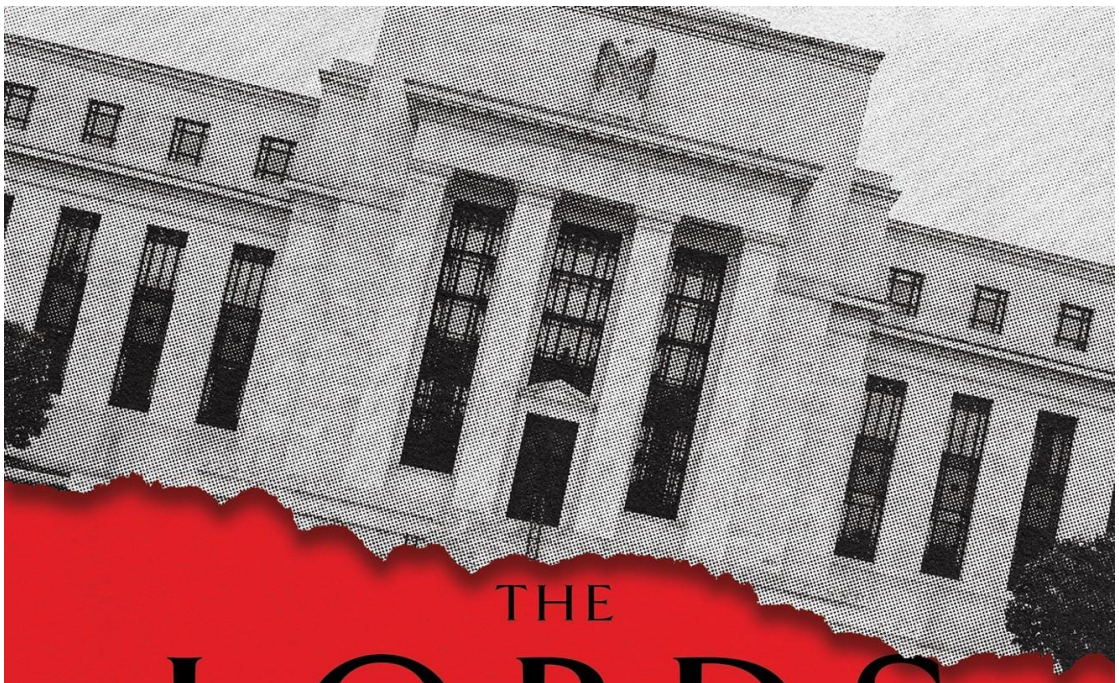


THE LORDS OF EASY MONEY

HOW THE FEDERAL RESERVE BROKE THE AMERICAN ECONOMY

CHRISTOPHER LEONARD

NEW YORK TIMES BESTSELLING AUTHOR OF *KOCHLAND*

BÖLÜM 1

"SAYGILARIMLA, HAYIR"

BÖLÜM 1

\ERO'NUN ALTINA INMEK

(2010)

Thomas Hoenig 3 Kasım 2010 günü erkenden uyandı, o gün ne yapması gerektiğini biliyordu ve aynı zamanda neredeyse kesinlikle başarısız olacağını da biliyordu. Bir oy kullanacaktı ve hayır oyu verecekti. Muhalefet edecekti ve bu muhalefetin muhtemelen onun mirasını yok edeceğini biliyordu. Hoenig bir şeyi durdurmaya çalışıyordu: Bir felakete dönüşebileceğine inandığı bir kamu politikasını. Bunu yapmanın görevi olduğuna inanıyordu. Ancak çarklar bu politikayı gerçeğe dönüştürmek için çoktan dönmeye başlamıştı ve bu çarklar ondan çok daha güçlüydü. Bu çarklar Wall Street'teki büyük bankalardan, borsadan ve Amerikan Merkez Bankası'nın yönetiminden güç alıyordu. Herkes Hoen ig'in o gün kaybedeceğini biliyordu ama yine de hayır oyu kullanacaktı.

Hoenig altmış dört yaşındaydı ve Kansas City Federal Rezerv Bankası'nın başkanıydı; bu pozisyon ona Amerika'nın ekonomik dengeleri üzerinde olağanüstü bir güç veriyordu. O sabah Washington'daydı çünkü Amerikan parasının değerini ve miktarını belirlemek üzere her altı haftada bir toplanan Federal Rezerv'in güçlü politika belirleme komitesinde yer alıyordu. Amerika'da çoğu insan para, yani gerçek para birimi ya da dolar dediğimiz şey hakkında çok fazla düşünmez. *Dolar* kelimesi aslında Amerikan para birimi için kullanılan argo bir terimdir ve aslında Federal Rezerv banknotu olarak adlandırılır. İnsanlar her gün Federal Rezerv banknotlarını harcarlar (eğer onlara sahip olacak kadar şanslılarsa), ancak parayı yoktan var eden karmaşık, büyük ölçüde görünmez sistem hakkında nadiren düşünürler. Bu sistem ABD Merkez Bankası'dır.

Sistem. Amerika'nın merkez bankası olan Fed, dünya üzerinde istediği zaman ABD doları yaratabilen tek kurumdur.

Federal Rezerv'de üst düzey bir yetkili olduğu için Thomas Hoenig sürekli para hakkında düşünmek zorundaydı. Bu konuda, çok stresli bir bina yöneticisinin su tesisatı ve ısıtma hakkında düşündüğü gibi düşünüyordu. Hoenig parayı yönetilmesi ve doğru yönetilmesi gereken bir sistem olarak düşünmek zorundaydı. Para yaratan sistemi yönetirken, işinizi dikkatli, ihtiyatlı ve dürüst bir şekilde yapmanız gerekiyordu, aksi takdirde korkunç şeyler olabilirdi. Bina yanabilir ya da alev alabilirdi.

Hoenig o Kasım sabahı Washington, D.C.'de uyandığında, Kansas City'deki evinden ülkenin başkentine seyahat ettiğinde her zaman kaldığı Fairmont adlı çok güzel bir otelde kalıyordu. Hoenig, Federal Açık Piyasa Komitesi'nin ya da kısaca FOMC'nin olağan toplantısı için şehirdeydi. Komite Washington'da toplandığında, üyeleri oy kullanıyor ve Fed'in eylemlerinin gidişatını belirliyordu. Federal Rezerv'in güçlü başkanı tarafından yönetilen komitede on iki üye vardı.

Hoenig bir yıldır hayır oyu veriyordu. Eğer 2010 yılı boyunca verdiği oyların çetelesini tutacak olursanız, hayır, hayır, hayır, hayır, hayır ve hayır şeklinde bir sonuçla karşılaşırsınız. Muhalefet etmesi beklenen bir şeydi, ancak Tom Hoenig'in karakteri düşünüldüğünde bu oyların şaşırtıcı olduğu da söylenebilir. Doğası gereği, muhalif olmaya yakın bir şey değildi. O bir kural takipçisiydi. Küçük bir kasabasında doğup büyümüş ve on yaşına gelmeden ailenin tesisatçı dükkanında çalışmaya başlamıştı. Vietnam'da topçu eri olarak görev yaptı ve eve döndüğünde savaşı protesto etmedi. Bunun yerine Iowa State'te ekonomi ve bankacılık okudu ve doktora derecesi aldı. Okuldan sonraki ilk işi Kansas City'deki Federal Reserve bölgesel bankasında denetim departmanında ekonomist olarak çalışmak oldu. Fed'de kural takipçisi olmaktan kural uygulayıcısı olmaya geçti. Hoenig 1991 yılında Kansas City Fed'in başkanlığına kadar yükseldi. Bu görevi 2010 yılında da sürdürüyordu. On iki bölgesel Fed bankası başkanından biri olarak üstlendiği sorumluluklar, Amerika'nın para sisteminin yapısına ışık tutmaktadır. Federal Rezerv sistemi dünyadaki diğer hiçbir sisteme benzemez; kısmen özel banka ve kısmen devlet kurumu olan farklı hayvanların çılgın bir genetik karışımıdır.

İnsanlar Fed hakkında sanki bir bankaymış gibi konuşuyor,

Hoenig, bölgesel bir Fed başkanından beklenebilecek tüm 1ery eğilimine sahipti, yani hiçbiri yoktu. Yumuşak dilli, medeni bir kişiliğe sahipti, kravat

bağları ve ince çizgili takım elbiseler giyerdi ve günlerini sermaye gereksinimleri ve faiz oranları gibi konular hakkında konuşarak geçirirdi. Hoenig bir kurumsalcıydı ve kelimenin tam anlamıyla muhafazakârdı.

Yine de 2010 yılının sonlarında bir muhalif olarak karşımızdaydı.

Hoenig, otel odasında uyandıktan sonra, büyük gün başlamadan önce biraz yalnız zaman geçirdi. Düşüncelerini topladı. Tıraş oldu, takım elbisesini giydi, kravatını düğümledi ve evraklarını topladı. O gün ne yapacağıyla ilgili herhangi bir şüphesi varsa bile bunu belli etmedi. Bu eyleme hazırlanmak için aylar, yıllar, hatta on yıllar harcamıştı. Vereceği oy, Fed'deki kariyeri boyunca öğrendiği her şeyi yansıtacaktı. Federal Rezerv'in olağanüstü zamanlardan geçmesine yardımcı olmak için bildiklerini uygulamaya

çalışıyordu.

Amerikan finans sistemi 2008'in sonlarında, yatırım bankası Lehman Brothers'ın çökmesinin ardından çökmüştü. O an Tom Hoenig gibi insanlar için bir eşiği işaret ediyordu. Ekonomistler ve merkez bankacıları bunu izleyen paniği Küresel Finansal Kriz olarak tanımladılar ve sonunda bu ana kendi kutsal kitabı olan GFC etiketini verdiler. Merkez bankacılığı dünyası düzgün bir şekilde iki döneme ayrılmıştı. GFC öncesi dünya ve GFC sonrası dünya. GFC'nin kendisi kıyamet gibiydi. Tüm finansal sistem, yeni bir Büyük Buhran yaratma riski taşıyan tam bir çöküş yaşadı. Bu, yıllarca sürecek rekor düzeyde işsizlik, ekonomik sefalet, siyasi dalgalanma ve sayısız şirketin iflası anlamına geliyordu. Kriz, Federal Rezerv'i daha önce hiç yapmadığı şeyleri yapmaya sevk etti. Fed'in tek süper gücü yeni dolarlar yaratma ve bunları bankacılık sistemine pompalama yeteneğidir. Lehman'ın çöküşünden sonra bu gücü daha önce görülmemiş şekillerde kullandı. Fed'in bu dönemdeki eylemlerini gösteren finansal grafiklerin çoğu aynı grafiğe benziyor: Yıllar boyunca sabit bir aralıkta zıplayan ve daha sonra ters bir şimşek gibi yukarı doğru fırlayan bir Aat çizgisi. Yukarı doğru sıçramalar Fed'in krizle mücadele etmek için yarattığı eşi benzeri görülmemiş miktardaki parayı yansıtmaktadır. Fed 1913 ve 2008 yılları arasında para arzını kademeli olarak yaklaşık 5 milyar $'dan 847 milyar $'a çıkarmıştır. Para tabanındaki bu artış yavaşça, hafifçe yükselen bir eğimle gerçekleşti. Daha sonra

2008 sonu ve 2010 başında Fed 1,2 trilyon dolar bastı. Başka bir deyişle, bir yıldan biraz daha uzun bir süre içinde yüz yıllık para basarak ekonomistlerin

parasal taban olarak adlandırdıkları miktarı iki katından fazla artırdı. Tüm bu yeni paranın çok önemli bir özelliği vardı. Fed sadece tek bir şekilde para yaratabilir: Yeni dolarlar üretir ve bunları büyük bankaların kasalarına yatırır. Sadece yaklaşık yirmi dört özel banka ve finans kuruluşu bu bozulmamış dolarları alma ayrıcalığına sahiptir, bu da bu bankaları para arzının tohum yatağı haline getirir. Bankacılık sistemindeki fazla para miktarı 2008'de 200 milyar dolardan 2010'da 1.2 trilyon dolara çıkarak yüzde 52,000'lik bir artış gösterdi.

Tüm bunları yaparken Fed, Amerikan finans sistemi için olağanüstü miktarlarda yeni para üzerine inşa edilmiş yeni bir temel yaratmıştı. Hoenig bu sistemin nasıl yaratıldığını ilk elden izleme şansına sahipti çünkü onu yaratan komitede, FOMC'de oturuyordu. Başlangıçta, 2008 ve 2009 kriz yıllarında, olağanüstü ePorts ile birlikte gitmek için oy kullanmıştı.

Hoenig'in 3 Kasım 2010 sabahı hazırlandığı tartışma, kriz günleri sona erdiğinde Fed'in ne yapacağıyla ilgiliydi. Zorlu ve yavaş bir toparlanma yeni başlıyordu ve bu Amerikan ekonomi tarihinin en önemli anlarından biriydi. Ekonomik koşulların bir aşamasının sona erdiği ve yerini bir sonrakine bıraktığı andı. Fed'in yeni dünyanın neye benzeyeceğine karar vermesi gerekiyordu ve Hoenig Fed'in seçtiği yoldan giderek daha fazla rahatsız oluyordu.

FOMC'nin her altı haftada bir "faiz oranlarını belirlemek" için toplandığı yaygın olarak bildirilmektedir. Bunun anlamı, Fed'in çok kısa vadeli kredilerin fiyatını belirlemesidir; bu rakam sonunda tüm ekonomik sisteme yayılır ve her şirket, işçi ve hane halkı üzerinde bir etkisi olur. Temel sistem şu şekilde işlemektedir: Fed faiz oranlarını yükselttiğinde, ekonomi yavaşlar. Fed faiz oranlarını düşürdüğünde ise ekonomiyi hızlandırır. O halde FOMC, bir nükleer enerji santralinin kontrol odasındaki bir grup mühendis gibidir. Daha fazla güce ihtiyaç duyulduğunda faiz oranlarını düşürerek reaktörü ısıtırlar. Koşullar çok ısındığında ise faiz oranlarını yükselterek reaktörü soğuturlar.

