

Finansal Kriz ve Politik Yanıtları: Neyin Yanlış Gittiğine Dâir Empirik Bir Analiz¹

John B. Taylor²

Ekonomist, Stanford Üniversitesi

Çeviren: Ünsal Çetin

Liberal Düşünce, Cilt 15, Sayı 59 - 60, Yaz-Güz 2010, s. 141 - 162

Takdim

Finansal krize ne neden oldu? Krizi uzatan neydi? Kriz, başladıktan bir yıldan daha fazla bir süre sonra neden böyle çok keskin bir şekilde kötüleşti? Ekonomide bu tarz sorulara tek bir yanıt olması çok nadirdir, ama bu makalede sunmakta olduğum empirik araştırma, bu üç sorunun hepsi için verilecek yanıtlar listesinde, belirli hükümet eylemlerinin ve müdahalelerinin ilk sırada yer alması gerektiğini ileri sürmektedir. Krizin başlangıcından, piyasa koşullarının baş aşağı ve hızlı bir şekilde kötüleştiği, Ekim 2008 sonuna kadarki döneme odaklanıyorum. Resmi geçmiş iki yıl boyunca kriz üstüne yazdığım araştırma makalelerim, merkez bankalarındaki konuşmalarım ve Kongre’de verdiğim ifadelerime dayalı olarak anlatıyorum.³

¹ Kanada Merkez Bankası’nın Kasım 2008’de David Dodge’nin Kanada kamu politikasına katkıları onuruna düzenlediği konferansta açılış konuşması olarak sunulmuştur. John B. Taylor, “The Financial Crisis and the Policy Responses : An Empirical Analysis of What Went Wrong,” Bank of Canada, *Financial System, Regulation, and Policies*; <http://www.bankofcanada.ca/en/topic/top-fsr.html>, Metnin orijinali için bkz. <http://www.bankofcanada.ca/en/conference/2008/taylor.pdf>

² John Cogan, Angelo Melino, John Murray, George Shultz ve Küresel Piyasalar Çalışma Grubu (Global Markets Working Group) katılımcılarına yardımcı yorum ve önerileri için minnettarım.

³ Bu çalışmalara işaret etmek üzere, makalenin sonundaki “Empirik Araştırma Projelerinin Özeti” kısmında tanımlanan, köşeli parantez içine alınmış numaraları kullanıyorum.

David Dodge tarafından, kamu hizmetindeki seçkin kariyeri boyunca savunulan bir yöntem yaklaşımını takip ederek, analizi bir dizi grafik ile canlandırmak suretiyle, mümkün olduğunca azamî kapsamda empirik kanıtları kullanmaya, ve analizi mümkün en basit terimlerle açıklamaya gayret ediyorum.

Finansal Krize Ne Sebep Oldu?

Finansal krizlerin yüzlerce yıl geriye giden klâsik açıklaması krizlere, yapay bir hızlı büyümeye ve kaçınılmaz bir şiddetli çöküşe yol açan, -ekseriyetle parasal-fazlalıklarca neden olunduğudur. Son krizde bir konut büyümesi ve çöküşüne sahıptik (boom and bust), ki bu karşılık olarak Birleşik Devletler ve diğer ülkelerde finansal sarsıntıya yol açtı. Parasal fazlalıkların bu büyümenin ve sonuçlanan çöküşün temel nedeni olduğunu göstererek yola çıkıyorum.

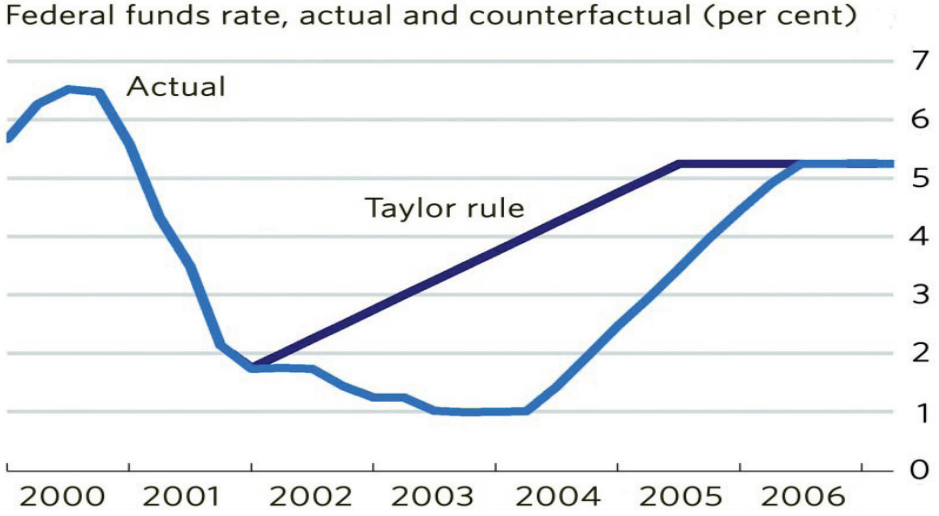
Bol Gelen Para Politikası

Şekil 1 parasal fazlalıkların hikâyesini tasvir etmek için basit bir yol olarak, Ekim 2007'de *The Economist*'te yayınlanmıştır. Bu şekil Ağustos 2007'deki yıllık Jackson Hole konferansında sunduğum bir çalışmaya dayalıdır [1]. Federal Fonlar Fâiz Oranı'na dayalı olarak, 2000'den 2006'ya Federal Rezerv politika kararlarını inceler.

2003'te % 1'e düşen, 2004'e kadar aynı yerde kalan ve sonrasında 2006'ya kadar aralıksız yükselen çizgi Federal Rezerv'in fiilî fâiz oranı kararlarını gösterir. Diğer çizgi, şayet Fed önceki 20 yıllık iyi ekonomik performans dönemi boyunca oldukça düzenli olarak takip ettiği politika tipini takip etseydi, fâiz oranının ne olabileceğini gösterir. *The Economist* bu çizgiyi Taylor Kuralı diye adlandırır, çünkü çizgi birisinin fiilî enflasyon ve Gayrisafi Yurtiçi Hâsılayı (GSYİH/GDP), 1992'de benim teklif ettiğim,⁴ bir politika kuralına bağlaması ile edinebileceği fâiz oranının dalgalanmalardan arındırılmış bir uyarlamasıdır. Fakat önemli nokta bu çizginin, eğer Fed 1980'lerin ilk yıllarında başlayan "Büyük Moderasyon" (Great Moderation) tarihsel tecrübesi boyunca iyi çalışan politika türünü takip etmiş olsaydı, fâiz oranının ne olabileceğini göstermesidir.

Şekil 1 fiilî fâiz oranı kararlarının, tarihsel tecrübenin politikanın ne olması gerektiğini önerdiği seviyenin hayli altına düştüğünü gösterir. Şekil, bu suretle, bu dönem süresince politikanın gereğinden fazla gevşek olduğunun, ya da *The Economist*'in ifade ettiği gibi, fazla "bol geldiğinin" empirik bir ölçümünü sunar. Bu Taylor Kuralı'ndan görülmedik surette büyük bir sapma idi. 1970'lerin sarsıntılı günlerinden bu yana, fiilî Fed politikasının daha büyük veya daha ısrarlı bir sapışı yoktu. Bu yüzden, söz konusu dönemde konut büyümesine yol açan parasal fazlalığın aşikâr suretteki bir kanıtı vardır.

⁴ Federal Reserve Bank of St. Louis'in Başkanı olduğu sırada, William Poole, "Understanding the Fed,"de daha uzun bir dönem kapsayan ve dalgalanmalardan arındırılmamış benzer bir grafiği sunmuştur. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 89 (2007) 1: 3-14.



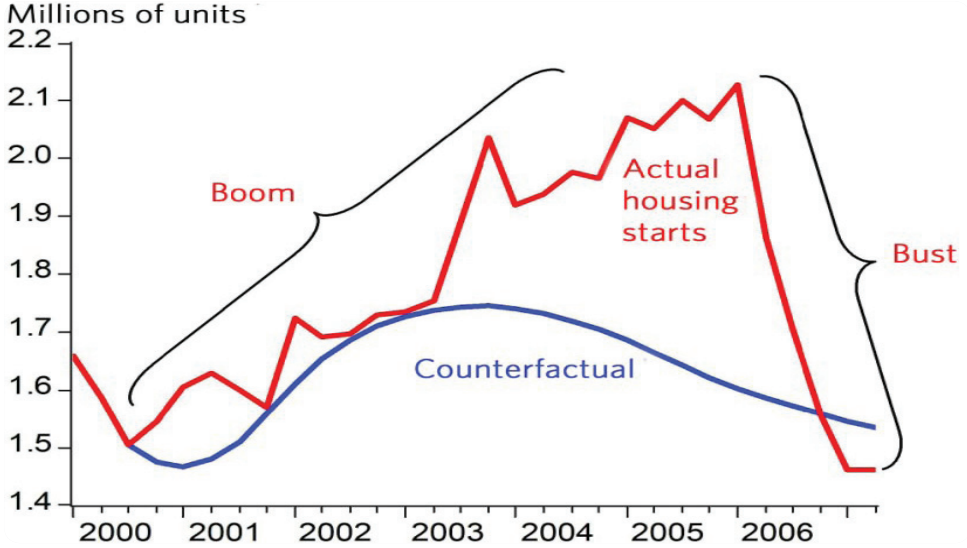
Şekil 1. Bol Gelen Para Politikası

Olağandışı suretteki düşük fâiz oranları kararları, elbette, parasal politika yapıcılar tarafından yapılan dikkatli değerlendirmeler ile alındı. Birisi bu kararları, günlük makroekonomik değişkenlere dayalı “sıradan” fâiz oranı ayarlamalarından bilinçli sapışlar olarak yorumlayabilir. Fed örneğin, fâiz oranlarının “önemli bir dönem” için düşük olacağını ve “ölçülü bir hızla” yavaş yavaş yükseleceğini söyleyerek, kararları açıklamak üzere şeffaf bir dil kullandı, ki bu ifadeler kararların bir anlamda kuraldan sapışlar olduklarını açıklama yolları idi. Bu eylemler, bu nedenle, belirli bir soruna, özellikle de tıpkı 1990’larda Japonya’da vuku bulduğu gibi, bir deflasyon korkusuna hitap etmek amacıyla, politika işletiminin usule uygun yolundan sapmaları nedeniyle, fiilen keyfi hükümet müdahaleleriydi.

