

Bir Empirik Analiz Eleştirisi¹

John Murray

Kanada Bankası Yönetici Yardımcısı

Çeviren: Ünsal Çetin

Liberal Düşünce, Cilt 15, Sayı 59 - 60, Yaz-Güz 2010, s. 163 - 168

Takdim

David Dodge onuruna düzenlenen bu konferansta açılış konuşmasını yapmak için John Taylor'dan daha uygun herhangi birisini düşünemiyorum; ne de bu faaliyet için daha uygun bir çalışma olabilirdi. David Dodge ve Profesör Taylor uzun yıllardır birbirlerini tanırlar, ve 1990'ların son yıllarının çoğu kısmında kendi Hazine görevlerinde aynı dönemlerde çalıştılar. Şaşırtıcı olmayan bir şekilde, Profesör Taylor'ın çalışması David'in kapsamlı ilgi alanlarını yansıtan çeşitli kritik politika konularına temas etmektedir. Bu konular aynı zamanda David'in yoğun bir şekilde yazdığı ve konuştuğu konulardır, ve bugünkü tartışmalar için mükemmel bir başlangıç temin eder.

Profesör Taylor'ın çalışması iki anahtar mesajı içerir. İlki hükümet eylemlerinin ve müdahalelerinin “[günümüz] finansal krizine neden olması, bu krizi uzatması ve ağırlaştırması”dır. İkincisi bu politika başarısızlıklarının ekseriyetle yurtiçi nitelikli (yani, başka ülkelerde değil, Birleşik Devletler'de doğan hatalar) olmasıdır. Çalışmada, bu iddiaları desteklemek üzere, etkileyici ve ikna edici bir grafik ve empirik testler dizisi sunulmaktadır, ve birkaç önemli politika dersi ortaya çıkar. Bu dersler şunları içerir:

¹ Kanada Merkez Bankası'nın Kasım 2008'de David Dodge'nin Kanada kamu politikasına katkıları onuruna düzenlediği konferansta John B. Taylor'un sunumu için yapılan eleştirinin metnidir. “Discussion,” 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/discussion_murray.pdf

- (Ünlü Taylor Kuralı'nca ifade edildiği gibi) geleneksel para politikası tesir işlevleri optimal olmayabilir; bununla birlikte, para otoriteleri tarafından bu işlevlere daha yakın bir bağlılık muhtemelen büyük hatalar yapma olasılıklarını en aza indirir.
- Politika yapıcılar sorunu dikkatle analiz etmeden önce çözümlere atlama-malıdır. Çabuk ama vakti gelmemiş teşhis çözdüğünden daha çok soruna neden olabilir.
- Uluslararası Para Fonu'ndaki (IMF) yakın tarihli reform çabalarından şekillendirilen, resmî müdahale için öngörülebilir çerçeveler, özel sektör tarafındaki gereksiz belirsizlikten kaçınabilir, ve kamu sektörü tarafında daha disiplinli kriz yanıtlarına yol açabilir.

Profesör Taylor'ın vurguladığı konuların çoğu için aynı kanaatlere sahip olmama rağmen, ve incelediği 2002-08 dönemi boyunca izlenen politikanın mutlak surette kusursuz olduğunu ileri sürmek istemediğim hâlde, onun hızlı teşhisleri hakkında bazı ihtirazî kayıtlarım var. Bu itirazlar temel kanaat farklılıklarını temsil etmez, ama daha çok bir ince fark ve derece konusudurlar. Profesör Taylor'ın kendisi bu çalışmada sunulan araştırmanın başlangıç niteliğinde olduğunu, ve herhangi bir bükülmez sonuca ulaşmadan önce, daha çok verinin toplanması ve analiz edilmesine ihtiyaç olduğunu kabul eder.

Benim yorumlarım Profesör Taylor'ın çalışmasının yapısını takip edecektir, ve yazarın faydalı bulacağını ümit ettiğim bir dizi sorunun etrafında çerçevelenmiştir. Çalışmanın her bir kısmı üstüne yorum öne sürmüyorum, ancak bir fikir ya da yorum farklılığının olabileceği yerlerde eleştiri yapıyorum. Profesör Taylor tarafından raporlanan diğer ilginç konular hususundaki sessizlik ve atlamalar benim tarafımdan şartsız kabulü ifade eder.