Fed'in Küresel Finansal Kriz sırasında yaptığı en önemli şeylerden biri, tarihte ilk kez faiz oranını sıfıra indirmek oldu (1960'ların başında faiz oranları sıfıra yaklaşmıştı). Ekonomistler 0 faiz oranını
yüzde faiz oranı "sıfır sınırı" olarak adlandırılıyordu ve bir zamanlar bu sınır bir tür dokunulmaz sınır olarak görülüyordu. Sıfırın altına inilemeyeceğine inanılırdı. Faiz oranı aslında sadece paranın fiyatıdır. Faiz oranları yüksek

olduğunda, para pahalıdır çünkü ödünç almak için daha fazla ödemeniz gerekir. Faizler düşük olduğunda, para ucuzdur. Faizler sıfır olduğunda ise para, doğrudan Fed'den alabilen bankalar için tamamen bedavadır. Ekonomistler, paranın maliyetinin sıfırdan daha düşük olamayacağına, dolayısıyla sıfır sınırının Fed'in faiz oranlarını kontrol etme gücünün sınırlarını yansıttığına inanıyordu. Fed, Lehman Brothers'ın çöküşünden kısa bir süre sonra sıfır sınırına ulaştı, ancak asıl önemli olan bundan sonra ne olduğuydu. Sıfıra ulaştıktan sonra Fed faizleri tekrar yükseltmeye çalışmadı. Hatta Fed herkese faizleri yükseltmeye çalışmayacağını açıkça söylemeye başladı. Bu, bankalara serbest para ortamında kredi vermeye devam etmeleri için güven verdi - bankalar sıfır sınırındaki hayatın bir süre daha devam edeceğini biliyordu.

Ancak 2010 yılına gelindiğinde FOMC korkunç bir ikilemle karşı karşıya kaldı. Faiz oranlarını sıfırda sabit tutmak yeterli görünmüyordu. Ekonomi canlanmıştı ama hala çok kötü durumdaydı. İşsizlik oranı hala yüzde 9,6'ydı ve derin bir resesyonu karakterize eden seviyelere yakındı. FOMC'yi yönetenler, yüksek ve sürekli işsizliğin etkilerinin korkunç olduğunu biliyorlardı. İnsanlar uzun süre işsiz kaldıklarında becerilerini ve umutlarını kaybederler. Geride kalırlar ve ilk etapta işten çıkarılmanın ekonomik zararını daha da arttırırlar. İşlerini kaybeden insanların çocukları bile kazanç potansiyellerinde uzun vadeli bir düşüş yaşadı. Fed içinde bu süreci durdurmak için bir aciliyet vardı. Ayrıca ekonomik toparlanmanın tamamen durma riski de vardı.

Bu nedenle komite 2010 yılında sıfır sınırını aşmanın yollarını düşünmeye başladı. Fed yönetimi Kasım ayında radikal bir deneyi oylayacaktı: Faiz oranlarını ilk kez negatif seviyeye çekecek, bankacılık sistemine daha fazla para aktaracak ve Fed'i ekonomik büyümeyi artırmak için Amerikan ekonomisinin tam merkezine taşıyacaktı. Bundan sonra dünyanın neye benzeyeceğini kimse bilmiyordu. Deneysel programın, modern Fed'deki her şey gibi, kasıtlı olarak şeffaf olmayan ve bu nedenle insanların önemsemek bir yana anlaması bile zor olan bir adı vardı. Planın adı "niceliksel genişleme" idi. Program yürürlüğe girerse, küresel ekonomiyi yeniden şekillendirecekti. Amerikan finans sistemi. Federal Rezerv'in ekonomik çiftlerdeki rolünü yeniden düzenleyecekti. Ve Hoenig'in karşı oy kullandığı her şeyin önemsiz görünmesine neden olacaktı. Parasal genişlemeye karşı oy kullanmayı planlıyordu ve bu muhalefet yalnız bir muhalefet olacaktı. FOMC içinde

parasal genişleme konusunda gergin bir tartışma vardı ama kamuoyunun bundan pek haberi yoktu. Amerika'nın para arzı üzerindeki siyasi tartışmalar, Fed'in liderleri tarafından karara bağlandığı için giderek daha kapalı, hatta gizli hale gelmişti.

Paranın siyaseti eskiden yüklü bir siyasi meseleydi. Bir zamanlar, 2010 yılında vergiler ya da silah kontrolü üzerine yapılan tartışmalardaki sıcaklık ve tutkuyla tartışılırdı. Demokratların adayı William Jennings Bryan, 1896 başkanlık seçimleri sırasında para politikasını öncelikli konularından biri haline getirmişti. Kendisi bir popülistti ve bu konuyu kalabalıkları coşturmak için kullandı. Bu, Bryan'ın bir kampanya konuşması sırasında "İnsanlığı altından bir çarmıha germeyeceksiniz!" diyerek Amerikan parası hakkında şimdiye kadar yapılmış en güçlü ve en ünlü siyasi açıklamayı yapmasına yol açtı. Bryan bu konuşmasında özellikle altın standardından bahsediyordu, ancak aynı zamanda kısa vadeli faiz oranları ve parasal tabandan da bahsediyordu - tam da FOMC'nin on iki üyesi tarafından düzenli olarak gizlice tartışılan konular. Bryan'ın zamanında para politikasının bu kadar hararetli olmasının bir nedeni vardı: Federal Rezerv henüz kurulmamıştı. Para arzını yönetmek hala demokratik eylemlerin kamusal alanındaydı. Tüm bunlar 1913 yılında Fed kurulduğunda sona erdi. Para arzını kontrol etme yetkisi artık sadece Fed'e aitti ve bu yetki daha sonra kapalı kapılar ardında tartışan FOMC altında toplandı. Paraya ilişkin karar alma sürecinin etrafına büyük bir duvar örüldü.

Hoenig'i parasal genişleme konusunda rahatsız eden şeyler Amerikan halkı için Williams Jennings Bryan'ı rahatsız eden şeyler kadar önemliydi. FOMC tartışmaları teknik ve karmaşıktı, ancak özünde ekonomik sistemde kazananları ve kaybedenleri seçmekle ilgiliydi. Hoenig parasal genişlemeye karşı çıkıyordu çünkü bunun tarihsel olarak çok büyük miktarlarda para yaratacağını ve bu paranın ilk olarak Wall Street'teki büyük bankalara verileceğini biliyordu. Bu paranın çok zenginler ile diğer herkes arasındaki uçurumu genişleteceğine inanıyordu. Varlık sahibi olan çok küçük bir grup insana fayda sağlayacak ve çok büyük bir grup insanı cezalandıracaktı.
Maaş çekleriyle yaşayan ve para biriktirmeye çalışan insanlar. Daha da önemlisi, bu para dalgası Wall Street'teki her kuruluşu ucuz borç ve yoğun kredi dünyasında daha riskli ve daha riskli davranışlar benimsemeye teşvik edecek ve potansiyel olarak tam da Küresel Finansal Krize neden olan türden yıkıcı bir 1nansal balon yaratacaktı. Hoenig'in aylardır gizli FOMC

toplantılarında savunduğu şey buydu, argümanları giderek daha keskin ve doğrudan hale geliyor, karşı oylarıyla noktalanıyordu.

Hoenig'in endişelerinde ve öngörülerinde neredeyse tamamen haklı olduğu ortaya çıktı. Belki de hiçbir hükümet politikası Amerikan ekonomik hayatını Fed'in o Kasım günü uygulamaya başladığı politikadan daha fazla yeniden şekillendirmedi ve hiçbir politika zenginler ile yoksullar arasındaki uçurumu daha fazla genişletmedi. Fed'in Kasım 2010'da ne yaptığını anlamak, varlık fiyatlarının yükseldiği, borsanın patladığı ve Amerikan orta sınıfının daha da gerilediği sonraki çok garip ekonomik on yılı anlamanın anahtarıdır.

Hoenig ilk başta "hayır" oyu vermeye başladığında, meslektaşlarını farklı bir yol izleyebilecekleri konusunda ikna etmeye çalışıyordu. Ancak bu ePort, niceliksel genişlemenin yazarı olan Fed Başkanı Ben Bernanke tarafından baltalandı. Bernanke 2002 yılında Fed'e katılmış ve 2006 yılında başkan olmuş bir akademisyendi. Bernanke, kendisini ünlü yapan Küresel Finansal Kriz'e verilen tepkiye öncülük etti. *Time* dergisi tarafından 2009 yılında Yılın Kişisi seçildi ve *50 Dakika* programına katıldı. Finansal sistemi kurtarırken Bernanke bankayı hiç olmadığı kadar etkili hale getirdi. 2010 yılında işleri daha da ileri götürmeye kararlıydı. Bernanke, Hoenig'in endişelerinin yanlış olduğunu gördü ve FOMC'nin diğer üyelerine şahsen lobi yaparak onları ustalıkla etkisiz hale getirdi.

Sonunda Hoenig'in "hayır" oylarının FOMC'deki meslektaşlarını etkilemesinin pek mümkün olmadığı anlaşıldı. Muhalefetinin artık farklı bir ePect'i vardı. Halka bir mesaj gönderiyordu. İnsanların Fed'in çok önemli bir şey yapmak üzere olduğunu ve birinin buna karşı mücadele ettiğini anlamasını istiyordu. Para politikasının sadece denklem çözen akıllı insanları içeren teknik bir çift olmadığını anlatmak istiyordu. Bu, herkesi etkileyen bir kamu politikası rejimi dayatan bir hükümet eylemiydi.

Hoenig giyinip toplantı için hazırlandıktan sonra, oylarını kullanmadan önce FOMC üyesi arkadaşlarıyla yüzleşeceği otel lobisine doğru yola çıktı.

Fed'in bölgesel banka başkanları 2010 yılında şehre geldiklerinde, banka onları Hotel Fairmont'ta ağırladı ve sabahları lobide toplanarak Amerika'nın en güçlü araba havuzlarından biri tarafından alınmayı beklediler. Fed, onları D.C.'nin yoğun sabah trafiğinde yaklaşık on beş dakika uzaklıktaki genel

merkez binasına grup halinde götürmek üzere araçlar gönderdi. Bölgesel banka başkanları bazen bir minibüse birlikte biniyor, bazen de bir ya da iki şehir arabasına biniyorlardı.

Banka başkanları arasında derin bir meslektaşlık duygusu vardı ve Hoenig de onlarla birlikteydi. Görünüşü standart bir bankacı olarak tanımlanabilirdi. Kare bir çenesi, gamzeli bir çenesi ve mavi gözleri vardı; geleneksel, neredeyse genel bir şekilde yakışıklıydı. Size otuz yıllık makul bir ev kredisi vermek üzere masanızın karşısında görmeyi bekleyebileceğiniz birinin yüzüne sahipti. Uzun boyluydu ve muhafazakâr giyinmişti. Konuşmasının temposu ve kelime dağarcığı gardırobunun sade rengi ve kesimiyle uyumluydu. Cümlelerini metodik ve ölçülü bir şekilde kurar, kelimelerinin vermek istediği mesajın önüne geçmesine asla izin vermezdi. Hoenig sinirlendiğinde "lookit" ifadesini sık sık tekrarlardı ama bu kadar tuzlu olamazdı.

Hoenig uzun yıllar boyunca FOMC'deki herkesle oldukça iyi anlaştı. Lobiye indiğinde, diğer bölgesel banka başkanlarıyla kolayca sohbet edebiliyordu. Çok az yabancının anlayabileceği bir bağı paylaşıyorlardı. Amerikan ekonomik makinesinin büyük bir bölümünü işletiyorlardı ve bunu yaparken ağır bir yükü omuzlamışlardı. Aynı zamanda oldukça zeki insanlardı. Örneğin San Francisco Merkez Bankası Başkanı Janet Yellen vardı. Harvard, London School of Economics ve U.C. Berkeley'de ders vermeden önce 1970'lerin sonunda Fed ekonomisti olarak görev yapmış olan Yellen, tartışmasız ülkenin en başarılı ekonomistlerinden biriydi. Kendisi 1990'ların sonunda Beyaz Saray Ekonomik Danışmanlar Konseyi'nin başkanlığını yapmıştı ve ekonominin karmaşık dilini çok iyi biliyordu.
Makroekonomi. Ama Brooklyn aksanını hiç kaybetmemişti. Fed'in bundan sonra ne yapabileceği hakkında konuşurken etkileyici olduğu kadar açık sözlü de olabiliyordu.

Bir de Dallas Fed Başkanı Richard Fisher vardı ki o da bir zamanlar olduğu gibi her yönüyle yatırım bankacısı görünümündeydi. Fisher beyaz saçlarını geriye tarıyor, keskin takımlar giyiyor ve FOMC toplantıları sırasında barok ve görkemli bir şekilde konuşuyor, uzun monologları boyunca şiirsel metaforlar ve espriler karıştırıyordu. Sadece birkaç ay önce Fisher sözlerine şöyle başlamıştı: "Sayın Başkan, yorumlarımı çerçevelemek için bir hikaye anlatacağım. Üç Teksaslı Aggie dedektif olmak için başvurur..." Bu tipik bir Fisherian açılışıydı. Philadelphia Fed Başkanı

Charles Plosser, çekingen bir akademisyen ve Chicago Fed'in genç başkanı ve kendini "inAation nutter" olarak tanımlayan Charles Evans da vardı.

Bunlar Hoenig'in insanlarıydı. Hepsi aynı dili konuşuyordu. Aynı yükü paylaşıyorlardı. Hoenig 1973'te Fed'e katıldığından beri tüm kariyeri boyunca bu tür insanlarla çalışmıştı. Ancak FOMC içindeki konumu, verdiği her "hayır" oyuyla giderek daha da zorlaşmıştı. Hoenig kendini Fed'in güç yapısının daha da dışına itiyordu.