Gerçek Duruma Karşıtlık: Büyüme Yok, Çöküş Yok

Jackson Hole’da merkez bankacılar Ağustos 2007 toplantısında bu grafiği sunarken, bu fazla gevşek politikanın konut büyümesini hızlandırmaktan ve, bu suretle, nihayetinde konut çöküşüne yol açmaktan sorumlu olduğunu ileri sürdüm. Böyle bir argümanı empirik olarak desteklemek için, Şekil 1’deki fâiz oranı sapışının bir konut büyümesini akla sığacak şekilde hâsıl edebileceğinin istatistikî kanıtını sundum. Bunu, fâiz oranı ve inşaatı yeni başlayan konut sayısı arasındaki bir empirik bağlantı modelini tahmin etmek amacıyla regresyon tekniklerini kullanarak yaptım ve, daha sonra, bu modeli, politikanın Şekil 1’de gösterilen kuralı takip etmiş olduğu, gerçek duruma karşıtlık oluşturan vakiada gerçekleşebilecek olan şeyi görmek amacıyla simüle ettim. Bu yolla, parasal politikanın yapay büyümenin ve bu yüzden şiddetli çöküş ve krizin anahtar bir nedeni olduğunun empirik bir kanıtı sağlanmıştı.

Şekil 2 bu empirik yaklaşımın sonuçlarını özetler. Şekil Birleşik Devletler'de Şekil 1'deki aynı dönem süresince inşaatı yeni başlayan konutların bir resmidir; aynı 2007 Jackson Hole makalesinden edinilerek çizilmiştir [1]. Dalgalı çizgi fiilen inşaatı başlayan konutları milyon birimler ile gösterir. Hem konut büyümesi, hem de konut çöküşü bu resimde aşikârdır.



Şekil 2. Konut İnşaatlarında, Gerçek Duruma Karşıtlık ile Kıyaslanan, Büyüme ve Çöküş

Şekil 2'deki "Counterfactual" (gerçek duruma karşıt) olarak etiketlenen çizgi, eğer fâiz oranları Şekil 1'deki kuralı izlemiş olsaydı, inşaatı başlayan konutların istatistikî olarak tahmin edilmiş bir modelinin gerçekleşeceğini önerdiği şeydir; açıktır ki, böylesine büyük bir konut büyümesi ve çöküşü olmazdı. Bu yüzden, Şekil 2, görülmedik surette düşük fâiz oranı politikasının konut büyümesinde bir faktör olduğunun empirik kanıtını sunar. Birisi modele meydan okuyarak, tabî ki, bu sonuca meydan okuyabilir, ama bir modeli ve empirik bir gerçek duruma karşıtlığı kullanmanın bir faydası insanın konuyu tartışmak için şeklî bir çerçeveye sahip olmasıdır.

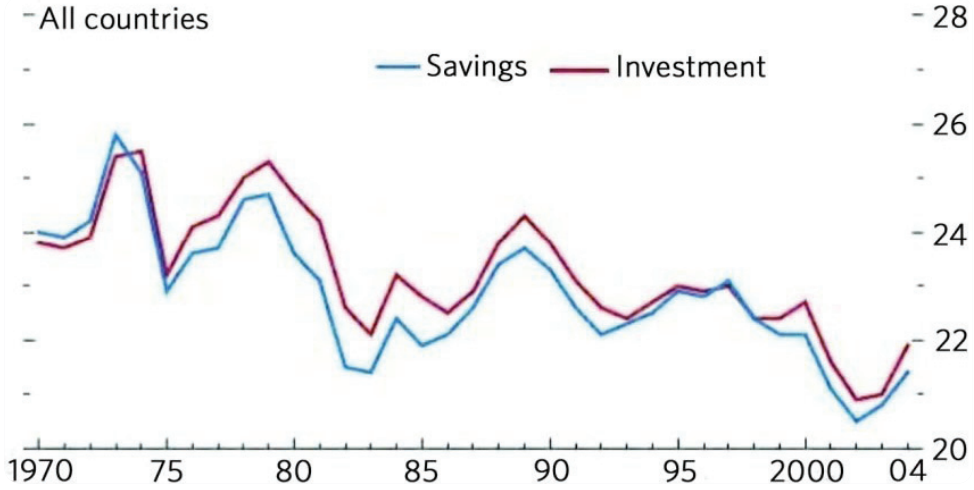
Şekil 2'de gösterilmeyen şey Birleşik Devletler'de konut fiyatlarında bu duruma eşlik eden büyüme ve çöküştür. Büyüme ve çöküş ülkenin çoğu kısmı boyunca aşikârdır, fakat California, Florida, Arizona, ve Nevada'da daha kötüdür. Yegâne istisnalar, yerel faktörlerin burada vurgulanan parasal fazlalığı dengelediği, Texas ve Michigan gibi devletlerdedir.

Her ne kadar, konut büyümesi parasal fazlalığın en fark edilir sonucu idiyse de, sonuçlar ayrıca daha tedricen yükselen genel fiyatlarda da görülebilir: örneğin,

tüketici fiyat endeksi (CPI) enflasyonu geçmiş beş yıl boyunca yıllık bir oranda, pek çok politika yapıcı tarafından önerilen ve Şekil 1'deki politika kuralında ifade edilmeden anlaşılan % 2 hedefin hayli üstünde, % 3,2'de vasatî buldu. Parasal şokların başlangıç tesirlerini bütünüyle öngörmek her zaman zordur, fakat konut sektörü Büyük Moderasyon'un başlangıcı öncesindeki parasal istikrarsızlığın başka bir dönemi olan 1970'lerde de GSYİH'nın devamsız/istikrarsız bir parçası idi. Büyük Moderasyon süresince izlenen para politikası hem genel ekonomiyi istikrarlı, hem de enflasyon oranını düşük tutma üstünlüklerine sahip oldu.

Rekabet Eden Açıklamalar: Bir Küresel Tasarruf Fazlası

Bazıları 2002-04'teki düşük fâiz oranlarına, para otoritelerinin kontrolü ötesindeki küresel faktörlerce neden olduğunu iddia etmektedir. Eğer öyle ise, para otoritelerinin fâiz oranı kararları yapay büyümeye neden olan önemli bir faktör değildi. Bu açıklama potansiyel olarak çekicidir, çünkü uzun vadeli fâiz oranları, kısa vadeli Federal Fonlar Oranı artmaya başladıktan sonra dahi, bir süre için düşük kalmaya devam etti. Bu alternatif açıklama küresel tasarruflara odaklanır. Fâiz oranlarını Birleşik Devletler ve diğer ülkelerde aşağıya iten, dünya tasarruflarının bir fazlası -bir küresel tasarruf bolluğu- olduğunu iddia eder.



Şekil 3. Dünya Hâsılasının Bir Payı Olarak Küresel Tasarruflar ve Yatırım

Bu açıklamadaki aslî sorun küresel bir tasarruf fazlası için hiçbir kanıt olmamasıdır. Bilâkis, Şekil 3'ün hayli basit ifadelerle gösterdiği gibi, bir tasarruf kıtlığı var görünür. Uluslararası Para Fonu (IMF) personeli tarafından üretilen bu grafik küresel tasarruf oranının -dünya hâsılasının bir parçası olarak dünya tasarruflarının- 2002-04 döneminde, özellikle 1970'ler ve 1980'ler ile karşılaştırıldı-

ğında, hayli düşük olduğunu gösterir. Bu yüzden, bu alternatif açıklama çok uzun süredir erişilebilir olan verileri kullanan empirik sınamaya karşı ayakta kalmaz.

Kesinlikle, 2002-04 süresince Birleşik Devletler dışındaki dünyada tasarrufların yatırımlar üstündeki bir fazlalığı vardı, ve bu “tasarruf fazlası” teriminin kaynağı olabilir. Fakat, Birleşik Devletler bu dönemde yatırım yaptığından daha az tasarruf ediyordu; tasarrufların yatırımdan daha az olduğunu ima eden, bir carî hesap açığını sürdürüyordu. Bu yüzden, Birleşik Devletler dışındaki pozitif tasarruf farkı Birleşik Devletler’deki negatif tasarruf farkının eşit ölçüsü ile dengelendi. Dünya fâiz oranları üstünde hiçbir ek tesir beklenmedi. Basit küresel hesaplamaların ima ettiği gibi, tasarruf ve yatırım arasında bir küresel açık yoktur.

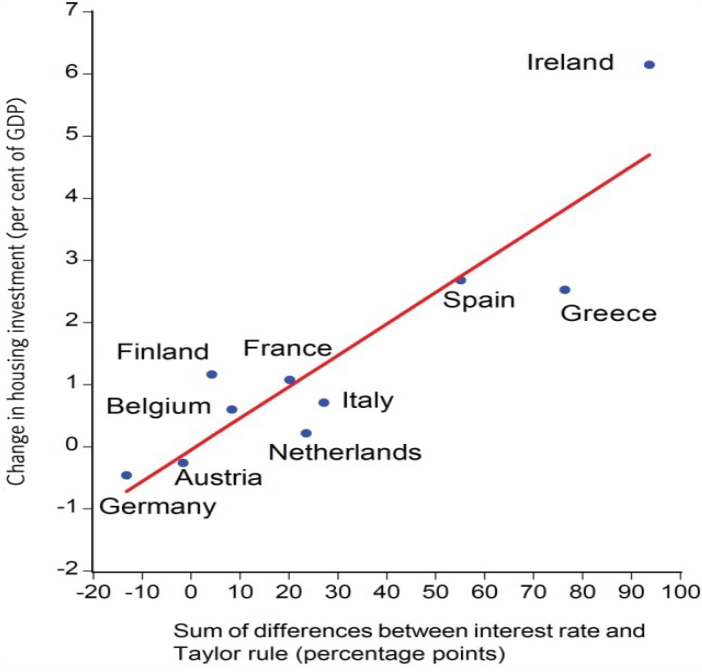
Diğer Ülkelerdeki Para Politikası: Birbirlerine Bakan Merkez Bankaları mı?

