürlüğünü savunmaya yardımcı olmuş, yerel siyasi ve iş liderleriyle yakın ilişkiler kuruyor.

İleriye baktığımızda, Fed bağımsızlığı en az iki soruyu gündeme taşıyor. Bir, bugünün ekonomik ve siyasi ortamında Fed politika bağımsızlığının gerekçeleri devam ediyor mu? Ve bu sorunun yanıtının evet olduğunu varsayarak Fed bu bağımsızlığı siyasi muhalefete karşı koruyabilecek mi?

Merkez bankası bağımsızlığı doktrininin kökleri derine dayansa da bu bağımsızlık lehindeki fikir birliği Büyük Enflasyon deneyimiyle güçlendi. Burns'ün Fed'inin Nixon yönetiminde kısıtlanan bağımsızlığının zararlı etkileri açık ortada. Bu deneyime ve takiben ciddi bir şekilde bağımsız Volcker'in Fed'inin enflasyonu engelleme başarısına dayanarak Fed bağımsızlığı genellikle ekonomiyi kısa vadede aşırı hareketlendirmeyi amaçlayan siyasetçilerin kışkırtıcı girişimlerine karşı bir siper olarak görülüyor.

Bağımsız merkez bankacılarının ekonominin uzun vadeli çıkarlarını göz önüne alma konusunda siyasetçilerden daha donanımlı oldukları savı kuşağa doğru geliyor. Ama aşırı enflasyondan kaçınmak için bağımsızlık gerektiği argümanı ise bugün o kadar güçlü görünmüyor. Pandemi sonrası

* Fed'in hedeflerini yorumlamada bir miktar esnekliği var. Örneğin FOMC "fiyat istikrarını" 2012'de yüzde 2 olarak tanımladı ve 2020'de istihdam hedefinin "genişliği ve kapsayıcılığı" vurguladı.

toparlanma döneminde enflasyondaki artış haricinde, 21. yüzyıl para politikacıları genellikle fazla yüksek değil, fazla düşük enflasyondan endişeleniyor. Trump yönetiminin pandemiden önce faizleri indirmesi için Powell'ı baskılaması önemli bir istisna olsa da merkez bankalarının son yıllarda karşı karşıya kaldığı siyasi muhalefetin çoğu, daha çok yerine daha azını yapmasını isteyenlerden geliyor. Cumhuriyetçilerin finansal kriz sonrası parasal genişleme eleştirileri ve Avrupa Merkez Bankası'nın QE programlarına Almanya'dan gelen itirazlar bu örnekler arasında.

Ancak bir başka Burns-Nixon senaryosundan kaçınmak Fed bağımsızlığının devamlılığının tek sebebi değil. Kongre'nin de para politikası kararları için bağımsız bir merkez bankasını görevlendirmek için -teknik ve siyasi nedenleri var.

Teknik bir bakış açısından, para politikacılarının uzmanlaşmış becerileri ve tecrübeleri olmalı. İyi bir Fed başkanı veya FOMC üyesi olmak ekonomi doktorası gerektirmiyor -bazı en iyi yetkililerin yoktu- ama ekonomiyi ve finansal piyasaları izlemeye tam zamanlı bir taahhülle birlikte karmaşık ekonomik meseleler ve fikirlerin anlaşılmasını gerektiriyor. Ayrıca para politikaları genellikle zamana karşı hassastır. Özellikle acil durumlarda, değişen ekonomik ve finansal koşullara hızlı ve doğru bir şekilde yanıt vermelidir. Ayrıca piyasalar ve halkla tutarlı, anlaşılabilir ve yerinde iletişim kurulmasını talep eder. Yasa yapıcıların para politikalarını başarılı bir şekilde yönetmek için ne zamanı ne de eğitimi olduğunu söylemek bir eleştiri sayılmaz. Kongre, para politikaları konusunda kısmen tesisatımı onarması için profesyonelleri işe almamla aynı sebepten Fed'i görevlendirir. Sonuçlardan tesisatçıları sorumlu tutsam da işi nasıl yapacaklarına yönelik kararlarını eleştirmem. Para politikaları zordur ve Fed de hatalar yapar ama Washington'da, merkez bankasındaki ekonomik beceri ve politika oluşturma deneyiminin derinliğine meydan okuyacak başka bir kuruluş yok.

Ancak teknik argüman tek başına yeterli değil. Bu endişeler, Hazine veya diğer bir politika kuruluşunun, para politikalarını yönetmek için ihtiyaç duyulan bir uzmanlık geliştirmesiyle giderilebilir. Örneğin, 1990 kadar yakın bir zamana kadar İngiltere ve Japonya'da para politikalarından maliye bakanları sorumluydu. Hazine'nin para politikalarını kontrol etmesi lehine olası argümanlar arasında, daha demokratik bir hesap verilebilirlik, para politikalarının mali sonuçlarının daha dikkatli değerlendirilmesi ve artan

para-mali politika koordinasyonu yer alıyor. Yine de para politikalarının siyasi olarak kontrol edilmesi -bu da aslında faiz oranı kararlarında son sözü başkana verir- kötü bir fikir.

Para politikaları ciddi bir gecikmeyle çalışır ve politika gevşemeleri veya sıkılaşımlarının etkileri birkaç yıl boyunca meydana gelebilir. (Küresel finans krizinde politikanın gevşetilmesi ve daha sonra tersine çevrilmesi on yıldan uzun bir süreye yayıldı.) Buna göre, politika sürekliliği ve tutarlılığı, para politikacılarının uzun vadeli görüşlerini korumalarını talep eder. Başkanın keyfine göre hizmet veren Hazine bakanları hızla fikir değiştirebilir. Fed başkanı olarak ikisi Cumhuriyetçi ikisi Demokrat olmak üzere toplam dört Hazine bakanıyla çalıştım. Greenspan döneminde de bu sayı yediydi. Daha genel anlamda, iki yılda bir gerçekleşen seçimler ve çalkantılı medya döngüleriyle, siyasi sistemimiz uzun vadeli politika yapımını tercih etmez. Bağımsız bir merkez bankası, enflasyon beklentilerini sabitleme, güvenilir bir sözle yönlendirme sunma ve tahmin edilebilir ve tutarlı politikalar ve politika çerçeveleri oluşturma konusunda herhangi bir siyasi kuruluşa göre daha yetkindir.

Siyasallaşan bir para otoritesi, eylemlerinin zamanlaması ve arkasındaki motivasyona ilişkin daha çok inceleme ve potansiyel şüpheyle karşı karşıya kalacaktır. Ekonomik tahminleri tarafsız ve güvenilir olarak görülür mü? Siyasallaşmış bir kuruluş, faiz oranı indirimlerini, kısa vadeli siyasi faydalar için zamanlaması konusunda ikna edilebilir mi? Siyasi kontrolle, güçlü çıkar gruplarının etkisi ekonomik çıkarları geçersiz kılar mı? 1951 Hazine-Fed Anlaşması'ndan önceki gibi, siyasi bir kuruluş faiz oranlarını yüksek istihdam ve fiyat istikrarını desteklemek yerine, hükûmet borcunun maliyetlerini yönetmek için değiştirir mi? Mevcut partizan kutuplaşma ve güvensizlik düzeylerini göz önüne alınca, para politikalarını siyasetten ayırma savı hiç olmadığı kadar güçlü görünüyor. Kongre'nin dev pandemi dönemi kredi programlarında Fed'i yetkilendirmesi, yasa yapıcıların hem merkez bankasının uzmanlığı hem de politika yapımındaki apolitik yaklaşımına olan güveni yansıtıyor.

Hedeflerine ulaşma konusunda hesap vermeye devam etmesi gerekse bile Fed'in politika bağımsızlığını koruyabileceği konusunda kısmen iyimserim. Fed'in bağımsızlığı ve otoritesi hem finansal kriz sonrası eleştirilere hem de Trump'ın Twitter üzerinden yaptığı saldırılara dayandı. Bu, bağımsızlığının

-her an Kongre tarafından geri alınabilme ihtimaline rağmen- uygulamada pek de kırılğan olmadığının bir kanıtı. Biden'ın, farklı bir parti başkanı tarafından atanan bir Fed liderini yeniden aday gösterme geleneğini sürdürerek, Powell'ı ikinci kez aday göstermesi de umut veren bir diğer işaret. Bununla birlikte 21. yüzyılda Fed bağımsızlığına yönelik riskler bir süredir olmadığı kadar ciddi. Finans krizi merkez bankasının itibarına hem sağ hem de sol tarafta zarar verdi; solda, kurtarma operasyonları sebebiyle Wall Street'in kayırıldığı algısı; sağda para politikalarının riskli ve deneysel değerlendirildiği ve iki tarafta da en başta krizi önleyemediği için. Komplo teorileri ve elitlerin güvensizliğiyle giderek artan popülizm de Fed gibi teknokratik, bağımsız kuruluşlara ayrı bir tehdit oluşturuyor.

Fed liderleri her zaman kuruluşun siyasi bir bağlamda var olduğunu ve siyasi bir rol oynadıklarının farkındaydı. Siyasetçilerle kişisel ilişkiler kurmak, soru sormaları ve endişelerini dile getirmeleri için onlara bir şans vermek Fed başkanının görevlerinin önemli bir kısmını oluşturuyor. Alan Greenspan'ın her iki partiden kongre liderleri ve ülke başkanlarıyla yakın ilişkileri vardı ve Jay Powell da Kongre koridorlarını "tavaf etti". Ama son yıllarda Fed de şeffaflığı ve kamuoyu erişimini artırmak için kurumsal tarzını değiştirmeye başladı.

Fed başkanırken, Fed'in şeffaflığını artırmaya yönelik ilk motivasyonum piyasalarla olan iletişimi artırmak ve böylece para politikalarını daha öngörülebilir ve etkili kılmaktı. Ama finans krizini takip eden siyasi girdap sırasında, şeffaflık ve kamuoyu erişiminin politikalarımızı açıklamak ve böylece güven inşa etme (böyle umuyordum) hedefine de yardımcı olacağını anladım. Fed emektarı Michelle Smith liderliğindeki halkla ilişkiler departmanımızın da yardımıyla, dinleyicilerimizi finansal piyasa katılımcıları ve Washington cemiyeti üyelerinin ötesinde genişletmek için çalıştım. Seleflerim politika kararlarını daha açık terimlerle anlatarak ve Fed politikalarının reel sektördeki insanlara nasıl yardımcı olduğunu göstererek Fed'in erişimini daha da genişletti. Kuşkusuz Fed, eylemlerini açıklamak için sade bir dil kullanmaya ve insanların Fed'in ne olduğunu ve ne yaptığını daha iyi anlamaları durumunda bağımsızlığını destekleyeceği inancıyla diyalog kurma fırsatları aramaya devam edecek. Yerel topluluklardaki güçlü kökleleriyle 12 Reserve bankası, bu çabada önemli bir araç olmuştur ve olmaya da devam edecektir.

FED KURULU ERİŞİMİ: YENİ TEKNOLOJİLERDEN SOSYAL MESELELERE

Fed, yeni teknolojilere ayak uydurma ve iklim değişikliğinden ırk eşitsizliğine daha acil sosyal meselelerle meşgul olma gibi ek zorluklarla da yüzleşiyor.

Yeni Teknolojiler ve Fed

Fed, işini daha iyi yapmasına yardımcı olabilecek gelişen teknolojileri benimsemek için iyi konumda olan sofistike bir kuruluş. Örneğin Fed ekibi ekonomiyi artık kredi kartı ücretleri, havalimanı güvenliğinden geçen yolcular, restoranlardaki oturma düzeni, online arama başlıkları ve diğer birçok ölçüyle daha büyük ve hızla erişilebilen veri setleriyle izliyor. Bu tür mikro düzeydeki “büyük veriler” özellikle pandemi döneminde ekonomik faaliyeti ölçme konusunda oldukça kullanışlıydı.

Fed ayrıca bir banka düzenleyicisi olarak ileri teknoloji uzmanlığını da güçlendiriyor. Örneğin, olası borç sahiplerini izlemek ve riskleri yönetmek için bankaların makine öğrenim algoritmaları kullanımını denetliyor.² Bu ve diğer yapay zekâ araçları güvenilir ve yeterli düzeyde şeffaf mı? Azınlıkların kredi başvurularına karşı ön yargılı mı? Fed özellikle bankalar ve diğer finans kuruluşlarına yapılan ve sayıları giderek artan sofistike siber saldırılardan endişeleniyor. Doğası gereği bankacılık sistemi oldukça birbirine bağlı, bu da bilgisayar korsanları için birçok olası giriş kapısı yaratıyor. Sistemi korumak için Fed’in banka denetleyicileri, bankaların savunma sistemlerini test etmek için Hazine ve diğer kuruluşlardaki siber güvenlik uzmanlarıyla çalışıyor.*³

Daha spekülatif anlamda, Fed kâğıt paraya bir alternatif olarak “dijital dolar” yaratabilir. Fed’in mevcut bankacılık sistemiyle veya ödemeler üzerine uzmanlaşan yeni fintech şirketleriyle ortaklaşa çalıştığı (olası) düzenler gibi, bir dijital para sistemi birçok yoldan inşa edilebilir. Örneğin, insanlar ticari bankalardaki mevcut hesaplarıyla merkez bankası dijital ödemelerine erişim sağlayabilir. Kavramsal olarak en basit model -tabii uygulamada bunu yönetmek de zor olabilir- tüm hane halkları ve şirketler, Fed’de bir

* Fed’in kendisini de siber dolandırıcılık faaliyetlerinden koruması gerekiyor. 2016’da bir grup bilgisayar korsanı Bangladeş Merkez Bankası’nı ele geçirdi ve Bangladeş’in New York Fed’deki hesabına sahte ödeme emirleri gönderdi

vadesiz hesaba denk bir hesaba sahip olmayı seçebilir. Fed'deki bakiyeler de nakit kadar iyi olur ve örneğin bir cep telefonu uygulamasıyla Fed'de hesabı olan herhangi bir şirket veya bireye peşin ödemeler yapılabilir. Nakit işlemlerinin aksine anonim veya izlenemeyen hesaplara izin verme olasılığı da bulunmasına rağmen dijital dolar işlemleri muhtemelen bir kayıt oluşturur. Fed destekli dijital paranın nakit ve çeklere göre güvenlik, kolaylık ve hızlı, garanti fon transferi gibi önemli avantajları olabilir. Muhtemelen ABD'de çalışan yabancı kişilerin memleketlerindeki ailelerine gönderdikleri para gibi uluslararası ödemelerin hızını ve maliyetini azaltır. Ayrıca bankalarda hesabı olmayan insanlar -örneğin ücretler sebebiyle- Fed destekli bu sisteme kaydolmaya ikna edilebilirse *dijital bir dolar* finansal katılımı da teşvik edebilir.

Birçok merkez bankası dijital para birimlerini değerlendiriyor ancak şimdiye kadar saha deneyleri aşamasına gelecek kadar yalnızca Çin Merkez Bankası bir ilerleme kaydetti. Fed dijital bir para biriminin teknolojik uygulanabilirliğini inceliyor ancak Kongre'nin liderliğinde, dikkatli bir şekilde ilerleyeceğini ima etti. Teknoloji ve tasarıma ilişkin sorunlar bu tedbirli yaklaşımı yalnızca kısmen açıklıyor. Fed politika yapımcılarının aynı zamanda bu yeniliğin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki potansiyel etkilerini de değerlendirmesi gerekiyor. Örneğin, kayıtlı işlemlerin yapıldığı bir dijital para birimi, sonunda kâğıt paranın yerini alırsa muhtemelen gizliliğin feda edilmesiyle vergi kaçırma, para aklama, uyuşturucu ticareti ve diğer yasa dışı işlemleri azaltabilir. Yatırımcılar, finansal sistemde görülecek ilk risk işaretleriyle (aşırı güvenli) dijital para birimine kaçacağı için bazıları dijital paranın finansal istikrarsızlığa yol açabileceğinden endişeleniyor. Ayrıca Fed'in de dijital paranın kredi kartı ağları gibi mevcut ödeme sistemleriyle nasıl etkileşime gireceğini ve dijital para ile geleneksel banka mevduatları arasındaki rekabetin bankaların kârlılığını ve fonlamaya erişimlerini nasıl etkileyeceğini daha iyi anlaması gerekiyor.

Bir diğer konuda dijital paranın para ve mali politikaları nasıl etkileyeceği. Örneğin eğer herkesin Fed'de bir hesabı olursa, vergi iadeleri, destek ödemeleri ve diğer hükûmet ödemeleri anında yapılabilir. Eğer dijital hesaplar faiz ödeyecek şekilde oluşturulursa Fed, dijital paraya ödenen faizi değiştirerek faiz oranı kararlarının etkilerini hızlandırabilir ve güçlendirebilir.

Bir merkez bankası dijital parası, Bitcoin ve diğer kripto paralardan

oldukça farklıdır. Kripto paralar bir merkez bankası yerine, merkeziyetsiz bir teknoloji (blok zincir) tarafından oluşturulur ve yönetilir. Bitcoin'in 2009'da sahneye çıkmasından bu yana birçok kripto paranın değeri tavan yaptı ve destekçileri, bu kripto paraları dolar veya Euro gibi merkez bankası paralarının bir alternatifi olarak adlandırdı.* Bitcoin ve benzer varlıkların para politikaları için önemli etkileri var mı?

Bu sorunun yanıtı, en azından yakın gelecekte hayır. Bitcoin gibi kripto paralar altın gibi spekülâtif varlıklar olarak kabul gördü ama gerçekte para değiller. Dolar gibi başarılı bir para, tüm sıradan işlemlerde kullanılabilme-li ve tüketicilerin satın alabildikleri şeylerle ölçüldüğünde, görece sabit bir değere sahip olmalı. Önde gelen kripto paralar bu iki koşulu karşılamaya yaklaşamadı bile. İnsanlar market alışverişlerini bitcoin'le yapmıyor (Bitcoin işlemleri, mesela sıradan kredi kartı satın alımlarına göre oldukça pahalı) ve sıradan mal ve hizmetlerin fiyatları bitcoin'le ölçüldüğünde oldukça değişiyor. Bu yüzden ana ödeme yöntemi olarak bitcoin gibi değerleri havada uçuşan kripto paralar dolar ve diğer fiat paraların yerini alamaz.** Bitcoin ve benzer kripto paralar birçok özel işlemde doların yerini alsa bile, hükûmetin vergilerin dolarla ödenmesi talebi ve kendi ödemelerini dolarla yapması ABD parasına yönelik talebin devam etmesini garantiliyor. Dolar yaygın bir şekilde kullanılmaya devam ettikçe, para politikaları da kripto paraların Fed eylemlerine diğer varlıkların değeri kadar tepki verdiği şekillerde işlevini sürdürmeli.

Bitcoin gibi bir kripto paranın doların yerini aldığı neredeyse olası olmayan bir durumda ne olur? Bu senaryoda ekonomi 19. yüzyıl altın standardının farklı bir versiyonuna döner ancak bu kez altının rolünü Bitcoin üstlenir (resmî hükûmet denetlemeleri veya merkez bankası müdahalesi olmasa da). Bitcoin ile ölçülen sıradan mal ve hizmetlerin fiyatları, tıpkı altın standardı döneminde mal ve hizmet fiyatlarının altın arzı ve talebiyle

* Buradaki sav, değerleri değişken ve piyasalar tarafından belirlenen Bitcoin gibi kripto paralar için de geçerlidir. Bitcoin'in aksine bazı kripto paraların değerleri dolar, başka bir fiat para veya fiat paralar cinsinden ifade edilen varlıklara bağlıdır. Stablecoin ismi verilen bu kripto paralar yeni ödeme yöntemlerinin temelini oluşturabilir ancak mevcut para birimlerine dayandıkları için bu para birimlerinin yerini alma tehdidi oluşturmazlar. Stablecoinlerin tüketicileri korumak ve bir finansal istikrarsızlık kaynağı olmamalarını sağlamak için nasıl denetlenecekleri önemli bir soru olmaya devam ediyor.

** Bitcoin ve benzer varlıkların başka eksikleri de var: Oluşturulmaları büyük miktarda enerji gerektiriyor ve genellikle kara para aklamadan fide yazılımlara yasa dışı faaliyetler için kullanıldıklarından gelecekte çok daha ağır düzenlemelerle karşı karşıyalar.

belirlenmesi gibi, Bitcoin arzı ve talebine bağlı olur. Örneğin eğer Bitcoin arzı ekonomiden daha yavaş büyürse o zaman sıradan ürünlerin Bitcoin fiyatları da zaman içinde düşer. Bitcoin standardında, fiyatları istikrarlı bir hâle getirme veya istihdama yönelik para politikaları hedefleri, artık merkez bankaları para arzı üzerinde bir kontrol sahibi olmayacağı için rafa kaldırılır. Halk hükûmetin ekonomiyi istikrara kavuşturmasını beklediği için, Bitcoin standardı tıpkı -yine para politikalarının aktivist kullanımlarını kısıtlayan- altın standardının 1930'larda başına gelen gibi siyasi olarak sürdürülemez bir hâle gelir.