Hoenig'in muhalefet şerhlerinin bu kadar gerginliğe yol açmasının iki nedeni vardı. Bunlardan ilki Fed'in yönetim şekliyle ilgiliydi. FOMC içinde konsensüs ve oybirliği çok önemli hale gelmişti. Dünyanın Fed liderlerinin ne yaptıklarını bildiklerine ve yaptıkları şeyin siyasetten çok matematiğe benzediğine inanması gerekiyordu. FOMC'yi yöneten kudretli beyinler, kamuoyuna politika seçimleri yapmaktan ziyade karmaşık denklemleri çözen doktora eğitimli memurlar olarak gösterildi. Bir FOMC üyesi muhalefet ettiğinde bu yanılsama yıkıldı. Bu durum, Fed'in izlemesi gereken yol konusunda rakip görüşler, hatta hararetli tartışmalar olabileceğine işaret ediyordu. Oybirliği ile alınan kararlar FOMC'nin gücünü korumasına yardımcı oldu ve aslında gücünün olduğunu inkar etti - bu sadece elektrik santralini kurallar el kitabına göre işleten bir grup akıllı mühendisti.

Hoenig'in muhalefetinin bu denli gerginliğe yol açmasının ikinci nedeni, ilkiyle sıkı sıkıya bağlantılıydı. FOMC'de fikir birliği her zamankinden daha önemliydi çünkü alınan kararlar daha önemliydi. Amerika'nın demokratik kurumlarının giderek felç olması, Yüksek Mahkeme ve Federal Rezerv gibi demokratik olmayan kurumlara daha fazla iş düşmesine neden oldu. Bu gerçek, Hoenig'in lobiye indiği sabah televizyonlardan bangır bangır duyuluyor ve manşetlere yansıyordu. Fairmont Oteli konuklarına *New York Times'*ın ücretsiz nüshalarını veriyordu ve 3 Kasım sabahı *Times*, ön sayfanın üst kısmında acil durum telgrafı veren o kalın manşetlerden birini taşıyordu. Manşette "G.O.P. EVİ ALDI" yazıyordu. Bunun altında, daha küçük puntolarla şöyle yazıyordu: "OBAMA VE DEMOKRAT GÜNDEM İÇİN GERİLİM; CUOMO KAZANDI; ÇAY PARTİSİ'NDEN GÜÇ GÖSTERİSİ."

Önceki gün Amerika'da Seçim Günü'ydü, Barack Obama'nın başkanlığının ilk ara seçimi, Kongre'yi kimin kontrol edeceğini belirleyecek kritik bir oylama. Sadece iki yıl önce, seçmenler "değişim" düğmesine basmış ve sert bir şekilde basarak Demokrat Parti'ye Beyaz Saray'ın ve

Kongre'nin her iki kanadının kontrolünü vermişti. Şimdi ise seçmenler değişim düğmesine tekrar basarak Temsilciler Meclisi'nin kontrolünü ellerinden aldı ve Demokratların Senato'daki çoğunluğunu azaltarak kontrollerini sakatladı. Bu Obama yönetimine yönelik bir azarlamaydı, ancak aynı zamanda Washington'da demokratik yollarla seçilmiş hükümete yönelik uzun bir azarlama dizisinden sadece biriydi. 2010'a kadar neredeyse her seçim bir değişim seçimiydi. Seçmenler serserileri kovdu, sonra da yeni serserileri kovdu. Amerikan seçmeni öncelikle öfke ve hoşnutsuzlukla motive olmuş görünüyordu ve bu öfke muhafazakar Çay Partisi hareketinde yeni bir biçim buldu. Çay Partisi'nin canlandırıcı tek bir ilkesi varsa, o da hayır deme ilkesiydi. Çay Partililer kendilerini hükümetin çalışmalarını tamamen durdurmaya adamışlardı. The *Times'ın* aktardığına göre bir Çay Partisi aktivisti amacının "her türlü tehlikeye rağmen çizgiyi korumak" olduğunu söylüyordu.

Amerika'nın demokratik kurumlarının, örneğin Kongre'nin
En çok ihtiyaç duyuldukları anda çalışıyorlardı. 2008'deki Küresel Mali Kriz birdenbire ortaya çıkmadı. Çöküş, Amerikalıların çoğunluğu için çalışmayı durduran bir ekonomik sistemin içinde uzun yıllar süren çürümenin ardından geldi. Sorunlar çeşitli ve karmaşıktı ve hepsi de borçlu işçiler, riskli krediler veren güçlü bankalar ve aşırı değerlenmiş piyasa fiyatları ile kriz koşullarının yaratılmasına yardımcı oldu. İnsanlar daha fazla borç alıyordu
Çünkü sendikaların gerilemesi işçilerin pazarlık gücünü ellerinden almış, ücretlerini düşürmüş ve çalışma koşullarını kötüleştirmiştir. Ticaret anlaşmaları işleri denizaşırı ülkelere kaydırırken, yeni teknoloji daha az işçiye ihtiyaç duyulması anlamına geliyordu. Yaşlanan nüfus, Medicare, Medicaid ve Sosyal Güvenlik gibi yetersiz finanse edilen hükümet programlarına giderek daha fazla bel bağladı ve bu da devasa boyutlarda hükümet borcu yarattı. Eğitim sistemi benzer ülkelerin gerisinde kalıyordu. Yıllar süren deregülasyon, bankacılık sisteminin opak ve riskli borçlanma araçları üretme ve satma konusunda uzmanlaşmış birkaç devasa şirketin hakimiyetinde olduğu anlamına geliyordu. Bunlar ulusun karşı karşıya olduğu büyük zorluklardı ve federal hükümet bunların hiçbirini önemli ölçüde ele almamıştı. Bu sorunlarla başa çıkmanın muhafazakar yolları olduğu gibi liberal yolları da vardı. Ancak Çay Partisi'nin seçilmesiyle birlikte Kongre bu sorunlarla hiç ilgilenmeyecekti. Federal yasama makinesi devre dışı bırakılmış, durağan ve işlevsiz bir dönem başlamıştı.

Bu durum FOMC'nin her bir üyesine muazzam bir yük getirmiştir. 3 Kasım'da Federal Rezerv, Amerikan ekonomi politikasının oluşturulmasında merkezi itici güç haline geldi. Eğer Amerikalı seçmenler hükümet eylemlerini durdurmak için oy kullanmışlarsa, bunu tam da Fed'in benzeri görülmemiş bir aktivizm programına başlamak üzere olduğu anda yapmışlardır. Fed'in bu kadar hızlı hareket edebilmesinin nedeni budur. 2008 yılında Fed, Kongre daha ayakkabılarını bağlayıp teşvik yasalarını ve banka kurtarmalarını tartışmaya başlamadan önce kapıdan yaklaşık 1 trilyon dolar çıkarmıştı. On iki FOMC üyesi, Amerikan ekonomik gelişiminin rotasını çizdiklerini görmezden gelemezdi.

İşte tam da bu tarihi anda Thomas Hoenig, tarihteki herhangi bir FOMC üyesinin en uzun muhalif oyları arasında yer alan muhalefet serisine başlamaya karar verdi. Hoenig o kadar sık muhalefet ediyordu ki bundan keyif alıyor gibiydi. *Wall Street Journal*'da bir köşe yazarı, her "hayır" oyunun ardından Hoenig ile röportaj yaptığı "Yalnız Muhalif" adlı düzenli bir köşe yazısı yazdı. Hoenig sadece uzlaşmaya dayalı bir Fed imajının altını oymakla kalmıyor, aynı zamanda bu gerçeğe dikkat çekilmesine de yardımcı oluyordu. Bu, sık sık konuşan ve aynı konferanslara ve ödül törenlerine giden FOMC üyelerinin kapalı dünyasında yüksek sesle yankılandı. Hoenig bu dünyada çok seviliyordu ama şimdi meslektaşları onunla tedirginlikle konuşuyordu. Yapması gerekenden *emin olup* olmadığını soruyorlardı. yapıyordu. Hoenig ve Başkan Bernanke arasındaki ilişki hiçbir zaman yakın olmasa da artık düşmancaydı. Yıllar sonra Bernanke anılarını yazdığında, kitapta nispeten az sayıda kötü niyetli yorum yer aldı ve bunların çoğu Hoenig'e ayrılmıştı. Bernanke, Hoenig'i sadakatsiz, inatçı ve hatta belki biraz dengesiz olarak resmetti.

Arabalar geldiğinde, Hoenig ve diğer banka başkanları otel lobisinin cam kapılarından dışarıya, araçlarının beklediği geniş bir portikonun altında korunan yarım daire şeklindeki araba yoluna doğru yürüdüler. Hoenig araca bindi ve araç garaj yolundan çıkıp yoğun sabah trafiğine karıştı. Otelden Fed merkezine giden yol, Washington'ın kuzeybatısındaki Foggy Bottom semtinden geçiyordu; bu semt, Kongre Binası ve Beyaz Saray'ı çevreleyen kalabalık caddelerden uzakta, şehrin sakin bir bölgesiydi. Merkeze giden yollardan biri, ortasında Amerika'nın ilk başkanının bir ata binmiş, savaş

alanına girmeye hazırlanıyormuş gibi elinde bir kılıçla hafifçe arkasına yaslanmış bir heykelinin bulunduğu küçük bir park olan Washington Circle'dan geçiyordu.

Manzara geçip giderken Hoenig'in düşünmek ve o gün için kendini güçlendirmek için birkaç son dakikası vardı. FOMC'nin her bir üyesi gün boyu sürecek toplantı sırasında bir argüman sunacaktı ve Hoenig de açıklaması üzerinde sıkı bir şekilde çalışıyordu. O gün gerçekleşecek olan şey temelde siyasi bir tartışmaydı ve Hoenig'in gerçekleri dikkatle bir araya getirmesi gerekiyordu.

Federal Rezerv'in temel politikaları bile dışarıdan bakanlar için kafa karıştırıcıdır. Daha geniş Amerikan dünyasında, siyasi tartışmaların savaş hatları nispeten açıktı. Hükümetin erişim alanını sınırlamak isteyen muhafazakârlar ve hükümetin erişim alanını genişletmek isteyen liberaller vardı. Her gece kablolu haberlerde yapılan öfkeli tartışmalar, bu iki geniş yönetim teorisinden yola çıkma eğilimindeydi. Ancak Fed'in politikaları karmakarışıktı ve bu daha geniş çerçeve içinde pek bir anlam ifade etmiyordu. Fed içindeki temel gerilim, dış politika dünyasından ödünç alınan bir dille, "şahinler" ve "güvercinler" terminolojisi kullanılarak tanımlanıyordu. Dış politikada, agresif askeri müdahaleyi savunanlar şahinler, agresif askeri müdahaleye karşı çıkanlar ise güvercinlerdi. diplomasiyi destekleyerek müdahale etmek. İlginç bir şekilde, bu terimler Fed'e uygulandığında tersine dönmüştür. Fed içinde daha agresif müdahaleyi savunanlar güvercinler, Fed'in erişimini sınırlamaya çalışanlar ise şahinlerdi.

Fed'deki şahinler ve güvercinler arasındaki tartışma genellikle fiyatların hızla yükseldiği ve bir para biriminin değerinin düştüğü o tehlikeli durum olan inAasyon açısından konuşuldu. Eğer Fed ekonomik büyümeyi denetleyen bir nükleer mühendisler ekibi olarak görülüyorsa, o zaman inAasyon her ne pahasına olursa olsun kaçınılması gereken bir erime olarak görülüyor. İnflasyon Amerika'yı en son 1970'lerde vurmuştu ve etten benzine ve evlere kadar her şeyin fiyatının kontrolsüz bir şekilde yükseldiği kaotik bir dönem olarak hatırlanıyordu. Merkez bankaları faiz oranlarını çok uzun süre çok düşük tuttuklarında inAation'a neden olurlar. Şahinler inAasyondan nefret eder ve bu nedenle faiz oranlarını daha yüksek tutmak ve Fed'in erişimini sınırlamak isterler. Güvercinler inAasyondan daha az korkuyorlardı ve bu nedenle çok para basmaya daha istekliydiler.

Fed içinde şahin ve güvercin motifini tam olarak kimin başlattığı belli değil, ancak bu motif kalıcı oldu. Örneğin Janet Yellen, düşük faiz oranlarını ve daha fazla müdahaleyi desteklediği için genellikle güvercin olarak tanımlandı. Buna karşılık Tom Hoenig ve Richard Fisher, faiz oranlarını yükseltmeye ve Fed'in piyasalara erişimini sınırlamaya çalıştıkları için şahin olarak tanımlandılar. Söylemeye gerek yok, halk arasında güvercinler basında daha çok yer aldı. Kim bir güvercine karşı çıkabilirdi ki? Teoriye göre güvercinler merhametliydi ve ekonomiye ve çalışan insanlara yardım etmek istiyordu, şahinler ise sert ve acımasızdı ve Fed'in insanlara yardım etmesini *engellemek* istiyordu.