Yine de, krizin aslı nedeninin değerlendirilmesinde izi sürülecek muhtemel küresel bağlantılar vardır. En önemlisi, çok sayıda diğer merkez bankası fâiz oranlarının da, bir Taylor Kuralı tarafından tanımlanan, tarihsel nizamların öngöreceği şeyden sapmış olduğu şeklindeki kanıttır. Hatta daha şaşırtıcı olanı, konut büyümelerinin kuraldan sapışın büyük olduğu yerlerde büyük ölçekli olmasıdır.⁵ Örneğin, Avrupa içinde, Taylor Kuralı’ndan sapmalar derece bakımından değişir, çünkü enflasyon ve üretim verileri ülkeden ülkeye değişmektedir. Kuraldan en büyük sapmaya sahip ülke İspanya idi, ve İspanya GSYİH’nın bir payı olarak konut yatırımlarındaki değişme ile ölçülen, en büyük konut büyümesine sahip oldu. En ufak sapışa sahip ülke Avusturya idi; GSYİH’nın bir payı olarak konut yatırımlarındaki en küçük değişime sahip oldu. Bu oldukça yakın korelasyon, politika kuralından sapışların toplamını yatay ekseninde ve GSYİH’nın bir payı olarak konut yatırımındaki değişimi dikey ekseninde gösteren, Şekil 4’te belirtilmiştir.

Uluslararası finansal sitemin reformu için imalara sahip önemli bir soru diğer merkez bankalarındaki bu düşük fâiz oranlarının Birleşik Devletler’deki kararlar tarafından etkilenilip etkilenmediği veya bu oranların, kısa vadeli küresel fâiz oranlarının aksi durumda olabileceğinden daha düşük olmasına neden olan, merkez bankaları arasında bir karşılıklı etkileşimi temsil edip etmedikleridir. Bu hipotezi sınamak için, Avrupa Merkez Bankası’ndaki (ECB) kararları Haziran 2007’de Avrupa’daki bir konuşmam için hazırladığım bir makalede [2] tetkik ettim. ECB fâiz oranı kararlarının Şekil 1’de kullanılan aynı tip politika kuralından sapışlarını (veya farklılıklarını) inceledim, fakat bunu Euro bölgesi enflasyonu ve GSYİH verilerini kullanarak yaptım. ECB tarafından belirlenen fâiz oranı da kuralın altında idi; başka bir ifadeyle, negatif farklılıklar vardı. Bu farklılıkların

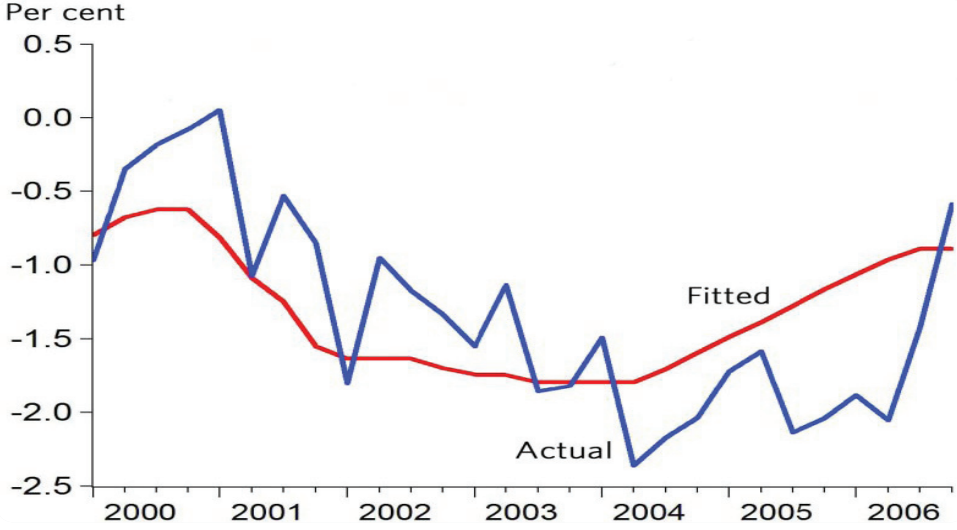
⁵ R. Ahrend, B. Cournede, ve R. Price “Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil,” başlıklı çalışmalarında, bu dönem süresince, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Organizasyonu (OECD) ülkelerindeki tecrübelerin hayran bırakan bir analizini sunar; OECD Economics Department Working Paper No. 597, Mart 2008. Taylor Kuralı’ndan sapışların OECD ülkeleri konut büyümelerindeki ülkeler arası varyasyonun büyük kısmını açıkladığını gösterirler.

Federal Rezerv'in fâiz oranı kararları tarafından etkilenilip etkilenmediğini belirlemek amacıyla, farklılıkların, Şekil 1'de gösterilen Federal Fonlar Oranı'na dayalı olarak, 2000-06 süresince bir regresyonunu çıkarttım. Tahmini katsayının 0,21 olduğunu ve bunun istatistikî olarak önemli olduğunu gördüm.



Şekil 4. Avrupa'da Taylor Kuralı'ndan Sapışlara Karşı Konut Yatırımları

Şekil 5 ECB fâiz oranı kararlarının ne kadarının Fed'in fâiz oranı kararlarının tesiri ile açıklanabileceğinin görsel bir anlatımını verir. Önemli bir kısmın bu yoldan açıklanabileceği ortaya çıkar. Şekil 5'teki dalgalı çizgi ECB tarafından ayarlanan fiilî fâiz oranlarının politika kuralından sapışlarını gösterir. (Dalgalı hareketlerin yüksek sıklığını Şekil 1'de yaptığımdan farklı olarak pürüzsüz hâle getirmediğim). Bu ölçüme göre, ECB fâiz oranı bu süre boyunca % 2 kadar fazla düşüktü. Daha dalgasız görünen çizgi sapışın önemli bir kısmının Birleşik Devletler'deki Federal Fonlar Oranı tarafından "açıklanabileceğini" gösterir.



Şekil 5. Bir Euro Politika Kuralından Fiili Sapışlar ve Federal Fonlar Oranı'na Dayalı Tahmini (Sabit) Değerler

Bu bağlantı için nedenler bu istatistikî analizde net değildir ve, benim görüşümce, gelecek araştırmalar için verimli bir konudur. Gerçekten de, Fed'i takip eden ECB ve ECB'yi takip eden Fed arasında istatistikî olarak ayırım yapmak zordur; benzer regresyonlar diğer yönde de bir bağlantı olduğunu gösterir. Döviz kurları hakkındaki kaygılar veya döviz kurlarının enflasyon üstündeki tesiri böyle bir bağlantıyı doğurabilir. Böylece, küresel fâiz oranındaki değişimler gibi, bir üçüncü faktör olabilir.

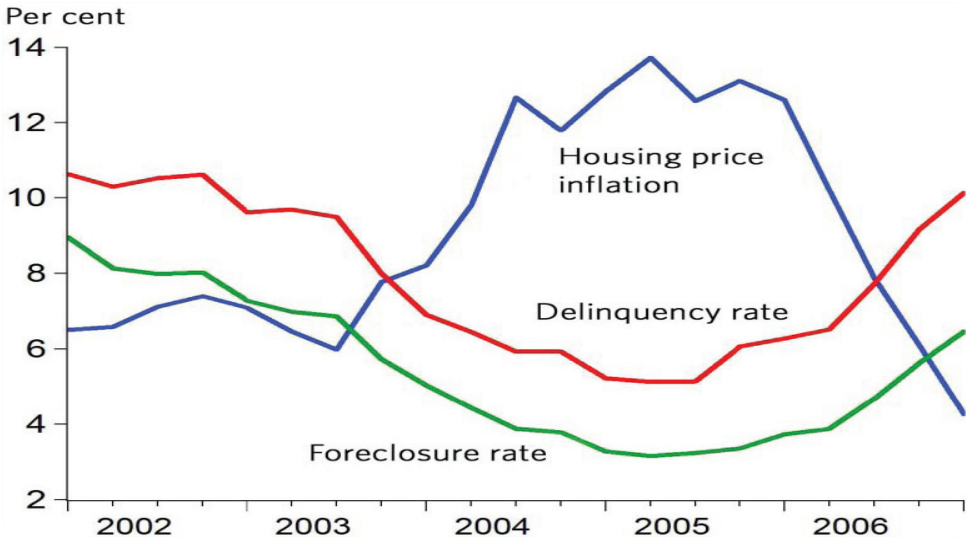
Subprime İpotek Sorunuyla Parasal Karşılıklı Etkileşim

Konut piyasalarındaki keskin bir büyüme ve çöküşün, düşen konut fiyatları temerrütlere ve icralara (delinquencies and foreclosures⁶) yol açtıkça, finansal piyasalar üstünde tesirlere sahip olması beklendi. Bu tesirler, aşırı risk alımına yol açan, özellikle değişken oranlı türden subprime (ikincil/riskli) ipoteklerin kullanımı dahil, birkaç karmaşılaştırıcı faktör tarafından ağırlaştırıldı. Birleşik Devletler'de, aşırı risk alımı, konut sahipliğini teşvik etmek amacıyla tasarlanan hükümet programları tarafından cesaretlendirildi -zahmete değer, ama geriye dönüp bakıldığında gereğinden fazla uğraşılmış bir hedef.