Federal Rezerv ve Toplum

Fed'in ekonomiyi ve finansal sistemi istikrara kavuşturmadaki öncelikli rolü, diğer acil zorlukların ele alınmasında da yardımcı olup olamayacağı sorusunu doğuruyor. Örneğin iklim değişikliğinin çevresel, sosyal ve ekonomik maliyetleri giderek artan bir şekilde belirginleşiyor. Diğer bir açıdan pandemi krizi, Amerikan toplumundaki derin çatlaklara dikkat çekti. Bunların arasında gelir ve refah düzeylerindeki giderek artan eşitsizlikler, kısıtlı ekonomik ve sosyal hareket kabiliyeti ve sağlık, eğitim ve ekonomik fırsatlara erişimde ciddi farklılıklar yer alıyor. Siyahi insanlar, Latin Amerika kökenli insanlar ve diğer azınlık grupları büyük dezavantajlardan mustarip. Fed bu tür problemleri çözebilir mi?

Bir tarafta, Fed bazı boyutlarda ne kadar güçlü olursa olsun, büyük sosyal sorunları onarma becerisi kongre mandası ve araçlarının limitleriyle kısıtlanıyor. Bir demokraside, Fed başkanları gibi atanan yetkililer değil, seçilen temsilciler ulusal öncelikleri belirlemeli. En zorlu toplumsal sorunlarımızı çözmek Fed'in kapasitesi ve yetki alanının ötesine uzanıyor. Diğer tarafta, Fed siyasi liderler ve halkın oluşturduğu yönde, yapıcı ve tutarlı katkılarda bulunabilecek fırsata, imkâna ve yasal otoriteye sahip olduğunda bunu yapmalı.

Örneğin iklim değişikliği meselesinde, muhtemelen işe yarayacak politikalar -karbon verileri veya karbon alım satımı, karbonu azaltan teknolojilere yönelik teşvikler ve binaların iyileştirilmesi gibi- Fed'in alacağı kararlar değil. Bunlar, Kongre'nin (ve Çevre Koruma ajansı gibi Kongre'nin yetki vereceği diğer kuruluşların) alacağı kararlar. Fed yine de toplu çabalara katkıda bulunabilir. Örneğin, Fed iklim değişikliği üzerine yapılan araştırmalar ve düzenlenen kongrelere sponsor oldu. İngiltere Merkez Bankası ve diğer

büyük merkez bankalarının peşinden, bir banka düzenleyicisi olarak Fed, iklim değişikliği risklerini banka portföyleri ve sermaye ihtiyaçlarını değerlendirirken bir faktör olarak ele almaya başladı. Uygulandığında bu yöntem bankaların iklim değişikliği riskine tabi (örneğin sel arazileri veya kasırga bölgelerindeki yapılar) veya küresel ısınmayı azaltacak politikalardan (petrol ve faz şirketlerinin ihraç ettiği tahviller gibi) etkilenecek varlıklarını belirtmeye zorlayabilir. Avrupa Merkez Bankası ve diğerleri tarafından benimsenen bir diğer olası eylem de küresel ısınmaya önemli katkıları olan şirketlerin tahvillerini satın almaktan kaçınmak olabilir. Ancak diğer büyük merkez bankalarının aksine Fed normal politika yapımı kapsamında şirket tahvilleri satın almıyor, bu yüzden bu uygulamanın ABD'deki kısıtlı bir önemi olur. Bu noktaya kadar Fed, ekonomik tahminleri veya para politikası analizlerinde iklim değişikliğinin etkilerine yer vermedi çünkü bu etkiler öngörülemez ve genellikle oldukça uzun vadeli olarak görülüyordu ancak değişen iklimin, büyüme ve verimlilik üzerindeki yakın süreli etkileri giderek daha belirginleştiği için bu durum değişebilir.

Eşitsizlik ve sosyal hareketlilik konularında, daha önce de gördüğümüz üzere, Fed yalnızca para politikasını yüksek istihdam düzeylerini desteklemeye kullanarak önemli bir katkıda bulunabilir. Hareketli iş gücü piyasaları oransız bir şekilde azınlıklara, düşük gelirli ve daha az tecrübeli çalışanlara fayda sağlıyor. İşçilere yönelik sağlıklı bir talep daha çok insanı deneyim kazanabilecekleri ve iş gücü piyasası zayıflasa bile işlerine yarayacak bağlantılar kurabilecekleri iş gücüne dâhil eder.

Para politikalarının ötesinde Fed'in daha eşit bir toplumu desteklemek için başka araçları da var. Örneğin toplum kalkındırma finans kuruluşları ve azınlıkların sahip olduğu bankalar gibi, toplum kalkındırma organizasyonlarıyla ilişkilerini koruyor. Fed bu kuruluşların bileşenlerine eğitim programları ve teknik destek yoluyla daha iyi hizmet etmelerine yardımcı oluyor.⁶ Fed ayrıca, mevduat kuruluşlarının iş yaptıkları toplumların kapsamlı kredi ihtiyaçlarını karşılamalarını gerektiren 1997 tarihli Community Reinvestment Yasası'nın uygulayan kuruluşlar arasında yer alıyor.⁷ Washington ve Reserve Bankaları'ndaki araştırmacılar, ırksal ve etnik farklılıklar da dâhil olmak üzere iş gücü piyasası ve eşitsizliğe ilişkin veriler topluyor ve bu alanlarda araştırmalar yapıyor. Örneğin, Fed'in olağan Tüketici Finansmanı Anketi, ABD'de refah ve gelir eşitsizliğinin temel veri kaynağı.

Fed ayrıca politika kararlarında tüm bakış açılarının temsil edildiğinden emin olarak ve daha genel anlamda ekonomi mesleğini daha kapsayıcı bir hâle getirerek, kendi çeşitliliğini artırarak eşitliği savunabilir. Fed bir süre önce çeşitliliği resmî bir hedef yaptı ve oldukça adil sonuçlar aldı. Fed Kurulu'nda 1990 ile 2021 aralığında 19 erkek (biri Afrika kökenli Amerikalı) ve sekiz kadın görev yaptı. (Janet Yellen ve Alice Rivlin olmak üzere iki kadın ve Afrika kökenli Amerikalı bir erkek olan Roger Ferguson Kurul'un başkan yardımcılığını yaptı. Lael Brainard'ın 2022'de başkan yardımcısı olarak görev alacak üçüncü kadın olması bekleniyor. Yellen Fed başkanlığı da yaptı.) Kurul üyeleri Fed'in kendisi tarafından değil, başkan tarafından seçiliyor, bu yüzden ekip kompozisyonu Fed'in çeşitlilik çabalarının daha iyi bir göstergesi olabilir. 2019 tarihli bir Brookings araştırmasına göre, Federal Reserve Sistemi'ndeki doktoralı ekonomistlerin yüzde 24'ü kadın ve yaklaşık yüzde 25'i azınlıklardan oluşuyordu.⁸ Ancak Brookings araştırmasının kullandığı azınlık tanımı oldukça geniş. Jeanne Smialek'in 2021 tarihli bir *New York Times* makalesi Kurul'un yalnızca iki Afrika kökenli Amerikalı, doktoralı ekonomist barındırdığına işaret ediyor.⁹ Bu çeşitlilik eksikliği, kısmen ekonomi mesleğindeki eğilimleri yansıtıyor. Ekonomi, kadın ve yetersiz temsil edilen azınlıkların dikkatini çekme, geliştirme ve destekleme konusunda bilimsel ve mühendislik gibi diğer alanların gerisinde. Ancak bir kamu kuruluşu ve dünyanın en büyük ekonomist işvereni olarak, Fed'in bu durumu iyileştirmeye yönelik özel bir sorumluluğu var. Çeşitli bir ekibin dikkatini çekme taahhüdünü ikiye katlamalı ve daha yetenekli azınlık ve kadın öğrencileri bu alana çekmek için bir iletişim hattı oluşturmali.

FED: GEÇMİŞ VE GELECEK

Paul Gauguin'in meşhur tablosunun başlığı şu soruyu soruyor: "Nereden geliyoruz? Neyiz? Nereye gidiyoruz?" Bu kitap, Amerika'nın merkez bankası kapsamında bu soruları yanıtlamaya çalıştı. Pandemi krizindeki olağanüstü eylemlerinde de görüldüğü üzere Federal Reserve, William McChesney Martin ve Arthur Burns'den bu yana oldukça değişti. Politika araçlarını, stratejisini ve iletişimini radikal bir şekilde yeniledi. Değişen siyasi rüzgârlar arasında yolunu bulmayı başardı, politika bağımsızlığını korudu ve aynı zamanda krizlere yanıt verme ve diğer ulusal öncelikleri destekleme konusunda yönetimler ve Kongre ile çalıştı.

Fed'in politika cephanesi ve yaklaşımında Martin'den Powell'a görülen inanılmaz değişiklikler, çoğunluklar gücü, görevi veya ekonomik düşünce şeklindeki devrimlerin bir sonucuydu. Tarihin de gösterdiği üzere uzun vadeli ekonomik ve siyasi gelişmeler son yetmiş yılda Fed ve politikalarını yeniden şekillendirdi.

Hem Fed politikalarındaki hem de ekonomi yapısındaki değişikliklerden kaynaklanan değişen enflasyon davranışı, bu kilit gelişmenin ilki. Paul Volcker'ın 1980'lerdeki enflasyon zaferi para politikalarının enflasyon kontrolündeki öncülüğünü yeniden inşa etti, Fed'in güvenilirliğini geri kazandırdı ve Fed'in politika bağımsızlığının faydalarını gösterdi. İşsizlik oranında sürdürülebilir bir düşüş de dâhil olmak üzere, ekonomi yapısındaki arzu edilen değişiklikler sayesinde Alan Greenspan Volcker'ın kazanımlarını sağlamlaştırdı ve enflasyonu daha da istikrara kavuşturarak enflasyon beklentilerini sabitledi. Benim dönemimde, Fed hem enflasyon hem de maksimum istihdam hedeflerine nasıl ulaşacağını açıkladığı resmî bir çerçeve oluşturdu ve Jay Powell döneminde bu çerçeveyi güncelledi.

Enflasyon kontrolü ABD para politika oluşumunda merkezi bir rol oynamaya devam edecek mi? Fed istihdam uğruna enflasyona fazla vurgu yaptığı için son yıllarda eleştirilere maruz kaldı. Bu eleştirinin haklı tarafları var. 1960'lar ve 1970'lerin Büyük Enflasyonu, enflasyon beklentilerinin yeniden hareketleneceği ve sonunda daha ciddi bir enflasyon sorununa yol açabileceği endişeleriyle para politikacılarını enflasyondaki ılımlı artışlara karşı bile tahammülsüz bir hâle getirdi. Yıllar içinde bu endişeler bazı şahin politika hatalarına yol açtı. Benzer şekilde, bugün birçok ekonomist Fed'in 2012 politika ilkelerinde açıklanan ve görev mandasının iki tarafına da eşit ağırlık veren "dengeli yaklaşımının" yüksek istihdam ve sıcak iş gücü piyasasının toplumsal faydalarına yeterince değer vermediği savına katılacaktır. Fed'in 2020'de politika çerçevesi üzerine yaptığı çalışmalar bu endişelere yanıt veriyordu. Özellikle önleyici enflasyon saldırılarını terk ederek, Powell Fed'i daha yüksek bir istihdam oranı elde etmek için daha dengesiz bir enflasyon ve geçici ancak yüksek enflasyon hedeflerine izi vermeye gönüllü olduğunu belirtti.

Sıcak bir iş gücü piyasasının kapsamlı ve uzun süreli etkileri kesinlikle Fed'in çerçevesi ve politikalarında yer almalı. Bununla birlikte, Fed görev mandasının fiyat istikrarı tarafını ihmal etmeyecektir -ve etmemeli de-. Enflasyonu kontrol altında tutmak tek başına ekonomik olarak faydalı

olmayacaktır -çünkü örneğin piyasaların daha iyi işlev göstermesine ve uzun vadeli planlar oluşturmalarına izin verir- ancak sürekli olarak yüksek istihdam düzeylerini teşvik etmekte kritik bir role sahiptir. İstikrarlı bir enflasyon ve sabit enflasyon beklentileri, para politikacılarına iş gücü piyasasını riske atan şoklara daha iyi yanıt vermeleri için esneklik sağlayarak istihdamı destekler. Örneğin, enflasyon konusunda güvenilir bir merkez bankası (petrol fiyatı artışları veya pandemi sebebiyle tedarik zincirlerinde görülen sıkıntılar gibi) arz şoklarını gözden geçirebilir veya enflasyonda herhangi bir artışın sürdürülemez olduğuna yönelik bir güvenle bir resesyonda para politikalarında daha da çok gevşemeye gidebilir.* Fed FAIT çerçevesini koruyabilir veya gelecekte değiştirebilir ama uzun vadede sağlıklı bir ekonomi ve iş gücü piyasasını desteklemek için enflasyon kapsamında oldukça zor kazandığı güveni koruma konusunda da dikkatli davranmalıdır.

Fed ve politikalarını şekillendiren ikinci gelişme de nötr faiz oranı R^* 'deki uzun vadeli düşüştür. Bu düşüş kısmen düşük enflasyon ve enflasyon riskini yansıtıyor ancak reel (enflasyondan arındırılmış) oranlarda da 1980 ortalarından bu yana 3 puan olmak üzere ciddi düşüşler görüldü.¹⁰ Daha düşük faiz ortamı, en çok kredi verenler ve alanlar üzerinde olmak üzere, çeşitli ekonomik sonuçlar doğurur. Etkin alt sınırla yüz yüze geldiklerinde Fed ve diğer merkez bankaları için nötr faiz oranındaki düşüşün, kısa vadeli faiz oranlarını indirmeyi içeren geleneksel yöntemle zayıf bir ekonomiyi destekleme konusunda kısıtlı bir etkisi vardır. Neyse ki parasal genişleme ve daha açık ve uzun vadeli sözle yönlendirme gibi yeni araçlar etkili olduklarını kanıtladı ve neredeyse minimal istenmeyen yan etkilerle federal fonlama oranında 3 puanlık bir indirime eş değer cephane sağladı. Bununla birlikte, yeni araçlarla bile R^* 'nin mevcut düzeylerinde para politikaları tek başına muhtemelen derin bir resesyona mücadelede yeterli olmayacak.

Bu durumun büyük bir kısmı nötr faiz oranlarının hareketine bağlı olacak. Tahvil piyasaları, nötr faiz oranının düşmesine yol açan demografik ve teknolojik faktörlerin yanı sıra düşük enflasyonla, faiz oranlarının uzun yıllar boyunca düşük seyretmesini bekliyor. Eğer nötr-faiz oranı düşük kalmaya

* Daha genel anlamda, güvenli para çerçevelerinin genel fiyat düzeyini zaman içinde belirlemeye yardım eden bir politika hedefi olan ve ekonomistlerin nominal çapa olarak adlandırdığı şeyi de barındırmalı. Şu an enflasyon oranı büyük ekonomilerin nominal çapasıdır. 13. Bölüm'de de ele aldığımız üzere para politikacılarının değerlendirebileceği alternatif nominal çapalar arasında fiyat düzeyi (enflasyon oranının aksine) ve nominal GSYH yer alıyor. Bazı ülkeler için sabit bir döviz kuru düzeyi nominal çapa sağlar. Tarih nominal çapa tercih etmenin para politikalarını ve bunun sonucunda ekonomi davranışını şekillendirdiği için önemli olduğunu gösteriyor.

devam ederse Fed'in yeni para araçları oluşturmaya devam etmesini veya diğer merkez bankaları tarafından geliştirilen araçları benimsemesini bekliyorum. Örneğin, Fed faiz oranı taahhütlerini getiri eğrisi kontrolüyle pekiştirerek sözle yönlendirmesini güçlendirebilir; kötü ekonomik zamanlarda kullanılmaları için sübvans kredi programları geliştirebilir ve ılımlı negatif faiz oranları olasılığına kapıyı açık bırakabilir. Eğer nötr faiz oranları düşük kalırsa veya daha da düşerse, derin resesyonlarda mali politikaya daha çok ihtiyaç duyulması kaçınılmaz gibi görünüyor. Belki de siyasi olarak şimdi pek muhtemel olmasa da mali otomatik dengeleyicilerdeki gelişmeler -ekonomi zayıfladığında vergi ve harcama hükümleri otomatik olarak devreye girer- daha etkisiz para politikalarının görevinin bir kısmını üstlenebilir.

Ancak nötr faiz oranlarının gelecekte düşük kalmaya devam edip etmeyeceği veya daha düşüp düşmeyeceği belli değil. Bir miktar daha yüksek bir enflasyon, ABD ve diğer ülkelerde daha büyük hükümet açıklarının finans edilmesi ihtiyacı ve uzun vadeli tahvil tutma riskine karşılık artan telafi talebi, gelecekte daha yüksek bir nötr faiz oranının sebepleri olabilir. Daha spekülasyon konuşmak gerekirse, -yapay zekâdan yeşil enerji teknolojilerine, kuantum hesaplamalarından biyoteknolojideki gelişmelere- birçok yeni teknolojinin verimlilikteki yavaşlamayı tersine çevirmesi ve yatırım fırsatlarındaki kıtlığı sonlandırması oldukça olası. Daha da önemlisi iyileşen verimlilik, üretim ve yaşam standartlarında daha hızlı bir büyümeyle de sonuçlanabilir. Ama buna ek olarak daha yüksek büyüme ve yatırım eğiliminin nötr faiz oranını artırması para politikalarının kapsamını da önemli derecede artırır.

Fed araçları ve stratejilerini şekillendiren üçüncü uzun vadeli eğilim olan tehlikeli finansal istikrarsızlığın artan riskleri belki de en endişe verici gelişme. Finansal düzenleme yapısındaki zayıflıklar (kriz sonrası reformlara rağmen), hızlı finansal yenilikler ve küresel finans sisteminin sürekli olarak artan karmaşıklığı, belirsizliği ve bağıllığı dâhil olmak üzere, bu riski alevlendiren faktörlerin birçoğunu geri almak veya onarmak oldukça zor olacak. Finansal istikrarı korumak ve bir finans krizinin yaratabileceği ekonomik zarardan kaçınmak için Fed, küresel finans krizi ve Mart 2020 paniğine verdiği yanıtlarda da görüldüğü üzere krizle mücadele araçlarını genişletti. Ayrıca makro ihtiyati bir perspektif benimsedi; finans sisteminin tümünü izlemeye başladı -doğrudan düzenleme sorumluluğuna tabii olmayan piyasalar ve kuruluşlar da dâhil olmak üzere- ve istikrara yönelik riskleri belirlemeye çalıştı. Ve para politikaları ve özel risk alımı arasındaki bağlantıları incelemeye devam etti.

Yasa yapıcılar ve düzenleyiciler küresel finans krizinden bu yana kat edilen yol için bir tebriki hak ediyor ancak Mart 2020 olaylarının da gösterdiği üzere kritik düzenleyici boşluklar hâlâ doldurulamadı. ABD düzenleyicileri, özellikle konut ve gölge bankacılık olmak üzere, önemli sistemik risklere karşı korumaları gereken görev ve güç eksikliği çekmeye devam ediyor. Uzmanlığı ve güvenilirliği göz önüne alındığında, Fed bu eksiklere dikkat çekmek için daha çok çaba göstermeli ve Kongre ve FSOC'nin diğer üyelerine daha fazla eylem almaları için baskı yapmalı. Özellikle, risk alımı her zaman sistemin daha az denetlenen kısımlarına göç edeceği için benzer işlevlerdeki finansal şirketlerin benzer şekilde denetlenmesi çok daha ciddiye alınmalı. Fed'in perspektifinden bakıldığında daha güçlü makro ihtiyati düzenlemeler, olası finansal istikrar çabalarının yan etkilerini azaltarak aktif para politikaları kullanımını daha güvenli ve daha etkili bir hâle getirir.

Ekonomik ve politika zorluklarının ötesinde Fed'in ayrıca artan kamu görünürlüğü ile de baş etmesi gerekiyor. Son finansal ve ekonomik krizlerle mücadeledeki öncü rolü, zamanında karanlıktaki bu kuruluşu ulusun gözü önündeki sahneye taşıdı. Bu açıdan, Kurul'un eski Başkan Yardımcısı Alan Blinder'ın "Milyonlarca Amerikalı'nın Federal Reserve'i hâlâ boğalar, ayılar, şahinler ve güvercinlerin uyum içinde gülüp eğlendiği, hükûmetin sahipliğindeki bir orman ve vahşi yaşamı koruma alanı sistemi olarak düşündüğünü duydum"¹¹ dediği, 1996'dan bu yana dünya oldukça değişti. Fed liderlerinin tüm Amerikalılarla daha yakından iletişim kurması gerekiyor; endişelerini dinlemeli, Fed'in politikalarını açıklamalı ve apolitik, bağımsız ve tarafsız politika oluşumunun ekonominin uzun vadeli çıkarlarına hizmet ettiğini göstermeli. Fed, tıpkı geçmişteki gibi kuşkusuz hata yapmaya devam edecek. Ama Jay Powell'in da söylediği gibi, bir karakter veya dürüstlük hatası yapmayacağını göstermeye devam etmesi gerekiyor.