Hoenig'in 2010 yılındaki eylemleri onu FOMC'nin ultra şahini haline getirmişti. Hatta onu daha da kötü bir şeye dönüştürdü. Ekonomik açıdan, tarih öncesi bir tür vahşi olarak görülüyordu, ekonomistlerin "Mellonist" dediği bir şeydi, bu terim Buhran başladığında Hazine Bakanı olan Andrew Mellon'a atıfta bulunuyordu. Ekonomi dünyasında çok fazla gerçek kötü adam yoktur, ancak Mellon bunlardan biridir. Mellon tek bir şeyle ünlüdür: kalpsiz ve hayalperest olması. Bu ün, piyasalar çökerken Başkan Herbert Hoover'a verdiği tek bir tavsiyeden kaynaklanıyordu. Mellon, Hoover'a bırakalım piyasalar yansın, insanlar iflas etsin demişti. Çöküşün, gelecekte daha iyi bir ekonominin önünü açmak için gerekli olan bir tür ahlaki temizlik olduğuna inanıyordu. "Emeği tasfiye edin, hisse senetlerini tasfiye edin, çiftçileri tasfiye edin, gayrimenkulleri tasfiye edin,"

Mellon'un Hoover'a söylediği bildiriliyor. Bu tavsiyenin kalpsiz olduğu kadar hayalci olmasının nedeni, Mellon'un ekonomi teorisinin yanlış olmasıydı. Çiftçileri ve hisse senetlerini tasfiye etmek temizlik değildi. Tasfiye, işsizlik, zayıf harcamalar ve yavaş büyümeden oluşan aşağı yönlü bir döngü yarattı ve bu döngü uzadıkça tersine çevrilmesi daha da zorlaştı. Mellon, Hoover'ı bu kadar çok değeri tasfiye etmeye teşvik ederek gelecek yıllardaki ekonomik büyümeyi tasfiye etti.

Birisinin 2010 yılında Mellon'un görüşünü desteklemesi akıl almaz bir şey gibi görünüyordu. Hoenig'in yaptığı da tam olarak buydu. Fed yardım etmeye çalışıyordu. Ekonomik büyümeyi artırmaya çalışıyordu. Fed güvercin olmaya çalışıyordu. Hoenig bu planlara karşı oy kullanarak, görünüşe göre insanlar yüzde 9,6'lık işsizlik oranının altında ezilirken Fed'i kenarda tutmaya çalışıyordu. Hoenig, aşırı şahin, Mellonist, çağa ayak uyduramamıştı. Aslında bu, zaman içinde Thomas Hoenig'in etrafında pekişen bir ündü.

Muhalefet şerhlerinden yıllar sonra, New York'taki liberal bir finans muhabiri

Hoenig'i sorduğunda hemen şu yanıtı verdi "Evet, o bir çatlak." Aynı tarihlerde, Washington'da bir kokteyl partisinde, muhafazakar düşünce kuruluşu American Enterprise Institute'den bir ekonomist Hoenig: "O oldu yanlış." Hoenig'inendişeler vardı evrensel olarak inAasyon konusundaki endişeler olarak hatırlanmaktadır; bu endişelerin yersiz olduğu kanıtlanmıştır çünkü inAasyon hiçbir zaman gelmemiştir.

Yıllar geçtikçe, Hoenig hakkındaki hikaye, bir şekilde modern ekonomik manzarada dolaşan, modası geçmiş kutsal kitaplara yapışan ve çılgınca inAasyon, daha fazla inAasyon ve hatta hiper inAasyon hakkında uyarıda bulunan yanlış yerleştirilmiş bir Eski Ahit 1guresinin hikayesi haline geldi. Tarihsel kayıtlar bu anlatının tamamen yanlış olduğunu göstermektedir.

Hoenig inAation konusunda endişelendiği için muhalif olmadı. Ayrıca Mellonist de değildi. Küresel Finansal Kriz sırasında Hoenig, hem geniş kapsamlı hem de benzeri görülmemiş acil durum önlemleri almak için defalarca oy kullandı. Fed'in krize müdahale eden bir kurum olarak panik zamanlarında bankacılık sektörüne para yardımı yapabileceğine inanıyordu. Bankalar zor durumdayken güçlü para basma politikalarına inandı. sorun.

Hoenig ancak 2010 yılında, Federal Rezerv'in Amerikan para arzını sıfır sınırında tutmaya kararlı olduğu ortaya çıktığında muhalif olmaya başladı.

Hoenig'in 2010 FOMC toplantıları sırasında yaptığı yorumlar incelendiğinde (2010

transkriptleri olaydan on beş yıl sonra kamuoyuna açıklanmıştır) ve o dönemde yaptığı konuşmalar ve verdiği röportajlar, inAasyondan nadiren bahsettiğini göstermektedir. Hoenig oldukça farklı konularda uyarılarda bulundu ve uyarılarının ileri görüşlü olduğu ortaya çıktı. Ancak uyarılarının para politikalarını yakından takip etmeyen insanlar için anlaşılması da çok zordu. Örneğin Hoenig, faiz oranlarını sıfır sınırında tutmanın "tahsis edici etkisi" diye bir şeyden bahsetmeyi çok severdi.

Tahsis edici ePect, insanların berber dükkanında tartıştığı bir şey değildi. Ama herkesi etkileyen bir şeydi. Hoenig paranın tahsisinden ve Fed'in parayı ekonominin bir bölümünden diğerine kaydırma yöntemlerinden bahsediyordu. Fed'in politikalarının genel ekonomik büyümeyi etkilemekten çok daha fazlasını yaptığına işaret ediyordu. Fed'in politikaları parayı zenginler ve yoksullar arasında kaydırdı ve Wall Street spekülasyonu gibi yıkıcı finansal çöküşlere yol açabilecek şeyleri teşvik etti ya da caydırdı. Fed hakkındaki tüm bu konuşma biçimi, şahinlere karşı güvercinler kurgusunun altını oyuyordu. Fed'in fiyat artışıyla hiçbir ilgisi olmayan çöküşlere neden olabileceği gerçeğine işaret ediyordu.

Hoenig bunları sadece FOMC toplantılarının kapalı kapıları ardında söylemedi. Mayıs 2010'da *The Wall Street Journal*'a verdiği bir mülakatta görüşlerini ve muhalif görüşlerini açıkladı. "Para politikası sadece enflasyonu hedeflemekten daha fazlası olmalıdır. Bundan daha güçlü bir araçtır. Öğrendiğimiz üzere, aynı zamanda tahsis edici bir politikadır," dedi

Hoenig.

Hoenig tahsisatçı etkilerden bahsederken, yüzde 0 faiz oranlarının nasıl kazananlar ve kaybedenler yarattığını anlatıyordu. Faiz oranları sıfıra indiğinde ve para ucuzladığında bankaları daha riskli krediler vermeye iter. Çünkü bankalar, faiz oranlarının daha yüksek olduğu, örneğin yüzde 4 olduğu bir dünyada yapabilecekleri gibi, para biriktirerek kazanç elde edemezler. Yüzde 4'lük bir dünyada, bir banka parasını devlet hazine bonoları gibi aşırı güvenli yatırımlarda saklayarak iyi bir getiri elde edebilir, bu da bankaya kredi için yüzde 4 ödeyecektir. Yüzde 0'lık bir dünyada ise işler farklıdır. Bir banka parasını ultra güvenli bir tahvilde sakladığı için sıfıra çok daha yakın bir kazanç elde eder. Bu da bankayı riskli bölgelerde kazanç aramaya iter. Daha riskli bir kredi daha yüksek bir faiz oranı ya da bankacıların deyimiyle daha yüksek bir "getiri" ödeyebilir. Bankalar başladığında

Getiri peşinde koştukları için nakitlerini getiri eğrisinin daha dışına, daha riskli yatırımlara kaydırıyorlar.

Sıfır sınırındaki yaşam bankaları getiri eğrisinin aşağısına itiyor. Bir bankanın kaybedecek neyi var? Riskli bir bahis hiçbir şeyden iyidir. Ve bu sadece faizleri sıfırda tutmanın bir yan etkisi değil. Hoenig yıllar sonra, "Bütün mesele bu," diye açıkladı. "Amaç insanların daha fazla risk almaya istekli olmalarını sağlamak ve ekonomiyi yeniden canlandırmaktı. Ama aynı zamanda kaynakları da tahsis ediyor. Paranın nereye gideceğini belirler."

Hoenig, Fed tüm bu parayı güvenli yatırımlardan riskli yatırımlara aktardığında ne olacağı konusunda endişeliydi. Nakit para getiri eğrisinin dışına itildiğinde, Hoenig'in 2010 yılında uyardığı ikinci büyük soruna yol açar: varlık balonu denen bir şey. 2008'de çöken konut piyasası bir varlık balonuydu. 2000'deki dot-com borsa çöküşü de bir varlık balonunun patlamasıydı. Bir varlık balonu çöktüğünde, kamuoyu felaketin yaşandığı yerdeki insanları suçlama eğilimindeydi ki bunlar kaçınılmaz olarak açgözlü Wall Street tipleriydi. Borsayı yükselten basiretsiz borsacılar ya da konut patlamasını körükleyen dürüst olmayan mortgage kreditörleriydi. Ancak Hoenig, bu varlık balonlarının her ikisi ve ardından gelen çöküşler sırasında FOMC'de oturmuştu ve Fed'in bunların yaratılmasındaki hayati rolünü ilk elden görmüştü. Hoenig, Kasım 2010'da Fed'in bu hatayı tekrarlamasından endişe ediyordu. Sadece birkaç ay önce, Ağustos FOMC toplantısında, Hoenig'in hayal kırıklığı taşmış görünüyordu. Çoğu Fed yetkilisinin en azından kamuoyu önünde asla kabul etmediği bir şey söyledi. Merkez bankası ekonomiyi 2008'deki çöküşten kurtarmakla kalmamıştı. Fed bunun için büyük bir sorumluluk taşıyordu.

"Yaşadığımız finansal ve ekonomik şoklar durup dururken ortaya çıkmadı" dedi. "Hem Demokrat hem de Cumhuriyetçi yönetimler tarafından öngörüldüğü üzere, düşük faiz oranlarını, yüksek ve artan kaldıraç oranlarını ve aşırı gevşek 1nansal denetimi yıllarca takip ettiler." O toplantıdaki muhalefetini açıklıyor ve Fed'in 2008'e yol açan aynı hataları yapıyor olabileceği konusunda uyarıyordu. "Sıfır faiz oranının kullanılmaya devam edilmesi sadece uzun vadeli görünümdeki riski arttıracaktır" dedi.

Hoenig bu savaşı ve 2010'un diğer tüm savaşlarını kaybetti. Fed faizleri sıfır sınırında sabit tutmakla kalmamış, şimdi de parasal genişleme ile sıfır sınırının altına inme planını oyluyordu. Hoenig aylarca parasal genişlemeye karşı mücadele etmişti ve bugün bu mücadeleyi de kaybedecekti.

Hoenig'in aracı güneye, Marriner Eccles Binası'nda bulunan Fed merkezine doğru devam etti. Eccles Binası, Alışveriş Merkezi'nin sakin tarafında, Capitol kubbesinin karşı ucuna yakın bir yerdeydi. Bina Washington standartlarına göre mütevazıydı. Çok heybetli değildi. Aslında, alışveriş merkezini dolduran müzeler ve ticaret binalarının yanında neredeyse hiç dikkat çekmiyordu. Eccles Binası'nın parlak beyaz mermer bir cephesi ve dikdörtgen sütunları vardı, bir dolarlık banknot üzerindeki gravür kadar bozulmamıştı: düzgün çizgiler, keskin açılar ve sessiz bir otorite.

Bölgesel banka başkanlarını taşıyan arabalar binanın yan girişine yönlendirildi ve burada özel bir bodrum katına girdiler. Yolcular araçtan inerek bir koridordan binanın içine doğru yürüdüler ve Hoenig ile diğer banka başkanlarının yönetim kurulu odasına çıktıkları ikinci kata çıkan bir asansöre bindiler.

Eccles'ın içindeki dekor, büyük bir banka ile bir müzenin çocuk sahibi olması durumunda ortaya çıkabilecek türdendi. Sessiz, halı kaplı koridorlar 1ne sanat eserleriyle kaplıydı. Yanlarındaki ofisler geniş ve iyi döşenmişti. Eccles Binası'nın en ünlü özelliği yönetim kurulu odasıydı ve yönetim kurulu odasının en ünlü özelliği de ortasındaki devasa oval masa, sonsuza kadar uzanıyormuş gibi görünen cilalı ahşaptan pırıl pırıl bir çıta idi. FOMC üyeleri tartışırken bu masanın etrafında toplanırlardı. Süslü, yaldızlı bir avize aydınlatma için masanın tam üzerinde asılıydı. Odanın bir tarafında büyük bir şöminenin çerçevelediği esneyen bir şömine vardı. Karşı tarafta ise, toplantı sırasında görevlilerin toplanıp oturdukları ve çağrıldıklarında sunumlarını yaptıkları sıra sıra sandalyeler vardı.

FOMC üyeleri ayaküstü sohbet edip yerlerini alırken Tom Hoenig de yerine oturdu. Hoenig bu masaya ilk kez, efsanevi Alan Greenspan'in Fed Başkanı olduğu dönemde FOMC'nin oy hakkına sahip bir üyesi olarak katılmıştı. Ancak Hoenig'in merkez bankasındaki deneyimi bundan daha da eskiye dayanıyordu. Hoenig, Fed'de beş başkanın liderliği altında çalışmıştır. Arthur Burns 1970'lerde ve 1980'lerin başında enflasyonun önüne geçmek için faiz oranlarını çift haneli rakamlara çıkaran (bu arada acımasız bir resesyona neden olan) Paul Volcker'ın efsanevi görev süresi de dahil.

Fed'de hiçbir zaman huzurlu ve istikrarlı bir dönem olmamıştı. Her şey sürekli değişiyordu ve bir kriz her zaman bir diğerine yol açıyordu. Ancak Greenspan'ın her şeyi değiştiren halefi Ben Bernanke dönemindeki gibi bir dönem de hiç yaşanmamıştı.

Ben Bernanke 2015 yılında bir anı kitabı yayınladığında, kitabın adını *The Courage to Act* koymuştu. Bu Bernankeizm'in teorisini yansıtıyordu. Parasal müdahalenin gerekli, cesur ve hatta asil bir davranış olduğunu savunuyordu.