Bununla birlikte, aşırı risk alma ve düşük fâiz oranlı para politikası kararlarının bağlantılı olduğunu not etmek önemlidir. Bu bağlantı için kanıt, konut fiyatı enflasyonunu değişken oranlı subprime ipoteklerin temerrüt ve icra oranları

⁶ Çevirenin notu; İpotekli malın sahibinin elinden alınmasıyla aynı anlama gelmek üzere, "foreclosure" için "icra" karşılığı kullanılmıştır.

ile birlikte resmeden Şekil 6'da gösterilmiştir. Şekil konut fiyatı enflasyonunda 2003 ortalarından 2006'nın ilk dönemlerine kadarki keskin artışı ve müteakip inişi gösterir. Temerrüt oranları ve icra oranlarının bu dönem süresince konut fiyatı enflasyonu ile nasıl ters surette bağlantılı olduğunu gözlemleyiniz. Hızla yükselen konut fiyatları yılları süresince, temerrüt ve icra oranları hızla azaldı. Belki de, ödemeleri yapmak için daha çok süre çalışarak, bir eve sahip olmanın faydaları, evin fiyatı hızla yükselirken daha fazladır. Fiyatlar düşüyor iken, bunu yapmak için müşevvikler çok daha azdır, ve eğer evin fiyatı ipotek değerinin altına düşerse, müşevvikler negatife döner. Bu yüzden, temerrütler ve icralar yükselir.



Şekil 6. Konut Fiyatı Enflasyonu ve Subprime Değişken Oranlı İpotek Temerrüt ve İcraları

İpotek tahsis süreçlerinin kesit verideki icra ve temerrüt oranlarının fiilî gerçekleşmesini açıklaması beklenir. Bu nedenle, süreçler Şekil 6'daki zaman serisi korelasyonunu hesaplamaya dahil etmedikleri sürece, fiyatların yükseldiği dönem boyunca aşırı şekilde iyimser olmuş olmalı. Bu suretle, parasal fazlalık ve fazla risk alma arasında karşılıklı bir bağlantı vardır. Bu, politika normdan saptığında nasıl niyetlenilmemiş şeylerin olabileceğinin bir resmedilişidir. Bu örnekte, hızla yükselen konut fiyatları ve bunun sonucundaki düşük temerrüt oranları muhtemelen kredi tahsis programlarını raydan çıkardı ve birçok insanı yanlış yöne sevk etti.

İlâve Karmaşıklıklar: Karmaşık Menkul Kıymetleştirme, Fannie, ve Freddie

Bu sorunların önemli bir seviyede ağırlanışı vuku buldu, çünkü değişken oranlı subprime ve diğer ipotekler fazla karmaşık olan ipoteğe dayalı menkul

kıymetlerin içine paketlenildi. Risk ya rekabet eksikliği, zayıf hesap verilebilirlik veya, çok daha muhtemelen, karmaşıklıktan doğan, riskin takdirindeki doğal bir güçlük nedeniyle, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olduğunun altında tahmin edildi. Bu bir iskambil oyunundaki, “maça kızı” sorunu olarak adlandırılan şeye yol açtı. Bu oyunda maça kızının nerede olduğunu bilemezsiniz, ve kendinizi maça kızı ile birlikte bulmak istemezsiniz. Yani, maça kızları -ki bu oyunda onlardan hayli çok var- içinde kötü ipotekler barındıran menkul kıymetlerdi, ve insanlar onların nerede olduklarını bilemediler. Hangi bankaların 14 ay önce onlara sahip olduğunu bilmiyorduk, ve hâlen de nerede olduklarını bilmiyoruz. Finansal kurumların bilânçolarındaki bu risk, başlangıcından itibaren finansal krizin merkezinde idi.

Birleik Devletler’de, başka hükümet eylemleri oyuna dahildi. Hükümet destekli kurumlar Fannie Mae ve Freddie Mac, riskli subprime ipotekler ile oluşturulanlar dahil, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satın almaya ve büyümeye teşvik edildiler. 2005’in Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act benzeri yasa önerileri bu aşırılıkları kontrol etmeyi önermesine karşın, yasalaşmadı. Bu kurumların eylemleri sorunun parçası olan hükümet müdahaleleri listesine eklenmelidir.

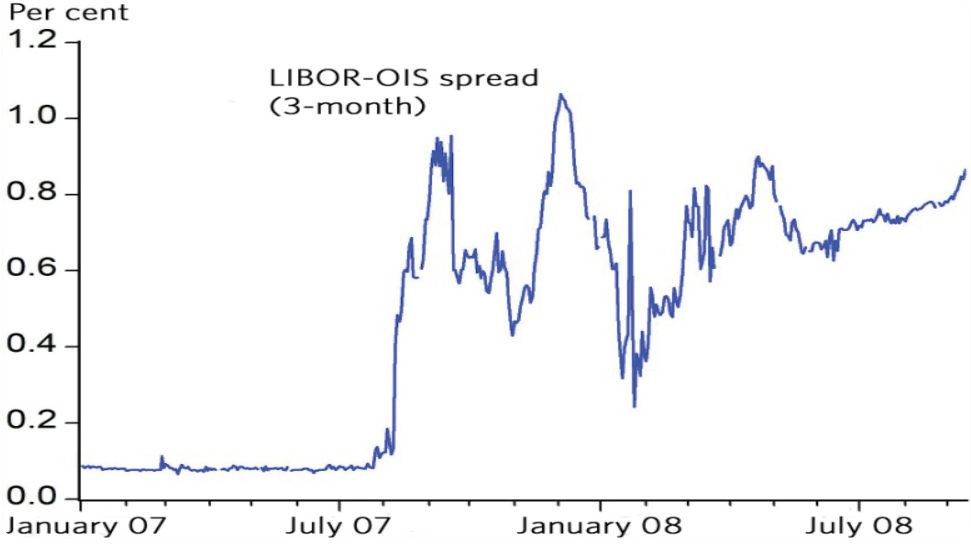
Krizi Uzatan Neydi?

Finansal kriz, para piyasası fâiz oranları çarpıcı şekilde yükseldiğinde, 9 ve 10 Ağustos 2007’de şiddetli hâle geldi. Şekil 7, o zamandan bu yana pek çok çalışmanın odağı olan bir ölçüyü kullanarak, bunu resmeder. Bu ölçüm 3 aylık LIBOR ile 3 aylık Overnight Index Swap (OIS) arasındaki spread’tir. OIS piyasaların Federal Fonlar Oranı’nın, 3 aylık dönemde 3 aylık LIBOR ile karşılaştırılabilir olarak, ne olacağını beklediğinin bir ölçümüdür. OIS’yi LIBOR’dan çıkarmak, 3 aylık LIBOR dahil, bütün vadeli kredilerde bir faktör olan, beklenti tesirlerini etkin surette kontrol eder. LIBOR ve OIS arasındaki farklılık, bu suretle, risk ve likidite tesirleri gibi, fâiz oranı beklentilerinden farklı olan şeylerden ötürü oluşur.

Şekil 7’nin sol altı yaklaşık 10 baz puanlık bir spread’i gösterir. Eğer şekil sola doğru daha da uzatılmış olsaydı, birisi yaklaşık 10 baz puanın benzer şekilde istikrarlı bir seviyesini görebilirdi. 9 ve 10 Ağustos 2007’de, bu spread görülmedik şekilde yüksek seviyelere sıçradı, ve sonrasında yüksek kalmaya devam etti. Bu dönem üstüne araştırmamızda [3], John Williams ve ben olayı “para piyasasındaki bir siyah kuğu” olarak adlandırdık, çünkü bu olay bir hayli görülmedik şekilde ortaya çıktı. Şekil 7’nin krizin ilk yılına odaklandığını gözlemleyiniz. Eylül ve Ekim 2008’deki daha da kötüleşen durum sonraki kısımda ele alındı.

Finansal tehlikenin bir ölçüsü olmaya ilâveten, spread parasal politikanın ekonomiye iletim mekanizmasını etkiler, çünkü trilyonlarca dolar kredi ve menkul kıymet LIBOR’a endekslidir. OIS’yi sabit tutan, spread’teki bir artış bu tür kredilerin maliyetini arttırır, ve ekonomi üstünde daraltıcı bir tesire sahip olur. Bu

nedenle, spread'in aşağıya çekilmesi, piyasa çalkantısını halletme başarısının bir ölçüsü olmaya ilâveten, parasal politikanın büyük bir objektif amacı hâline gelmiştir.



Şekil 7. Krizin İlk Yılı Boyunca LIBOR-OIS Spread Seviyesi

Sorunu Teşhis Etmek: Likidite ya da Müşteri Riski mi?

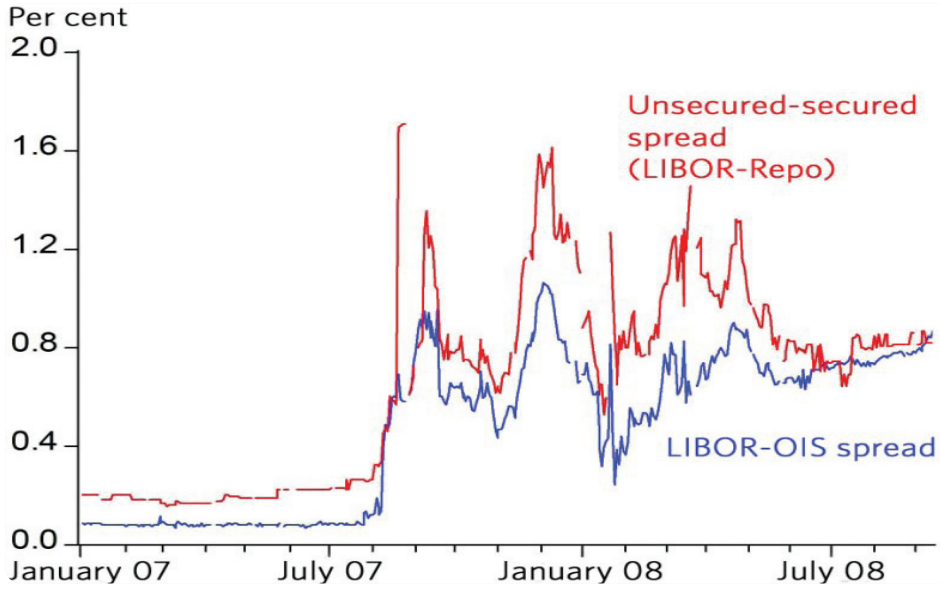
Artan spread'ler için sorunu teşhis etmek, elbette, ne tür politika yanıtının gerekli olduğunun belirlenmesi için aslî öneme sahiptir. Eğer bir likidite sorunu idiye, şu hâlde, iskonto penceresi (discount window) ödücünü kolaylaştırmak veya yeni pencereler ya da kolaylılar açarak daha çok likidite sağlamak uygun olabilirdi. Ama eğer sorun müşteri/karşı taraf (counterparty) riski idiye, şu hâlde bankaların bilânçolarının niteliği ve şeffaflığına doğrudan bir odaklanma uygun olurdu. Bu, konut fiyatları düştükçe artan ipotek temerrütleri sayısı ile doğrudan ilgilenerik, daha çok şeffaflığı gerektirmek suretiyle veya bankalar ve diğer finansal kurumlar için daha çok sermaye sağlamanın yollarını aramak suretiyle yapılabilir.

