

Ekonomi-tek Volume / Cilt: 2 No: 1 January / Ocak 2013

Contents / İçindekiler

Contributors / Katkı Yapanlar iv

Editor's Introduction / Editörün Sunuşu v

Articles / Makaleler

**Stable Growth in an Era of Crises: Learning from Economic
Theory and History 1**

Joseph E. Stiglitz

**The Run On Repo and the Liquidity Shortage Problems of the
Current Global Financial Crisis: Europe vs. The US..... 41**

Beniamino Moro

**Determinants of the Allocation of Funds Under the Capital
Purchase Program..... 79**

Varvara Isyuk

Guide for Authors / Yazarlar İçin Rehber..... 115

Contributors / Katkı Yapanlar

Hasan Ersel
Ayşe İmrohoroğlu
Recep Kk
Glin zkan
Burak Saltođlu
Őirin Saracođlu
Ercan Uygur
zhan zmciođlu
Ebru Voyvoda

Editor's Introduction

This is the first issue of Volume two of *Ekonomi-tek*, featuring three notable papers. All three relate to the state of economics and economic policies during and after the recent global crisis, otherwise known as the “Great Recession.” Two of the papers, the first and the third, were presented at the Third International Conference on Economics of the Turkish Economic Association (ICE-TEA) in November 2012.

We lead off with Joseph E. Stiglitz of Columbia University, recipient of the Nobel Prize in Economic Sciences in 2001 and president of the International Economic Association, 2011-14. In this paper, which is based on his keynote speech at ICE-TEA 2012, the author provides a comprehensive and critical assessment of mainstream macro-economics and outlines the deficiencies of several widely used macro-economic models.

The paper first discusses five key issues that have become part of recent policy debates, namely, the multiplier, contractionary expansion, deleveraging, the liquidity trap and the zero lower bound, and the new normal. It explains why the standard model not only fails to address these issues but offers a misguided framework for them. Then it highlights the glaring deficiencies in the “currently fashionable” standard model: how it ignores imperfections and information asymmetries, relies excessively on rational expectations, overlooks distribution, and fails to model the credit system, including banking and securitization. Ironically, most macro-models, even those used by Central Banks, do not have a “banking sector.”

The author goes on to examine the issue of bank recapitalization and asserts that without good models of banking to guide them, monetary authorities were at a loss as to how best to restructure banks. He argues that standard macro-economic models were not designed with the right questions in mind, which he identifies as (a) what causes economic fluctuations, (b) why are declines so rapid, and (c) what explains the slow recoveries from recessions. Finally, Stiglitz gives us his take on the Euro crisis, describing the underlying structural properties of the Eurozone and critiquing the European govern-

ments' policy responses to the crisis. He also submits various policy prescriptions for the powers that be to consider.

The second paper in this issue is authored by Beniamino Moro of the University of Cagliari and gives an impressively detailed explanation of the "Great Crisis," first in the US, from 2007 to 2009, and then in the EU, from 2010 onwards. He shows how the starting point was a US banking crisis with roots in the shadow banking system, or the unregulated banking system. In this context, this author takes us through the complex workings of the banking system in general and the shadow banking system and securitization process in particular.

With the onset of the crisis in the US, there was a phenomenal rise in demand for collateral in the banking system, particularly in the repo and the derivatives markets. Moro stresses the central role played in this turbulent environment by the repo market. He also draws attention to managerial-compensation schemes, which are said to have played a significant role in the US crisis, with their excessive focus on short-term trading profits. The US's fiscal stimulus measures and monetary policy changes, such as quantitative easing, in response to the crisis are also evaluated.

The rest of this paper is devoted to analyzing the EU crisis, which he describes as distinct twin sovereign-debt and banking crises that have mutually fueled each other. Beyond that, Moro peers into the debt-ridden PIIGS countries, recounting the evolution of the fateful financial events and policies there, with an emphasis on Greece. He points to widespread mispricing of risk by capital markets and the resultant misallocation of capital as key factors contributing to the EU crisis.

In the third paper of this issue, Varvara Isyuk of the Centre d'Economie de la Sorbonne, Université Paris 1, examines an interesting scheme called the Capital Purchase Program (CPP), implemented by the US Treasury during the period October 2008-December 2009, as a response to the financial crisis in that country. Under the CPP, the US Treasury injected a huge amount of liquidity (some \$205 billion) into 707 banks through the purchase of preferred equity stakes. Not all banks were automatically eligible for the CPP funds; a bank had to request participation in the CPP by applying to the Federal Banking Agency (FBA) and be accepted by the Treasury.