TEŞEKKÜRLER

Birçok kişi bu projeye destek ve cesaret verdi. Finansal krizdeki anılarımı anlattığım Karar Alma Cesareti kitabında benimle yakından çalışan Dave Skidmore, zamanını bir kez daha kayda değer düzenleme yeteneklerini ve Federal Rezerv bilgilerini kullanarak bu kitabı daha yalın ve daha doğru bir hale getirmeye adanmış. Ona emekleri ve paha biçilemez fikirleri ve önerileri için teşekkür ediyorum. Ayrıca, hem bu kitabın hem de kitabın yer verdiği bağımsız araştırma projelerinin desteklenmesinde Michael Ng, Sage Belz, Finn Schuele, Tyler Powell ve Eric Milstein'e üstün araştırma yardımları için teşekkür ediyorum. Bu yetenekli genç insanlarla çalışmak büyük bir zevkti. Gelecekte onların ismini duymaya devam edeceğimizden eminim.

Bu kitabın ilk taslaklarının okuyucuları arasında Bill English, Mark Gertler, Anil Kashyap, Don Kohn, Debbie Lucas, Rick Mishkin, Angel Ubide ve David Wessel yer alıyor. Onlara ve Massachusetts Teknoloji Enstitüsü'nde düzenlenen seminer katılımcılarına faydalı yorumları için teşekkür ediyorum. Brookings Enstitüsü (Hutchins Mali ve Para Politikaları Merkezi'nde Seçkin Üye olduğum) ve MIT'ye (2020-21 yıllarında Golub Finans ve Politika Merkezi'nde Üye olarak yer aldığım) destekleri için teşekkür ediyorum.

W. W. Norton ekibine ve özellikle taslaklar üzerindeki yorumları ve bu projeye basım sürecinde öncülük eden -ve ayrıca benimle Karar Alma Cesareti'nde de birlikte çalışan- editörüm Brendan Curry için minnettarım. Proje editörü Rebecca Homiski, üretim yöneticisi Anna Oler, sanat yönetmeni Ingsu Liu, redaktör Carla Barnwell, reklamcı Rachel Salzman ve editoryal asistan Caroline Adams'a da profesyonel destekleri için teşekkür ediyorum. Yasal danışmanım ve yayın temsilcim Bob Barnett ve Michael O'Conner bana bu süreçte üstün tavsiyeler ve yönlendirmeler sundu.

Bu kitap, ağırlıklı olarak evde yazılan ve o olağanüstü yılın kaygılarıyla bürünen, bu yüzden eşim Anna'yı da yazım sürecinin olağan inişli çıkışlı sürecine daha da yakından maruz bırakan bir pandemi projesiydi. Her zamanki gibi, bana destek ve empati gösterdi.

Son olarak Federal Rezerv'deki arkadaşlarım ve eski meslektaşlarıma olan şükranımı dile getirmek istiyorum. Fed, Amerikan ekonomisi ve finansal sistemini güçlendirme ve koruma çabaları maalesef sık sık anlaşılamayan ve takdir edilemeyen olağanüstü bir kuruluş. Bu kitabın, az da olsa bu duruma bir çare olacağını umuyorum.

KAYNAKLAR ÜZERİNE BİR NOT

Bu kitap, konuşmalar, raporlar, haberler, yayınlanmış kitaplar ve makaleler, araştırma yazıları ve ekonomik veriler gibi çeşitli resmi belgeler dahil olmak üzere birçok kaynağa atıfta bulunuyor. Bu kitap hazırlanırken sık sık kullanılan bazı genel kaynaklar linkleriyle birlikte aşağıda yer alıyor.

Federal Rezerv Belgeleri

Federal Rezerv Kurulu'nun internet sitesi www.federalreserve.gov kapsamlı tarihi bilgilerin yanı sıra mevcut politikalar hakkında da bilgiler sunuyor.

Politika toplantısı tutanakları, toplantı sonrası açıklamalar ve uygulama notları, Fed başkanının basın açıklaması metinleri ve FOMC üyelerinin çeyrek dönemlik ekonomik tahminleri dahil olmak üzere, Federal Açık Piyasa Komitesi'ne ilişkin bilgiler: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>

FOMC tarihi materyaller (toplantı notları ve ekip bildirileri dahil): http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc_historical.htm

Federal Rezerv basın açıklamaları, iskonto oranı toplantıları tutanakları, varlık satın alım programları açıklamaları ve acil durum otoriteleri: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm>

Fed başkanının Kongre ifadesinin de yer aldığı Federal Rezerv Gubernörler Kurulu Kongre'ye Para Politikası Raporu, para politikaları ve ekonomik görünümü ele alır ve Fed ekinin finansal sektördeki gelişmelere yönelik analizlerini içerir: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpmpr_default.htm

Guvernörler Kurulu üyelerinin 2006'dan itibaren yaptıkları konuşmalar: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/speeches-archive.htm>

Guvernörler Kurulu üyelerinin 2006'dan itibaren Kongre'ye verdikleri ifadeler: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony.htm>

Ve 1996 ortasından 2005'e kadar olan ifadeler: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/testimony-archive.htm>

Federal Rezerv Ekonomik Araştırma Arşiv Sistemi (FRASER), St. Louis Fed: FRASER ABD'nin ekonomik, finansal ve bankacılık tarihi ve özellikle de Federal Rezerv Sistemi'nin tarihine ilişkin dijital bir kütüphanedir. FRASER'da yer alan önemli belgeler arasında Federal Rezerv'e ilişkin yasalar ve diğer belgelerin yanı sıra 1996 öncesi Federal Rezerv konuşmaları ve kongre ifadeleri yer alıyor: <https://fraser.stlouisfed.org/>

Federal Rezerv eski sözlü röportajları: Federal Rezerv Sistemi'nin 2013'teki yüzüncü yıldönümü hazırlığında FOMC ve Kurul ekibinin eski üyeleri ile yapılan röportajların dökümü: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/centennial/federal-reserve-oral-history-interviews.htm>

Federal Rezerv tarihine ilişkin denemeler ve ilgili kaynaklar: <https://federalreservehistory.org/>

Diğer Resmi Belgeler

Senato ve Kongre duruşmalarının dökümü: <http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?collectionCode=CHRG>

Veri Kaynakları

FRED, St. Louis Fed: FRED finansal ve makroekonomik veriler için bir veri tabanıdır. Ayrıca veri serilerini grafikleme ve değiştirmek için araçlar da sunar. FRED'de yer alan önemli göstergeler arasında işsizlik ve bordolar, gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH), tüketici fiyat endeksi (TÜFE), kişisel tüketim harcamaları fiyat endeksi, kişisel gelir, petrol fiyatları, S&P ve Dow Jones Industrial Average hisse piyasası endeksleri, Hazine tahvillerinin faiz oranları, halkın Hazine borcu ve konut fiyatları (Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index ile ölçülüyor) yer alır: <https://research.stlouisfed.org/fred2/>

Fed'in bilançosuna yönelik vergiler Federal Rezerv Kurulu'nun H.4.1 yayınından elde ediliyor: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>

Bu kitapta kullanılan diğer veri kaynakları dipnotlarda belirtilmiştir.

NOTLAR

GİRİŞ

1. Powell'ın basın toplantısı konuşmasının kopyası, 29 Ocak, 2020, 1.
2. Powell'ın basın toplantısı konuşmasının kopyası, 29 Ocak, 2020, 11.
3. Powell'ın basın toplantısı konuşmasının kopyası, 3 Mart, 2020, 1.
4. Powell (2020b).
5. Friedman ve Schwartz (1963).
6. Altın standardının Büyük Durgunluk'taki rolüne ilişkin daha fazlası için bkz: Eichengreen (1992), Bernanke (2000) ve Ahamed (2009).
7. Eichengreen ve Sachs (1985).
8. Bernanke (2002b).
9. Fischer (1995). Fisher politika bağımsızlığı yerine *enstrüman bağımsızlığı* terimini kullandı.

1.BÖLÜM: BÜYÜK ENFLASYON

1. Phillips (1985). Ücretler ve işsizlik arasındaki ilişkinin temel fikri, Phillips'in makalesinden daha eskidir. En azından Irving Fisher'in 1973'te tekrar basılan, orijinal olarak 1926 tarihli makalesine dayanır. (Fisher, 1973).
2. Samuelson ve Solow (1960).
3. John F. Kennedy on the Economy and Taxes." *John F. Kennedy Presidential Library and Museum*, 20 Kasım 2020'de erişildi, <https://www.jfklibrary.org/learn/about-jfk/jfk-in-history/>

john-f-kennedy-on-the-economy-and-taxes

4. *The American War Library*, 24 Kasım 2020'de erişildi, <http://www.americanwarlibrary.com/vietnam/vwatl.htm>
5. Hooper, Mishkin ve Sufi (2020). Orijinal Medicare yasası hükümetin, doktorların bakım kararlarına müdahale etmesini yasakladı ve maliyet tasarrufu kısıtlamaları olasılığını ortadan kaldırdı.
6. Fair (1978).
7. Dam ve Shultz (1977).
8. Bernanke (2008a).
9. Friedman (1968).
10. Phelps (1968).
11. Gordon (2013) modern enflasyon modeli üzerindeki empirik çalışmaları ele alıyor. Ayrıca bkz: Yellen (2015).
12. Hodgson (20 Ağustos, 1998).
13. Anlaşma'nın hikayesiyle ilgili daha fazlası için bkz: Hetzel ve Leach (2001) ve Romero (2013).
14. Federal Rezerv Ekonomik Araştırma Arşiv Sistemi'nde (FRASER) bkz: "Joint Announcement by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors, and of the Federal Open Market Committee, of the Federal Reserve System," 4 Mart, 1951.
15. Binder ve Spindel (2017).
16. Hetzel ve Leach (2001).
17. Volcker (2018).
18. Martin tam olarak şunları söyledi: "Amacımız ne yöne eserlerse es-sinler, enflasyon ve deflasyon rüzgarlarına karşı dayanmaktır ancak bu rüzgarları biz yaratmıyoruz." Bkz: FRASER'da Martin'in ABD Senatosu Bankacılık ve Para Komitesi ifadesi, 20 Ocak, 1956.
19. FRASER'da bkz: Martin'in New York Group of the Investment Bankers Association of America'ya yaptığı konuşma, 19 Ekim, 1955.
20. FRASER'da bkz: Martin'in ABD Senatosu Finans Komitesi'ne verdiği ifade, 13 Ağustos, 1957.
21. Romer ve Romer (2002).
22. Hetzel (2008). 6. Bölüm.

23. Okun'a Orphanides ve Williams'da (201) atıf yapıyor.
24. Okun Yasası katsayısının güncel tahminleri 3'e göre 2'ye daha yakın. Okun Yasası için bkz: Owyang ve Sekhposyan (2012).
25. Orphanides ve Williams (2013) politika yapımcıların Büyük Enflasyon döneminde nötr faiz oranına ilişkin inatçı inançlarının sonuçlarını ele alıyor. Orphanides (2003) bu dönemde u*'nın hatalı tahmini belirleyen ilk kişiydi.
26. Binder ve Spindel (2017).
27. Granville'de (13 Haziran, 2017) atıf yapıyor.
28. Granville (13 Haziran, 2017).
29. Hetzel (2008). 7. Bölüm
30. Federal Rezerv Sözlü Tarih Projesi (Oral History Project): Kurul eski üyesi J. Dewey Daane ile Röportaj (1 Haziran, 2006), 37.

2.BÖLÜM: BURNS VE VOLCKER

1. Burns'ün görüşleri daha fazlası için bkz: Hetzel (1998) ve Wells (1994).
2. Abrams (2006).
3. Ferrel (2010), 38.
4. Hetzel (1998).
5. Ferrell (2010), 34-35. Burns (1970) Pepperdine Üniversitesi'nde yaptığı bir konuşmada kontrolleri savundu.
6. Steelman (2013).
7. Burns (1979).
8. Silber (2012), 136.
9. Federal Rezerv Sözlü Tarih Projesi: Paul A. Volcker ile Röportaj (28 Ocak, 2008), 77-78.
10. Silber (2012), 146.
11. Volcker (2018), 102-4.
12. Mondale ve Hage (2010), 272-73.
13. Rogoff (1985).
14. FRASER'da bkz: Volcker'ın ABD Temsilciler Meclisi Bankacılık,

Konut ve Kent Meseleleri Komitesi'ne verdiği ifade, 19 Şubat, 1980.

15. Silber (2012), 168.
16. FOMC transkripti, 6 Ekim 1979, 19.
17. Kredi kontrolleri hakkında daha fazlası için bkz: Schreft (1990).
18. Silber (2012), 190. Volcker (2018) 111'de, Carter'ın Philadelphia bahçe partisinde Fed'in para arzına odaklanma kararının "tedbirsiz" olduğunu söylediğini yazıyor.
19. Volcker (2018), 118.
20. Silber (2012), 254.
21. Volcker (2018), 113.
22. "Failure of Continental Illinois." Federal Rezerv Tarihi, <https://www.federalreservehistory.org/essays/failure-of-continental-illinois>.
23. Haltom (2013). Volcker'ın hatıraları için bkz: Volcker (2018), 125-28.
24. Yasaya Mevduat Kuruluşları Deregülasyonu ve Para Kontrolü Yasası (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) ismi verildi. Bkz: Robinson (2013).
25. Bkz: Goodfriend ve King (2005).
26. Volcker (1990).

3. BÖLÜM: GREENSPAN VE 90'LAR PATLAMASI

1. Mallaby (2016).
2. Mallaby (2016), 344-45
3. Greenspan (2007), 108.
4. Federal Rezerv Sistemi'nin Yüzüncü Yılı töreninin transkripti, 16 Aralık 201, 5-7, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20131216-centennial-commemoration-transcript.pdf>.
5. FOMC transkripti, 16 Aralık 1987, 71-72.
6. Bkz: Freund, Curry, Hirsch ve Kelley (1997).
7. Peek ve Rosengren (1992), 21-31.
8. Bu bir ara atamaydı. Greenspan 28 Şubat 1992'ye kadar Senato tarafından onaylanmayacaktı. Bu geçiş döneminde Fed Kurulu

Greenspan'e "geçici başkan" ismini verdi.

9. Mallaby (2016), 366.
10. Nelson (9 Mart, 1990).
11. Bush, Ulusa Sesleniş, 29 Ocak 1991. American Presidency Project, California Üniversitesi-Santa Barbara, 27 Kasım 2021'de erişildi. <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-before-joint-session-the-congress-the-state-the-union-1>
12. Mallaby (2016), 398-400.
13. Blanchard (2019).
14. Wall Street Journal (25 Ağustos 1998).
15. Blinder ve Yellen (2001), 26.
16. FRASER'da, bkz: Greenspan'ın ABD Temsilciler Meclisi Bankacılık, Finans ve Kent Meseleleri Komitesi, Ekonomik Büyüme ve Kredi Formasyonu Alt Komitesi'ne verdiği ifade, 22 Şubat 1994.
17. Greenspan (2007), 155.
18. Boyle (1967), 217.
19. Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999).
20. Los Angeles Times (27 Eylül, 1987).
21. FOMC transkripti, 3-4 Şubat, 1994, 29-30.
22. Tutanaklar -Record of Policy Actions and the Minutes of Action- daha önce ayrı ayrı yayınlanan iki belgeyi bir araya getiriyordu. Her ikisi de toplantıdan sonraki Cuma günü olmak üzere, Record basına verilmiş ve Minutes of Action da Kurul'un Freedom of Information departmanına sunulmuştu.
23. Woodward (2000).
24. Uchitelle ve Kleinfeld (3 Mart, 1996).
25. FOMC transkripti, 4-5 Şubat, 1997, 98.
26. Örneğin, yayınlanan ilk veriler saat başı üretimin (işgücü verimliliği) 1996'da yüzde 0.8 ve 1997'de yüzde 1.7 arttığını gösteriyor. Bkz ABD İşgücü İstatistikleri Bürosu, Verimlilik ve Maliyetler, Basın Arşivleri, 30 Kasım 2020'de erişildi, <https://www.bls.gov/bls/news-release/prod.htm>. Revize edilen veriler, işgücü verimliliğinin 1996'de yüzde 2.1 ve 1997'de 2.7'ye yükseldiğini ortaya koyuyor. Dahası, işgücü

- verimliliği büyümesi 1998'de etkileyici bir şekilde yüzde 3.3'e ulaşarak hız kazanıyordu. Bkz: Nonform Business Sector: Real Output Per Hour of All Persons, FRED (Federal Reserve St. Louis Database).
27. Çalışan tutumları Manski ve Straub (2001) tarafından belgelenmişti. 1990'lardaki gerçek iş güvenliği Allen, Clark ve Schieber (2001) ve Stewart (2000) tarafından incelendi. Benzer şekilde, Karz ve Krueger (1999) çalışan anketleri ve bölgesel karşılaştırmalar kullanılarak Greenspan'ın hipotezine pek destek bulamadı.
 28. Blinder ve Yellen (2001), 43-48.
 29. CBO'nun nötr faiz oranı tahmini 1980'de yüzde 6.2, 1997'de yüzde 5.3'tü.
 30. Katz ve Krueger (1999).
 31. Lexington (KY) Herald, 1 Kasım 1915, sayfa 7, sütun 4, Barry Popik (18 Nisan 2012) tarafından alıntlandı, https://www.barrypopik.com/index.php/new_york_city/entry/luck_is_the_residue_design_dodgers_executive_branch_rickey.
 32. Bu ekonomilere yurtdışından yapılan özel yatırımlar 1994'teki 40.5 milyar dolardan 1996'da 93 milyar dolara ulaştı. Bkz: Radelet ve Sachs (2000), 2.
 33. Piyasadaki düşüşten iki gün sonra kongreye verdiği ifadede şunları söyledi: "ABD'deki hisse fiyatları değişmeye hazırlanıyordu. Piyasanın son günlerdeki net düşüşü yavaşlayacaktır [işgücü piyasasındaki azalışın sürdürülemez düşüşü] ve bu da altı buçuk yıllık iş genişlememizi uzatmaya devam edecek bir gelişmedir." Bkz: Greenspan'ın ABD Kongresi Ortak Ekonomik Komite'ye verdiği ifade, 19 Ekim 1997.
 34. Greenspan (2007).
 35. Loomis (26 Ekim 1998).
 36. Federal Rezerv Sözlü Tarih Projesi: Alan Greenspan Röportajı (13 Ağustos 2009), 68.
 37. FOMC transkripti, 21 Eylül 1998, 98.
 38. FOMC transkripti, 15 Ekim 1998, 29.
 39. FOMC transkripti, 29 Eylül, 1998, 29.
 40. Greenspan (2007), 196.

41. FOMC transkripti, 3-4 Şubat, 1994, 47.
42. FOMC transkripti, 22 Şubat, 1994, 3.
43. Campbell ve Shiller (1998).
44. Greenspan (1996).
45. Bu hesaplama Shiller (2000) verilerini kullanır ve S&P 500'ün Aralık 1996 ile Aralık 2002 aralığındaki getirilerini temsil eder. Güncellenen verilere Shiller'in online veri kaynağından erişildi.
46. Hisse risk primini hesaplamada kullanılan modeller için bkz: Duarte ve Rosa (2015).
47. Greenspan (2007), 178-179.
48. Greenspan (2007), 199-200.

4. BÖLÜM: YENİ YÜZYIL, YENİ ZORLUKLAR

1. Shiller (2019).
2. Willoughby (20 Mart 2000).
3. Reel kişisel tüketim harcamaları Mart 2000'de Nasdaq endeksinin dibine indikten sonra Ekim 2002'de Nasdaq'taki zirvesinin yüzde 11 üzerine çıktı. Bu, Nasdaq zirvesine gidilen dönemdeki yüzde 19 artışla karşılaştırıldığında görece daha az bir artış.
4. Ferguson (2003).
5. Wicksell (1936), fiyatların sabit olma eğilimi gösterdiği bir durumda faiz oranı olarak tanımladığı “doğal” faiz oranından bahsediyor.
6. Fisher (1930).
7. Laubach ve Williams (2003) ve Holston, Laubach, and Williams (2017).
8. Summers (2014).
9. Hansen (1939).
10. Rachel ve Summers (2019).
11. Bernanke (2005). Ayrıca bkz: Bernanke (2015c, d, e).
12. Caballero, Farhi ve Gourinchas (2017). Daha fazla bulgu için bkz: Del Negro, Giannone, Giannoni ve Tambalotti (2017).
13. Mian, Straub ve Sufi (2021).