Ağustos 2007'de, John Williams ve ben, konuyu incelemek üzere, ilginç ve muhtemelen politika ile bağlantılı bir araştırma projesi [3] olacağını düşündüğümüz şeye başladık. Bankalar arası piyasada çalışan işlemciler ile görüştük, ve müşteri riski ölçümlerini araştırdık. Müşteri riskinin artan spread'ler için neden olduğu fikri anlamlı geldi, çünkü bu fikir maça kızı teorisine ve bankaların bilânçoları hakkındaki belirsizlik için diğer nedenlere uygun düştü. Bununla bir-

likte, bu sırada, çoğu işlemci ve para yönetimi görevlileri bunun asıl itibariyle bir likidite sorunu olduğunu düşündü.

Sorunu empirik olarak değerlendirmek üzere, bu piyasalardaki risk ölçümlerine, spread ile bağlantılı olup olmadıklarını görmek amacıyla baktık. İyi bir risk ölçümü, garantili ve garantisiz aynı vadeli bankalar arası kredilerin fâiz oranları arasındaki farklılıktır. Garantili kredi örnekleri bankalar arasındaki hükümet destekli yeniden satın alım (Repo) anlaşmalarıdır. Repolar üstündeki fâiz oranını LIBOR'dan çıkartarak, bir risk ölçümüne ulaşabilirsiniz. Regresyon yöntemleri kullanarak, bu risk ölçümünün o sırada LIBOR spread'i üstündeki tesirine baktık, ve bu riskin spread'teki değişimin çoğunu açıklayabildiğini gösterdik. Başka risk ölçümleri de aynı sonuçları verdi.

Sonuçlar, garantili-garantisiz spread ile LIBOR-OIS spread'i arasındaki yüksek korelasyonu gösteren, Şekil 8'de resmedilmiştir. Likidite için çok az rol var görünmüştür. Bu nedenle, bu sonuçlar bankalar arası piyasadaki çalkantının yalnızca merkez bankası likidite araçları ile yatıştırılabilecek türde bir likidite sorunu olmadığını öne sürdü. Daha doğrusu, sorun, finansal krizin altında yatan nedene kadar bağlantısı olan, tabiatı itibariyle bir müşteri riski sorunu idi. Bu, basitçe para basmanın veya likidite sağlamanın çözüm olduğu Büyük Buhran gibi bir durum değildi; daha doğrusu, sorun finansal sektördeki riskle bağlantılı temel problemlerden kaynaklanmıştı.



Şekil 8. Müşteri Riski Varyasyonun Çoğunu Açıklamıştır

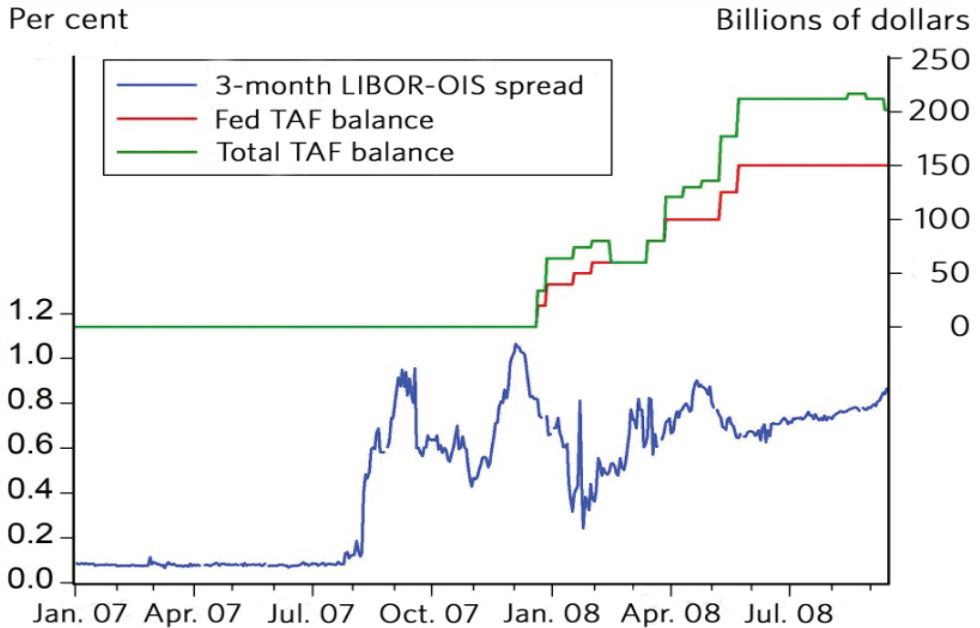
Fakat, bu dönemde ekonomik politikayı yönlendiren teşhis bu değildi. Kararlar için gerekçeleri her zaman için açık şekilde izah edilmediğinden, politika yapımcıların teşhisini belirlemenin zor olmasına karşın, kesinlikle görünüyor ki, para piyasalarındaki artan spread'ler otoriteler tarafından riskten daha ziyade likidite sorunları olarak görüldüler. Dolayısıyla, onların ilk müdahaleleri, asıl itibariyle, yükselen riskin temel kaynakları ile ilgilenecek olanlardan başka politikalar üstüne odaklandı. Benim kanaatimce, bir sonuç olarak, kriz devam etti.

Üç Örnek

Kanıt olarak, ya soruna hitap etmemeleri nedeniyle ya da niyetlenilmemiş sonuçlara sahip olmaları nedeniyle, krizi uzatan müdahalelerin belirli üç örneğini sunuyorum.

Term Auction Facility

Bankaların Fed'den borçlanmalarını kolaylaştırmak üzere, Term Auction Facility (TAF) Aralık 2007'de takdim edildi. Bu yeni kolaylık ile birlikte, bankalar discount window'a gitmekten kaçınabilmektedir; Bunun yerine, doğrudan Fed'den fonlar için talepte bulunabilirler. Aynı anda diğer merkez bankalarında benzer kolaylıklar kuruldu. TAF'ın aslî amacı para piyasalarındaki spread'leri azaltmak ve fâiz oranlarını düşürmektir. John Williams ile ortak makalemizden çizilen Şekil 9 (sağ cetvelde) alınan fonların miktarını, (sol cetvelde) LIBOR ve OIS spread'i ile birlikte gösterir. Bu şeklin 2008 Eylül ortasından sonrasını içermediğine dikkat ediniz.



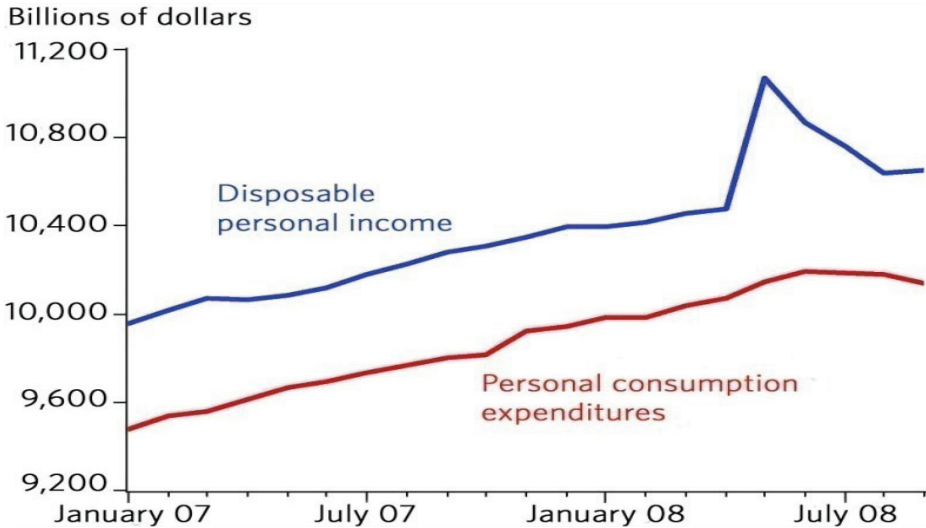
Şekil 9. Term Auction Facility Spread Üzerinde Çok Az Tesirde Bulundu

Aralık 2008'de TAF'ın takdiminden hemen sonra spread bir parça düştü ve bazı politika yapımcılar TAF'ın işe yaradığını ileri sürdü. Fakat, çok geçmeden spread tekrar yükseldi, ve eğer Şekil 9'a bakarsanız, bütün dönem boyunca spread üstündeki herhangi bir tesiri görmek zordur. Bu görsel izlenim ayrıntılı regresyon analizi ile teyit edilmiştir. TAF pek bir farklılık yaratmış görünmemektedir. Eğer birisi spread'in nedenini, likiditeden farklı olarak, müşteri riski olarak görürse, bu şaşırtıcı değildir.