By analyzing the bailout repayments over the four years following the disbursement of the CPP funds, Isyuk has arrived at an empirical evaluation of the efficacy of the program. The results of multinomial logit regression analysis show that the CPP was actually designed to provide liquidity to systemically critical and "too big to fail" commercial banks. At the same time, these

banks were more likely to repurchase their shares from the Treasury than other banks.

The paper argues that saving these banks helped to avoid large external costs that would have been incurred in the event of a widespread collapse of the banking sector; as an additional bonus, taxpayer money was returned in a relatively short period of time. By end-April 2013, the Treasury had recovered \$222 billion—more than what it had originally paid out through the CPP—in the form of repayments, dividends, interest, and other income.

Let me end by noting that the next issue of *Ekonomi-tek* will contain a paper by David Colander, well known for his studies of the economics profession, economics education, and complexity and applied-policy economics.

We hope you will be pleased with this issue, as well as with the coming issues.

Ercan Uygur

Editor

Ekonomi-tek

Editörün Sunuşu

Ekonomi-tek'in bu sayısı ikinci Cildin ilk sayısıdır ve dikkat çeken üç makale içermektedir. Her üç makale de, iktisadın ve iktisat politikalarının yakın geçmişteki küresel bunalım veya sıkça kullanılan diğer adıyla “Büyük Durgunluk” sırasındaki ve sonrasındaki durumu ile ilgilidir. Makalelerden ikisi, birinci ve üçüncü, Türkiye Ekonomi Kurumu'nun Kasım 2012'de düzenlediği Üçüncü Uluslararası Ekonomi Konferansı'nda, UEK-TEK'de sunulmuştur.

Columbia Üniversitesi öğretim üyesi, 2001 yılı Ekonomi Bilimleri Nobel ödülü sahibi ve 2011–2014 dönemi Uluslararası Ekonomi Birliği (International Economic Association) başkanı Joseph E. Stiglitz'in makalesiyle başlıyoruz. Yazarın UEK-TEK 2012'de ana davetli konuşmacı olarak yaptığı konuşmasına dayanan bu makalede yazar, ana-akım makroiktisadın kapsamlı ve eleştirel bir değerlendirmesini yapmakta ve yaygın olarak kullanılan makroekonomik modellerin eksikliklerine işaret etmektedir.

Makale ilk olarak yakın geçmişteki iktisat politikası tartışmalarında anahar konumunda olan beş kavramı incelemektedir. Bunlar; çarpan etkisi, daralmacı genişleme, borçluluğun düşürülmesi, likidite tuzağı ve sıfır alt sınır ile yeni normal'dir. Bu kavramların standart model içinde neden kullanılıp ele alınamadığı ve bu bağlamda bu modelin neden yanlış yönlendirme yaptığı da burada açıklanmaktadır. Makale bundan sonra “günün modası” olan standart modelde göze batan eksikliklere vurgu yapmaktadır. Piyasa aksaklıklarını ve bilgi asimetrilerini dikkate almaması, aşırı biçimde rasyonel beklentilere dayanması, bölüşümü görmezden gelmesi ve bankacılık ve menkul kıymetleştirme de içeren kredi sistemine yer vermemesi bu eksikliklerden bazılarıdır. Hazin olanı, aralarında Merkez Bankalarının bile kullandığı birçok makroekonomik modelde bankacılık sektörünün yer almamasıdır.

Yazar bu konuyu bankacılıkta sermaye yapılanmasını incelemekle sürdürmekte ve şu noktayı vurgulamaktadır; kendilerine yol gösterecek iyi bankacılık modelleri olmadığından, para otoriteleri bankacılığın en iyi biçimde nasıl yeniden yapılandırılacağı konusunda kaybolmuş durumdadırlar. Standart makroekonomik modellerin akıllarda doğru sorular taşınarak tasarlanmadığı görüşünde olan yazar, doğru soruları şöyle sıralamaktadır; (a) ekonomik dalgalanmaların nedeni nedir, (b) ekonomik düşüşler neden çok hızlıdır, (c) dur-

guluklardan çıkışlar neden çok yavaş olmaktadır. Son olarak Stiglitz, Euro bunalımı konusundaki görüşünü sunmakta ve Eurozone bölgesinin yapısal özelliklerini tanımlayıp Avrupa hükümetlerinin bunalım karşısındaki politika tepkilerini eleştirmektedir. Ayrıca, yönetenlerin dikkate alması için çeşitli iktisat politikası reçeteleri sunmaktadır.