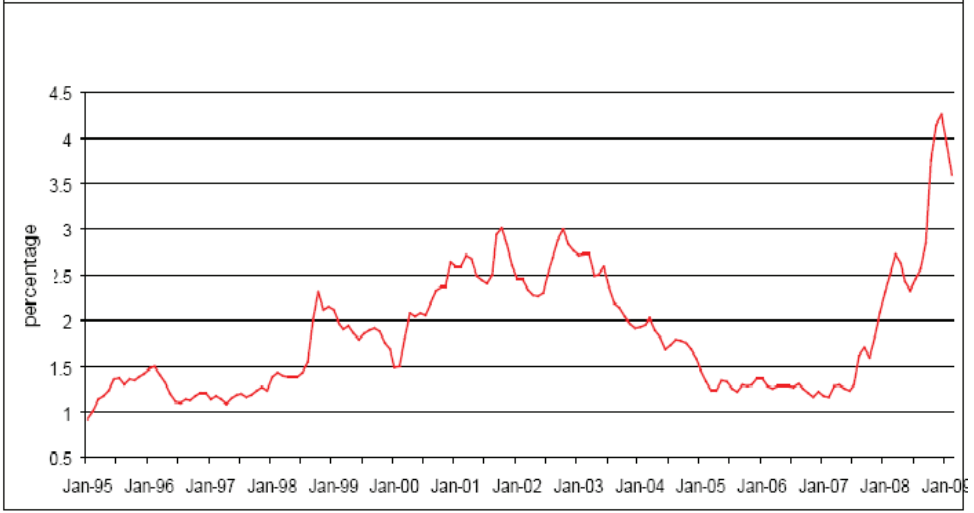
Krizin Nedenleri

A.B.D. Para Politikası Profesör Taylor'ın Öne Sürdüğü Kadar Gevşek miydi?

2002-05 dönemi boyunca Federal Fonlar Oranı'nın fiilî seyrini Taylor Kuralı tarafından tavsiye edilen seyir ile karşılaştırarak, Profesör Taylor'ın naklettiği sonuçlar oldukça çarpıcıdır ve -çoğu benzer sonuçlara ulaşan- başka yazarlar tarafından defalarca tekrar üretilmiştir. 2002-06 arası 5 yıldan uzun dönem boyunca, A.B.D. para politikası fevkalâde surette gevşek görünmektedir, ve bu suretle sonuç olarak izleyen varlık fiyatı balonunu beslemiştir.

Federal Açık Piyasa Komitesi'nin muhtelif üyeleri tarafından bu ithama karşı yükseltelen bir karşı argüman, teknoloji balonunun çöküşünün ardından, bir dizi özel sektör yatırım aracı üstünde ortaya çıkan büyük fâiz oranı spread'lerini dikkate alır. Bu spread'lerin gayritabiî surette büyük olması ölçüsünde, birisi Federal Fonlar Oranı'nın A.B.D. para politikasının fiilen ne kadar gevşek olduğuna dâir yanlış yönlendirici bir izlenim verdiğini öne sürebilir. Aşağıdaki şekil bu bakım-

dan anlamlı bir kanıt sunar. Taylor Kuralı'nın bu finansal dalgalanmalara göre uygulanışı, Profesör Taylor tarafından sunulanından biraz farklı bir resim sunar. Niteliksel argüman ayakta kalır; bu sadece bir derece konusudur.



Şekil 1. Uzun Vadeli Ticarî Bono ile 10 Yıllık Hükümet Bonosu Oranları Arasındaki Spread

Fed'in savunusunda ileri sürülen ikinci bir argüman Greenspan'ın bilmececi ile, ve Birleşik Devletler'deki (ve başka yerlerdeki) uzun vadeli fâiz oranlarının Fed kendi Hedef Oranı'nı yükseltmeye başladıktan çok sonra azalmaya devam etmesi gerçeği ile ilgilidir. Eğer dönemin ilk kısımları boyunca Fed eylemleri kolay kredi koşullarının öncelikli nedeni idiyse, sıkı politika izlemeye başladığında, piyasa neden Fed'in eylemlerini göz ardı etmeyi seçti? Bu sorulara nihaî bir cevapla sahip değilim, ama bu argümanlar Fed'i bir parça üstünkörü değerlendirmek (yani, biraz daha kendimize karşı lütufkâr olmak) istediğimizi ileri sürer.