Geçici Nakit Enjeksiyonları

Diğer bir ilk politik yanıt Şubat 2008'de kabul edilen 2008 Ekonomik Teşvik Yasası idi. Bu paketin önemli parçası, 100 milyar dolardan fazlaya ulaşan nakit parayı Birleşik Devletler'deki bireylere ve ailelere, harcayacak daha çok paraya sahip olmaları ve böylece tüketimi ve ekonomiyi koşuya başlatmaları amacıyla göndermekti. Çeklerin çoğu Mayıs, Haziran ve Temmuz'da gönderildi. Bu vergi indirimi para yaratılmasındansa borçlanma ile finanse edildiğinden, likidite kolaylıkları gibi, tamamen parasal bir eylem olamamasına karşın, krizin altında yatan nedenlere odaklanmadı.

Dahası, tüketimin dâimî-gelir teorisi tarafından tahmin edildiği gibi, insanlar geçici vergi indiriminden, harcadılsa bile, çok az harcadılar, ve tüketim umulduğu gibi koşuya başlamadı. Kanıt, [4]'te nakledilen araştırmadan çizilen, Şekil 10'dadır. Üst çizgi kullanılabilir kişisel gelirin iade döneminde nasıl sıçradığını gösterir. Alt çizgi kişisel tüketim harcamalarının önemsenmeye değer bir şekilde artmadığını gösterir. Önceki grafiklerde olduğu gibi, şekil istatistikî çalışma iadelerin tüketimde istatistikî olarak önemli hiçbir artış ile sonuçlanmadığını göstermektedir.



Şekil 10. Vergi İadeleri Geliri Arttırdı ama Tüketimi Arttırmadı

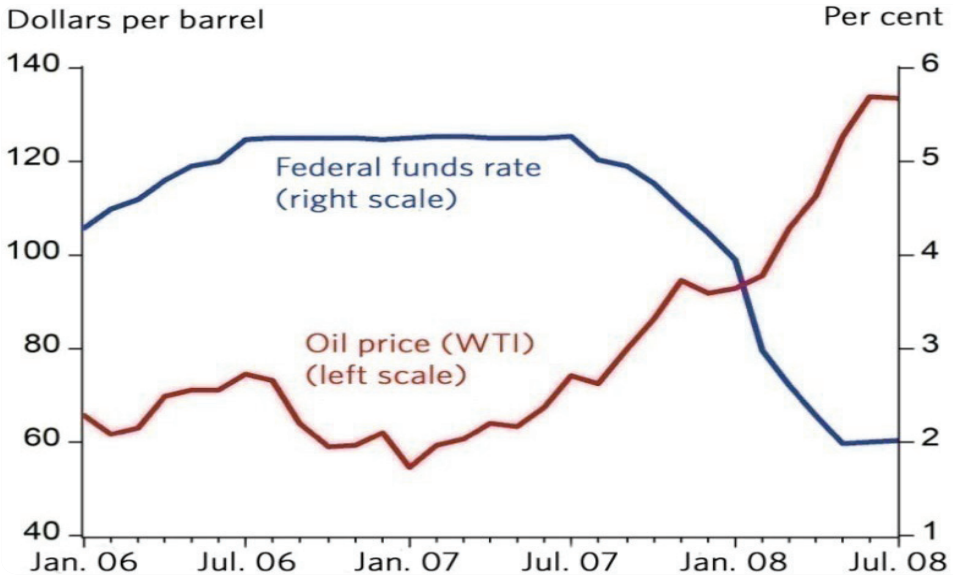
Nisan 2008 Boyunca Fâiz Oranlarındaki İlk İndirimler

Finansal krize üçüncü bir politika yanıtı Federal Fonlar Oranı'nda krizin ilk yarılındaki keskin indirim idi. Federal Fonlar için hedef Ağustos 2007'de kriz başladığındaki % 5,25'ten Nisan 2008'deki % 2'ye kadar düştü. Taylor Kuralı da bu erken dönem süresince fâiz oranında bir indirim için çağrı yaptı, ama bu kadar keskin değil. Böylece, indirim bu çalışmanın başlangıcında vurgulanan tarihsel bağlantının kullanımının gerektirdiğinden, Federal Reserve Bank of San Francisco'daki bir konuşmamda [5] ve Şubat 2008'de Temsilciler Meclisi Finansal Hizmetler Komitesi'ndeki ifadelerimde öne sürdüğüm gibi, LIBOR-OIS spread'ine göre ayarlandığında bile, çok daha fazlaydı.

Bu fazla keskin gevşetmenin tam tesirini değerlendirmek zordur, ve daha çok araştırmaya ihtiyaç vardır. Daha düşük fâiz oranları değişken oranlı ipoteklerin yeniden fâiz belirlenimi ölçüsünü azalttı, ve bu suretle, krize neden olan bazı temel unsurlara hitap etti. Bu tesirlerin bazıları, fâiz oranı indirimleri daha az agresif olsaydı bile gerçekleştirilebilirdi.

Bununla birlikte, Federal Fonlar Oranı'ndaki indirim dönemindeki en dikkate değer etkiler doların değerindeki keskin düşüş ve petrol fiyatlarındaki hayli büyük artışı. Finansal krizin ilk yılı boyunca, petrol fiyatları Ağustos 2007'de varil başına yaklaşık 70 \$'dan Temmuz 2008'de 140 \$'ın üstüne iki kat arttı, sonrasında dünya ekonomik büyüme beklentileri keskin şekilde düştükçe dikine inişe geçti. Şekil 11, aylık ortalama veriyi kullanarak, bu dönem esnasında Federal Fonlar Oranı ile petrol fiyatı arasındaki yakın korelasyonu gösterir. Şekil talepteki küresel çöküş aşikâr hâle gelmeden ve petrol fiyatları geriye düşmeden önce son bulmaktadır.

Federal Fonlar Oranı düşürüldüğünde, petrol fiyatları varil başına 60 \$-70 \$ seviyesini kırdı ve sonra finansal krizin ilk yılının sonuna kadar hızla yükseldi. Açık bir şekilde, bu yüksek petrol fiyatları devresi, benzin fiyatları hızla arttıkça ve otomobil satışları 2008 bahar ve yazında düşüşe geçtikçe, ekonomiye sert hasarlar verdi. Japonya Bankası'nda Mayıs'ta sunduğum bir çalışmamda [6] ifade edilen benim görüşüme göre, bu fâiz oranı indirimi petrol ve diğer emtia fiyatlarının yükselişine yardım etti, ve bu suretle krizi uzattı.



Şekil 11. Faiz Oranlarındaki Keskin Düşüşe, Krizin İlk Yılı Boyunca Petrol Fiyatlarındaki Hızlı Bir Artış Eşlik Etti

Fâiz oranları ile petrol fiyatları arasındaki bağlantının ekonometrik kanıtı mevcut empirik çalışmalarda bulunabilir. Örneğin, Mayıs 2008'in ilk günlerinde, IMF'nin Birinci Yönetici Yardımcısı John Lipsky ifade etmiştir ki: "İlk kanıtlar düşük fâiz oranlarının emtia fiyatları üstünde, artan talebin tipik tesirinin üzerinde ve dışında, istatistikî olarak mühim bir etkiye sahip olduğunu öne sürüyor. Döviz kurları değişimleri de emtia fiyatlarını etkilemiş görünüyor. Örneğin, IMF tahminleri, şayet A.B.D. doları 2007'nin sonuna kadar 2002 yılı zirvesinde kalmış olsaydı, petrol fiyatlarının bir varil için 25 \$ daha düşük olabileceğini, ve yakıt dışı emtia fiyatlarının da % 12 daha düşük olabileceğini öne sürüyor."⁷

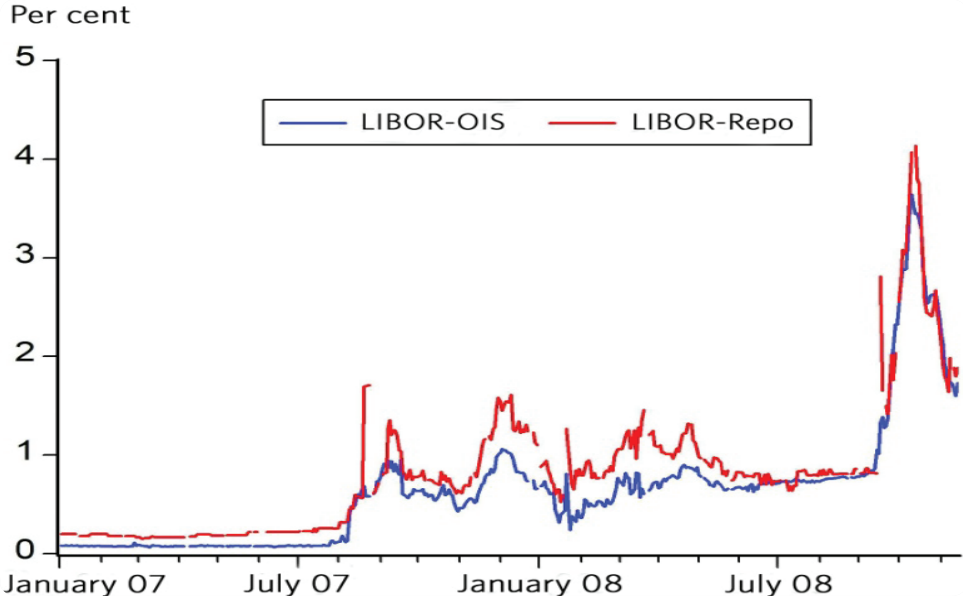
2008 sonbaharında dünya ekonomisinin keskin düşüşe geçtiği açık hâle geldiğinde, petrol fiyatları 60-70 \$ aralığına geri döndü. Fakat, bu sefer, yüksek petrol fiyatları zararını vermişti.

Başladıktan Sonra Bir Yıldan Fazla Geçtiği Hâlde Neden Kriz Bu Kadar Dramatik Şekilde Kötüleşti?