2008'den sonra Federal Rezerv'i daha önce hiç yapmadığı şeyleri yapmaya, parasal tabanı hiç olmadığı kadar büyütmeye, faiz oranını sıfıra indirmeye, faiz oranlarının sıfırda kalacağını vaat eden ve bankaları ve yatırımcıları daha fazla risk almaya teşvik eden bir "ileriye dönük yönlendirme" yapmaya iten Bernanke'ydi. Bu agresif eylemler Bernanke'nin tavrıyla çelişiyordu. Yumuşak dilli, arkadaş canlısı ve cana yakın biriydi. Sıkı kesilmiş, kırlaşmış sakalı ona mütevazı bir görünüm veriyordu. Greenspan'in uzun görev süresinden sonra, ilk başta, bir bakıcı başkan gibi bir şey olmaktan yeterince mutlu görünüyordu: para politikasının kollarını temkinli bir şekilde sessizce çekecek gösterişsiz bir yönetici. Ancak 2008'deki çöküş Bernanke'yi, Hazine Bakanı Hank Paulson ve New York Federal Rezerv Bankası Başkanı Timothy Geithner ile birlikte küresel bir şöhrete dönüştürdü. Dev sigorta şirketi AIG'yi kurtararak, Lehman Brothers'ın batmasına göz yumarak, yeni bir bankacılık sistemi için bastırarak olayların merkezindeki üçlü onlardı. 700 milyar dolarlık banka kurtarma paketi. Bernanke, Amerikan ekonomik kurtarma ePort'unun yüzü oldu.

Bernanke kriz sırasında cesur davrandıysa, bunun nedeni kısmen Fed'in çöküşten önce çok yavaş hareket etmesi, konut balonunun büyümesine, finansal sisteme bulaşmasına ve patlamasına izin vermesiydi. Bernanke, 2007 yılında mortgage borçluları çok sayıda temerrüde düşmeye başladığında, bir sektör konferansında subprime mortgage'lardaki sorunların o kadar da tehlikeli olmadığını söyledi. "Subprime sektöründeki sorunların daha geniş konut piyasası üzerindeki etkisinin

Bernanke, "subprime piyasasından ekonominin geri kalanına ya da finansal sisteme önemli bir yayılma beklemiyoruz" dedi. Sistem çöktüğünde, Bernanke mirasını tanımlama şansına sahip oldu.

Birçok açıdan bu iş için biçilmiş kaftandı. Bernanke bir akademisyen olarak Büyük Buhran'a odaklanmış ve yeni bir depresyonun nasıl önlenebileceği konusunda kapsamlı yazılar yazmıştı. Temel fikirlerinden biri, Fed'in 1930'larda yeterince cesur davranmamış olmasıydı. Merkez bankası para arzını sıkılaştırarak aslında Buhran'ı daha da kötüleştirmişti. Bernanke'ye

göre çözüm, bir çöküşten sonra mümkün olduğunca agresif olmaktı. Yıllarca Fed'in faiz oranlarını sıfıra indirdikten sonra bile ekonomik büyümeyi artırabileceği yeni yollar düşündü. Sıfır sınırını dokunulmaz bir sınır olarak değil, sadece başka bir veri noktası olarak görüyordu. Bernanke bu konsepte ilişkin makalelerini 2000'li yılların başında, yüzde 0 faiz oranlarının hala çılgın bir fikir olduğu dönemde yayınladı. Bernanke'nin bazı fikirleri tuhaftı. Örneğin, Fed'in sınırsız miktarda Hazine bonosu satın alarak uzun vadeli faiz oranlarına bir sınır koyabileceğini öne sürdü. "Helikopterle para atma" olarak adlandırılan ve ABD hükümetinin tüm borcunu Fed'e satarak insanlara büyük bir vergi indirimi sağlayacağı, Fed'in de bu parayı satın almak için para basacağı bir yöntemden bahsetti. Bernanke, Japonya Merkez Bankası'nın, enflasyonun yüzde 3 ya da 4 gibi çok yüksek bir orana sıçramasına rağmen, ihracatı canlandırmak için para biriminin değerini düşürerek bu ülkenin çöküşüne son verebileceğini öne sürmüştü. Bernanke, Fed başkanı olduğunda bu önerilerinin çoğundan vazgeçmişti ama deneylere olan ilgisini hiç kaybetmemişti.

2010'un durgun ekonomisi bu tür deneyleri teşvik etti. Ekonomistler bankacılık krizinden çıkmanın yıllar alacağını biliyorlardı, ancak çöküşten bu kadar uzun süre sonra yüksek işsizlik gerçeği hala şok ediciydi. İşsizlik oranı hala yüzde 9'un üzerindeydi ve ekonomik büyüme zayıf kalmaya devam ediyordu. Yunanistan ve İspanya gibi borçlu ülkeler sayesinde Avrupa'da kriz giderek güçleniyordu. Bu sorunlar ele alınmazsa dünya çapında zincirleme bir etki yaratabilirdi. Amerikan borsası 2010 baharında yeniden düşüşe geçti ve Dow Jones Industrial Average Mayıs ve Haziran ayları arasında yaklaşık 1.000 puan ya da yüzde 9 değer kaybetti.

FOMC üyeleri bu konuda endişeliydi, ancak genel olarak başka bir resesyonun olası olmadığı konusunda hemfikirdiler. Yine de her zaman bir risk vardı ve Fed bir sorunu hafife alırken yakalanmak istemiyordu. Bernanke ilk başta sadece faiz oranlarını sıfırda tutmak için bastırıyordu. Yapılacak en güvenli şey bu gibi görünüyordu. Ancak Hoenig muhalif olmaya başladı. Ağustos ayındaki FOMC toplantısı sırasında artan endişelerini açıkladı. "Ben bunu daha çok, geçmişte olduğu gibi bir yıl sonra değil, üç ya da dört yıl sonra uğraşmak zorunda kalacağımız bir diken tarlasının tohumlarını atmak olarak görüyorum. Dolayısıyla bu politikaya şiddetle karşı çıkıyorum" dedi. Muhalefet şerhleri Bernanke için pek bir şey ifade etmedi çünkü Hoenig tek başına kaldı. FOMC toplantılarında pek çok tartışma yaşandı, ancak asıl

oylar Hoenig'in tek başına olduğu 11'e 1 gibi orantısız bir şekilde çıkmaya devam etti.

Ağustos ayında Bernanke, en büyük yeniliği ve Fed tarihindeki en büyük deneylerden birini başlatmak için halka açık bir kampanya başlattı. Bu, niceliksel genişleme adı verilen bir programdı. Bu program daha önce bir kez, finansal çöküş sırasında büyük ölçekte kullanılmıştı. Ancak hiçbir zaman Bernanke'nin 2010 sonlarında kullanılması gerektiğine inandığı şekilde, kriz dışında uygulanacak bir ekonomik canlandırma planı olarak kullanılmamıştı. Bernanke, niceliksel genişlemenin bu şekilde kullanılması için kamuoyu desteğini, garip bir şekilde, Hoenig'in bizzat ev sahipliğini yaptığı bir etkinlikte oluşturdu. Kansas City Fed her yaz Jackson Hole, Wyoming'de, küresel merkez bankacıları ve ekonomistlerin bir araya geldiği, para politikasının Akademi Ödülleri'ne en yakın olduğu bir sempozyum düzenliyordu. Burası kırmızı halıda yürüyüşlerin ve haber fotoğrafçıları tarafından çekilen anların yeriydi. Fed başkanının konuşması her zaman önemli bir olaydı ve 2010'da Bernanke hayal kırıklığına uğratmadı. Kimse bunu yapmaya istekli değilken Fed'in faiz oranlarını sıfırın altına çekmesine ve ekonomiyi canlandırmasına yardımcı olacak programı açıkladı. Bernanke'nin konuşmasını haberleştiren ana akım basın, başkanın neden bahsettiğini tanımlayacak kelime dağarcığına henüz sahip değildi. *Niceliksel gevşeme* teriminin daha geniş bir sözlüğe girmesi (girdiği ölçüde) ancak aylar sonra oldu. En iyi finans muhabirleri bile Jackson Hole'dan Fed'in tahvil, uzun vadeli borç ve Hazine bonosu satın alma planı hakkında kulağa karışık gelen hikayeler aktardı. Kulağa kuru, teknik ve zararsız geliyordu.

Ancak FOMC üyeleri aksini biliyordu, çünkü planın nasıl işleyeceğini ve ne yapmayı amaçladığını biliyorlardı. Fed niceliksel genişlemeyi daha önce bir kez, 2008 finansal krizinin sıcağı sırasında yapmıştı. Bu bir acil durum ePort'uydu, olağanüstü bir an için olağanüstü bir şeydi: Fed, mortgage piyasasını istikrara kavuşturmak için doğrudan mortgage borcu satın almıştı. Şimdi Bernanke, Fed'in ilk kez niceliksel gevşemeyi ekonomiyi yönetmek için normal bir operasyon aracına dönüştürmesini öneriyordu.

Niceliksel genişlemenin temel mekaniği ve hedefleri aslında oldukça basittir. Bu, bankaların para biriktirmek için neredeyse hiçbir teşviki olmadığı bir anda, bankacılık sistemine yeni yaratılmış trilyonlarca dolar enjekte etme planıydı. Fed bunu halihazırda elindeki en güçlü araçlardan birini kullanarak yapacaktı: New York'ta bulunan ve "birincil satıcılar" olarak

bilinen yirmi dört finansal şirketten oluşan seçkin bir gruptan varlık alıp satan çok büyük bir finansal tüccar grubu. Ana dealerların Fed'de rezerv hesapları olarak adlandırılan özel banka kasaları vardır [II] Niceliksel gevşemeyi uygulamak için New York Fed'deki bir trader JPMorgan Chase gibi ana dealerlardan birini arar ve bankadan 8 milyar dolar değerinde Hazine tahvili satın almasını ister. JPMorgan Hazine tahvillerini Fed tüccarına satacaktı. Ardından Fed tüccarı birkaç tuşa basacak ve Morgan bankacısına rezerv hesaplarına bakmasını söyleyecekti. İşte, Fed satın alma işlemini tamamlamak için rezerv hesabında anında havadan 8 milyar dolar yaratmıştı. Morgan da bu parayı daha geniş bir piyasada varlık satın almak için kullanabilirdi. Fed bu şekilde para yaratır

-Piyasa yapıcılardan bir şeyler satın alır ve bunu sadece onların rezerv hesaplarında para yaratarak yapar.

Bernanke, Fed 600 milyar dolar değerinde varlık satın alana kadar bu tür işlemleri tekrar tekrar yapmayı planladı. Başka bir deyişle Fed, Wall Street rezerv hesaplarını 600 milyar yeni dolarla doldurana kadar kendi yarattığı parayla bir şeyler satın alacaktı. Bernanke bunu aylar içinde yapmak istedi. Krizden önce parasal tabana bu kadar dolar eklemek yaklaşık altmış yıl alırdı.

Niceliksel gevşemeyi bu kadar güçlü kılan bir şey daha vardı. Bernanke 10 yıllık Hazine bonoları gibi uzun vadeli devlet borçları almayı planlıyordu. Bu göründüğünden daha büyük bir olaydı. Fed her zaman

kısa vadeli borç satın aldı çünkü görevi kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmekti. Ancak merkez bankası şimdi stratejik bir nedenle uzun vadeli borcu hedefliyordu: Uzun vadeli borçlar Wall Street'in tasarruf hesabına eşdeğerdi. Yatırımcıların güvenilir bir getiri elde etmek için paralarını bağladıkları güvenli bir yerdi. Niceliksel gevşeme ile Fed bu tasarruf hesabını elinden alacaktı. Mevcut 10 yıllık Hazine bonosu arzını azaltacaktı. Fed'in yarattığı tüm para artık büyük bir baskı altında olacaktı çünkü artık 10 yıllık Hazine bonolarında güvenli bir yuva bulamayacaktı. Tüm yeni nakit, getiri eğrisinin dışına, riskli yatırımlara doğru itilecekti. Teoriye göre bankalar artık isteseler de istemeseler de borç vermek zorunda kalacaklardı. Niceliksel gevşeme sistemi parayla doldururken aynı zamanda bu paranın güvenli bir şekilde saklanabileceği sığınakları da sınırlayacaktı. Eğer 2010 yılında ekonomik büyüme zayıf ve kırılgan olursa, parasal genişleme ortalığı daha fazla para, daha ucuz kredi ve kolay kredi yağmuruna tutacak ve bankaları daha önce finanse etmedikleri yeni işletmeleri finanse etmeye ikna edecekti.

Hoenig, bütün bir yılı yüzde 0 faiz oranlarının tehlikeli "tahsis edici etkilerinden" şikayet ederek geçirmişti. Şimdi, Jackson Hole'da, bu şikayetler tuhaf görünüyordu. Niceliksel genişlemenin tahsis edici etkisi Amerikan maliyesinde daha önce görülmemiş bir şey olacaktı.

FOMC toplantılarında parasal genişlemenin ne olduğu tartışıldı - belirsiz faydalar ve riskler taşıyan büyük ölçekli bir deney. Plana karşı o dönemde kamuoyunda bilinenden daha fazla muhalefet vardı. Plana güçlü itirazları olan tek FOMC üyesi Hoenig değildi. Bölgesel banka başkanları Charles Plosser ve Richard Fisher, Richmond Federal Rezerv Bankası Başkanı JePrey Lacker gibi bu konudaki endişelerini dile getirdiler. Ancak parasal genişleme radikal olsa da Bernanke, olağanüstü zamanların bunu gerektirdiği konusunda ısrar etti.