Şayet birisi ABD para politikasının fazla gevşek olduğu argümanını kabul ederse, bu durumdan kaçınmak için ne yapılabilir diye sormak doğaldır. Aşıkâr bir cevap, Profesör Taylor tarafından önerilene benzer, daha güvenilir bir tesir işlevinin izlenmesi olabilir. İnsan ayrıca iddia edebilir ki, bu üzücü tecrübe Birleşik Devletler'de resmî bir enflasyon hedefini takdim etme gereğini güçlendirmektedir. Şayet böyle bir politika çerçevesi uygulamada olsaydı, muhtemelen iki şey gerçekleşebilirdi. İlk olarak, enflasyon beklentileri tahminen daha sağlam şekilde belirlenebilirdi. İkincisi, fâiz oranları enflasyonist olmayan baskıları karşılamaya yetecek kadar düşmek zorunda kalmayabilirdi. İlâveten, Fed daha disiplinli olabilirdi, ve ekonomi iyileşmeye başladığında, etkinlikteki müteakip artışa tepki vermede daha çabuk davranabilirdi.

Diğer Ülkelerdeki Konut Büyümelerinin Ölçek ve Zamanlamasını Nasıl Açıklayabiliriz?

2002-05 dönemi süresince birçok ülkede konut büyümeleri gerçekleşti. İlâveten, bu büyümeler ekseriyetle Birleşik Devletler'dekilerden önemli seviyede daha büyüktüler ve çok daha önce başladılar. Ayrıca bu ülkelerin bazılarındaki merkez bankaları Fed'den daha muhafazakâr bir para politikası yolu takip ettiler, ve Taylor Kuralı'nı daha az göze batacak şekilde ihlâl ettiler.

ABD para politikası -diğer merkez bankalarının eylemlerini gölgede bırakarak- küresel kredi koşullarının belirlenmesinde pekâlâ büyük boyutlu bir rol oynamış olabilir. Esnek döviz kurları bu ülkelerdeki politika bağımsızlığını muhafaza etmiş olmalıydı, fakat durum bu olmamış olsa bile, dış ülkeler konut fiyatlarının niçin A.B.D. para politikası gevşemesinin tahmini ile ilerlediğini açıklamaz. Gevşek A.B.D. para politikasının yardımcı olmuş olabileceği ama neden olmadığı, daha küresel bir şey -Robert Shiller'in kanaatine, bir mania- iş başında olmuş gibi görünür.

Bir kez daha, Profesör Taylor'ın sonuçlarının yine de ayakta kaldığını not etmek önemlidir; ifade edilen şey sadece krizin nedeninin daha karmaşık görünmesidir. Dumanı tüten tek bir tabancadan daha fazlası vardır.

Düşen Toplam Tasarruflar Bir "Tasarruf Fazlası" ile Birlikte Mevcut Olabilir mi?

Profesör Taylor'ın doğru bir şekilde bize hatırlattığı gibi, *ex post* bir özdeşlik ile birbirine bağlanmış olduklarından, "tasarruf ve yatırım arasında küresel bir açık yoktur." Aralarındaki herhangi bir farklılık yalnızca bir ölçüm hatasıdır. Bu nedenle, dünya fâiz oranlarını baskı altına alan, *ex ante* bir tasarruf fazlalığı olup olmadığına *ex post* hükmetmek imkânsızdır. Yine de, Profesör Taylor'ın çalışmasında Şekil 3'te yer alan küresel tasarruflardaki neredeyse yeknesak azalış, aşırı doygunluğa karşıt olarak, bir tasarruf yetersizliğini ima eder. Profesör Taylor'un bildiği gibi, bu argümana karşıt argüman, daha da büyük bir *ex ante* yatırım açığının olabileceğidir.