14. Greenspan (2007), 229.
15. İlk önemli katkılarda bulunanlardan biri Krugman'dı (1998).
16. Bernanke (2002c) ve Bernanke, Reinhart ve Sack (2004).
17. FOMC transkripti, 9 Aralık 2003, 89.
18. Blinder ve Reis (2005), 13.
19. FRED, S&P/Case- Shiller U.S. National Home Price Index.
20. Bkz: "Factors Contributing to the 2008 Financial Crisis," 17 Ekim 2017, University of Chicago Booth School of Business: The Initiative on Global Markets, <https://www.igmchicago.org/surveys-special/factors-contributing-to-the-2008-global-financial-crisis/>.
21. Glaeser, Gottlieb ve Gyourko (2013).
22. Kuttner (2012).
23. Bernanke (2010a).
24. Shiller (2007).
25. Bernanke (2015a), 96.
26. Gramlich (2007), 108– 9.
27. Kurul'un "adil olmayan veya yanıltıcı" kredi uygulamalarını yasaklama otoritesi Home Ownership and Equity Protection Act (HOEPA) tarafından oluşturulmuştu. Bkz: Bernanke (2015a), 100-102.
28. Greenspan (2005).
29. Greenspan'ın ABD Temsilciler Meclisi Denetim ve Hükümet Reformları Komitesi'ne verdiği ifade, 23 Ekim 2008.

5. BÖLÜM: KÜRESEL FİNANS KRİZİ

1. Büyük Durgunluk'a yönelik araştırmalarımın büyük bir kısmı Bernanke (2000)'de toplandı.
2. 30 yıllık ipotek kredisi oranı, Haziran 2004'ten sonraki iki yılda, aynı dönemde fonlama oranı 4 puanın üzerinde yükselse de yalnızca yüzde 6.3'ten yüzde 6.6'ya ulaştı. Greenspan, ipotek kredisi oranı ve diğer uzun vadeli oranların fonlama oranı artışına verdiği yanıtı bir "bilmece" olarak tanımladı. Daha sonra yaptığım bir konuşmada (Bernanke, 2006) yabancı talebi bariz bir şekilde güvenli olduğu için uzun vadeli dolar varlıklarının bu zayıf yanıtın sebebi olduğunu

savundum. Kısa vadeli faiz oranlarındaki artış borç almak isteyenleri değişken ipotek kredisi oranı sebebiyle baskılıyordu ancak belirtildiği üzere bunlar 2007’de ABD ipotek kredilerinin yüzde 8’inden azını oluştuyordu.

3. Lewis (2010).
4. Bernanke’nin ABD Kongresi Ortak Ekonomik Komite’ye verdiği ifade, 28 Mart 2007.
5. FOMC transkripti, 21 Mart 2007, 67.
6. Bartlett (2018).
7. Gorton (2012).
8. Kacperczyk ve Schnabl (2010).
9. Pozsar, Adrian, Ashcraft ve Boesky (2010).
10. Bernanke (2015a), 402.
11. Kacperczyk ve Schnabl (2010).
12. Gorton ve Metrick (2012).
13. Bernanke (2018).
14. Bagehot (1873).
15. ABD hükümetinin kriz dönemi programları, arkalarındaki mantık ve sonuçlarının kapsayıcı bir değerlendirmesi için bkz: Bernanke, Geithner ve Paulson (2010). Finansal krizdeki olayları ve bu olaylardaki rolümü biyografimde [Bernanke (2015a)] daha detaylı anlatıyorum.
16. Bernanke, Geithner ve Paulson’dan (2020) alınan makaleler bu bulgunun alıntıları ve değerlendirmelerini sunuyor.
17. Bkz: Bernanke (2015a), 248-69 ve Bernanke, Geithner ve Paulson (2019), 61-73.
18. Kriz dönemindeki para politikalarının detayları için bkz: Kohn ve Sack (2020), 425.
19. Güvernörler Kurulu, “Policy Tools: Interest on Reserve Balances,” 20 Kasım 2021’de erişildi, <https://www.federalreserve.gov/monetary-policy/reserve-balances.htm>.
20. Kredi bozulmalarının reel ekonomi üzerindeki etkilerine ilişkin bulgular için bkz: Bernanke (2018). Federal Rezerv ekibinin krizin başında ekonomiye yönelik aşırı iyimser tahminleri için bkz: Kohn ve

Sack (2008).

6. BÖLÜM: YENİ PARA REJİMİ

1. Bernanke (2008b).
2. FOMC transkripti, 15-16 Aralık 2008, 25.
3. Örneğin, bkz: Correa ve Davies (2008).
4. Bernanke (2009a).
5. Bernanke, Reinhart ve Sack (2004).
6. Furman (2020).
7. Kohn ve Sack (2020).
8. FOMC transkripti, 17-18 Mart 2009, 123.
9. FOMC transkripti, 17-18 Mart 2009, 203.
10. FOMC transkripti, 28-29 Nisan 2009, 3.
11. Federal Rezerv Kurulu, basın açıklaması, “Federal Reserve, OCC, and FDIC release results of the Supervisory Capital Assessment Program,” 7 Mayıs 2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20090507a.htm>.
12. Reinhart ve Rogoff (2009).
13. Buna yakın bir düzen Komite’nin 2014’teki çıkış ilkeleri açıklamasında (Haziran 2011 tutanaklarında verilen bilgilerle işaretleri verilmişti) ve Yellen ve Powell yönetimlerindeki gerçek politikalarda benimsenmişti. Bkz: Policy Normalization Principles and Plans, 16 Eylül 2014, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_PolicyNormalization.pdf. Ayrıca bkz: Güvernörler Kurulu, Policy Normalization: History of the FOMC’s Policy Normalization Discussions and Communications, 8 Aralık 2020’de erişildi, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization-discussions-communications-history.htm>.
14. Euro bölgesindeki sorunlar aralarında Barry Eichengreen, Milton Friedman, Martin Fieldstein ve Michael Mussa’nın yer aldığı bazı öncü seçkin tarafından öngörülmüştü. Bkz: Jonung ve Drea (2009).
15. Erceg, Linde ve Reifschneider (2010).
16. Bernanke (2010b).

17. Mektup David M. Herszernhorn'dan erişilebilir, "Dear Mr. Bernanke: No Pressure, but...", New York Times, 17 Kasım 2020, <https://thecaucus.blogs.nytimes.com/2010/11/17/dear-mr-bernanke-no-pressure-but/?searchResultPosition=1>.
18. Wall Street Journal (15 Kasım 2010).
19. Wall Street Journal (7 Eylül 2011).
20. Wheatley ve Garnham (27 Eylül 2010).
21. Bernanke (2015a), 493.
22. Bu yasal savaş için bkz: Bernanke (2015a), 435-66.
23. Binder ve Spindel (2017).
24. Perry'nin bu sözleri 15 Ağustos 2011'de Iowa'daki kampanyasında ve Gingrich'in sözleri de 7 Eylül 2011'deki Cumhuriyetçi başkanlık müzakeresinde geldi. Bu siyasi misillemeler hakkında daha fazlası için bkz: Bernanke (2015a).
25. Bernanke (2009b).
26. Bernanke (2015b).

7. BÖLÜM: PARASAL EVRİM

1. Reinhart ve Rogoff (2009).
2. Fernald (2014).
3. Woodford (2012).
4. Femia, Friedman ve Sack (2013).
5. Swanson (2011).
6. Bernanke ve Mishkin (1997).
7. Meşru Taylor kuralı Taylor'da (199) açıklamıyor. Bkz: Bernanke (2015f).
8. Mallaby (2016), 380.
9. Mallaby (2016), 487– 91.
10. Bernanke (2003a, b).
11. Bernanke (2015a), 538.
12. Draghi (2012).
13. Bernanke (2012).

14. FOMC toplantı tutanakları, 19-20 Mart, 2013, 8.
15. Bernanke (1999).
16. Bernanke'nin ABD Kongre'si Ortak Ekonomik Komite'ye verdiği ifade, 22 Mayıs 2013.
17. FOMC toplantı tutanakları, 30 Nisan-1 Mayıs 2013. FOMC tutanaklarında kullanılan nitel kelimeler ("çoğu", "birçok", "bazı" ve benzeri gibi) ve yorumları için bkz: Meade, Burk ve Josselyn (2015).
18. Bernanke'nin basın toplantısı transkripti, 19 Haziran 2013, 5-6.
19. Bernanke (2014a).

8. BÖLÜM: LIFTOFF

1. FOMC transkripti, 4 Mart 2014, 4.
2. Yellen'in basın toplantısı transkripti, 19 Mart 2019, 14.
3. Federal Rezerv Kurulu, basın açıklaması, Federal Rezerv politika normalizasyonu ilkeleri ve planlarına ilişkin bir FOMC açıklaması yayınlıyor, 17 Eylül 2014, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20140917c.htm>.
4. Williams (2017).
5. Das (2019).
6. Spicer (26 Ağustos 2015).
7. Rosenfield (28 Ağustos 2015).
8. Yellen'in basın toplantısı transkripti, 16 Aralık 2015, 4.
9. Irwin (29 Eylül 2018).
10. Mui (27 Temmuz 2016).
11. Gordon (2016).
12. Daly, Hobjin, Şahin ve Valletta (2012).
13. Staiger, Stock ve Watson (1997).
14. Yellen (2014).
15. Kamrisko, Whiteaker ve Diamond (2018).
16. Bernanke (2016).
17. Nechio ve Rudebusch (2016).
18. Phillips eğrisinin 1990'lardaki kırılmayı belirleyen araştırmalar yer

alıyor: Blanchard, Cerutti ve Summers (2015); Blanchard (2016) ve Del Negro, Lenza, Primiceri ve Tambalotti (2020).

19. Bkz: Kiley (2015).
20. Stock ve Watson (2007) istatistiksel yöntemler kullanarak 1990'dan sonra enflasyonun en iyi kalıcı bir eğilim etrafındaki geçici sapmalar olarak modellendiğini gösterdi. Öte yandan ilk yıllarda enflasyona yönelik şoklar azalmaktan ziyade kalıcı olma eğilimindeydi. Hooker (2002) petrol fiyatı şoklarının 1980'lerde çekirdek enflasyona geçmeyi bıraktığını ortaya koydu.
21. Yellen (2017b) Fed'in enflasyon belirlenmesindeki düşünce tarzını değerlendiriyor.
22. Ülkeler arası araştırmalar için bkz: Blanchard, Cerutti ve Summers (2015). Ayrıca uluslararası enflasyon üzerindeki etkiler için bkz: Forbes (2019). Eyalet düzeyi araştırmalar için bkz: Hooper, Mishkin ve Sufi (2020) ve McLeay ve Tenreyno (2020).
23. Örneğin, bkz: Gilchrist ve Zakrajsek (2019).
24. Mahedy ve Shapiro (2017) sağlık hizmetleri meselesini ele alıyor. Stock ve Watson (2020) daha genel olarak döngüsel olarak duyarız mal ve hizmetlerin geçmişe göre bugün tüketici sepetinin daha büyük bir kısmını oluşturduğunu gösteriyor. Döngüsel olarak duyarız fiyatlara odaklandıklarında Phillips eğrisinde daha az düzleşme görüldü.
25. Bkz: Bernanke (2007) ve Mishkin (2007). Ayrıca para politikalarındaki değişikliklerin Phillips eğrisini düzeltirmeye nasıl yardımcı olduğunu görmek için bkz: Roberts (2006).
26. Harker (2017).
27. Appelbaum (4 Nisan 2017).
28. Bernanke (2015g).
29. Yellen (2017a).
30. Yellen'in ABD Temsilciler Meclisi, Finansal Hizmetler Komitesi'ne verdiği ifade, 12 Temmuz 2017.
31. Trump 16 Ekim 2016'da Bloomberg TV'ye verdiği bir röportajda Yellen için "oldukça siyasi biri" yorumunu yaptı. Yellen'in "kendisinden utanması" gerektiği yorumu, 12 Eylül 2016 tarihli bir CNBC

röportajındaydı.

32. Bkz: Youtube, “Donald Trump’s Argument for America,” 6 Kasım 2016, <https://www.youtube.com/watch?v=vST61W4bGm8>.

33. Timiraos ve Davidson (13 Haziran 2017).

34. Fleming (26 Ekim 2018).

35. Yellen (2017a).

9. BÖLÜM: POWELL VE TRUMP

1. Powell (2015).

2. Powell’in yemin töreni transkripti, 5 Şubat 2018, 1.

3. Powell’in ABD Senatosu, Bankacılık, Konut ve Kent Meseleleri Komitesi’ne verdiği ifade, 22 Haziran 2017, 1.

4. Powell’in basın toplantısı transkripti, 21 Mart 2018, 2-3.

5. Condon (2019) bu bölümde Trump’ın Fed’le ilgili attığı tweetleri bir araya topladı.

6. Powell (2018a).

7. Powell (2017b).

8. Powell’in basın toplantısı transkripti, 19 Aralık 2018, 1-4.

9. Cox (3 Ekim 2018).

10. Powell’in basın toplantısı transkripti, 19 Aralık 2018, 6.

11. Wall Street Journal (4 Ocak 2019).

12. Powell’in basın toplantısı transkripti, 30 Ocak 2019, 13.

13. Federal Rezerv Kurulu, basın toplantısı, “Statement on Chair Powell’s and Vice Chair Clarida’s meeting with the President and Treasury Secretary,” 4 Şubat 2019, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20190204a.htm>.

14. Daha fazlası için bkz: Tankersley (11 Nisan 2019) ve Tankersley, Harberman ve Cochrane (2 Mayıs 2019).

15. Amity, Redding ve Weinstein (2020).

16. Weinraub (19 Ekim 2020).

17. Baker, Bloom ve Davis (2016).

18. Powell (2019a).

19. Powell’in basın toplantısı transkripti, 19 Haziran 2019, 1.

20. Powell'ın basın toplantısı transkripti, 19 Haziran 2019, 6.
21. Powell'ın basın toplantısı transkripti, 31 Temmuz 2019, 1.
22. Powell'ın basın toplantısı transkripti, 31 Temmuz 2019, 4.
23. Powell (2019b).
24. Powell'ın basın toplantısı transkripti, 30 Ekim 2019, 1-3.
25. Federal Rezerv Kurulu, basın açıklaması, 15 Kasım 2018, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20181115a.htm>.
26. Clarida (2019).
27. Rezervlerin yaklaşık dörtte üçünü tutan bankaların üst düzey finans yetkilileriyle yapılan Ağustos 2019 tarihli bir anket, rahat edecekleri en düşük toplam rezerv düzeyinin 652 milyar dolar, dış değerlendirmelere göre tüm rezerv sahiplerinin ise yaklaşık 900 milyar dolar olduğuna işaret ediyor: <https://www.federalreserve.gov/data/sfos/aug-2019-senior-financial-officer-survey.htm>.

10. BÖLÜM: PANDEMİ

1. Powell'ın basın toplantısı transkripti, 29 Ocak 2020, 2.
2. Powell'ın basın toplantısı transkripti, 29 Ocak 2020, 12.
3. Taylor (17 Mart 2020).
4. Federal Rezerv Kurulu, basın açıklaması, "Statement from Federal Reserve Chair Jerome H. Powell," 28 Şubat 2020, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20200228a.htm>.
5. Ghebreyesus (2020).
6. Achenbach, Wan ve Sun (11 Mart 2020).
7. Quarles (2020).
8. Bear (20 Mayıs 2020). Hazine piyasalarında Mart ayında görülen sıkıntılar için bkz: Scribner, Shin ve Sushko (2020); Duffie (2020) ve Cheng, Wessel ve Younger (2020).
9. Swap hatlarının etkinliği için bkz: Cetorelli, Goldberg ve Ravazzolo (2020).
10. FOMC görüşmeleri tutanakları, 15 Mart 2020, 6.
11. İngiltere Merkez Bankası, "Monetary Policy Summary for the special

Monetary Policy Committee meeting on 19 March 2020,” <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/monetary-policy-summary-for-the-special-monetary-policy-committee-meeting-on-19-march-2020>.

12. Japonya Merkez Bankası, “Enhancement of Monetary Easing in Light of the Impact of the Outbreak of the Novel Coronavirus (COVID- 19),” 16 Mart 2020, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2020/k200316b.htm/.
13. Lagarde (2020a).
14. Avrupa Merkez Bankası, “Pandemic emergency purchase programme (PEPP),” 19 Aralık 2020’de erişildi, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.
15. Avrupa Merkez Bankası, “Open market operations,” 19 Aralık 2020’de erişildi, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.
16. Rankin (21 Temmuz 2020).
17. Powell (2020a).
18. Samuels (13 Mayıs 2020).
19. Powell (2020c).
20. FOMC toplantı tutanakları, 27-28 Temmuz 2021, 5. Clarida (2021) 2022 sonu veya 2023 başındaki faiz artışlarının arkasındaki mantığı, bu kararın Fed’in yeni çerçevesiyle tutarlı olduğunu savunarak açıkladı.

11.BÖLÜM: FED’İN 2008 SONRASI ARAÇLARI

1. Eggertsson ve Woodford (2003).
2. Bernanke (2014b).
3. QE deneyimleri ve etkilerine ilişkin deneyimler hakkındaki anketler için bkz: Williams (’014); Gagnon (2016); Bhattarai ve Neely (yakında yayınlanacak); Kuttner (2018); Dell’Ariccia, Rabanal ve Sandri (2018) ve Bernanke (2020). Bu bölüm ve bir sonraki bölümün büyük bir kısmı, yazarın American Economic Association’daki başkanlık konuşmasından, Bernanke (2020) alınmıştır.
4. Bhattarai, Eggertsson ve Gafarov (2015).

5. Kiley (2014) kısa vadeli ve uzun vadeli faizlerin toplam talebi etkileri bir model sunuyor. Bunun bir sonucu da QE'den kaynaklanan kısa vadeli faiz oranlarındaki düşüşün aksine uzun vadeli faiz oranlarındaki artışın, geleneksel politika gevşeme prosedürlerinin düşük kısa vadeli ve düşük uzun vadeli oranların birleşiminden daha az etkili olmasıdır.
6. Rebucci, Hartley ve Jimenez (2020).
7. Gagnon, Raskin, Rémache ve Sack (2011).
8. Yazar tarafından hesaplanan tablodaki varlık fiyatı yanıtları orijinal ekip bildirisindeki düzeylere oldukça benziyor. Gagnon, Raskin, Rémache ve Sack (2011) ayrıca sekiz açıklama gününden büyük bir veri setini de değerlendirdi. Daha büyük bir veri seti kullanımı esasen sonuçlarda bir değişiklik yaratmadı. Daha genel anlamda, daha ilişkili bir literatür günlerin veya kullanılan önemli açıklamalar etrafındaki kısa ve uzun sürelerin net veri setlerine karşı hassas olmadığını gösteriyor.
9. Joyce, Lasaoa, Stevens ve Tong (2011).
10. Örneğin, bkz: Greenlaw, Hamilton, Harris ve West (2018). Makalelerine Gagnon'dan (2018) gelen bir yanıt, burada değindiğim noktaların bazılarını öngörüyor.
11. Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen (2011).
12. Bkz: Cahill, D'Amico, Li ve Sears (2013).
13. De Santis (2020).
14. D'Amico ve King (2013) bu yaklaşımın öncüsüdür ama makaleleri yalnızca QE1'i değerlendirmeye alıyor. Daha kapsamlı ABD sonuçları için bkz: Cahill, D'Amico, Li ve Sears (2013); Meaning ve Zhu (2011) ve D'Amico, English, Lopez-Salido ve Nelson (2012).
15. Bu İngiliz araştırmalarının ilginç örneklerinden biri McLaren, Bannerhee ve Latto (2014). Bu yazarlar, İngiltere Merkez Bankası'nın para politikası planları veya amaçlarından bağımsız sebepler nedeniyle varlık satın alımlarının vade dağıtımına yapılan değişikliklerin açıklandığı tarihlerdeki üç "doğal deneyi" değerlendirdi. Güçlü yerel arz etkilerinin (planlardaki değişikliklerin ayrıcalık sağladığı varlıklar için daha yüksek fiyatlar) zaman içinde geçmediği sonucuna

vardılar. İngiltere için benzer sonuçlara varan araştırmalar arasında Meaning ve Zhu (2011) ve Joyce ve Tong (2012) yer alıyor.