Şekil 12, Şekil 7'de olduğu gibi finansal piyasalardaki gerginliğin aynı LIBOR-OIS ölçüsünü kullanarak, finansal krizin 2008 Ekim'inde nasıl çarpıcı olarak daha da kötüleştiğini gösterir. Konuya dâir araştırma makalemizde, John Williams ve benim 2007 Ağustos'unda spread'lerdeki yükselişe "para piyasasında bir siyah

⁷ Bkz. John Lipsky, "Commodity Prices and Global Inflation," Dış İlişkiler Konseyi'nde (Council on Foreign Relations) yapılan konuşma, New York City, 8 Mayıs 2008.

kuğu” olarak işaret edişimizi hatırlayınız. Ekim 2008 vakaları daha da görölmedik idi. Kriz bir yıldan daha uzun süre için uzamakla kalmadı, bu ölçüme göre, dört kat kadar ağırlaştı. Yüksek petrol fiyatı devresi ve konut çöküşünün direnen etkilerinden zaten ızdırıp çeken bir ekonomiyi ciddî şekilde zayıf düşürerek, geniş yayılımlara sahip önemli bir kredi çöküşü hâline geldi. Piyasadaki sorunların, yol boyunca, likiditeden daha çok risk ile bağlantılı olduğunu ikna edici surette gösteren, bizim müşteri riski ölçümümüz ile LIBOR-OIS spread’i arasındaki yakın korelasyona dikkat ediniz.

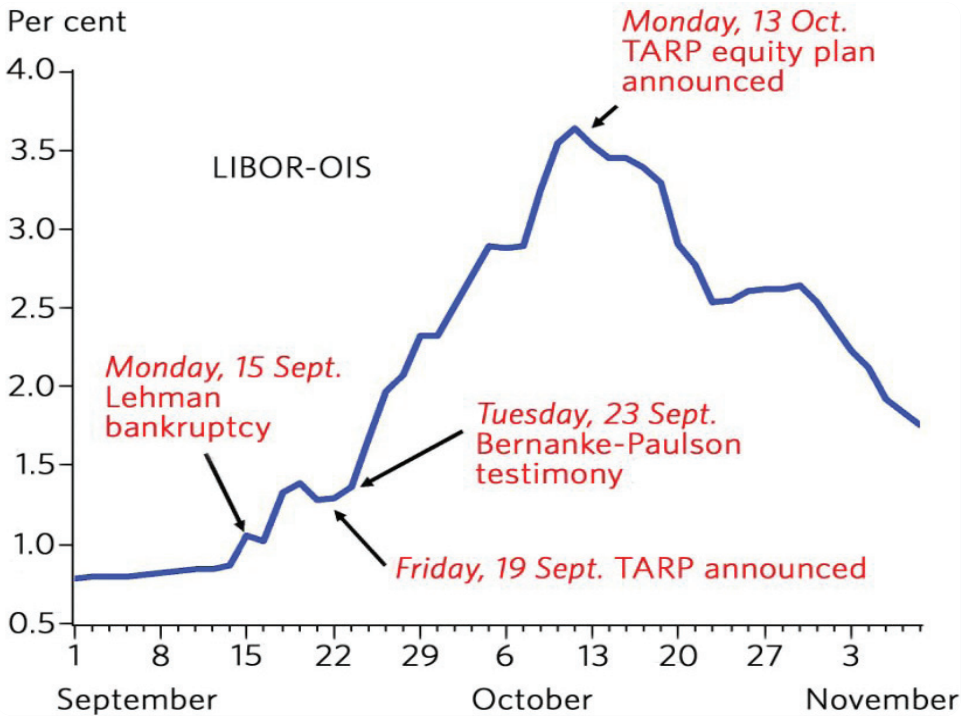


Şekil 12. Başladıktan 14 Ay Sonra Dramatik Surette Kötüleşen Krizin Kanıtı

Bir Vaka Çalışması

Çoğu yorumcu krizin kötüleşme nedeninin A.B.D. hükümeti tarafından (daha özel olarak, Hazine ve Federal Rezerv tarafından) Lehman Brothers’ın 13 ve 14 Eylül haftasındaki iflâsını önlemek amacıyla müdahale etmeme kararı olduğunu öne sürmektedir. Bu önemli soruna yönelik özenli empirik analizi toparlamak zordur, ama araştırmacıların bunu yapması önem taşır, çünkü gelecekteki politika tedbirleri cevaba bağlıdır. Belki de, şu anda ümit edebileceğimiz en iyi empirik analizler, finansal piyasalarda muhtelif karar ve olaylara verilen tepkilere dikkatle bakan “vaka incelemeleri”dir. Aşağıda özetlenen böyle bir vaka incelemesi, cevabın Lehman iflâsını engellemek üzere müdahale etmeme kararından daha karmaşık olduğunu ve, benim görüşümce, başka bir yerde yattığını öne sürer.

Şekil 13, 1 Eylül'den Ekim 2008 ortalarına kadarki birkaç önemli olaya odaklanır -Şekil 12'deki son birkaç gözlem. Ekim ortasından itibaren, -Sorunlu Varlıkları İyileştirme Programı (TARP), Federal Mevduat Sigortası'nın (FDIC) garantileri, ticarî menkul kıymet piyasası için Federal Rezerv desteği ve diğer ülkelerdeki benzer eylemler dahil- bir grup yeni politika müdahaleleri gerçekleşti, ve şekilde görüldüğü gibi, koşullar bir dereceye kadar iyileşti. Fakat buradaki soru, ekonomiyi böylesine şiddetli şekilde etkileyen ve çok sayıda benzeri görülmemiş temizlik eylemlerini doğuran, ağırlaşmış koşullara neyin yol açtığıdır.



Şekil 13. Çarpıcı Şekilde Kötüleşen Krizin Vaka İncelemesi

Şekil 13'te sunulan olaylardan önceki yıl için, spread'in, Eylül 2008'in ilk yarısı boyunca bulunduğu yer olan, 50-100 baz puan aralığında dalgalandığını hatırlayınız. Belli ki, spread, Lehman Brothers'a müdahale etmeme hafta sonu kararından sonraki Pazartesi olan, 15 Eylül'de bir parça hareketlendi. Daha sonra, AIG (American International Group) müdahalesi esnasında, 16 Eylül'de biraz geriye düştü. Lehman Brothers kararını izleyen hafta boyunca spread'in yükselmesine karşın, önceki yılın olaylarında olduğu seviyeden çok da uzakta değildi.

Bu haftanın Cuma'sında, kapsam ve detayların henüz belirlenmemiş olmasına rağmen, Hazine büyük bir kurtarma paketi teklifi yapacağını açıkladı. Hafta boyunca, paket hazırlandı ve 23 Eylül Salı günü, Federal Rezerv Kurulu Başkanı Ben Bernanke ve Hazine Bakanı Henry Paulson, paketin 700 milyar \$ büyüklükte olacağını söyleyerek, Senato Bankacılık Komitesi'nde TARP hakkında ifade verdi. Denetimden söz etmeyen ve kullanım üstüne birkaç sınırlamaya sahip iki buçuk sayfalık bir yasa tasarısı sundular. Bu ifadelerinde yoğun sorgulamalara tutuldular ve, Birleşik Devletler Kongre'sinin pek çok üyesi tarafından alınan çok sayıda eleştirel mektuba bakıldığında, reaksiyon oldukça negatifti. Şekil 13'te görüldüğü gibi, sonraki üç hafta için LIBOR-OIS spread'indeki amansız yükseliş hareketince ölçüldüğü şekliyle, krizin derinleştiğinin gerçekten görülmeye başlanması bu ifadelerin ardından gelmişti. Vaziyet durmaksızın kötüleşti, ve spread % 3,5 çatısını aştı.

Müdahale İçin Öngörülebilir Bir Çerçevenin Yokluğu

Şekil 13'ün ana mesajı 13 ve 14 Eylül haftası boyunca alınan kararların krizin artan şiddetinin nedeni olarak teşhis edilmesinin sorgulamaya açık oluşudur. Bir haftadan daha fazla bir süreye kadar, koşullar kötüleşmemişti. Dahası, makuldür ki, kamu tarafından müdahale planının bütünü itibariyle düşünülmemiş olduğunun ve koşulların pek çok insanın inanmaya yönlendirildiğinden çok daha kötü olduğunun fark edilişi de dahil, 23 Eylül civarındaki olaylar gerçekte piyasayı yönlendirdi. En azından, hükümetin finansal kurumlara yardım amacıyla ne yapacağı ve hangi şartlar altında yapacağı hakkındaki büyük belirsizlik açığa çıkarıldı, ve bu suretle bu esnada alınan işletme ve yatırım kararlarına eklendi. Bu tür belirsizlik bankalar arası piyasada ve başka yerlerde risk spread'lerini arttırabilir. Belirsizliğin bazı kanıtları daha sonra (5 Kasım'da) Menkul Kıymetler Endüstrisi ve Finansal Piyasalar Topluluğu'nca (SIFMA) yapılan bir araştırmada bulundu; bu araştırma menkul kıymetler firmaları ve bankaların % 94'ünün TARP'ı işlemleri hakkında şeffaflıktan yoksun bulunduğunu göstermiştir.

Finansal kurumların başarısızlığa uğramasını engellemek amaçlı hükümet müdahalesi için süreçler veya kıstaslar hakkındaki belirsizlik sorunu, Mart'taki Bear Sterns müdahalesi zamanından beri mevcuttu. Bu kararın gelecek müdahaleler için implikasyonu politika yapımcılar tarafından açıklığa kavuşturulmadı. Hazine-Fed müdahale politikası hakkındaki öngörülebilirlikten bu yoksunluk ve bu yoksunluğun piyasalara verebileceği zararın fark edilişi, altta yatan belirsizlik herkesin görebileceği şekilde açığa çıktığında, 2008 sonbaharında muhtemelen arttı. Bear Sterns'e müdahale etmenin, sonra Lehman'a müdahale etmemenin ve daha sonra AIG'ye müdahale etmenin gerekçesi neydi? TARP operasyonların ne yönlendirecekti?