Kesin olarak bildiğimiz tek şey net sonuçtur. Çin ve dünya çevresindeki pek çok başka ülke büyük ticaret fazlaları veriyor iken, Birleşik Devletler 2002-08 döneminin başından sonuna dek büyük ticaret açıkları verdi. Çin büyük net ulusal tasarruf ve ihtiyat birikiminin en aşikâr vakası idi, ama tek başına değildi. Bu fonlarla bir şeyler yapılmak zorundaydı, ve A.B.D. tüketicileri borçlanmaktan memnundular.

Bu, para politikası kötü yönetimin varsayılan bir örneğidir, ama Profesör Taylor tarafından anlatılan türde değil. İlk olarak, aşırı sert olan ve çok az politika bağımsızlığı gösteren bir para politikası tarafından neden olunmuştur. Dahası, bu Fed'in hatası değildi. Sterilize edilmiş büyük bir müdahale tarafından desteklenen, yarı yarıya sabit bir döviz kuru uluslararası parasal intibak mekanizmasını işlemekten alıkoydu. İktisatçılar Renminbi'nin yanlış değerlendiriliş -doğrultusu

değil ama- boyutu üstüne tartışabilirler. Renminbi, benim kanaatimce, Çin Halk Bankası tarafından biriktirilmekte olan 1,9 trilyon \$ rezervin kanıt olduğu gibi, açık bir şekilde değerinin altında tutuldu (ve hâlen de öyledir).

Krizi Uzatan Neydi?

Otoriteler bir Siyah Kuğunun mu yoksa bir Bukalemunun mu Peşine Düşmüştü?

Geçen birkaç ay süresince gerçekleşen olaylar, Profesör Taylor ve John Williams tarafından basiretli çalışmalarında (2007) ileri sürülen siyah kuğu hipotezini destekler görünüyor. Küresel finansal sistemdeki sorunlar çoğu politika yapıcı tarafından başlangıçta varsayıldığından çok daha önemlidir, ve likidite yoksunluğundan daha çok iflâs korkuları ve müşteri riski ile daha yakından bağlantılıdır.

Politika yapıcılar çöken finansal sisteme likidite sağlamak amacıyla yeni ve daha yaratıcı yollar bulmak için koşturdukça, hatalı teşhis gerekli varlık tasfiyesi ve yeniden sermaye tahsisi (recapitalization) gayretlerini ertelemiş olabilir. Bununla birlikte, bir kez daha, kanıt belirsiz olmaktan uzaktır. Bu bakımdan not edilecek ilk şey, likidite ve kredi sorunları arasındaki ayırımın oldukça yerinde oluşudur, yine de birisiyle agresif şekilde ilgilenilmediği sürece, bir sorun çabucak diğerine dönüşür.

Profesör Taylor'un ifade ettiği gibi, 3 aylık LIBOR-OIS spread'i Term Auction Facility'nin başlangıcından hemen sonra dikkati çeken bir şekilde iyileşmedi, ama kısa bir süre sonrasında tekrar tırmanmaya başladı. Belki de, aynı şeyi iki farklı şekilde söylemeye tekabül eden, bunun için alternatif nedenler şöyledir; (i) çok az likidite desteğinin çok geç sağlanması; ve (ii) temelde yatan sorunun bir likidite kıtlığından tam kapsamlı bir kredi sıkışmasına dönüşmesi. Başka bir ifadeyle, iki unsur da hep mevcuttu, ama denge ânîden değişti.

Bu yorumlamanın bazılarını aşırı cömert olarak görüneceğini, ve finansal kurumların bilânçolarının daha hızlı ve daha güvenilir bir analizinin sorunu çözebileceğini veya, hiç değilse, zarar vermeyebileceğini fark ediyorum. Fakat sonradan anlama, söylendiği gibi, daima mükemmeldir. Tam ve kapsamlı şeffaflık sürecin başlarında söz verildi ama hiç gerçekleştirilmedi. Gerçek sorun buydu. İlgilendiğimiz canlının özenli bir kimlik tespiti yardımcı olabilirdi. Belki de, bir siyah kuğuya karşıt olarak, zamanla rengini değiştiren şey bir bukalemundu.

Müdahale İçin Öngörülebilir Bir Çerçevenin Yokluğu: IMF İyi Bir Rol Modeli midir?