Eylül ayındaki FOMC toplantısı sırasında Hoenig, Fed'in yaptıklarına yönelik en yoğun ve açık eleştirisini yaptı. Amerikan ekonomik yaşamındaki derin rahatsızlığın bankaların kredi vermemesinden kaynaklanmadığına işaret etti. Bankaların zaten borç verecek bol miktarda parası vardı. Asıl sorun bankacılık sisteminin dışında, reel ekonomide derin krizin yaşandığı yerde yatıyordu.

sorunlar, Fed'in 1 katına çıkarma gücüne sahip olmadığı sorunlar ortaya çıkıyordu. Faiz oranlarını sıfırda tutmak ve ardından bankacılık sistemine 600 milyar dolar yeni para pompalamak - riskli krediler ya da finansal spekülasyon dışında gidecek yeri olmayan para - Amerikan ekonomisinin temel işlev bozukluklarını çözmeye yardımcı olmayacaktı.

"Ben yüksek faiz oranlarını savunmuyorum, hiçbir zaman da savunmadım. Sıfır OP'yi savunuyorum, sadece bir trilyon dolar daha yüksek güçlü para eklersek her şeyin yoluna gireceğini düşünmekten uzaklaşıyorum. Olmayacak," dedi Hoenig.

Yeni bir niceliksel genişleme turunun Fed'i kolay kolay sona erdirilemeyecek "yeni bir rejime" iteceği konusunda uyardı. "Bu noktada, kriz bize sadece enflasyon hedeflerine değil, daha uzun vadeli makroekonomik ve finansal istikrara verdiğimiz önemi arttırmamız gerektiğini öğretmiş olmalı. Tahsisat beklentilerimiz var ve bence buna çok ama çok dikkat etmeliyiz."

O anda Hoenig'in bazı meslektaşlarını etkileme şansı varmış gibi görünüyordu. Toplantının ilerleyen saatlerinde Bernanke Hoenig'e yanıt verdiğinde, Bernanke niceliksel gevşemeyi önümüzdeki yıllarda temel

savunması haline gelecek olan ve birçok kez tekrarladığı bir savunmayla savundu. Fed'in müdahale *etmediği* takdirde risklerle karşı karşıya kalacağına işaret etti.

"Bu çok ama çok zor," dedi. "İyi seçeneklerimiz yok. Bu hissediyor Hiçbir şey yapmamak daha güvenli, ancak diğer tarafta çok ciddi bir şekilde düşük performans gösteren bir ekonomimiz var - çok yüksek bir işsizlik oranımız var. Yani güvenli bir seçenek yok. Ne yaparsak yapalım, en iyi kararı vermemiz ve en iyisini ummamız gerekecek."

Bernanke FOMC içinde tartışırken, tartışmanın şartlarını çok ustaca şekillendirmişti. Jackson Hole'da niceliksel gevşemeyi duyurarak planın gerçekleşeceğine dair beklentileri yükseltmişti. Bu da spekülatörlerin sanki program kesinmiş gibi işlem yapmaya başlamasına ve bazı varlıkların fiyatlarının yükselmesine neden oldu. Birkaç ay içinde, Fed'in planını gerçekleştirmemesi halinde piyasa düşebilirdi.

Bernanke ile Hoenig arasındaki ilişkinin para politikasının nazik dünyasında olabildiğince düşmanca bir hal aldığı dönem, sonbahar aylarıydı. Aylar önce, Mayıs ayında, Hoenig
Wall Street Journal'a verdiği röportajda yüzde 0 faiz politikasını doğrudan eleştirmiş ve varlık balonlarını tetikleyebileceği konusunda açıkça uyarıda bulunmuştur. Hoenig şimdi de halka açık bir konuşma sırasında niceliksel genişlemenin "şeytanla anlaşma" yapmaya benzediğini söyledi. Bu genellikle FOMC üyeleri tarafından kullanılan kibar bir dil değildi. Bu kamuya açık bir kınamaydı.

Bu yorumlar Ben Bernanke'yi, belki de Hoenig'in karşı oylarının onu rahatsız ettiğinden daha fazla rahatsız etti.

Fed Kasım ayında parasal genişleme planını oylamak üzere toplandığında, iki günlük toplantı tatsız bir şekilde başladı. Bernanke toplantıyı, toplanan FOMC üyelerini azarlayarak açtı. Toplantıları hakkında çok fazla bilgi sızdığını ve daha da endişe verici olanı, bazı Fed yetkililerinin kamuya açık konuşmaları sırasında önemli politika konularında görüşlerini ifade etmekte kendilerini giderek daha özgür hissettiklerini söyledi. Bu şikayetin doğrudan Tom Hoenig'e yönelik olduğunu görmemek zordu. Bernanke bu tür "çok güçlü, çok esnek olmayan pozisyonların" FOMC'nin güvenilirliğine zarar verdiğini söyledi.

Janet Yellen de aynı fikirdeydi. "Ben şahsen, kurumun muazzam bir inceleme altında olduğu bir dönemde bunların güvenilirliğimize ve itibarımıza zarar verdiğini düşünüyorum ve buna tahammül edemeyiz" dedi.

Uzlaşma önemliydi. Dış dünyaya tek bir cephe sunmak önemliydi. Sesli muhalefet sadakatsizlikti. Toplantının ilk günü olan 2 Kasım'da verilen mesaj buydu. Şimdi, 3 Kasım'da Tom Hoenig ve diğer üyeler dev masanın etrafındaki yerlerini aldılar ve parasal genişleme konusundaki son tartışmalarını yapmaya hazırlandılar.

Bernanke toplantıya başlarken "Herkese günaydın," dedi. "Dün çok büyük bir ilerleme kaydettik. FOMC üretkenliği arttı," diye şaka yaparak kalabalığın gülüşmelerine neden oldu. Ancak havadan sudan konuşmaya pek gerek yoktu. Bernanke sahneyi hızla yardımcılarından biri olan Bill English'e devretti ve o da niceliksel genişlemenin nasıl işleyebileceği ve ne gibi etkileri olabileceği konusunda uzun bir sunum yaptı.

Fed'in niceliksel genişlemeye ilişkin kendi araştırması şaşırtıcı derecede cesaret kırıcıydı. Fed'in bankacılık sistemine 600 milyar dolar pompalaması halinde işsizlik oranını sadece yüzde 0,03 oranında düşürmesi bekleniyordu. Bu çok fazla bir şey olmasa da yine de bir şeydi. Plan 2012 yılı sonuna kadar 750,000 yeni iş yaratabilir, bu işsizlik oranında küçük bir değişiklik olsa da bu 750,000 kişi için büyük bir olaydır.

İngilizce konuşmasını tamamladıktan sonra FOMC üyeleri kendisine çoğunlukla teknik nitelikte sorular sordu. Ancak eleştirilerin başlaması uzun sürmedi.

Richmond Fed Başkanı JePrey Lacker, parasal genişleme için gerekçelerin zayıf, risklerin ise büyük ve belirsiz olduğunu söyledi. Lacker, "Lütfen beni tedirginler kampında sayın" dedi. Ortada herhangi bir ekonomik kriz yokken planın şimdi yürürlüğe konmasının, işsizlik oranı yüksek olduğu sürece Fed'i neredeyse kalıcı bir müdahaleye sürükleyeceği uyarısında bulundu. "Sonuç olarak, insanlar işsizlik oranının seviyesi hayal kırıklığı yarattığı sürece parasal teşviklerin artmasını bekleyeceklerdir ve bu muhtemelen çok uzun bir süre için geçerli olacaktır."

Philadelphia Fed Başkanı Charles Plosser daha açık konuştu. "Şu anda yeni bir varlık alım turunu desteklemiyorum" dedi. "Ekonomi bu yaz yumuşak bir dönem geçirdi ancak bu dönemden çıkıyor gibi görünüyor."

Plosser, Fed'in planları konusunda kamuoyunu yanıltıyor olabileceğini, izleyeceği yol ve buna bağlı riskler konusunda yanlış bir kesinlik hissi sunabileceğini öne sürdü. "Bence kamuoyuna, aslında bilmediğimiz halde, hedeflerimize ulaşmak için bir varlık alım programını nasıl yeniden ayarlayacağımızı bildiğimizi aktarmak bir hata olur" dedi. "Yine, öngörülen bu çok küçük faydalar göz önüne alındığında, bu programın aşağı yönlü risklerine daha da fazla odaklanmalıyız."

Dallas Fed Başkanı Fisher, plan hakkında "derin endişe" duyduğunu söyledi. Elbette güzel bir metafor kullanma fırsatını da kaçırmadı: "Niceliksel genişleme piyasa operatörleri için kudzu gibidir," dedi. "Büyür, büyür ve bir kez kök saldığında onu kesmek imkansız olabilir." Fisher, Hoenig'in planın öncelikle büyük bankalara ve finansal spekülatörlere fayda sağlayacağı ve emeklilik için para biriktiren insanları cezalandıracağı yönündeki uyarılarını yineledi. Fisher, Hoenig'in uyarılarını yineleyerek, "Ben, emeklilik için para biriktiren insanları cezalandırırken, büyük bankalara ve
geliri yoksullardan, 1 kat gelire en çok bağımlı olanlardan ve tasarruf sahibinden zengine aktarıyor" dedi.

FOMC'nin üç ya da dört üyesinin herhangi bir plana karşı oy kullanmasının felaket olacağına inanılıyordu. Bu düzeyde bir muhalefet dünyaya Fed'in bölünmüş, hatta kararsız olduğunu ve belki de rotasını tersine çevirebileceğini gösterecekti.

Ancak Bernanke Kasım ayında üç muhalifin riskiyle karşılaşmadı. Bunun nedeni FOMC'nin tuhaf yapısıyla ilgiliydi. Komitede on iki sandalye vardı, ancak bu üyelerin çoğunluğu bölgesel banka başkanları değildi. FOMC koltuklarının yedisi, bankayı Washington'daki Eccles Binası'ndaki ofislerinden denetleyen Fed'in guvernörler kurulu üyelerine aitti. Guvernörler, yönetim kurulu odasının hemen alt katındaki ofislerinde tam zamanlı olarak çalışıyorlardı. On iki bölgesel banka başkanı olmasına karşın FOMC'de sadece on beş sandalye bulunduğundan, banka başkanları dönüşümlü olarak oy hakkına sahip üyelerdi. 2010 yılında Plosser, Lacker ve Fisher FOMC'nin oy hakkı olan üyeleri değildi. Toplantılara katılabiliyor ve fikirlerini söyleyebiliyorlardı, ancak son oy sayımını etkileyemiyorlardı.

Yönetim kurulunun Kevin Warsh adlı bir üyesi niceliksel gevşemeye ciddi şekilde karşıydı. Warsh'ın bir oy hakkı vardı ve niceliksel gevşemeyi uygulamaya konulduğu günden bu yana eleştiriyordu. Eski bir yatırım

bankacısıydı, sadece kırk yaşındaydı, gür siyah saçları ve çocuksu bir yüzü vardı. Hayatını akademiden ziyade finans piyasalarında geçirdiği için Warsh, Bernanke'nin planının ne kadar çarpıtıcı olabileceğini takdir ediyor gibiydi. Ekim ayındaki bir konferans görüşmesi sırasında Warsh buna karşı olduğunu açıkça ifade etmişti. Bu deney çok riskliydi. "Benim hissim, hiçbirimizin ikinci tur niceliksel genişleme ile ilişkili aşağı yönlü risklerin olasılıklarını gerçekten bilmediğimiz, ancak bu aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi durumunda durumun ne kadar kötüye gidebileceği konusunda bir fikrimiz olduğunu düşünüyorum" dedi.

Bernanke, Warsh'a endişelerini bir kenara bırakıp çoğunluk ile birlikte oy kullanması için şahsen lobi yaptı. Oylamaya bir aydan az bir süre kala, 8 Ekim'de Bernanke Warsh'a parasal genişleme yönünde oy kullanması halinde, bunun bir hata olduğu ortaya çıkarsa programı hızla sona erdirebilecekleri sözünü verdi. Warsh hala ikna olmamıştı, ancak 26 Ekim'deki ikinci toplantıda Warsh Bernanke'nin yanında yer almayı kabul etti.

As

Warsh, bir uzlaşma olarak, parasal genişleme konusundaki çekincelerini dile getiren bir makale yayınlayacaktı, ancak bunu ancak oy verdikten sonra yapacaktı.

Böylece Hoenig, oy hakkına sahip bir üye olarak politikaya karşı görüş bildirmek üzere tek başına kaldı. O günkü toplantı sırasında Bernanke masanın etrafında dolaşarak her üyeyi yorumlarını paylaşmaya çağırdı. Sonunda konuşma sırası Hoenig'e geldiğinde, muhalefetinin neredeyse tamamen sembolik hale geldiğini kabul ederek sözlerine başladı. Ama yine de karşı çıkacaktı.

Hoenig, "Bugün burada çizilen rotaya kesinlikle katılmıyorum," dedi. "Kısa vadede bir miktar iyileşme görebiliriz ama uzun vadede göremeyiz. Eminim ki sonunda çok fazla geri dönüş olacaktır. Tecrübeler bize bunu söylüyor. Bence bu gidişat istikrarsızlık tohumları ekiyor."

Hoenig, Fed'in zamanlaması ve nedeni tahmin edilemese bile yeni bir finansal krize zemin hazırlıyor olabileceği uyarısında bulundu. "En genel anlamda, iddia edilen faydalar küçük ve riskler büyük" dedi.

Hoenig son muhalefet şerhinde argümanını üç noktaya indirgemiştir. Hoenig'in işaret ettiği ilk risk, Fed'in parasal genişleme programına başladıktan sonra bunu sonlandırmasının son derece zor olacağıdır. Bu,

askeri bir bataklığın finansal eşdeğeri olacaktır. Para basımı bir kez başladı mı, nerede duracaktı? İşsizlik yüzde 9'a, yüzde 8'e ya da daha aşağıya çekildiğinde mi?

"Açık uçlu bir taahhüdün peşinden gideceğimizi düşünüyorum" dedi. "Ne kadar söyleyecek olursak olalım, Federal Rezerv'in politika uyumunu zamanında geri çekme konusunda iyi bir sicili yok."