16. Bkz: Di Maggio, Kermani ve Palmer (2020).
17. Örneğin, bkz: Bauer ve Rudebusch (2014).
18. Altavilla ve Giannone (2017).
19. D'Amico ve King (2013).
20. Ihrig ve diğerleri (2018).
21. Bu yaklaşımın bir özeti ve bulguları için bkz: Bonis, Ihrig ve Wei (2017). Bu çalışma, Li ve Wei (2013) ile Hamilton ve Wu (2012) çalışmalarının üzerine inşa edilmiştir. Hamilton ve Wu da varlık satın alımlarına ilişkin bir miktar zayıf sonuçlarla karşılaştı. Bazı makaleler, hisse arzının dönem primleri üzerindeki etkilerini değerlendirmek için regresyon yöntemleri kullanır. Örneğin Gagnon, Raskin, Remache ve Sack (2011). Ihrig ve diğerlerinin (2018) tipikleştirdiği bu araştırma alanı, bu yaklaşıma ilişkin daha büyük bir yapı oluşturmayı amaçlıyor. Ayrıca bkz: Greenwood ve Vayanos (2014).
22. QE satın alımları ve Hazine ihraçlarının rekabetçi etkileri için bkz: Greenwood, Hanson, Rudolph ve Summers (2015).
23. Örneğin Wu (2014), Fed ekibi araştırmasına benzer bir şekilde, 2008 sonbaharı ile 2011'teki taper tantrum aralığında 10 yıllık Hazine tahvili getirilerindeki 2.2 puanlık düşüşün yarısını Fed'in satın alımlarıyla ilişkilendirdi. Altavilla, Carboni ve Moto (2015) ve Eser ve diğerleri (2019) Ocak 2015'te açıklanan ECB QE programının karşılaştırılabilir etkilerini ortaya koydu.
24. Bu üçe bir oran sıklıkla Federal Rezerv ekibi tarafından alıntılanır. Fonlama oranındaki değişimlerin 10 yıllık faiz oranı getirilerini düşürdüğü ve dörde birlik bir ilişki sonucuna vardığı Chung, Laforte, Reifschneider ve Williams's (2012) ve Laforte (2018) bakınız.
25. Örneğin, bkz: Coibion, Gorodnichenko, Kmote ve Schoenle (2020). Yazarlar bir anket deneyinde çoğu insanın Fed'in Ağustos 2020'deki yeni politika çerçevesi açıklamalarına tepki vermediğini veya bu açıklamaların farkında bile olmadığını ortaya koyuyor.
26. Örneğin, bkz: Bernanke, Kiley ve Roberts (2019).
27. Bkz: Nelson (2021) ve Lindsey (2003) ve Feroli ve diğerleri (2017).

28. Gürkaynak, Sack ve Swanson (2005).
29. Campbell, Evans, Fisher ve Justiniano (2012).
30. Bkz: Femia, Friedman ve Sack (2013). Faiz oranları opsiyonlarındaki bilgileri kullanarak Raskin (2013) de benzer sonuçlara ulaştı. Ayrıca Fed'in sözlü yönlendirmeleri belirli bir tarihe bağladığı açıklamalara yönelik etkinlik çalışmalarının etkilerinin bir özeti için bkz: Bernanke (2020). Daha genel anlamda Carvalho, Hsu ve Nechio (2016) politika beklentilerini ölçmek için dergi ve gazetelerdeki belirli sözcükleri sayarak, Fed'in beklenmeyen açıklamalarının uzun vadeli faiz oranlarını etkilediğini buldu. Del Negro, Giannoni ve Patterson (2015) sözlü yönlendirmenin enflasyon ve büyüme beklentilerini olumlu bir şekilde etkilediği sonucuna vardı.
31. Politika yapıcıların kapsamlı kılavuz sağladığı örneklerden biri de: Clarida (2020b).
32. Bush, Jendoubi, Raskin ve Topa (2020).
33. Draghi'nin basın toplantısının giriş açıklaması, 4 Temmuz 2013, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>.
34. Charbonneau ve Rennison (2015) kriz sonrası sözlü yönlendirmelerin uluslararası bulgularının bir kronolojisi ve değerlendirmesini sunuyor. Altavilla ve diğerleri (2019) ECB iletişiminin önemli boyutlarını tespit etmek için istatistiksel bir analiz kullandı. Benzer bir analiz Gürkaynak, Sack ve Swanson (2005) ve Swanson (2020) tarafından da kullanıldı. Hubert ve Labondance (2018) ECB'nin sözlü yönlendirmesinin tüm dönem boyunca faiz oranlarını düşürdüğünü ortaya koydu.
35. Kurumsal itibar Nakata'da (2015) teorik olarak modellenmiştir.

12.BÖLÜM: FED'İN ARAÇLARI YETERLİ Mİ?

1. Fernald, Hall, Stock ve Watson (2017).
2. Engen, Laubach ve Reifschneider (2015).
3. Bu hesaplama Laforte'u (2018) baz almıştır.
4. Caldara, Gagnon, Martinez-Garcia ve Neely (2020).
5. Powell'in basın toplantısı transkripti, 10 Haziran 2020, 10.

6. "An Update to the Economic Outlook: 2010 to 2030," Kongre Bütçe Ofisi, Temmuz 2020, <https://www.cbo.gov/system/files/2020-07/56442-CBO-update-economic-outlook.pdf>.
7. Şirket çıkışlarının 2020'deki analizi için bkz: Crane ve diğerleri (2020).
8. ECB politikalarının pandemi döneminde GSYH ve enflasyon üzerindeki eski ve beklenen etkileri için bkz: Lagarde (2020b).
9. Bernanke (2020).
10. Chung ve diğerleri (2019).
11. Reifschneider (2016) ve Kiley (2018) nitel olarak benzer sonuçlar gösteriyor, aksine Chung ve diğerleri (2019) biraz daha kötümser. Bu araştırmalar arasındaki farklılıklar için bkz: Bernanke (2020). Kim, Laubach ve Wei (2020) yeni araçların makroekonomik faydalarına ilişkin daha olumlu bir resim çiziyor.
12. Rodnyansky ve Darmouni (2017).
13. Kurtzman, Luck ve Zimmermann (2017) bankaların QE1 ve QE3 MBS satın almaları sonrası kredi standartlarını düşürdüğünü ve daha riskli krediler verdiklerini gösteriyor. Ekstra kredi ihracının Fed fonlama oranında 1 puanlık bir düşüşe eşdeğer olduğunu tahmin ediyorlar. Bu artan risk alımının ekonomik toparlanma için yararlı olduğunu ve finansal istikrara bir tehdit oluşturmadığını savunuyorlar.
14. Eğer nötr faiz oranı sıfırın üzerindeyse o zaman yüzde 2'lik bir enflasyon hedefine ulaşmak nominal nötr oranını yüzde 2 ile 3 artıracak ve para politikası için bir alan sağlayacaktır. Reel nötr faiz oranlarının birçok ülkeler negatif olduğunu öngören Kiley (2019) hariç, çoğu güncel tahminler birçok büyük yabancı ekonomilerde reel nötr faiz oranının sıfırın üzerinde olduğunu gösteriyor. Örneğin, -Holston, Laubach ve Williams'a (2017) dayanarak- New York Fed raporları Kanada, Euro bölgesi ve İngiltere'deki nötr faiz oranlarının 2021 itibarıyla pozitif olduğunu tahmin ediyor. Laubach ve Williams (2003) yöntemlerinin yanı sıra bir ekonomi modelini kullanarak, Okazaki ve Sudo (2018) Japonya'daki nötr faiz oranının yüzde 1'e yakın olduğu hesaplamasını yapıyor. David, Fuenzalida ve Taylor'ın (2021) altı gelişmiş ülkeler için reel nötr faiz oranları tahminleri sıfırla pozitif

aralığında hareket ediyor.

15. Bakız: ECB basın açıklaması, “ECB’s Governing Council approves its new monetary policy strategy,” 8 Temmuz 2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.en.html>.
16. Bkz: Federal Rezerv Kurul, basın açıklaması, “Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2020,” 11 Ocak 2021, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20210111a.htm>. QE’nin hükümetlerin uzun vadeli borcunun etkileri için bkz: Clouse ve diğerleri (2013).
17. Caballero ve Kamber (2019).
18. Gilchrist ve Zakrajšek (2013).
19. Swanson ve Williams (2014).
20. Bazı çalışmalar para politikalarının çeşitli ülkelerdeki dağıtımçı etkilerini inceledi. ABD için bkz: Bivens (2015). Euro bölgesi için bkz: Slacalek, Tristani ve Violante (2020). İngiltere için bkz: Bunn, Pugh ve Yeates (2018). “Sıcak” bir işgücü piyasasının düşük gelirli çalışanlar için faydaları Aaronson, Daly, Wascher ve Wilcox (2019) çalışmasında görülüyor. Resesyonların eşitsizlikteki artışa yönelik katkıları da Heathcote Perri ve Violante (2020) çalışmalarında belgeleniyor. Daha fazlası için bkz: Bernanke (2015h).
21. Kopcke ve Webb (2013).
22. Emeklilik planları, ev sahipliği ve hisse varlıklarına ilişkin varlıkların kaynağı: “Changes in U.S. Family Finances from 2016 to 2019: Evidence from the Survey of Consumer Finances,” *Federal Reserve Bulletin*, Eylül 2020.
23. Bartscher, Kuhn, Schularick ve Wachtel (2021) gevşek para politikalarının Beyaz istihdamına göre Siyahi istihdamını artırdığını ancak aynı zamanda refahtaki ırksal farklılıkları kötüleştirdiğini ortaya koyuyor.
24. Japonya için bkz: Caballero, Hoshi ve Kashyap (2008). Gelişmiş ekonomilerdeki zombi şirketleri McGowan, Andrews ve Millot (2018) çalışmasında inceleniyor.

25. Favarai Minoiu ve Perez-roive (2021).
26. QE'nin ve gevşek para politikalarının alternatif eleştirmenleri için bkz: Bernanke (2017a).

13.BÖLÜM: POLİTİKAYI GÜÇLENDİRMEK

1. Daha fazlası için bkz: Dell'Ariccia, Rabanal ve Sandri (2018 ve Potter ve Smets (2019).
2. D'Amico ve Kaminska (2019).
3. Gilchrist ve Zakrajšek (2012).
4. Gilchrist ve Zakrajšek (2012).
5. Mart 2020'de Yellen ile Kongre'nin Fed'in finansal olmayan şirketlere olan kredi akışlarını desteklemek için birinci sınıf kurumsal hisse satın alması için kısıtlı bir inisiyatif sağlaması gerektiğini savunduk. Bkz: Bernanke ve Yellen (2020). CARES Yasası yalnızca bir otorite kurmuştu ama -Janet ve benim teklif ettiğim gibi- bu otoritenin amacı genel olarak para politikalarının yetkisini artırmaktansa kredi piyasalarının işlevini geliştirmektir.
6. Bkz: Andrade, Cahn, Fraisse ve Mésonnier (2019); Churm, Joyce, Kapetanios, ve Theodoridis (2021) ve Cahn, Matheron ve Sahuc (2017).
7. Bkz: Arteta, Kose, Stocker ve Taskin (2018) ve Eisenschmidt ve Smets (2018).
8. Brunnermeier ve Koby (2018).
9. Bkz: Lopez, Rose ve Spiegel (2020) ve Altavilla, Burlon, Giannetti ve Holton (2021).
10. Burke ve diğerleri (2010).
11. Bkz: Grisse, Krogstrup ve Schumacher (2017).
12. Bkz: Bowman, Erceg ve Leahy (2010). Fed'in 1951 öncesi deneyimi için bkz: Chaurushiya ve Kuttner (2003).
13. Bu görüşün ilk destekleri için bkz: Brainard (2019). Clarida (2020a) getiri tavalarını ve hedeflerini "mevcut ortamda istenmeyen ancak eğer koşullar kayda değer şekilde değişirse bir seçenek olabileceklerini" söyleyerek tanımlıdır.

14. Bkz: "What is the Statement on Longer- Run Goals and Monetary Policy Strategy, and why does the Federal Open Market Committee publish it?" FAQ, Board of Governors, 26 Ocak 2021'de erişildi, <https://www.federalreserve.gov/faqs/statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy-fomc.htm>.
15. Bernanke ve Mishkin (1997).
16. Svensson (1999) fiyat düzeyi hedeflemesinin ilk destekçilerindendi. Eggertsson ve Woodford (2003) fiyat düzeyi hedeflemesinin etkin alt sınır para politikaları üzerinde sık sık kısıtlamalara yol açarsa kullanışlı olabileceğini savundu.
17. Bkz: Bernanke (2017a) ve Bernanke, Kiley ve Roberts (2019).
18. Brainard (2017).
19. Clarida (2020b) detaylı bir açıklama sunuyor.
20. Kuruml ekibinin nominal GSYH hedeflerinin bir analizi için bkz: Erceg, Lopez-Salido ve Tetlow (2011) ve Erceg, Kileu ve Lopez-Salido (2011). Christine Romer bir New York Times köşe yazısında (29 Ekim 2011) nominal GSYH hedeflemesini savunuyordu. İlk destekçiler arasında Carney ('012), Woodford (2012) ve Sumner (2014) yer alıyor. Yakın zamanda St. Louis Fed başkanı James Bullard'dan da destek geldi (Bullard ve DiCecio, 2019).
21. Enflasyon hedefindeki artışa yönelik savla ilgili güncel bir açıklama için bkz: Andrade, Gali, Le Bihan ve Matheron (2019). Ayrıca bkz: Blanchard, Dell'Ariccia ve Mauro (2010) ve Leigh (2010).
22. Örneğin, bkz: Furman ve Summers (2020). Bu görüş, Keynes'in ardından mali politikalarını en etkili istikrar aracı olarak değerlendiren 1950 ve 1960'ların Keynesyen ekonomistlerini hatırlatıyor. 2000 sonrası dönemde olduğu gibi, 1930'lardaki faiz oranları (Keynes teorilerini geliştirirken) sığa yakındı ve Keynes de bunu para politikalarının kapsamını kısıtlayan bir gelişme olarak değerlendiriyordu.
23. Boushey, Nunn ve Shambaugh (2019).
24. Friedman (1969).
25. Daha fazlası için bkz: Kocherlakota (2016).
26. MMT ve diğer referansların özeti için bkz: Matthews (2019). Man-kiw (2020) de anlaşılabilir bir eleştiri sunuyor.

14.BÖLÜM: PARA POLİTİKALARI VE FİNANSAL İSTİKRAR

1. Bernanke ve Kuttner (2005) çalışması, fonlama oranında 0.25 puanlık sürpriz bir indirimin genellikle hisse fiyatlarını yüzde 1 arttırdığını ortaya koydu. Reinhart ve Reinhart (2011) da özellikle ABD'ye akan yabancı sermaye öneminin arttığı 1990'dan itibaren, federal fonlama oranı ile varlık fiyatları arasındaki uzun vadeli ilişkinin oldukça zayıf olduğunu kanıtlıyor.
2. Mishkin ve White (2003).
3. Altın standardın Büyük Durgunluk'taki rolü için bkz: Eichengreen ve Sachs (1985), Bernanke ve James (1991) ve Eichengreen (1992). Friedman ve Schwartz (1963) çalışması, ABD banka iflaslarının para arzı ve fiyat düzeyi üzerindeki etkilerine vurgu yapıyor. Bernanke (2018) kredinin Büyük Durgunluk'taki rolüne ilişkin güncel referanslar yapıyor. Büyük Durgunluk'un kaynaklarının popüler değerlendirmeleri için bkz: Ahamed (2009).
4. Bkz: Jordà, Schularick ve Taylor (2013) ve Jordà, Schularick ve Taylor (2015b).
5. Case, Quigley ve Shiller (2013).
6. Örneğin, 2020'de FDIC teminatlı bankaların kredi ve icralarının yarısı diğer tüm kategorilerden daha yüksek olmak üzere, gayrimenkul ile teminatlandırılmıştır. FDIC: <https://www.fdic.gov/analysis/quarterly-banking-profile/qbp/2020sep/qbp.pdf#page=1>.
7. Mian, Sufi ve Verner (2017).
8. Gevşek para politikalarının banka kredileri üzerindeki etkilerinin teorileri ve bulgularının bir özeti için bkz: Paligorova ve Sierra Jimenez (2012).
9. Bernanke ve Kuttner (2005).
10. Hanson ve Stein (2015).
11. Bernanke, Gertler ve Gilchrist (1996).
12. Daha fazlası için bkz: Borio ve Zhu (2012) ve Stein (2013).
13. Barberis, Greenwood, Jin ve Shleifer (2018).
14. Minsky (1986).

15. Lewis'in (2010) kitabından esinlenen bir filmde, Nobel ödüllü davranış ekonomisti Richard Thaler, oyuncu Selena Gomez tarafından canlandırılan bir karaktere yatırımcıların davranışsal önyargılarını açıklıyor.
16. Rajan (2005).
17. Bu argümanı Stein (2013) yapıyor.
18. Bkz: Lu ve diğerleri (2019).
19. Makro ihtiyati araçların tanıtımı için bkz: Yilla ve Liang (2020). Crockett (2000) bu politika sınıfının kullanılması için çağrı yapan ilk çalışmalardan biriydi.
20. Liang ve Edge (2019) makro ihtiyati komitelerin siyasi değerlendirmeleri ve etkinliği arasındaki takasa yönelik uluslararası bulgular sunuyor.
21. Örneğin bkz: Claessens (2015) ve Richter, Schularick ve Shim (2019).
22. Yellen (2018).
23. Metrick ve Tarullo (2021) "mutabık" regülasyonu, yani benzer işlevler göstere finansal şirketlerin benzer şekilde düzenlemelere tabii tutulması gerektiğini savunuyor.
24. Bkz: "Conclusion: The Fire Next Time", Bernanke, Geithner ve Paulson (2019).
25. Örneğin, bkz: Program on Financial Stability at the Yale School of Management, <https://som.yale.edu/faculty-research-centers/centers-initiatives/program-on-financial-stability>. Küresel finans krizi sonrasında oluşturulan program, dünya genelinde bir düzeni finansal kriz ve politika yapımcıların bu krize yanıtlarına ilişkin detaylı analizler yaptı. Dünyanın dört bir yanındaki merkez bankası ekipleri ve maliye bakanlarını eğitmek için kullanılan bu vaka çalışmalarının amacı, gelecek krizlerin önlenmesi ve yönetimini iyileştirmektir.
26. Bernanke (2022a).
27. Ahamed (2009), 276.
28. Bean, Paustian, Penalver ve Taylor (2010), 300.
29. Jordà, Schularick ve Taylor (2015a).

30. Borio ve White (2003).
31. Agur ve Demertzis (2013) eğer para politikaları finansal istikrar hedefleri içerirse, zayıflayan bir ekonomi karşısındaki en iyi politika, agresif bir gevşemeye gitmek ama bir yandan da risk birikimini kısıtlamak için faizlerin düşük kaldığı süreyi kısaltmaktır.
32. Stein (2013).
33. Bkz: Adrian, Duarte, Liang ve Zabczyk (2020).
34. Bernanke (2004).
35. Örneğin, bkz: Adrian ve Liang (2018).
36. Bkz: Greenwood, Hanson, Shleifer ve Sorenson (yakında yayınlanacak). Kitapta ele alınan bir konuşmanın ardından, Stein (2014) hisse risk primleri ölçümlerini finansal risk göstergeleri olarak kullanmayı önerdi.
37. English (yakında yayınlanacak) Norveç olayını ele alıyor.
38. Bkz: Svensson (2017a, b).
39. Adrian ve Liang (2018).
40. Bu sav, Gourio, Kashyap ve Sim (2018) tarafından yapılmıştır. Reinhart ve Rogoff (2009) resesyonları izleyen finansal krizlerin derin ve uzun süreli olduğuna yönelik bulgular sunmuştur.
41. Rey (2013).
42. Küresel döngüyü başka faktörler de etkiler. Uluslararası sermaye akışlarını belirlemede Fed politikasına daha az önem atfeden bir çalışma için bkz: Clark, Converse, Coulibaly ve Kamin (2016).
43. Adrian ve Shin (2010).

15.BÖLÜM: FED'İN BAĞIMSIZLIĞI VE TOPLUMDAKİ ROLÜ

1. Bernanke'nin basın açıklaması transkripti, 18 Aralık 2013, 39.
2. Bkz: Brainard (2021).
3. Bkz: Das ve Spicer (21 Temmuz 2016).
4. Brainard (2020) Fed'in mali ajan rolünü ve anında çek tahsilatı için FedNow hizmetini ele alıyor.

5. FedNow hakkında daha fazlası için, bkz: “Federal Reserve Board, FedNow Service,” 9 Ekim 2021’de erişildi, https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/fednow_about.htm.
6. Federal Reserve Board, “Preserving Minority Depository Institutions,” 9 Ekim 2021’de erişildi, <https://www.federalreserve.gov/publications/files/preserving-minority-depository-institutions-2020.pdf>.
7. CRA hakkında daha fazlası için bkz: Federal Reserve Board, Community Reinvestment Act, 26 Şubat 2021’de erişildi, https://www.federalreserve.gov/consumerscommunities/cra_about.htm.
8. Wessel, Sheiner ve Ng (2019). Kurul’un Azınlık ve Kadın Kapsamı Departmanı yıllık olarak Kongre’ye rapor verir. Bkz: Federal Reserve Board, “How does the Fed foster diversity and inclusion in the workplace?” 26 Şubat 2021’de erişildi, <https://www.federalreserve.gov/faqs/how-does-the-fed-foster-diversity-and-inclusion-in-the-workplace.htm>.
9. Smialek (2 Şubat 2021).
10. Holston, Laubach ve Williams (2017).
11. Blinder (1996).

BİBLİYOGRAFI

Aaronson, Stephanie R., Mary C. Daly, William L. Wascher, and David W. Wilcox. 2019.