Profesör Taylor'ın son tavsiyesi -IMF'deki düzenlemelere göre şekillendirilen daha sert politika disiplini ve kriz çözümü için açık bir çerçeve ihtiyacını dikkate alır. Krizin tesirleri ağırlaştırılan faktörlerden birisi, resmî sektörün nasıl ve ne zaman müdahale edeceğine ilişkin belirsizliktir. Bu örnekteki yapıcı belirsizlik pek faydalı değildi.

1990'ların son yılları esnasında, uluslararası nitelikteki millî borç krizlerinin ele alınışında iki önemli reform takdim edildi. İlki Fon tarafından sağla-

nan olağanüstü finansman için daha açık bir çerçeveyi gerektirdi, ki bu çerçeve, finansmanın erişilebilir kılınıştaki koşulların genel esaslarını çizdi. Bu çerçeve, kredi verenler ve borç alanlar tarafındaki lüzumsuz belirsizlikten kaçınmaya yardımcı oldu. İkincisi, eğer muhtemel ödeme sorunları açığa çıktı ise, borcun yeniden yapılandırılmasını kolaylaştırmak üzere, yeni ulusal bonoların üstüne kolektif eylem maddelerinin takdimini gerektirdi.

Her iki yenilik de ekseriyetle önemli ve olumlu gelişmeler olarak görüldü. Ve reformların başarılı takdimleri, Profesör Taylor'ın Hazine Bakanlığı Müsteşarlığı görevi süresince etkin desteğine çok şey borçludur. Bir oyun planına sahip olmak dâima faydalıdır.

Bu bağlamda vurgulamak istediğim yegâne husus, IMF değişiminin yetersiz niteliği ve yönetim sorunlarının bu değişimin etkinliğini iki önemli alanda sert şekilde nasıl sınırlandırmakta oluşu ile ilgilidir. Fon'un aslî işlevsel sorumlulukları tarafsız ve vakitlice gözetim (yani, güvenilir bir makro istikrar teşhisi) ile, gerekli olduğunda, âcil likidite finansmanı sağlamaktır. Profesör Taylor tarafından tanımlanan reformlar potansiyel olarak fikirde faydalı ise de, uygulanmaları, özellikle olağanüstü kredilendirme üstündeki disiplin kazandırıcı tesir hususunda, icra usulüne kıyasla daha riayetsizlik ile gözetilir. Keynes'in "gerçeğin merhametsiz dile getirilişi" bir hedef olarak kalır. Gerçekten de, yurtiçi planda yakın zamanda aşikâr kılınan güçlüklerin çoğu Fon için de geçerlidir. Sorunlara yüz yüze ve en iyi şekilde saldırmak için doğal bir isteksizlik vardır. Bunun yerine, "kolaylaştırıcı finansman" (catalytic financing) sorunun yatışacağı umudundaki ilk başvurudur. Ancak bu faydalı çıkmadığında, borcun yeniden yapılandırılması gibi, daha ciddî çözümler değerlendirilmeye alınır. Bu ve bağlantılı diğer pek çok konular David Dodge'nin çok sayıdaki konuşmalarında etraflıca tetkik edilmektedir.

Sonuç

Profesör Taylor'a David Dodge'nin *Festschrift*'indeki dikkatli ve zaman zaman provakatif katkısı için teşekkür ederek sonuçlandırmak istiyorum. Vurguladığı hususların ve teşhis ettiği sorunların pek çoğuna itiraz etmek zordur. Netleştirmeye çalıştığım gibi, onun argümanları ile herhangi bir anlaşmazlığım, fikirden ziyade, bir ölçü ve derece sorunudur. Ayrıca, bu vesileyi Profesör Taylor'a, yıllar boyunca makroekonomi mesleğine ve daha özel olarak merkez bankacılığı uygulamasına bütün katkılarından ötürü teşekkür etmek üzere kullanmak isterim. Onun katkıları muazzam olmaktadır.

Kaynak

Taylor, J. B. ve J. C. Williams. 2009. "A Black Swan in the Money Market." *American Economic Journal: Macroeconomics* 1 (1): 58-83.