İkinci risk ise, Fed'in çok fazla devlet borcu satın alacak olması nedeniyle bağımsızlığından ödün verebileceğiydi. Açık hedef, bu borcun uzun vadeli faiz oranlarını düşürmekti. Bu durum Fed'i zor durumda bırakabilir. Eğer Fed parasal genişlemeyi geri çekerse, bu faiz oranlarının yükselmesine neden olabilir. Bu da Fed'in devlet borçlanma fiyatını sürekli düşük tutmak için alımlara devam etmesi yönünde daha fazla baskı yaratacaktır.

Son olarak Hoenig, programın inAasyon beklentilerini "çözebileceğini" söyledi. Bu, enflasyona neden olacağını söylemekten farklıydı. Hoenig, şirketlerin ve finansal spekülatörlerin önümüzdeki dönemde daha yüksek enflasyon beklentisi içine gireceği uyarısında bulunuyordu.
yeni para girişi sayesinde geleceği görecekler ve buna göre yatırım yapmaya başlayacaklardı. *İstikrarsızlık* kelimesini kullanırken kısmen bundan bahsediyordu. Riskli krediler varlık fiyatlarını sürdürülemez seviyelere çıkaracak ve bu fiyatlar düştüğünde kitlesel işsizliğe neden olacaktı.

Kısacası, Fed bu programı başlattığında, o kadar çok çarpıklık ve yan etki yaratacaktır ki, büyük bir istikrarsızlığa ve hatta bir çöküşe neden olmadan programı sona erdirmesi neredeyse kesinlikle mümkün olmayacaktır. Hoenig sözlerini şöyle sonlandırdı: "Eğer daha fazla gevşeme yaparsak ya da bu gevşemeyi çok uzun süre devam ettirirsek, aşırıya kaçmış oluruz ve bu da uzun vadeli görevlerimizle tutarlı değildir." "Teşekkür ederim, Sayın Başkan."

Daha sonra konuşma sırası Bernanke'ye geldi.

Başkan Hoenig'e "Teşekkür ederim," dedi. "Saat on bir. Anladığım kadarıyla kahve hazır. Neden ikramlar için yirmi dakika ayırmıyoruz?"

Hoenig'in kahve molası sırasında bir seçeneği vardı. Söyleyeceğini söylemişti. Şimdi Warsh'ınki gibi bir yol izleyebilir, çekincelerini ifade edebilir ama sonra dayanışma göstermek için komiteyle birlikte oy kullanabilirdi. Ya da muhalefet edebilirdi. Hoenig hayatı boyunca kurumsalcı

olmuştu. Ve bu onun FOMC'deki son yılıydı. Kendisi 2011 yılında emekli olacaktı ve "evet" oyu emekliliğini kolaylaştırabilirdi. Oylamanın sonucu önceden belirlenmişti. Hoenig muhalif kalarak bunu değiştiremezdi.

Aradan sonra katılımcılar tekrar yerlerine oturdular. Daha fazla tartışma oldu ve uzun günün sonunda oylama başladı. FOMC'nin oy kullanan her bir üyesi masanın etrafında dolaşarak parasal genişlemeye ilişkin kararını açıkladı.

Bernanke süreci başlattı.

"Evet," dedi.

William Dudley, Fed Başkan Yardımcısı: "Evet." Jim Bullard, St. Louis bölge bankasından: "Evet." Fed guvernörü Betsy Duke: "Evet." Sonra Hoenig'e geldi.

"Saygılarımla, hayır."

Hoenig'den sonra oylar tahmin edilebilirdi: Evet. Evet. Evet. Evet. Evet. Evet.

Evet. Evet. Evet. Evet. Evet. Evet. Son sayım 11'e 1'di.

Bernanke anılarını yazarken bu anı tarihe kazımıştır. Bernanke, "Hoenig kimseyi şaşırtmayarak muhalif kaldı ve toplantının ertesi günü *Wall Street Journal'dan* Sudeep Reddy'ye Komite'nin eylemini eleştiren bir röportaj verdi," diye yazdı. "Hoenig'in yorumları beni rahatsız etmişti..."

Thomas Hoenig'in parasal genişleme ve yüzde 0 faiz oranları hakkında yaptığı tahminlerin neredeyse tamamı önümüzdeki on yıl içinde gerçekleşecekti. Yıllar sonra, zeki olduğu için bu şekilde oy kullandığını söylemedi. Federal Rezerv'de çalıştığı otuz yılı aşkın süre boyunca öğrendikleri nedeniyle bu şekilde oy kullandığını söyledi. Hoenig, tam da bu kurumun içinde öğrendikleri nedeniyle Fed'e karşı muhalif oldu. Fed'in işleri yanlış yaptığında ne kadar büyük bir yıkıma neden olabileceğini ilk elden görmüştü.

I. HAW-nig diye okunur.

II. Elbette modern zamanlarda bu rezerv hesabı fiziksel bir kasa değil, daha çok elektronik bir defter üzerindeki dijital bir hesap gibiydi.

BÖLÜM 2

CIDDI RAKAMLAR

(1946-1979)

Thomas Hoenig dokuz yaşındayken eline bir pano verildi ve babasının iş yerinin arka odasına gönderildi. Noel tatiliydi. Hoenig tatilini, ailenin memleketi olan Fort Madison, Iowa'da küçük bir tesisat işi yapan babası Leo'ya yardım ederek geçirdi. Leo kasabanın dışındaki bir çiftlikte büyümüştü, bu yüzden sadece belirli bir tür hayatı biliyordu. Bu, çocukların şafaktan önce uyandıkları ve okulda olmadıkları zamanlarda ev işleri yaptıkları bir hayattı. "Sen sadece
-Sen o ailenin bir parçasıydın ve aileler bunu yapardı. Bu sizin sorumluluğunuzdu," diye hatırlıyor Tom Hoenig'in ablası Kathleen Kelley.

Tom da kızakla kaymak, kardan adam yapmak ya da ormanda koşturmak yerine, kendisine söylendiği gibi panoyu alıp depoya gitti. Görevi envanter çıkarmaktı. Bu angarya bir iş değildi. Hoenig raflara yığılmış çeşitli parçaların markalarını ve sayılarını tablolaştırdı. Eğer tembel ya da dikkatsiz davranırsa, babası bir iş için elinde hangi parçaların olduğunu bilemeyecek ve eli boş gelebilecekti. Tom Hoenig konsantre olmuş, rakamları doğru yazdığından emin olmaya çalışıyordu.

Fort Madison, Mississippi Nehri'ndeki bir kıvrımı kucaklayan ve mavna trafiği için bir geçiş noktası olan küçük bir kasabaydı. Biri mürekkepli kalem üreten birkaç büyük fabrika vardı. Şehir merkezi gelişiyordu ve küçük işletmelerle doluydu. Hoenig şehir merkezindeki gazoz büfesine gittiğini ve arkadaşlarıyla basketbol oynadığını hatırlıyor. Yedi çocuklu bir ailenin en büyük ikinci çocuğuydu. Hoenig'in sıhhi tesisat işi, her şeyi tüketen bir işti.
Aile. Tom ve kardeşleri de anneleri Arlene gibi orada çalışıyordu. Ailenin en eğitimli üyesiydi, liseden mezun olmuştu. Leo gençken aile çiftliğini terk etti ve İkinci Dünya Savaşı'na katıldı. Geri döndüğünde artık çiftçilikle uğraşmak

istemediğine karar verdi. Tesisatçı olarak işe girdi, ticareti öğrendi ve sonunda kendi müteahhitlik şirketini kurdu.

Leo ve Arlene çocuklarının hayatta daha iyi bir konuma sahip olmalarını istiyorlardı. Arlene çocuklarını çok çalışmaya ve üniversiteye gitmeye teşvik etti. Arlene üniversiteye gitme hayalini körüklediyse, Leo da çocuklarına buna karşı çıktıklarında onları nelerin beklediğini gösteriyordu. Leo, Tom büyüdükçe ona giderek daha tatsız ve sefil hale gelen işler vermeye kararlı görünüyordu. Tom hendek kazdı, çamurlu vadileri temizledi ve demonte bir kazanın ağır parçalarını bir bodrumdan yukarı taşıdı, bu da onu kir içinde bıraktı. Mesaj açıktı: Bu, lise terk bir gencin hayatıydı.

Tom üniversiteye gitmeye karar verdi. Kansas'ın küçük bir tarım kasabası olan Atchison'da, Benedikten tarikatı tarafından yönetilen bir Katolik kolejine gitti. Bu bir liberal sanat okuluydu ve Tom çok çeşitli konulara maruz kaldı, ancak kısa sürede bunlardan sadece birine ilgi duyduğunu fark etti. Ekonomi alanında aldığı tek bir giriş dersi hayatını değiştirdi.

Ekonomi her şeyi açıklayan gizli bir anahtar gibi görünüyordu. Hoenig'e ekonomi, insanların günlük yaşamlarını sürdürmek için yaptıkları seçimlerin bilimsel incelemesi olarak sunuldu. Bu sadece matematik ya da parayla ilgili değildi; milyonlarca insandan oluşan bir toplumun bir şekilde kendini organize etmeyi ve bir zorbanın her şeye gücü yeten eli olmadan işlemeyi başarmasıyla ilgiliydi. Bağımsız düşünen insanlardan oluşan kaotik sürü, sınırlı zamanları ve paralarıyla ne yapacaklarına dair tüm bu seçimleri yaptı ve yavaş yavaş tüm bu seçimler büyük sosyal güçler halinde toplanmaya başladı. Örneğin insanlar aniden araba satın almak istediklerine karar verdiklerinde, bu durum araba fiyatlarının artmasına neden oldu, bu da şirketleri daha fazla araba üretmeye teşvik etti, bu da mühendisleri daha ucuz arabalar tasarlamaya teşvik etti, bu da talebi daha da artırdı. Ancak daha sonra, çok fazla araba olduğunda ve onları satın almak isteyen yeterli sayıda insan olmadığında, fiyatlar düşer. Bunlar Tom Hoenig'i büyüleyen türden dinamiklerdi.

Hoenig üniversite danışmanlarıyla bir araya geldi ve ona ekonomist olmak istiyorsa doktora yapması gerektiğini, bunun için de en az üç yıl yüksek lisans yapması gerektiğini söylediler. Ailesinin eğitim seviyesini birkaç derece aşacaktı. Her şeyi planlamıştı. Ve sonra, üniversiteden mezun olduktan kısa bir süre sonra askere çağrıldı. Hoenig, Vietnam'daki Tet Saldırısı'nın

gerçekleştiği 1968 yılında mezun olma şansına sahipti. Savaş kızışmış ve yüksek lisans öğrencileri için askerlik ertelemeleri askıya alınmıştı.

Askere alınma tebligatını aldığında Hoenig, Amerika'nın sivil yaşamını sarsan korkunç bir fırtınanın ortasında kalmıştı. 1968'de iyi bir vatandaş için en iyi hareket tarzının ne olabileceği tam olarak belli değildi. Hoenig bir yandan Amerika'nın kurumlarına inanıyordu. Vatansever ve dindardı. Herkes gibi o da okulda Bağlılık Andı'nı okudu. Katolik kilisesine, Katolik okullarına ve bir Katolik kolejine devam etti. Dolayısıyla hükümet ona yasal olarak orduya katılmak zorunda olduğunu söylediğinde, buna itaat etmesi gerektiğini düşündü. Öte yandan Hoenig Vietnam'da olup bitenlere karşı kör değildi. Kansas'ın kırsal kesiminde bile öğrenciler savaşı protesto ediyordu. Vietnam'daki vahşet gece haberlerinde yayınlanıyordu. Hoenig insanları öldürmek için ormana gitmek ya da bir kara mayını tarafından parçalanma riskini almak istemedi. Ama askerlikten kaçmaya ya da Kanada'ya taşınmaya hazır olmadığına karar verdi. Böyle bir şey yaparsa babasının kendisinden çok utanacağını biliyordu. Askere alınmasının kaçınılmaz olduğunu adresinden öğrenen Hoenig, bunun yerine askere gitmeye karar verdi. Bu şekilde askerliğini daha çabuk bitirebilecekti. Kararını ablasına, bu tür konularda nasıl düşündüğünü gösteren ifadelerle açıkladı. Kelley, "Onun şöyle dediğini hatırlıyorum: 'Biliyorsun, ben bir Amerikan vatandaşıyım ve bu ülkenin sunduğu tüm nimetlerden yararlanabilmeyi umuyorum, bu yüzden bu benim sorumluluğum'" diye hatırlıyor.

Hoenig temel eğitime gitti, burada talim çavuşları tarafından azarlandı ve nasıl riAe yapılacağı öğretildi. Piyadeye atanmayacağını, bunun yerine topçu olacağını öğrenince rahatladı. Topçu birlikleri piyade askerlerinin bulunduğu ön hatlardan daha uzakta yer alıyordu.
Viet Cong'la yakın mesafeden savaştı. "Ben piyade gibi bir şey değilim. Hiçbir şeye. Dünyadaki cehennem gibiydi," diye hatırlıyor Hoenig daha sonra.

Hoenig yaklaşık yedi ay boyunca Vietnam'da sahada görevlendirildi. İş unvanı "yön kontrol uzmanı "ydı, yani ağır topçu ateşi konusunda uzmandı. Bir noktada, New Hampshire Ulusal Muhafız birliğine yardım etmek üzere Saygon'un kuzeyindeki bir üsse gönderildi. Hayat boyu arkadaşı olacak Jon McKeon'la da orada tanıştı. Her iki adam da yirmili yaşlarının başındaydı ve

topçuluk 1re biliminde eğitim almışlardı. Bu, Hoenig'in hayatında, ciddi sonuçları olan ciddi sayıları kaydetme ve hesaplama işinin verildiği bir başka aşamaydı.