Bu sayıdaki ikinci makale İtalya Cagliari Üniversitesi'nden Beniamino Moro tarafından yazılmıştır ve önce 2007'den 2009'a ABD'de, sonra 2010'dan bu yana AB'de oluşan "Büyük Bunalım" konusunda ayrıntılı açıklamalar içermektedir. Yazar, bunalımın ABD'de bankacılık bunalımı olarak başladığını ve köklerinin bu ülkedeki denetimsiz bankacılık olarak da bilinen "gölge bankacılık" kesiminde olduğunu göstermektedir.

Bu çerçevede yazar bizi genel olarak bankacılık sisteminin karmaşık işleyişine, özel olarak gölge bankacılık ve menkul kıymetleşme süreçlerine götürmektedir.

ABD'de bunalımın başlamasıyla bankacılık kesiminde, özellikle de repo ve türev piyasalarında teminat talebinde çok büyük bir artış oldu. Moro, bu çalkantılı ortamda repo piyasasının oynadığı merkezi role vurgu yapmaktadır. Yazar, ABD'deki bunalımda önemli bir rolü olan ve kısa vadeli işlemlerden elde edilen karlara aşırı odaklanan işletme yöneticilerinin ödeme sistemine dikkat çekmektedir. Makalede ayrıca ABD'nin bunalıma karşı tepki olarak getirdiği mali canlandırma önlemleri ve miktar gevşemesi gibi para politikası değişiklikleri de değerlendirilmektedir.

Makalenin geri kalan bölümü AB bunalımına ayrılmıştır ve bu bölgedeki bunalım, bir yandan kamu borcu, diğer yandan bankacılık olmak üzere iki ayrı bunalımın birbirlerini karşılıklı beslemesi şeklinde tanımlanmıştır. Bundan öte Moro, borç batağındaki PIIGS ülkelerindeki (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya), finansal gelişmelerin ve politika tepkilerinin, özellikle Yunanistan'dakilere ağırlık vererek, evrimini ele almaktadır. Burada, AB bunalımında anahtar unsurlardan birisini oluşturan sermaye piyasalarının yaptığı yaygın hatalı risk fiyatlamasına işaret etmektedir.

Bu sayının üçüncü makalesinde Paris 1 Üniversitesi, Sorbonne Ekonomi Merkezi'nden Varvara Isyuk, finansal bunalıma tepki olarak ABD Hazinesi tarafından Ekim 2008-Aralık 2009 döneminde uygulanan Sermaya Satınalma Programı (CPP-Capital Purchase Program) olarak adlandırılan ilginç bir uygulamayı incelemektedir.

CPP uygulamasında ABD Hazinesi tercihli pay senedi satınalma yoluyla, 707 bankaya 205 milyar doları bulan çok büyük bir nakit aktarımı yaptı. CPP fonlarına tüm bankaların otomatik katılma hakkı yoktu; fona katılabilmek için

bir bankanın önce Federal Bankacılık Kurumu'na (Federal Banking Agency) başvurması ve sonra da bu başvurusunun Hazine tarafından kabul edilmesi gerekiyordu.

CPP fonlarının kullanılmasından sonraki dört yıllık süredeki geri ödemeleri inceleyen Isyuk, CPP programının etkinliğini ekonometrik olarak değerlendirmiştir. "Multinomial Logit" yöntemiyle yaptığı tahmin sonuçları, CPP'nin gerçekte "batmasına izin verilemeyecek kadar büyük" ticari bankalara nakit aktarma amacıyla tasarlandığını göstermektedir. Aynı zamanda, bu büyük bankaların pay senetlerini Hazinden geri alma olasılıklarının diğer bankalara göre daha yüksek olduğu ortaya çıkmaktadır.

Makale, bankaların kurtarılması işlemleriyle, bankacılık sektöründe oluşabilecek geniş bir çöküntünün yarattığı dışsal maliyetin önüne geçildiğini; bu işlemin ek bir getirisinin de vergi ödeyenlerin paralarının kısa sürede geri dönmesini sağlaması olduğunu savunmaktadır. 2013 Nisan sonu itibarıyla, Hazine dağıtılan fonlardan 222 milyar dolar getiri sağladı; bu miktar, geri ödemelerden, temettülerden, faiz ve diğer gelirlerden oluştu.

Gelecek sayıya ilişkin bir noktayı belirterek bitirmek istiyorum; *Ekonomi-tek'in* gelecek sayısında iktisat mesleği, iktisat eğitimi, karmaşıklık ve uygulamalı iktisat politikası çalışmalarıyla bilinen ünlü iktisatçı David Colander'ın bir makalesi yer alacaktır.

Bu sayının ve gelecek sayıların sizleri içerikleriyle mutlu kılacağı umundayız.

Ercan Uygur

Editör

Ekonomi-tek