“Okun Revisited: Who Benefits Most from a Strong Economy?” *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 333–404.

Abrams, Burton A. 2006. “How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes.” *Journal of Economic Perspectives* 20 (4): 177–88.

Achenbach, Joel, William Wan, and Lena H. Sun. 2020. “Coronavirus Forecasts Are Grim: ‘It’s Going to Get Worse.’” *Washington Post*, March 11.

Adrian, Tobias, Fernando Duarte, Nellie Liang, and Pawel Zabczyk. 2020. “Monetary and Macroprudential Policy with Endogenous Risk.” IMF Working Paper No. 2020/236.

Washington, DC: International Monetary Fund.

Adrian, Tobias, and Nellie Liang. 2018. “Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability.” *International Journal of Central Banking* 14 (1): 73–131.

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin. 2010. “Liquidity and Leverage.” *Journal of Financial Intermediation* 19 (3): 418–37.

Agur, Itai, and Maria Demertzis. 2013. “‘Leaning against the Wind’ and

the Timing of

Monetary Policy.” *Journal of International Money and Finance* 35 (June): 179–94.

Ahamed, Liaquat. 2009. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. New York: The

Penguin Press.

Ajello, Andrea, Thomas Laubach, David López-Salido, and Taisuke Nakata. 2019. “Financial

Stability and Optimal Interest-Rate Policy.” *International Journal of Central Banking* 15 (1):

279–326.

Allen, Steven G., Robert L. Clark, and Sylvester J. Schieber. 2001. “Has Job Security Vanished

in Large Corporations?” In *On The Job: Is Long-Term Employment a Thing of the Past?*, edited

by David Neumark. New York: Russell Sage Foundation.

Altavilla, Carlo, Luca Brugnolini, Refet Gürkaynak, Roberto Motto, and Giuseppe Ragusa.

2019. “Monetary Policy in Action: Multiple Dimensions of ECB Policy Communication

and Their Financial Market Effects.” Center for Economic Policy Research. VoxEU,

October 4.

Altavilla, Carlo, Lorenzo Burlon, Mariassunta Giannetti, and Sarah Holton. 2021. “Is There a

Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms.” *Journal of*

Financial Economics (forthcoming July).

Altavilla, Carlo, Giacomo Carboni, and Roberto Motto. 2015. “Asset Purchase Programmes

and Financial Markets: Lessons from the Euro Area.” ECB Working Paper 1864. Frankfurt,

Germany: European Central Bank.

Altavilla, Carlo, and Domenico Giannone. 2017. "The Effectiveness of Non-Standard Monetary

Policy Measures: Evidence from Survey Data." *Journal of Applied Econometrics* 32 (5): 952–

64.

Amiti, Mary, Stephen J. Redding, and David E. Weinstein. 2020. "Who's Paying for the US

Tariffs? A Longer-Term Perspective." *AEA Papers and Proceedings* 110 (May): 541–46.

Andrade, Philippe, Christophe Cahn, Henri Fraisse, and Jean-Stéphane Mésonnier. 2019.

"Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from

the Eurosystem's LTRO." *Journal of the European Economic Association* 17 (4): 1070–1106.

Andrade, Philippe, Jordi Galí, Hervé Le Bihan, and Julien Matheron. 2019. "The Optimal

Inflation Target and the Natural Rate of Interest." *Brookings Papers on Economic Activity*

(Fall): 173–255.

Appelbaum, Binyamin. 2017. "Richmond Fed President Resigns, Admitting He Violated

Confidentiality." *New York Times*, April 4.

Arteta, Carlos, M. Ayhan Kose, Marc Stocker, and Temel Taskin. 2018. "Implications of

Negative Interest Rate Policies: An Early Assessment." *Pacific Economic Review* 23 (1): 8–26.

Baer, Justin. 2020. "The Day the Coronavirus Nearly Broke the Markets." *Wall Street Journal*,

May 20.

Bagehot, Walter. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: Henry S.

King & Co.

- Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty." *Quarterly Journal of Economics* 131 (4): 1593–1636.
- Barberis, Nicholas, Robin Greenwood, Lawrence Jin, and Andrei Shleifer. 2018. "Extrapolation and Bubbles." *Journal of Financial Economics* 129 (2): 203–27.
- Bartlett, Charles. 2018. "The Financial Crisis, Then and Now: Ancient Rome and 2008 CE." Harvard University, Weatherhead Center for International Affairs. Epicenter (blog), December 10. <https://epicenter.wcfia.harvard.edu/blog/financial-crisis-then-and-now>.
- Bartscher, Alina K., Moritz Kuhn, Moritz Schularick, and Paul Wachtel. 2021. "Monetary Policy and Racial Inequality." Staff Report 959. Federal Reserve Bank of New York.
- Bauer, Michael D., and Glenn D. Rudebusch. 2014. "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases." *International Journal of Central Banking* 10 (3): 233–89.
- Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Panalver, and Tim Taylor. 2010. "Monetary Policy after the Fall." In *Proceedings*. Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bernanke, Ben S. 1983. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression." *American Economic Review* 73 (3): 257–76.
- . 1999. "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?" Presented at the ASSA Meetings, Boston, MA, December. https://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf.
- . 2000. *Essays on the Great Depression*. Princeton, NJ: Princeton

University Press.

—. 2002a. "Asset-Price 'Bubbles' and Monetary Policy." New York, October 15.

—. 2002b. "Remarks on Milton Friedman's Ninetieth Birthday." Chicago, November 8.

—. 2002c. "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here." Washington, DC, November 21.

—. 2003a. "A Perspective on Inflation Targeting." Washington, DC, March 25.

—. 2003b. "Remarks." St. Louis, October 17.

—. 2004. "The Great Moderation." Washington, DC, February 20.

—. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Richmond, VA, March 10.

—. 2006. "Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy." New York, March 20.

—. 2007. "Inflation Expectations and Inflation Forecasting." Cambridge, MA, July 10.

—. 2008a. "Remarks on Class Day 2008." Cambridge, MA, June 4.

—. 2008b. "Federal Reserve Policies in the Financial Crisis." Austin, TX, December 1.

—. 2009a. "The Crisis and the Policy Response." London, England, January 13.

—. 2009b. "The Chairman." Interview by Scott Pelley. 60 Minutes. CBS, March 15.

—. 2010a. "Monetary Policy and the Housing Bubble." Atlanta, January 3.

—. 2010b. "The Economic Outlook and Monetary Policy." Jackson Hole, WY, August 27.

—. 2012. "Monetary Policy since the Onset of the Crisis." Jackson Hole, WY, August 31.

—. 2014a. "The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward."

Philadelphia, January

3.

—. 2014b. "A Discussion on the Fed's 100th Anniversary." Washington, DC: Brookings

Institution. January 16.

—. 2015a. *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*. New York:

W. W. Norton.

—. 2015b. *The Federal Reserve and the Financial Crisis*. Princeton, NJ: Princeton University

Press.

—. 2015c. "Why Are Interest Rates So Low?" Brookings Institution. Ben Bernanke's Blog,

March 30.

—. 2015d. "Why Are Interest Rates So Low, Part 2: Secular Stagnation." Brookings

Institution. Ben Bernanke's Blog, March 31.

—. 2015e. "Why Are Interest Rates So Low, Part 3: The Global Savings Glut." Brookings

Institution. Ben Bernanke's Blog, April 1.

—. 2015f. "The Taylor Rule: A Benchmark for Monetary Policy?" Brookings Institution.

Ben Bernanke's Blog, April 28.

—. 2015g. "Warren-Vitter and the Lender of Last Resort." Brookings Institution. Ben

Bernanke's Blog, May 15.

—. 2015h. "Monetary Policy and Inequality." Brookings Institution. Ben Bernanke's Blog,

June 1.

—. 2016. "The Fed's Shifting Perspective on the Economy and Its Implications for

Monetary Policy." Brookings Institution. Ben Bernanke's Blog, August 8.

—. 2017a. "Monetary Policy in a New Era." In *Rethinking Macroeconomic Policy*.

Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. <https://piie.com/system/files/documents/bernanke20171012paper.pdf>.

—. 2017b. "Temporary Price-Level Targeting: An Alternative Framework for Monetary

Policy." Brookings Institution. Ben Bernanke's Blog, October 12.

—. 2018. "The Real Effects of Disrupted Credit: Evidence from the Global Financial

Crisis." *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall): 251–342.

—. 2020. "The New Tools of Monetary Policy." *American Economic Review* 110 (4): 943–

83.

Bernanke, Ben S., Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr. 2019. *Firefighting: The*

Financial Crisis and Its Lessons. New York: Penguin Books.

—, eds. 2020. *First Responders: Inside the U.S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global*

Financial Crisis. New Haven, CT: Yale University Press.

Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist. 1996. "The Financial Accelerator and the

Flight to Quality." *Review of Economics and Statistics* 78 (1): 1–15.

Bernanke, Ben S., and Harold James. 1991. "The Gold Standard, Deflation, and Financial

Crisis in the Great Depression: An International Comparison." In *Financial Markets and*

Financial Crises, edited by R. Glenn Hubbard, 33–68. Chicago: University of Chicago

Press.

Bernanke, Ben S., Michael T. Kiley, and John M. Roberts. 2019. "Monetary Policy Strategies

for a Low-Rate Environment.” AEA Papers and Proceedings 109 (May): 421–26.

Bernanke, Ben S., and Kenneth N. Kuttner. 2005. “What Explains the Stock Market’s Reaction

to Federal Reserve Policy?” *Journal of Finance* LX (3): 1221–57.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen. 1999. *Inflation*

Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bernanke, Ben S., and Frederic S. Mishkin. 1997. “Inflation Targeting: A New Framework for

Monetary Policy?” *Journal of Economic Perspectives* 11 (2): 97–116.

Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack. 2004. “Monetary Policy Alternatives

at the Zero Bound: An Empirical Assessment.” *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall):

1–100.

Bernanke, Ben, and Janet Yellen. 2020. “The Federal Reserve Must Reduce Long-Term Damage

from Coronavirus.” *Financial Times*, March 18.

Bhattarai, Saroj, Gauti B. Eggertsson, and Bulat Gafarov. 2015. “Time Consistency and the

Duration of Government Debt: A Signalling Theory of Quantitative Easing.” Working

Paper 21336. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Bhattarai, Saroj, and Christopher J. Neely (forthcoming). “An Analysis of the Literature on

International Unconventional Monetary Policy.” *Journal of Economic Literature*.

Binder, Sarah, and Mark Spindel. 2017. *The Myth of Independence: How Congress Governs the*

Federal Reserve. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bivens, Josh. 2015. “Gauging the Impact of the Fed on Inequality during

the Great Recession.”

Hutchins Center Working Paper 12. Washington, DC: Brookings Institution.

Blanchard, Olivier. 2016. “The Phillips Curve: Back to the 60s?” *American Economic Review*

106 (5): 31–34.

—. 2019. “Public Debt and Low Interest Rates.” *American Economic Review* 109 (4): 1197–

1229.

Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti, and Lawrence Summers. 2015. “Inflation and Activity—

Two Explorations and Their Monetary Policy Implications.” Working Paper 21726.

Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro. 2010. “Rethinking Macroeconomic

Policy.” IMF Staff Position Note. Washington, DC: International Monetary Fund.

Blinder, Alan S. 1996. “Central Banking in a Democracy.” Federal Reserve Bank of Richmond

Economic Quarterly 82 (4): 1–14.

Blinder, Alan S., and Ricardo Reis. 2005. “Understanding the Greenspan Standard.” In *The*

Greenspan Era: Lessons for the Future. Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas

City.

Blinder, Alan S., and Janet L. Yellen. 2001. *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from*

the 1990s. New York: Century Foundation Press.

Bonis, Brian, Jane Ihrig, and Min Wei. 2017. “Projected Evolution of the SOMA Portfolio and

the 10-Year Treasury Term Premium Effect.” Board of Governors of the Federal Reserve

System. FEDS Notes, September 22.

Borio, Claudio, and William White. 2003. "Whither Monetary and Financial Stability? The

Implications of Evolving Policy Regimes." In *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to*

a Changing Economy. Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Borio, Claudio, and Haibin Zhu. 2012. "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary

Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" *Journal of Financial Stability* 8

(4): 236–51.

Boushey, Heather, Ryan Nunn, and Jay Shambaugh, eds. 2019. *Recession Ready: Fiscal Policies*

to Stabilize the American Economy. Washington, DC: Brookings Institution: The Hamilton

Project, Washington Center for Equitable Growth.

Bowman, David, Christopher Erceg, and Mike Leahy. 2010. "Strategies for Targeting Interest

Rates Out the Yield Curve." Staff Memo. Washington, DC: Board of Governors of the

Federal Reserve System.

Boyle, Andrew. 1967. *Montagu Norman: A Biography*. London: Cassell.

Brainard, Lael. 2017. "Rethinking Monetary Policy in a New Normal." Washington, DC,

October 12.

—. 2019. "Federal Reserve Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and

Communications: Some Preliminary Views." New York, November 26.

—. 2020. "The Future of Retail Payments in the United States." Washington, DC, August

6.

- . 2021. "Supporting Responsible Use of AI and Equitable Outcomes in Financial Services." Washington, DC, January 12.
- Brauer, David. 2007. "The Natural Rate of Unemployment." Working Paper 2007-06. Washington, DC: Congressional Budget Office.
- Brunnermeier, Markus K., and Yann Koby. 2018. "The Reversal Interest Rate." Working Paper 25406. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Bullard, James, and Riccardo DiCecio. 2019. "Optimal Monetary Policy for the Masses." Working Paper 2019-009. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Bunn, Philip, Alice Pugh, and Chris Yeates. 2018. "The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK between 2008 and 2014." Staff Working Paper 720. London: Bank of England.
- Burke, Chris, Spence Hilton, Ruth Judson, Kurt Lewis, and David Skeie. 2010. "Reducing the IOER Rate: An Analysis of Options." Staff Memo. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Burns, Arthur F. 1970. "The Basis for Lasting Prosperity." Speech delivered at Pepperdine University, Los Angeles, December 7.
- . 1979. "The Anguish of Central Banking." Per Jacobsson Lecture, Belgrade, Yugoslavia, September 30. <http://www.perjacobsson.org/lectures/1979.pdf>.
- Bush, Ryan, Haitham Jendoubi, Matthew Raskin, and Giorgio Topa. 2020. "How Did Market Perceptions of the FOMC's Reaction Function Change after the Fed's Framework Review?"

Federal Reserve Bank of New York. Liberty Street Economics, December 18.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. 2017. "The Safe Assets

Shortage Conundrum." *Journal of Economic Perspectives* 31 (3): 29–46.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap. 2008. "Zombie Lending and

Depressed Restructuring in Japan." *American Economic Review* 98 (5): 1943–77.

Caballero, Ricardo J., and Gunes Kamber. 2019. "On the Global Impact of Risk-off Shocks

and Policy-Put Frameworks." Working Paper 26031. Cambridge, MA: National Bureau of

Economic Research.

Cahill, Michael E., Stefania D'Amico, Canlin Li, and John S. Sears. 2013. "Duration Risk

versus Local Supply Channel in Treasury Yields: Evidence from the Federal Reserve's Asset

Purchase Announcements." Working Paper 2013-35. Finance and Economics Discussion

Series. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Cahn, Christophe, Julien Matheron, and Jean-Guillaume Sahuc. 2017. "Assessing the

Macroeconomic Effects of LTROs during the Great Recession." *Journal of Money, Credit*

and Banking 49 (7): 1443–82.

Caldara, Dario, Etienne Gagnon, Enrique Martínez-García, and Christopher J. Neely. 2020.

"Monetary Policy and Economic Performance since the Financial Crisis." Working

Paper 2020-065. Finance and Economics Discussion Series. Washington, DC: Board of

Governors of the Federal Reserve System.

Campbell, Jeffrey R., Charles L. Evans, Jonas D. M. Fisher, and Alejandro Justiniano. 2012.

“Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance.” *Brookings Papers on*

Economic Activity (Spring): 1–80.

Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1998. “Valuation Ratios and the Long-Run Stock

Market Outlook.” *Journal of Portfolio Management* 24 (2): 11–26.

Carney, Mark. 2012. “A Monetary Framework for All Seasons.” Speech delivered at the

U.S. Monetary Policy Forum, New York, February 24.

Carvalho, Carlos, Eric Hsu, and Fernanda Nechio. 2016. “Measuring the Effect of the Zero

Lower Bound on Monetary Policy.” Working Paper 2016-06. Federal Reserve Bank of San

Francisco.

Case, Karl, John Quigley, and Robert Shiller. 2013. “Wealth Effects Revisited 1975–2012.”

Critical Finance Review 2 (1): 101–28.

Cetorelli, Nicola, Linda S. Goldberg, and Fabiola Ravazzolo. 2020. “Have the Fed Swap Lines

Reduced Dollar Funding Strains during the COVID-19 Outbreak?” Federal Reserve Bank

of New York. Liberty Street Economics, May 22.

Charbonneau, Karyne, and Lori Rennison. 2015. “Forward Guidance at the Effective Lower

Bound: International Experience.” Staff Discussion Paper 15. Ottawa, Ontario: Bank of

Canada.

Chaurushiya, Radha, and Ken Kuttner. 2003. “Targeting the Yield Curve: The Experience of

the Federal Reserve, 1942–1951.” Staff Memo. Washington, DC: Board of Governors of the

Federal Reserve System.

Cheng, Jeffrey, David Wessel, and Joshua Younger. 2020. “How Did COVID-19 Disrupt the

Market for U.S. Treasury Debt?” Washington, DC: Brookings Institution. May 1.

Chung, Hess, Etienne Gagnon, Taisuke Nakata, Matthias Paustian, Bernd Schlusche, James

Trevino, Diego Vilan, and Wei Zheng. 2019. “Monetary Policy Options at the Effective

Lower Bound: Assessing the Federal Reserve’s Current Policy Toolkit.” Finance and

Economics Discussion Series 2019-003. Washington, DC: Board of Governors of the

Federal Reserve System.

Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider, and John C. Williams. 2012. “Have

We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?” *Journey of*

Money, Credit and Banking 44 (1): 47–82.

Churm, Rohan, Michael Joyce, George Kapetanios, and Konstantinos Theodoridis. 2021.

“Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the UK’s QE2

and Funding for Lending Scheme.” *The Quarterly Review of Economics and Finance* 80:

721–36.

Claessens, Stijn. 2015. “An Overview of Macroprudential Policy Tools.” *Annual Review of*

Financial Economics 7 (1): 397–422.

Clarida, Richard H. 2019. “The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy,

Tools, and Communication Practices.” Presented at the 2019 U.S. Monetary Policy Forum,

New York, February 22.

—. 2020a. “The Federal Reserve’s New Monetary Policy Framework: A Robust Evolution.”

Washington, DC, August 31.

—. 2020b. “The Federal Reserve’s New Framework: Context and Consequences.”

Washington, DC, November 16.

—. 2021. “Outlooks, Outcomes, and Prospects for U.S. Monetary Policy.” Washington,

DC, August 4.

Clark, John, Nathan Converse, Brahim Coulibaly, and Steven Kamin. 2016. “Emerging

Market Capital Flows and U.S. Monetary Policy.” Washington, DC: Board of Governors of

the Federal Reserve System. IFDP Notes, October 18.

Clouse, Jim, Bill English, Jon Faust, Jane Ihrig, Jeff Huther, Beth Klee, Mike Leahy, David

Reifschneider, and Julie Remache. 2013. “Fiscal Implications of Additional Large-Scale

Asset Purchases for the Federal Government and the Federal Reserve.” Staff Memo.

Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, Edward S. Knotek II, and Raphael Schoenle. 2020.

“Average Inflation Targeting and Household Expectations.” Working Paper 27836.

Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Condon, Christopher. 2019. “Key Trump Quotes on Powell as Fed Remains in the Firing Line.”

Bloomberg, December 17.

Correa, Ricardo, and Sally Davies. 2008. "Implications of the Health of the Japanese Banking

Sector for the Effectiveness of Monetary Policy." Staff Memo. Washington, DC: Board of

Governors of the Federal Reserve System.

Cox, Jeff. 2018. "Powell Says We're 'A Long Way' from Neutral on Interest Rates, Indicating

More Hikes Are Coming." CNBC, October 3.

Crane, Leland D., Ryan A. Decker, Aaron Flaaen, Adrian Hamins-Puerto-
las, and Christopher

Kurz. 2020. "Business Exit during the COVID-19 Pandemic: Non-Traditional Measures

in Historical Context." Finance and Economics Discussion Series 2020-089. Washington,

DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Crockett, Andrew. 2000. "Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial

Stability." Speech at the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basel,

Switzerland, September 20.

Daly, Mary C., Bart Hobijn, Ayşegül Şahin, and Robert G. Valletta. 2012. "A Search and

Matching Approach to Labor Markets: Did the Natural Rate of Unemployment Rise?"

Journal of Economic Perspectives 26 (3): 3–26.

Dam, Kenneth, and George Shultz. 1977. "Reflections on Wage and Price Controls." Industrial

and Labor Relations Review (January): 139.