Şeffaflık noksanlığı hakkındaki kaygılar pek çok çevrede yükseltildi. Yeni müdahaleleri ele almak için toplanan, *The Future Role of Central Banking: The Urgent and Precedent-Setting Next Steps* adlı Temmuz 2008 Stanford Konferansı'nda, A.B.D. Hazinesi ve Fed'in âcilen, finansal kurumlar için hükümet desteğine istisnâ erişim amaçlı yeni bir çerçeve geliştirmeye ihtiyaç duyduğunu ileri sürdüm [7]. IMF'nin kriz yaşayan ülkelere sağlayacağı krediler için koşullara açıklık kazandıran, 2003 yılında IMF'de uygulamaya konulan bir reforma benzerlikler kurdum. Bu IMF reformlarının uygulamaya konuluşunun ardından, 1995'te başlayan sekiz yıllık gelişmekte olan piyasalar krizi nihayete ermişti.

Benzer şekilde, yeni bir istisnâ erişim çerçevesi Birleşik Devletler ve diğer hükümetlerin, bir kuruma müdahale ederken ve kredi sağlarken kullanabilecekleri süreci tanımlayabilirdi. Bu çerçeve, IMF'nin bir ülkeye kredi sağlarken izlemesi gereken süreçleri belirten, IMF istisnâ erişim çerçevesi gibi çalışabilirdi. Politika yapıcılar gerekçeleri ve süreçleri önceden belirli kıldıkça, sonuç daha iyidir.

Sonuç ve Politika İmplikasyonları: Yurtiçi ve Uluslararası

Bu çalışmada, hükümet eylemlerinin ve müdahalelerinin finansal krize neden olmasının, onu uzatmasının, ve kötüleştirmesinin empirik kanıtını sundum. Bu eylem ve müdahaleler yirmi yıl boyunca iyi çalışan, tarihsel öncüller ve fâiz oranı belirlenimi ilkelerinden sapmak suretiyle krize neden oldular. Banka kredisi piyasalarındaki sorunları yanlış teşhis ederek, ve bu suretle uygunsuz şekilde riskten daha çok likiditeye odaklanma yolu ile yanıt vererek krizi uzattılar. Geçici (*ad hoc*) bir tarzda, açık ve anlaşılabilir bir çerçeveye sahip olmaksızın, belirli finansal kurumlara ve onların kreditorlerine destek sağlayarak, ama bunu başka bazıları için yapmayarak, krizi daha kötü hâle getirdiler. Başka faktörlerin de kesinlikle oyuna dahil olmasına karşın, bu hükümet eylemleri neyin yanlış gittiği sorusuna cevaplar listesinde ilk sırada yer almalıdır.

Bu analizin gelecek için implikasyonları nelerdir? En âcil şekilde, yanlış yönlü eylemleri ve müdahaleleri engellemek amacıyla, izlenecek bir ilkeler dizisini tekrar ifade etmek veya kurmak önemlidir. Politika şu an için kapsamlı bir temizlik modunda ise de, bu ilkelere geri dönüş için bir yolun çizilmesi artık bu sürecin bir parçası olmalıdır. Önerilerim şu şekildedir:

- İlk olarak, fâiz oranları belirleniminin Büyük Moderasyon süresince iyi çalışan ilkeler setine geri dön.
- Herhangi bir gelecek hükümet müdahalesini, sorunun ve müdahale için bir gerekçenin açıkça ifade edilmiş bir teşhisi üstünde temellendir.
- Mevcut finansal kurumlara finansal yardım sağlanması için öngörülebilir bir istisnâ erişim çerçevesi ihdas et. IMF'nin gelişmekte olan piyasa ülke-

lerine yönelik kredilendirme kararlarını yönlendirmek amaçlı, bir istisnaî erişim çerçevesini kuruş şekli örneği takip edilecek iyi bir örnektir.

Bu reformların bazıları uluslararası finansal mimarinin yeniden bir gözden geçirilişini gerektirir, ve diğerleri bütünüyle yurtiçi ile ilgilidir. Örneğin, küreselleşmiş bir ekonomide, fâiz politika oranlarını ray üstünde tutmak için, küresel bir enflasyon hedefi fikrini takdim etmek faydalıdır [3]. Bu, bir ülkedeki fâiz oranlarındaki çabuk/hızlı indirimleri, eğer başka ülkelerdeki kararları olumsuz şekilde etkiler ise, engele yardım eder. Politika yapıcılar, şu hâlde, enflasyon için küresel hedefleri ve bir merkez bankasının küresel enflasyon üstünde sahip olabileceği tesiri tartışabilirler. Buna karşın, merkez bankaları ve maliye bakanlıkları için istisnaî erişim çerçevelerini geliştirmek, her bir ülkede küresel bir yapı olmaksızın yapılabilir. Benzer şekilde, finansal kurumlardaki kaldıraç üstüne kontrollerin belirlenimi her bir ülkede ayrı ayrı yapılabilir.

Nihayet, bu makalede sunulan araştırmanın başlangıç niteliğinde görülmesi gerektiğini vurgulamak isterim. Hâlen krizin ortasındayız ve daha fazla verinin toplanması ve analiz edilmesine ihtiyaç var. Fikir farklılıkları var ve bu farklılıklar devam edecek. Bu farklılıkları hâl yoluna koymak için, dikkatle belgelenen empirik araştırmalara ihtiyaç var. Politika değerlendirmelerimizi ve sonuçlarımızı ideolojik, şahsî, politik, veya partizan gerekçeler üstünde değil, empirik analizler üstünde temellendirmeliyiz.

Empirik Araştırma Projelerinin Özeti

Takip eden araştırma projeleri bu makalede numara ile iktibas edilmiştir (köşeli parantez içinde, örneğin [1]). Hepsi Küresel Piyasalar Araştırma Grubu web sitesinde erişilebilirdir. <<http://www.hoover.org/research/globalmarkets>>.

1. "Housing and Monetary Policy." *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy* içinde, Federal Reserve Bank of Kansas City. Bu makale, 2007 yılında finansal piyasalardaki Ağustos ateşi öncesinde tamamlanan araştırmayı raporlar. Para politikası ile konut büyümesi arasındaki bağlantıya odaklanır. 30 Ağustos-1 Eylül 2007 arasında Jackson Hole, Wyoming'de düzenlenen yıllık konferanstaki bir politika panelinde sunulmuştur.
2. "Globalization and Monetary Policy: Missions Impossible." *The International Dimensions of Monetary Policy* içinde, ed. Mark Gertler and Jordi Galí, National Bureau of Economic Research (NBER). Bu çalışma, doğrudan ya da dolaylı olarak birbirini takip eden merkez bankalarınca neden olunan potansiyel soruna işaret ederek, küreselleşme ve para politikası üstüne araştırmayı özetler. Çok sayıdaki merkez bankasının 2002-04 döneminde fâiz oranlarını niçin çok düşük tuttuğunun bir açıklamasını sunar. 11 Ha-

ziran 2007'de Girona, İspanya'daki bir NBER konferansı konuşması için hazırlanmıştır.

3. "A Black Swan in the Money Market." John C. Williams ile birlikte, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Ocak 2009. Bu, Ağustos 2007'de bankalar arası kredi oranlarındaki görülmedik sıçramaya likidite sorunlarından mı yoksa müşteri riski tarafından mı neden olunduğuna dâir 2007 sonbaharında başladığımız araştırmanın nihaî tashihiidir. Aynı başlıklı bir çalışma (No. 2008-04) Federal Reserve Bank of San Francisco tarafından Nisan'da yayınlandı, ve başka bir çalışma "Further Results on a Black Swan in the Money Market," Mayıs'ta Stanford Institute for Economic Policy Research tarafından yayınlandı.
4. "The State of the Economy and Principles for Fiscal Stimulus," Birleşik Devletler Senatosu Bütçe Komisyonu önünde ifade, 19 Kasım 2008. Bu ifade, Ocak 2009'da San Francisco'daki Amerikan İktisat Topluluğu toplantısı için hazırlanan bir çalışmadaki daha şekli ekonometrik kanıtlarla birlikte, 2008 vergi iadelerinin ekonomi üstündeki tesirini tahmin amaçlı bir projeyi raporlar.
5. "The Costs and Benefits of Deviating from the Systematic Component of Monetary Policy." Federal Reserve Bank of San Francisco'nun *Monetary Policy and Asset Markets* üstüne konferansındaki açılış konuşması, 22 Şubat 2008; ve "Monetary Policy and the State of the Economy," Birleşik Devletler Temsilciler Meclisi Finansal Hizmetler Komitesi önünde ifade 26 Şubat 2008. Bu çalışmalar parasal politika kurallarının para piyasasındaki artan spread'lere göre değiştirilip değiştirilmemesi gereğini inceledi.
6. "The Way Back to Stability and Growth in the Global Economy," Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper 2008-E-14, Japonya Bankası'nda Mayekawa Açılış Konuşması'nda sunulmuştur, Mayıs 2008. Bu çalışma keskin parasal gevşemenin petrol ve diğer emtia fiyatları üstündeki tesirini tartıştı, ve merkez bankası fâiz oranı kararlarının diğer merkez bankalarına yayılımını engellemenin bir yolu olarak, küresel bir enflasyon hedefi fikrini teklif etti.
7. "Toward a New Framework for Exceptional Access." Stanford Üniversitesi'nde 22 Temmuz 2008'de düzenlenen Policy Workshop on *The Future Role of Central Banking Policy: Urgent and Precedent-Setting Next Steps* etkinliğindeki sunum. Bu sunum Federal Rezerv'in müdahaleleri ve finansal kurumların veya onların kreditorlerinin kurtarılmaları için daha sistematik bir yaklaşımın geliştirilmesi gereğini izah etti. Bear Stearns müdahalesinden sonra, ama Lehman iflâsından önce hazırlanmıştır.