D'Amico, Stefania, William English, David López-Salido, and Edward Nelson. 2012. "The

Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programmes: Rationale and Effects." Economic

Journal 122 (564): 415–46.

D'Amico, Stefania, and Iryna Kaminska. 2019. "Credit Easing versus Quantitative Easing:

Evidence from Corporate and Government Bond Purchase Programs." London: Bank of

England Working Paper 825.

D'Amico, Stefania, and Thomas B. King. 2013. "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury

Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply." *Journal of Financial Economics*

108 (2): 425–48.

Das, Krishna N., and Jonathan Spicer. 2016. "How the New York Fed Fumbled over the

Bangladesh Bank Cyber-Heist." *Reuters*, July 21.

Das, Sonali. 2019. "China's Evolving Exchange Rate Regime." Working Paper 19/50.

Washington, DC: International Monetary Fund.

Davis, Josh, Cristian Fuenzalida, and Alan M. Taylor. 2021. "The Natural Rate Puzzle: Global

Macro Trends and the Market-Implied R^* ." Working Paper 26560. Cambridge, MA:

National Bureau of Economic Research.

De Santis, Roberto A. 2020. "Impact of the Asset Purchase Programme on Euro Area

Government Bond Yields Using Market News." *Economic Modelling* 86 (March): 192–209.

Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni, and Andrea Tambalotti. 2017.

"Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest." *Brookings Papers on Economic Activity*

(Spring): 235–94.

Del Negro, Marco, Marc Giannoni, and Christina Patterson. 2015. "The Forward Guidance

Puzzle." Staff Report 574. Federal Reserve Bank of New York.

Del Negro, Marco, Michele Lenza, Giorgio E. Primiceri, and Andrea Tambalotti. 2020.

“What’s Up with the Phillips Curve?” *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 301–73.

Dell’Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal, and Damiano Sandri. 2018. “Unconventional Monetary

Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom.” *Journal of Economic Perspectives* 32 (4): 147–72.

Devlin-Foltz, Sebastian, Alice M. Henriques, and John E. Sabelhaus. 2016. “The Role of Social

Security in Overall Retirement Resources: A Distributional Perspective.” Washington, DC:

Board of Governors of the Federal Reserve System. *FEDS Notes*, July 29.

Di Maggio, Marco, Amir Kermani, and Christopher J. Palmer. 2020. “How Quantitative

Easing Works: Evidence on the Refinancing Channel.” *The Review of Economic Studies* 87 (3): 1498–1528.

Draghi, Mario. 2012. “Remarks at the Global Investment Conference.” London, England, July 26.

Duarte, Fernando, and Carlo Rosa. 2015. “The Equity Risk Premium: A Review of Models.”

Staff Report 714. Federal Reserve Bank of New York.

Duffie, Darrell. 2020. “Still the World’s Safe Haven? Redesigning the U.S. Treasury Market

after the COVID-19 Crisis.” *Hutchins Center Working Paper* 62. Washington, DC:

Brookings Institution.

Eggertsson, Gauti B., and Michael Woodford. 2003. “The Zero Bound on Interest Rates and

Optimal Monetary Policy.” *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 139–235.

Eichengreen, Barry. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919–*

1939. Oxford and New York: Oxford University Press.

Eichengreen, Barry, and Jeffrey Sachs. 1985. “Exchange Rates and Economic Recovery in the

1930s.” *Journal of Economic History* 45 (4): 925–46.

Eienschmidt, Jens, and Frank Smets. 2018. “Negative Interest Rates: Lessons from the Euro

Area.” In *Monetary Policy and Financial Stability: Transmission Mechanisms and Policy*

Implications, edited by Álvaro Aguirre, Markus Brunnermeier, and Diego Saravia, 13–42.

Santiago: Central Bank of Chile.

Egen, Eric M., Thomas Laubach, and David Reifschneider. 2015. “The Macroeconomic Effects

of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies.” *Finance and Economics*

Discussion Series 2015-005. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve

System.

English, William. (forthcoming). “Monetary Policy and Financial Stability.” In *The Handbook of*

Financial Stress Testing, edited by J. Doyne Farmer, Alissa Kleinnijenhuis, Til Schuermann,

and Thom Wetzer.

Erceg, Chris, Jesper Linde, and David Reifschneider. 2010. “Macroeconomic Consequences of

a European Sovereign Debt Crisis.” *Staff Memo*. Washington, DC: Board of Governors of

the Federal Reserve System.

Erceg, Christopher, Michael T. Kiley, and David López-Salido. 2011.

“Alternative Monetary

Policy Frameworks.” Staff Memo. Washington, DC: Board of Governors of the Federal

Reserve System.

Erceg, Christopher, David López-Salido, and Robert Tetlow. 2011. “Adopting an Alternative

Monetary Policy Framework.” Staff Memo. Washington, DC: Board of Governors of the

Federal Reserve System.

Eser, Fabian, Wolfgang Lemke, Ken Nyholm, Sören Radde, and Andreea Liliana Vladu. 2019.

“Tracing the Impact of the ECB’s Asset Purchase Programme on the Yield Curve.” ECB

Working Paper 2293. Frankfurt, Germany: European Central Bank.

Evans, Charles L. 2012. “Monetary Policy in a Low Inflation Environment: Developing a State

Contingent Price Level Target.” *Journal of Money, Credit and Banking* 44 (s1): 147–55.

Fair, Ray C. 1978. “The Effect of Economic Events on Votes for President.” *Review of Economic and Statistics* 60 (2): 159–73.

Favara, Giovanni, Camelia Minoiu, and Ander Perez-Orive. 2021. “U.S. Zombie Firms: How

Many and How Consequential?” Washington, DC: Board of Governors of the Federal

Reserve System. FEDS Notes, July 30.

Femia, Katherine, Steven Friedman, and Brian Sack. 2013. “The Effects of Policy Guidance on

Perceptions of the Fed’s Reaction Function.” Staff Report 652. Washington, DC: Federal

Reserve Bank of New York.

Ferguson, Jr., Roger W. 2003. “September 11, the Federal Reserve, and the Financial System.”

Nashville, TN, February 5.

Fernald, John G. 2014. "Productivity and Potential Output before, during, and after the

Great Recession." In NBER Macroeconomics Annual 2014. Vol. 29: 1–51. Cambridge, MA:

National Bureau of Economic Research.

Fernald, John G., Robert E. Hall, James H. Stock, and Mark W. Watson. 2017. "The

Disappointing Recovery of Output after 2009." *Brookings Papers on Economic Activity*

(Spring): 1–58.

Feroli, Michael, David Greenlaw, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi. 2017.

"Language after Liftoff: Fed Communication Away from the Zero Lower Bound." *Research*

in Economics 71 (3): 452–90.

Ferrell, Robert H. 2010. *Inside the Nixon Administration: The Secret Diary of Arthur Burns,*

1969–1974. Lawrence: University Press of Kansas.

Fischer, Stanley. 1995. "Central-Bank Independence Revisited." *American Economic Review* 85

(2): 201–6.

Fisher, Irving. 1930. *The Theory of Interest*. New York: The Macmillan Co.

—. 1973. "I Discovered the Phillips Curve: A Statistical Relation between Unemployment

and Price Changes." *Journal of Political Economy* 81 (2): 496–502.

Fleming, Sam. 2018. "Janet Yellen on Trump, Fed Politics and Nurturing Recovery." *Financial*

Times, October 26.

Forbes, Kristen J. 2019. "Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?"

Brookings Papers on Economic Activity (Fall): 257–338.

Freund, James, Timothy Curry, Peter Hirsch, and Theodore Kelley. 1997. “Commercial Real

Estate and the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s.” In *History of the Eighties*:

Lessons for the Future, Vol. 1: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early

1990s, Chapter 3. Washington, DC: Federal Deposit Insurance Corporation. [https://www](https://www.fdic.gov/bank/historical/history/137_165.pdf)

[.fdic.gov/bank/historical/history/137_165.pdf](https://www.fdic.gov/bank/historical/history/137_165.pdf).

Friedman, Milton. 1968. “The Role of Monetary Policy.” *American Economic Review* 58 (1):

1–17.

—. 1969. *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago: Aldine Publishing

Company.

Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States*:

1867–1960. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Furman, Jason. 2020. “The Fiscal Response to the Great Recession: Steps Taken, Paths Rejected,

and Lessons for Next Time.” In *First Responders: Inside the U.S. Strategy for Fighting the*

2007–2009 Global Financial Crisis, 451–88. New Haven, CT: Yale University Press.

Furman, Jason, and Lawrence Summers. 2020. “A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of

Low Interest Rates.” Discussion Draft. Washington, DC: Brookings Institution.

Gagnon, Joseph E. 2016. “Quantitative Easing: An Underappreciated Success.”

Policy Brief PB16-4. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

—. 2018. "QE Skeptics Overstate Their Case." Peterson Institute for International

Economics. Realtime Economic Issues Watch, July 5.

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack. 2011. "The Financial

Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases." International Journal

of Central Banking 7 (1): 3–43.

Ghebreyesus, Tedros Adhanom. 2020. "Opening Remarks at the Media Briefing on

COVID-19." World Health Organization. March 11. <https://www.who.int/dg/speeches/>

detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19

---11-march-2020.

Gilchrist, Simon, and Egon Zakrajšek. 2012. "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations."

American Economic Review 102 (4): 1692–1720.

—. 2013. "The Impact of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs on

Corporate Credit Risk." Journal of Money, Credit and Banking 45 (s2): 29–57.

—. 2019. "Trade Exposure and the Evolution of Inflation Dynamics." Working Paper

2019-007. Finance and Economics Discussion Series. Washington, DC: Board of Governors

of the Federal Reserve System.

Glaeser, Edward L., Joshua D. Gottlieb, and Joseph Gyourko. 2013. "Can Cheap Credit

Explain the Housing Boom?" In *Housing and the Financial Crisis*, edited by Edward L.

Glaeser and Todd Sinai, 301–59. Chicago: University of Chicago Press.

Goodfriend, Marvin, and Robert G. King. 2005. "The Incredible Volcker

Disinflation.” *Journal*

of Monetary Economics 52 (5): 981–1015.

Gordon, Robert J. 2013. “The Phillips Curve Is Alive and Well: Inflation and the NAIRU

during the Slow Recovery.” Working Paper 19390. Cambridge, MA: National Bureau of

Economic Research.

—. 2016. *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil*

War. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Gorton, Gary B. 2012. *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don’t See Them Coming.*

New York: Oxford University Press.

Gorton, Gary, and Andrew Metrick. 2012. “Securitized Banking and the Run on Repo.”

Journal of Financial Economics 104 (3): 425–51.

Gourio, François, Anil K. Kashyap, and Jae Sim. 2018. “The Tradeoffs in Leaning against the

Wind.” *IMF Economic Review* 66 (March): 70–115.

Gramlich, Edward M. 2007. “Booms and Busts, the Case of Subprime Mortgages.” *Federal*

Reserve Bank of Kansas City Economic Review 109: 105–13.

Granville, Kevin. 2017. “A President at War with His Fed Chief, 5 Decades before Trump.”

New York Times, June 13.

Greenlaw, David, James D Hamilton, Ethan Harris, and Kenneth D. West. 2018. “A Skeptical

View of the Impact of the Fed’s Balance Sheet.” Working Paper 24687. Cambridge, MA:

National Bureau of Economic Research.

Greenspan, Alan. 1996. “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society.”

Washington, DC, December 5.

—. 2005. "Mortgage Banking." Palm Desert, California, September 26.

—. 2007. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. New York: Penguin Press.

Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, Joshua S. Rudolph, and Lawrence H. Summers. 2015.

"Debt Management Conflicts between the U.S. Treasury and the Federal Reserve." In *The*

\$13 Trillion Question: How America Manages Its Debt, 43–89. Washington, DC: Brookings

Institution Press.

Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, Andrei Shleifer, and Jakob Ahm Sørensen.

(forthcoming). "Predictable Financial Crises." *Journal of Finance*.

Greenwood, Robin, and Dimitri Vayanos. 2014. "Bond Supply and Excess Bond Return."

Review of Financial Studies 27 (3): 663–713.

Grise, Christian, Signe Krogstrup, and Silvio Schumacher. 2017. "Lower-Bound Beliefs and

Long-Term Interest Rates." *International Journal of Central Banking* 13 (3): 165–202.

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack, and Eric T. Swanson. 2005. "Do Actions Speak Louder

Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements."

International Journal of Central Banking 1 (1): 55–93.

Haltom, Renee. 2013. "Failure of Continental Illinois." *Federal Reserve History*, November 22.

<https://www.federalreservehistory.org/essays/failure-of-continental-illinois>.

Hamilton, James D., and Jing Cynthia Wu. 2012. "The Effectiveness of Alternative Monetary

Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment." *Journal of Money*,

Credit and Banking

44 (1): 3–46.

Hansen, Alvin H. 1939. “Economic Progress and Declining Population Growth.” *American*

Economic Review 29 (1): 1–15.

Hanson, Samuel, and Jeremy C. Stein. 2015. “Monetary Policy and Long-Term Rates.” *Journal*

of Financial Economics 115 (3): 429–48.

Harker, Patrick T. 2017. “Economic Outlook: The Labor Market, Rates, and the Balance

Sheet.” Presented at the Market News International (MNI) Connect Roundtable, New

York, May 23.

Heathcote, Jonathan, Fabrizio Perri, and Giovanni L. Violante. 2020. “The Rise of US Earnings

Inequality: Does the Cycle Drive the Trend?” *Review of Economic Dynamics* 37 (s1): S181–204.

Hetzel, Robert L. 1998. “Arthur Burns and Inflation.” *Federal Reserve Bank of Richmond*

Economic Quarterly 84 (1): 21–44.

—. 2008. *The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. *Studies in Economic*

History. Cambridge: Cambridge University Press.

Hetzel, Robert L., and Ralph F. Leach. 2001. “The Treasury-Fed Accord: A New Narrative

Account.” *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 87 (1): 33–55.

Hodgson, Godfrey. 1998. “Obituary: William McChesney Martin.” *The Independent*, August

20.

Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams. 2017. “Measuring the Natural Rate

of Interest: International Trends and Determinants.” *Journal of International Economics* 108

(S1): S59–75.

Hooker, Mark A. 2002. “Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications

versus Changes in Regime.” *Journal of Money, Credit and Banking* 34 (2): 540–61.

Hooper, Peter, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi. 2020. “Prospects for Inflation in a High

Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or Is It Just Hibernating?” *Research in*

Economics 74 (1): 26–62.

Hubbard, Glenn, and Donald Kohn, eds. 2021. *Report of the Task Force on Financial Stability*.

Washington, DC: Brookings Institution.

Hubert, Paul, and Fabien Labondance. 2018. “The Effect of ECB Forward Guidance on the

Term Structure of Interest Rates.” *International Journal of Central Banking* 14 (5): 193–222.

Ihrig, Jane, Elizabeth Klee, Canlin Li, Min Wei, and Joe Kachovec. 2018. “Expectations about

the Federal Reserve’s Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates.” *International*

Journal of Central Banking 14 (2): 341–90.

Irwin, Neil. 2018. “The Most Important Least-Noticed Economic Event of the Decade.” *New*

York Times, September 29.

Jamrisko, Michelle, Chloe Whiteaker, and Jeremy Scott Diamond. 2018. “Yellen’s Labor

Market Dashboard.” *Bloomberg*, February 2.

Jonung, Lars, and Eoin Drea. 2009. “The Euro: It Can’t Happen, It’s a Bad Idea, It Won’t

Last. *US Economists on the EMU, 1989–2002.* *Economic Papers* 395.

Brussels, Belgium:

European Commission.

Jordà, Òscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2013. "When Credit Bites Back." *Journal*

of Money, Credit and Banking 45 (s2): 3–28.

—. 2015a. "Interest Rates and House Prices: Pill or Poison?" Federal Reserve Bank of San

Francisco. FRBSF Economic Letter, August 3.

—. 2015b. "Leveraged Bubbles." *Journal of Monetary Economics* 76 (S): S1–20.

Joyce, Michael A. S., Ana Lasaosa, Ibrahim Stevens, and Matthew Tong. 2011. "The Financial

Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom." *International Journal of*

Central Banking 7 (3): 113–61.

Joyce, Michael A. S., and Matthew Tong. 2012. "QE and the Gilt Market: A Disaggregated

Analysis." *Economic Journal* 122 (564): 348–84.

Kacperczyk, Marcin, and Philipp Schnabl. 2010. "When Safe Proved Risky: Commercial Paper

during the Financial Crisis of 2007–2009." *Journal of Economic Perspectives* 24 (1): 29–50.

Kashyap, Anil K., and Caspar Siebert. 2019. "Financial Stability Considerations and Monetary

Policy?" In *Financial Stability Considerations and Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of

Chicago.

Katz, Lawrence F., and Alan B. Krueger. 1999. "The High-Pressure U.S. Labor Market of the

1990s." *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 1–87.

Kiley, Michael T. 2014. "The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest

Rates." *International Journal of Central Banking* 10 (4): 69–104.

—. 2015. "Low Inflation in the United States: A Summary of Recent Research." Board of

Governors of the Federal Reserve System. FEDS Notes, November 23.

—. 2018. "Quantitative Easing and the 'New Normal' in Monetary Policy." *Finance*

and Economic Discussion Series 2018-004. Washington, DC: Board of Governors of the

Federal Reserve System.

—. 2019. "The Global Equilibrium Real Interest Rate: Concepts, Estimates, and

Challenges." *Finance and Economics Discussion Series* 2019-076. Washington, DC: Board

of Governors of the Federal Reserve System.

Kim, Kyungmin, Thomas Laubach, and Min Wei. 2020. "Macroeconomic Effects of Large-

Scale Asset Purchases: New Evidence." *Finance and Economics Discussion Series* 2020-

047. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Kocherlakota, Narayana. 2016. "'Helicopter Money' Won't Provide Much Extra Lift."

Bloomberg, March 24.

Kohn, Donald, and Brian Sack. 2020. "Monetary Policy during the Financial Crisis." In *First*

Responders: Inside the U.S. Strategy for Fighting the 2007–2009 Global Financial Crisis,

edited by Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner, and Henry M. Paulson, Jr., 421–50. New

Haven, CT: Yale University Press.

Kopcke, Richard W., and Anthony Webb. 2013. "How Has the Financial Crisis Affected the

Finances of Older Households?" Working Paper. Boston, MA: Center for

Retirement

Research at Boston College. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.65>

1.2278&rep=rep1&type=pdf.

Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. 2011. "The Effects of Quantitative

Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy." *Brookings Papers on*

Economic Activity (Fall): 215–65.

Krugman, Paul R. 1998. "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap."

Brookings Papers on Economic Activity (Fall): 137–205.

Kurtzman, Robert, Stephan Luck, and Tom Zimmermann. 2017. "Did QE Lead Banks to

Relax Their Lending Standards? Evidence from the Federal Reserve's LSAPs." *Finance*

and Economics Discussion Series 2017-093. Washington, DC: Board of Governors of the

Federal Reserve System.

Kuttner, Kenneth N. 2012. "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun."

In *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?* Federal Reserve

Bank of Chicago.

—. 2018. "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and

Beyond." *Journal of Economic Perspectives* 32 (4): 121–46.

Laforte, Jean-Philippe. 2018. "Overview of the Changes to the FRB/US Model (2018)."

Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. *FEDS Notes*,

December 7.

Lagarde, Christine. 2020a. "Our Response to the Coronavirus Emergency." European Central Bank. The ECB Blog, March 19.

—. 2020b. "The Monetary Policy Strategy Review: Some Preliminary Considerations."

Speech at the "ECB and Its Watchers XXI" conference, Frankfurt, Germany, September 30.

Laubach, Thomas, and John C. Williams. 2003. "Measuring the Natural Rate of Interest."

Review of Economics and Statistics 85 (4): 1063–70.

Leigh, Daniel. 2010. "A 4% Inflation Target?" Center for Economic and Policy Research.

VoxEU, March 9.

Lewis, Michael. 2010. *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*. New York: W. W. Norton.

Li, Canlin, and Min Wei. 2013. "Term Structure Modelling with Supply Factors and the

Federal Reserve's Large Scale Asset Purchase Programs." *International Journal of Central*

Banking 9 (1): 3–39.

Liang, J. Nellie, and Rochelle M. Edge. 2019. "New Financial Stability Governance Structures

and Central Banks." Hutchins Center Working Paper 50. Washington, DC: Brookings

Institution.

Lindsey, David E. 2003. "A Modern History of FOMC Communication: 1975–2002." Staff

Memo. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Loomis, Carol J. 1998. "A House Built on Sand." *Fortune*, October 26. [https://archive.fortune](https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/10/26/250015/index.htm)

[.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/10/26/250015/index.htm](https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/10/26/250015/index.htm).

Lopez, Jose A., Andrew K. Rose, and Mark M. Spiegel. 2020. "Why Have Negative Nominal

Interest Rates Had Such a Small Effect on Bank Performance? Cross Country Evidence."

European Economic Review 124 (May).

Lu, Lina, Matthew Pritsker, Andrei Zlate, Kenechukwu Anadu, and James Bohn. 2019. "Reach

for Yield by U.S. Public Pension Funds." Finance and Economics Discussion Series 2019-

048. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Mahedy, Tim, and Adam Shapiro. 2017. "What's Down with Inflation?" Federal Reserve Bank

of San Francisco. FRBSF Economic Letters, November 27.

Mallaby, Sebastian. 2016. *The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan*. New

York: Penguin Press.

Mankiw, N. Gregory. 2020. "A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory." In AEA Papers

and Proceedings, 110:141–44.

Manski, Charles F., and John D. Straub. 2000. "Worker Perceptions of Job Insecurity in the

Mid-1990s: Evidence from the Survey of Economic Expectations." *Journal of Human*

Resources 35 (3): 447–79.

Matthews, Dylan. 2019. "Modern Monetary Theory, Explained." *Vox*, April 16.

McGowan, Müge Adalet, Dan Andrews, and Valentine Millot. 2018. "The Walking Dead?

Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries." *Economic Policy* 33

(96): 685–736.

McLaren, Nick, Ryan N. Banerjee, and David Latto. 2014. "Using

Changes in Auction

Maturity Sectors to Help Identify the Impact of QE on Gilt Yields.” *Economic Journal* 124

(576): 453–79.

McLeay, Michael, and Silvana Tenreyro. 2020. “Optimal Inflation and the Identification of

the Phillips Curve.” In *NBER Macroeconomics Annual*. Vol. 34. Cambridge, MA: National

Bureau of Economic Research.

Meade, Ellen E., Nicholas A. Burk, and Melanie Josselyn. 2015. “The FOMC Meeting Minutes:

An Assessment of Counting Words and the Diversity of Views.” Washington, DC: Board of

Governors of the Federal Reserve System. *FEDS Notes*, May 16.

Meaning, Jack, and Feng Zhu. 2011. “The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase

Programmes.” *BIS Quarterly Review* (December): 73–83.

Metrick, Andrew, and Daniel Tarullo. 2021. “Congruent Financial Regulation.” *Brookings*

Papers on Economic Activity (Spring).

Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi. 2021. “What Explains the Decline in r^* ? Rising

Income Inequality versus Demographic Shifts.” In *Proceedings*. Jackson Hole, WY: Federal

Reserve Bank of Kansas City.

Mian, Atif, Amir Sufi, and Emil Verner. 2017. “Household Debt and Business Cycles

Worldwide.” *Quarterly Journal of Economics* 132 (4): 1755–1817.

Minsky, Hyman P. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University

Press.

Mishkin, Frederic S. 2007. “Inflation Dynamics.” *International Finance*

10 (3): 317–34.

Mishkin, Frederic S., and Eugene N. White. 2003. “U.S. Stock Market Crashes and Their

Aftermath: Implications for Monetary Policy.” In *Asset Price Bubbles: The Implications for*

Monetary, Regulatory and International Policies, edited by William B. Hunter, George G.

Kaufman, and Michael Pomerleano. Cambridge, MA: MIT Press.

Mondale, Walter, and David Hage. 2010. *The Good Fight: A Life in Liberal Politics*. New York:

Scribner.

Mui, Ylan Q. 2016. “Why the Federal Reserve Is Rethinking Everything.” *Washington Post*,

July 27.

Nakata, Taisuke. 2015. “Credibility of Optimal Forward Guidance at the Interest Rate Lower

Bound.” Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. FEDS Notes,

August 27.

Nechio, Fernanda, and Glenn D. Rudebusch. 2016. “Has the Fed Fallen behind the Curve

This Year?” Federal Reserve Bank of San Francisco. FRBSF Economic Letter, November 7.

Nelson, Edward. 2021. “The Emergence of Forward Guidance as a Monetary Policy Tool.”

2021–033. Finance and Economics Discussion Series. Washington, DC: Board of

Governors of the Federal Reserve System.

Nelson, Jack. 1990. “Interest Rates Peril Fed Chief’s Job, Sources Say.” *Los Angeles Times*,

March 9.

Okazaki, Yosuke, and Nao Sudo. 2018. “Natural Rate of Interest in Japan: Measuring Its Size

and Identifying Drivers Based on a DSGE Model.” Bank of Japan Working Paper 18-E-6.

Tokyo: Bank of Japan.

Orphanides, Athanasios. 2003. “The Quest for Prosperity without Inflation.” *Journal of*

Monetary Economics 50 (3): 633–63.

Orphanides, Athanasios, and John Williams. 2013. “Monetary Policy Mistakes and the

Evolution of Inflation Expectations.” In *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central*

Banking, edited by Michael D. Bordo and Athanasios Orphanides. Chicago: University of

Chicago Press.

Owyang, Michael T., and Tatevik Sekhposyan. 2012. “Okun’s Law over the Business Cycle:

Was the Great Recession All That Different?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*

(September): 399–418.

Paligorova, Teodora, and Jesus A. Sierra Jimenez. 2012. “Monetary Policy and the Risk-Taking

Channel: Insights from the Lending Behaviour of Banks.” *Bank of Canada Review*, 23–30.

Peek, Joe, and Eric S. Rosengren. 1992. “The Capital Crunch in New England.” *New England*

Economic Review (May): 21–31.

Phelps, Edmund S. 1968. “Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium.” *Journal of*

Political Economy 76 (4): 678–711.

Phillips, A. W. 1958. “The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money

Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957.” *Economica* 25 (100): 283–99.

Potter, Simon, and Frank Smets. 2019. “Unconventional Monetary

Policy Tools: A Cross-

Country Analysis." Committee on the Global Financial System Paper 63. Basel, Switzerland:

Bank for International Settlements.

Powell, Jerome H. 2015. "‘Audit the Fed’ and Other Proposals." Washington, DC, February 9.

—. 2018a. Interview with Kai Ryssdal, Marketplace, July 12. [https://www.marketplace.](https://www.marketplace.org/2018/07/12/powell-transcript)

[org/2018/07/12/powell-transcript.](https://www.marketplace.org/2018/07/12/powell-transcript)

—. 2018b. "Monetary Policy in a Changing Economy." Jackson Hole, WY, August 24.

—. 2019a. "Opening Remarks." Presented at the Federal Reserve Bank of Chicago,

Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices, Chicago,

June 4.

—. 2019b. "Challenges for Monetary Policy." Jackson Hole, WY, August 23.

—. 2020a. "Current Economic Issues." Washington, DC, May 13.

—. 2020b. "Q&A with Alan Blinder." Wall Street Journal, May 29. [https://www.wsj.com/](https://www.wsj.com/articles/transcript-fed-chief-jerome-powell-q-a-with-alan-blinder-11590779548)

[articles/transcript-fed-chief-jerome-powell-q-a-with-alan-blinder-11590779548.](https://www.wsj.com/articles/transcript-fed-chief-jerome-powell-q-a-with-alan-blinder-11590779548)

—. 2020c. "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review." Jackson

Hole, WY, August 27.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky. 2010. "Shadow Banking."

Staff Report 458. Federal Reserve Bank of New York.

Quarles, Randal K. 2020. "What Happened? What Have We Learned From It? Lessons From

COVID-19 Stress on the Financial System." Washington, DC, October 15.

Rachel, Łukasz, and Lawrence H. Summers. 2019. "On Secular Stagnation in the Industrialized

World." *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 1–54.

Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs. 2000. "The Onset of the East Asian Financial Crisis." In

Currency Crises, edited by Paul Krugman. Chicago: University of Chicago Press.

Rajan, Raghuram G. 2005. "Has Financial Development Made the World Riskier?" In

Proceedings. Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Rankin, Jennifer. 2020. "EU Summit Deal: What Has Been Agreed and Why Was It So

Difficult?" *The Guardian*, July 21.

Raskin, Matthew D. 2013. "The Effects of the Federal Reserve's Date-Based Forward

Guidance." *Finance and Economics Discussion Series* 2013-37. Washington, DC: Board of

Governors of the Federal Reserve System.

Rebucci, Alessandro, Jonathan S. Hartley, and Daniel Jiménez. 2020. "An Event Study of

COVID-19 Central Bank Quantitative Easing in Advanced and Emerging Economies."

Working Paper 27339. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Reifschneider, David. 2016. "Gauging the Ability of the FOMC to Respond to Future

Recessions." *Finance and Economics Discussion Series* 2016-068. Washington, DC: Board

of Governors of the Federal Reserve System.

Reinhart, Carmen M., and Vincent R. Reinhart. 2011. "Limits of Monetary Policy in Theory

and Practice." *Cato Journal* 31 (3): 427–39.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is*

Different: Eight Centuries of

Financial Folly. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Rey, Hélène. 2013. "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy

Independence." In *Proceedings*. Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Richter, Björn, Moritz Schularick, and Ilhyock Shim. 2019. "The Costs of Macroprudential

Policy." *Journal of International Economics* 118 (May): 263–82.

Roberts, John M. 2006. "Monetary Policy and Inflation Dynamics." *International Journal of*

Central Banking 2 (3): 193–230.

Robinson, Kenneth J. 2013. "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act

of 1980." *Federal Reserve History*, November 22. [https://www.federal-reservehistory.org/](https://www.federal-reservehistory.org/essays/monetary-control-act-of-1980)

[essays/monetary-control-act-of-1980](https://www.federal-reservehistory.org/essays/monetary-control-act-of-1980).

Rodnyansky, Alexander, and Olivier M. Darmouni. 2017. "The Effects of Quantitative Easing

on Bank Lending Behavior." *The Review of Financial Studies* 30 (11): 3858–87.

Rogoff, Kenneth S. 1985. "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary

Target." *Quarterly Journal of Economics* 100 (4).

—. 2017. *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and*

Constrain Monetary Policy. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Romer, Christina D. 2011. "Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment." *New York Times*,

October 29.

Romer, Christina D., and David H. Romer. 2002. "A Rehabilitation of Monetary Policy in the

1950's." *American Economic Review* 92 (2): 121–27.

Romero, Jessie. 2013. "Treasury-Fed Accord." *Federal Reserve History*, November 22. [https://](https://www.federalreservehistory.org/essays/treasury-fed-accord)

www.federalreservehistory.org/essays/treasury-fed-accord.

Rosenfeld, Everett. 2015. "Fed's Fischer: Too Early to Decide on Sept Hike." *CNBC*, August

28.

Samuels, Brett. 2020. "Trump Calls Fed Chair Powell 'Most Improved Player.'" *The Hill*, May

13.

Samuelson, Paul, and Robert Solow. 1960. "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy."

American Economic Review, Papers and Proceedings 50 (2): 177–94.

Schreft, Stacey L. 1990. "Credit Controls: 1980." *Federal Reserve Bank of Richmond Economic*

Review 76 (Nov): 25–55.

Schrimpf, Andreas, Hyun Song Shin, and Vladyslav Sushko. 2020. "Leverage and Margin

Spirals in Fixed Income Markets during the Covid-19 Crisis." *BIS Bulletin* 2. Basel,

Switzerland: Bank for International Settlements.

Shiller, Robert J. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

—. 2007. "Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership." In

Proceedings. Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City.

—. 2019. *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*.

Princeton, NJ: Princeton University Press.

Silber, William L. 2012. *Volcker: The Triumph of Persistence*. London: Bloomsbury Press.

Slacalek, Jiri, Oreste Tristani, and Giovanni L. Violante. 2020.

“Household Balance Sheet

Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area.”

Journal of Economic Dynamics and Control 115 (June): 103879.

Smialek, Jeanna. 2021. “Why Are There So Few Black Economists at the Fed?” New York Times,

February 2.

Spicer, Jonathan. 2015. “Market turmoil makes September rate hike ‘less compelling’—Fed’s

Dudley.” Reuters, August 26.

Staiger, Douglas O., James H. Stock, and Mark W. Watson. 1997. “How Precise Are Estimates

of the Natural Rate of Unemployment.” In *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*,

edited by Christina D. Romer and David H. Romer, 195–246. Chicago: University of

Chicago Press.

Steelman, Aaron. 2013. “Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 (Humphrey-

Hawkins).” Federal Reserve History, November 22. [https://www.federalreservehistory.org/](https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey-hawkins-act)

[essays/humphrey-hawkins-act](https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey-hawkins-act).

Stein, Jeremy C. 2013. “Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy

Responses.” St. Louis, February 7.

—. 2014. “Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy

Framework.” Washington, DC, March 21.

Stewart, Jay. 2000. “Did Job Security Decline in the 1990s?” Working Paper 330. Washington,

DC: Bureau of Labor Statistics.

Stock, James H., and Mark W. Watson. 2007. “Why Has U.S. Inflation

Become Harder to

Forecast?" *Journal of Money, Credit and Banking* 39 (1): 3–33.

Stock, James H., and Mark W. Watson. 2020. "Slack and Cyclically Sensitive Inflation."

Journal of Money, Credit and Banking 52 (2): 393–428.

Summers, Lawrence H. 2014. "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and

the Zero Lower Bound." *Business Economics* 49 (2).

Sumner, Scott B. 2014. "Nominal GDP Targeting: A Simple Rule to Improve Fed Performance."

Cato Journal 34 (2): 315–37.

Svensson, Lars E.O. 1999. "Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?"

Journal of Money, Credit and Banking 31 (3): 277–95.

—. 2017a. "Leaning against the Wind: The Role of Different Assumptions about the

Costs." Working Paper 23745. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

—. 2017b. "Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind." *Journal of Monetary*

Economics 90 (October): 193–213.

Swanson, Eric T. 2011. "Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of

Operation Twist and Its Implications for QE2." *Brookings Papers on Economic Activity*

(Spring): 151–88.

—. 2020. "Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset

Purchases on Financial Markets." *Journal of Monetary Economics* 118: 32–53.

Swanson, Eric T., and John C. Williams. 2014. "Measuring the Effect of the Zero Lower Bound

on Medium- and Longer-Term Interest Rates." *American Economic Review* 104 (10): 3154–

85.

Tankersley, Jim. 2019. "Herman Cain's Fed Chances Dim amid Republican Senate Opposition."

New York Times, April 11.

Tankersley, Jim, Maggie Haberman, and Emily Cochrane. 2019. "Trump Won't Nominate

Stephen Moore for Fed Board." *New York Times*, May 2.

Taylor, Derrick Bryson. 2020. "A Timeline of the Coronavirus." *New York Times*, March 17.

Taylor, John B. 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference*

Series on Public Policy 39 (December): 195–214.

Timiraos, Nick, and Kate Davidson. 2017. "Wall Street Veteran Leads Search for Next Fed

Chief." *Wall Street Journal*, June 13.

Uchitelle, Louis, and N. R. Kleinfeld. 1996. "On the Battlefields of Business, Millions of

Casualties." *New York Times*, March 3. [https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/](https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/specials/downsize/03down1.html)

[specials/downsize/03down1.html](https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/specials/downsize/03down1.html).

Vayanos, Dimitri, and Jean-Luc Vila. 2021. "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure

of Interest Rates." *Econometrica* 89 (1): 77–112.

Volcker, Paul A. 1990. "The Triumph of Central Banking?" *Per Jacobsson Lecture*, Washington,

DC, September 23. <http://www.perjacobsson.org/lectures/1990.pdf>.

—. 2018. *Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government*. New York:

PublicAffairs: Hachette Book Group.

Weinraub, Mark. 2020. "Trump's Payments to Farmers Hit All-Time

High ahead of Election.”

Reuters, October 19.

Wells, Wyatt C. 1994. *Economist in an Uncertain World: Arthur F. Burns and the Federal Reserve,*

1970–1978. New York: Columbia University Press.

Wessel, David, Louise Sheiner, and Michael Ng. 2019. “Gender and Racial Diversity of Federal

Government Economists.” Washington, DC: Brookings Institution: Hutchins Center on

Fiscal and Monetary Policy.

Wheatley, Jonathan, and Peter Garnham. 2010. “Brazil in ‘Currency War’ Alert.” *Financial*

Times, September 27.

Wicksell, Knut. 1936. *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money.*

R.S. Kahn, trans. New York: Sentry Press.

Williams, John C. 2014. “Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Putting Theory into

Practice.” Hutchins Center Working Paper. Washington, DC: Brookings Institution.

—. 2017. “Speed Limits and Stall Speeds: Fostering Sustainable Growth in the United

States.” Sydney, Australia, June 26.

Willoughby, Jack. 2000. “Burning Up.” *Barron’s*, March 20.

Woodford, Michael. 2012. “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower

Bound.” In *The Changing Policy Landscape*, 185–288. Jackson Hole, WY: Federal Reserve

Bank of Kansas City.

Woodward, Bob. 2000. *Maestro: Greenspan’s Fed and the American Boom*. New York: Simon

& Schuster.

Wu, Tao. 2014. "Unconventional Monetary Policy and Long-Term Interest Rates." IMF

Working Paper 14/189. Washington, DC: International Monetary Fund.

Yellen, Janet L. 2014. "Labor Market Dynamics and Monetary Policy." Jackson Hole, WY,

August 22.

—. 2015. "Inflation Dynamics and Monetary Policy." Amherst, MA, September 24.

—. 2017a. "The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy." Stanford CA,

January 19.

—. 2017b. "Financial Stability a Decade after the Onset of the Crisis." Jackson Hole, WY,

August 25.

—. 2017c. "Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy." Cleveland, OH, September 26.

—. 2018. "Keynote Address on the Tenth Anniversary of the Financial Crisis."

Washington, DC, September 21.

Yilla, Kadija, and Nellie Liang. 2020. "What Are Macroprudential Tools?" Washington, DC:

Brookings Institution. February 11.

Küresel mali kriz (2007-09) dönemini de içeren 2006'dan 2014'e kadar ABD Merkez Bankası Başkanı olan Ben S. Bernanke, muhtemelen çağımızın merkez bankacılığı konusunda en etkili düşünürü ve uygulayıcısıdır. Bernanke'nin 21. Yüzyıl Para Politikaları adlı kitabı, merkez bankacılığının ve ABD Merkez Bankası'nın 1960'ların sonu, 1970'ler ve 1980'lerin başındaki "büyük enflasyon"dan bugüne ve geleceğe evrimini açık ve kolay anlaşılır bir şekilde sunuyor.

- Financial Times Baş Ekonomi Yorumcusu Martin Wolf

Ekonomideki yapısal değişikliklere ve en son iki resesyondan çıkarılan derslere atıfta bulunan merkez bankacıları, bir ekonomiyi ciddi bir gerilemeden çıkarmak ve ekonomiye ucuz para akışını tamamen iyileşene kadar sürdürmek için "ne gerekiyorsa yapmaları" gerektiğine inanmaya başladılar. Meyveli kokteyl kasesini çok erken ortadan kaldırmanın, ekonominin hiçbir zaman tam potansiyeline ulaşamadığı ve işçilerin makul bir ücret için pazarlık yapabilecek kadar güç kazanamadığı, işsizlik içinde toparlanmalarla sonuçlandığına inanmaya başladılar. Bu daha kaslı, hararetli para politikasının entellektüel vaftiz babaları arasında hiçbiri, Büyük Durgunluk'ta Fed'i cesurca ve yaratıcı bir şekilde yöneten Princeton akademisyeni Ben Bernanke kadar itibarlı değil. Bernanke, "21. Yüzyıl Para Politikaları: Büyük Enflasyonist 70'lerden COVID-19'a ABD Merkez Bankası" adlı son kitabında bu yeni parasal çerçeveye için kamuoyu desteği oluşturmayı amaçlıyor.

- The Washington Post İş ve Ekonomi Yazarı Steven Pearlstein

Ortalama bir Amerikalıya ekonominin son birkaç yılda iyi performans gösterip göstermediğini sorun, size kuşkuyla bakabilir. Enflasyon 40 yılın en yüksek düzeyine çıktı. Artan fiyatlar, nominal ücret artışlarını yutuyor; öyle ki, enflasyona göre düzeltilmiş ücret geçen yıl içinde yüzde 3.6 düştü, hem de hararetli iş gücü piyasasına rağmen. İşte, ara sıra kısıtlıkların olağan hale geldiği bu zamanlarda, satın alacak şeyler de bulabilirsiniz. Bu koşullarda yalnızca bir ekonomist başarıda ısrar edebilir. Ve tam da o sırada, Amerika'nın en önde gelen karamsar bilim insanlarından biri olan eski Federal Rezerv başkanı Ben Bernanke, "21. Yüzyıl Para Politikaları: Büyük Enflasyonist 70'lerden COVID-19'a ABD Merkez Bankası" ile geri dönüyor. ABD Merkez Bankası şeflerinden beklediğimiz, enfes küstahlık ve korkunç zamanlama karışımını sunuyor. Mesaj: Fed'de son on yıllarda yaptıklarımız işe yaradı ve tek sorunumuz bundan daha fazlasını nasıl yapacağımızı bulmak.

- The Wall Street Journal Yayın Kurulu Üyesi Joseph C. Sternberg

ISBN 978-625-8177-31-2



9 786258 177312



30.yıl