Hoenig ve McKeon, 1rebase adı verilen bir kampın merkezinde bulunan küçük bir sığınakta birlikte çalışıyorlardı. Üs, geceleri piyade askerleri tarafından korunan, kum torbaları ve akordiyon tellerle çevrili büyük bir daire şeklinde düzenlenmişti. Hoenig'in merkezdeki sığınağı, sandalyeler, bir masa ve büyük bir metal bilgisayarla dolu büyük bir metal depolama konteynerinden yapılmıştı. Döneme ait fotoğraflar, tavandan sarkan gevşek kablolar, tepeden tutturulmuş derme çatma lambalar ve duvarlardan sarkan açıölçerler ve çizelgelerle böyle bir sığınaktaki sıkışık koşulları göstermektedir. Askerler sıcakta gömleksiz dolaşıyordu. Geceleri karyola üzerinde uyuyor ve tuvalet olarak kullandıkları 55 galonluk varillerin içindekileri sırayla yakıyorlardı. Çemberin dışında üç ila altı obüs topu bulunuyordu. Obüsler, bir insanın ön kolu kadar uzun ve yaklaşık 100 kilo ağırlığında ağır mermiler atıyordu. Mermiler bir milden daha uzaktaki hedefleri vurabiliyordu ve yıkıcı etkileri muazzamdı. Piyade askerleri çatışmaya girdiklerinde telsizle 1re üssünden destek istiyorlardı. Obüs mermileri hızlı bir şekilde atılmalı ve neredeyse mükemmel bir hassasiyetle nişan alınmalıydı. Iskalanan bir atış ABD askerlerini öldürebilir ya da ailelerin saklanıyor olabileceği yakın köyleri yerle bir edebilirdi.

1re-kontrol uzmanları olarak Hoenig ve McKeon, on iki saatlik vardiyalarla çalışan ve topların 1re'sini yöneten üç askerden oluşan bir komitede yer alıyordu. Bu komite hesap kitap yapıyor ve göremedikleri birlikleri korumak için her bir top mermisinin nasıl ateşleneceğine karar veriyordu. Üç komite üyesinin her biri, her topçu saldırısı için ellerinden geldiğince hızlı bir şekilde bir dizi karmaşık hesaplama yapıyordu. Hata yaparlarsa, insanlar ölürdü. İşi bölüştüler ve işler arasında dönüşümlü olarak çalıştılar. Bir asker savaşın koordinatlarını bir harita üzerinde çizdi ve

top mermilerinin tam olarak inmesi gereken yere bir iğne sapladı. Daha sonra her gün balonlarla toplanan hava durumu verilerini toplayarak, mermilerin yörüngesini etkileyecek rüzgar hızlarını ve nem seviyelerini belirledi.

Tüm bu veriler, topların nasıl hedeflenmesi gerektiğini belirlemek için hesaplamaları yapan ikinci askere teslim edildi ve ardından 1red. Bu göründüğünden çok daha karmaşıktı çünkü dikkate alınması gereken çok fazla değişken vardı. Askerin toplara ne kadar barut yüklenmesi gerektiğini, merminin yörüngesinin ne kadar dik olması gerektiğini ve topun yan yana ekseninin (azimut olarak adlandırılır) nereye ayarlanacağını hesaplaması gerekiyordu. Daha sonra bu hesaplamaları yapan asker, verileri FADAC bilgisayarı adı verilen, önünde tuş takımları olan dev bir metal kutuya aktarıyordu. McKeon, "Bilgisayara yüzde yüz güvenmiyorduk," diye hatırlıyor. Hesaplamaları sık sık elle yeniden yapıyorlardı. Son olarak, üçüncü asker telsizleri çalıştırıyor ve dışarıda topları çalıştıran ekibe komuta ediyordu.

Bunların hiçbiri Hoenig için kolay değildi. Hayatı boyunca ona şiddetsizliği ve komşuyu sevmeyi vurgulayan bir Hıristiyan doktrini öğretilmişti. Neler olup bittiği konusunda hiçbir yanılsaması yoktu. "İnsanları öldürmeye çalışıyorsunuz. Buradaki programın tüm amacı öldürebildiğiniz kadar çok insan öldürmek," dedi. Ayrıca ekibi bir hata yaparsa bunun sonuçlarının felaket olabileceğini de biliyordu. Hoenig bu düşüncelerle onları dışarıda bırakarak başa çıktı. O ve ekibi ellerinden gelen tüm verileri topladı, hesaplamaları olabildiğince hızlı ve verimli bir şekilde yaptı, çalışmalarını kontrol etti ve 1re emrini verdi. "Sadece hesaplamaları yaptım, sinyali gönderdim ve aklımdan çıkardım."

Bildiği kadarıyla ekip hiçbir zaman ABD askerlerini ya da sivilleri öldürecek bir hata yapmamıştı.

Cephe yakınlarında yaklaşık yedi ay geçirdikten sonra Hoenig daha büyük bir kampa nakledildi ve burada topçu kazalarını analiz eden uzmanlardan oluşan bir ekibe katıldı. Kötü verilerin, kötü kararların ya da yanlış iletişimin nasıl felakete yol açabileceğini inceledi. Hatalar, üç askerden oluşan bir komitenin o anda fark edemeyeceği şekillerde hızla yapılabilirdi. Yanlış bir varsayım, hava basıncıyla ilgili yanlış bir bilgi ya da yanlış söylenen bir komut zincirleme bir reaksiyona yol açabilirdi.

Hoenig yakın muharebelerden kurtuldu ama savaşın ne kadar kaotik ve anlamsız olabileceğini yakından gördü. Topçu birliğinden bir grup arkadaşı

evlerine dönerken, bir hava üssüne giderken kamyonları mayına çarpmış ve araçtaki herkes ölmüştü. Hoenig hepsini iyi tanıyordu ve görevlerinin bitmesine sadece iki gün kala ölmeleri çok acımasızca gelmişti. Öte yandan o, eve sağ salim dönmeyi başarmıştı.

1970'te Fort Madison'a döndüğünde Hoenig, Vietnam'da görev yapmış diğer askerlerle aynı zorlukla karşılaştı. Denizaşırı ülkelerde gördükleri ve yaptıkları korkunç şeyleri anlamlandırmak zorundaydılar. Ve bunu tam da Amerikalıların hükümetlerine olan inançlarını kaybettikleri bir dönemde yapmak zorundaydılar. Pek çok asker protesto ediyordu ve Hoenig bunun nedenini anlıyordu. Savaş, Amerikalıların kendilerini yöneten demokratik kurumlara duydukları güvenin temelinde kalıcı bir delik açmıştı. 1971 yılında *The New*
York Times, The Washington Post ve bir dizi bölgesel gazete, Pentagon
Belgeleri olarak bilinen ve Amerikalı liderlerin Vietnam'daki savaş hakkında yıllarca halka yalan söylediğini gösteren gizli bir hükümet raporu yayınladı. Sadece iki yıl sonra Başkan Nixon, rakibinin Watergate Oteli'ndeki kampanya merkezine dinleme cihazı yerleştirmek için kurulan bir suç komplosunun içinde yakalandı. Bu, herhangi bir gencin Amerikan kurumlarına olan inancını yitirebileceği bir dönemdi ve birçoğu da yitirdi.

Hoenig tavsiye almak için babasına başvurdu. Leo Hoenig 1940'larda kendi savaşını vermiş ve sonrasında iyi bir hayat kurmayı başarmıştı. Oğluna tavsiyesi açık ve basitti: "İlerleyin."

Hoenig'in yeni bir hayata doğru ilerlemesine yardımcı oldu. Hoenig ve McKeon Vietnam'daki sessiz anlarda konuştuklarında, Hoenig evde kendisini bekleyen 1 nişanlısından çokça bahsetmişti. Hoenig'in Kansas'ta üniversiteye giderken çıkmaya başladığı Kansas City'li kızın adı Cynthia Stegeman'dı. Görücü usulü tanışmışlardı. Her şey çok iyi başlamamıştı. Cynthia kendini sanatı seven, yaratıcı bir tip olarak görüyordu. Tom'a nelerden hoşlandığını sorduğunda, Tom tutkusunun matematik ve ekonomi olduğunu söyledi. *The Godfather'ı* izlemeye gittiler ve sonra Kansas City'nin merkezindeki bir salonda içki içtiler. Salon loştu ve Cynthia'yı dansa götürmeye çalışırken
Aoor Hoenig

doğrudan bir duvara çarptı. "Kendini toparladı ve aslında sadece kendi kendine güldü. Çok fazla kabadayılıkla toparlanmaya çalışmadı ya da orada olduğunu bildiğine dair beni etkilemeye çalışmadı," dedi Cynthia. "Ve şöyle düşündüm: 'Bu adam korkunç çünkü kendine gülebiliyor."

Tom ve Cynthia, Tom savaştan döndükten sonra evlendiler. Tom Mart ayında dönmüştü ve Haziran ayında ekonomi alanında doktora yapmayı planladığı Iowa Eyalet Üniversitesi'ne kaydolmuştu. İlerleyecekti.

Tom Hoenig Iowa State'te ekonomi eğitimi aldığında, daha sonraki yıllarda oldukça garip görünen bir şekilde çalışmıştı. 1990'lara gelindiğinde, ekonomi alanı, nasıl hızlı zengin olunacağının bilimi gibi görünen bir şeye dönüşecekti. Modern ekonomistler, büyük şirketlerin ve bankaların eylemlerini haklı çıkaran teoriler geliştirerek, uluslararası ticaret anlaşmalarının, egzotik türevlerde yeni finansal ticaretin ve hisse senedi sahibi insanlar için kazancı maksimize etmeye yönelik amansız bir çabanın önünü açtılar. Ancak 1970'lerin başında Hoenig kendini farklı bir ekonomi türüne adadı. Bu ekonomi, Amerika'nın demokratik hükümetinin serbest piyasalarla nasıl bir arada var olabileceğini inceliyordu. Hoenig kapitalizm, demokrasi ve düzenlemelerin karşılıklı olarak birbirlerini nasıl destekleyebileceğini inceledi.

Örneğin, yüksek lisans tezi Iowa eyaletindeki gelir vergisi üzerine derinlemesine bir çalışmaydı. Çalışmasına, İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana eyalet hükümetlerinin yükümlülüklerinin dramatik bir şekilde arttığına işaret ederek başladı. Eyaletler bir zamanlar yasaları geçirmek ve uygulamakla yükümlüyken, şimdi otoyolları işletmek ve sosyal yardımlar sağlamak gibi giderek artan bir dizi kamu hizmetini üstlenmişlerdi. Düzenleyici devletin bu şekilde genişlemesi Amerikan siyasetinde öfke uyandırmaya başlamıştı bile. Ancak Hoenig tezinde bu tartışmayı atladı. Düzenleyici devleti eleştirmedi, ancak ekonomistlerin bu devletin işlemesine nasıl yardımcı olabileceğini bulmaya çalıştı. Düzenleyici devletin büyüklüğü, Amerikan vatandaşları tarafından yapılan birikmiş tercihlerin sonucuydu. Eğer durum buysa, o zaman en azından iyi işlemesi gerekirdi. Her yıl artan ve azalan vergileri toplarken devletin bütçesini nasıl karşılayabileceği gibi zor bir konuyu inceledi. Hoenig, bir devletin doğru

rakamları analiz edemediği için bütçe hedeflerini kaçırabileceği fikrinden daha çok tedirgin oldu. Tezinde ünlem işaretleri kullanmıştır

bu konuda: "Kişisel gelirdeki yüzde 5'lik bir düşüş, tam da daha büyük [devlet] harcamalarına izin verildiği bir dönemde, gelirde belki de yüzde 2 veya 3'lük bir düşüş anlamına gelecektir!"

Hoenig, devletin gelecekteki satış ve gelir vergilerinin ne olabileceğini mümkün olduğunca doğru bir şekilde tahmin etmesine yardımcı olmak için ciddi sayı hesaplayıcıları ve ekonomistleri işe alması gerektiğini savundu. 155 sayfalık çizelgeler, tablolar ve alıntılardan sonra vardığı nihai sonuç alçakgönüllülük açısından tatmin edici değildi. Bütçelerin belirlenmesi her zaman çıldırtıcı derecede öngörülemez ve belirsiz olacaktır. "Yapılabilecek en iyi şey, eldeki verilere bakmak ve mümkün olan en iyi kararı vermektir" diye yazmıştır.

Hoenig doktora tezi için dikkatini bankacılık sistemine çevirdi. 1960'ların sonlarına doğru bankalar hızla birbirleriyle birleşiyordu. Hoenig, bu durumun devam etmesi halinde çok büyük kurumların hakim olduğu bir bankacılık sisteminin ortaya çıkabileceğinden endişe ediyordu. Daha sonra "Neredeyse topluluk bankasının sonunun başlangıcını görebiliyordum" diye hatırladı. Hoenig bu konuyu, eyalet vergi konularını incelediği gibi dar bir şekilde inceledi. Federal düzenleyicilerin belirli bir banka birleşmesini onaylamaları ya da reddetmeleri gerektiğine karar vermelerine yardımcı olmayı amaçlayan son derece teknik bir rapor yazdı. Bunu, insanların araba satın almak ya da çocuklarını okula göndermek için kullandıkları kredi türü olan tüketici kredileri piyasasını inceleyerek yaptı. Hoenig, bankalar arasında çok fazla rekabet olmadığında, bankaların insanlardan borç almak için daha fazla para talep etme (daha yüksek faiz oranları uygulayarak) ve tasarruf etmeleri için onlara daha az para ödeme (daha düşük faiz oranları sunarak) eğiliminde olduklarını belirtti. Hoenig, kırk eyaletin tamamından kredi verilerini derledi ve ayrıştırdı. Tüketici kredileri piyasasının "bölümlere ayrılmış" olduğuna, yani bankaların kredi işi için kredi birlikleri gibi diğer kurumlarla doğrudan rekabet etmek zorunda olmadığına dair kanıtlar buldu. Bu, düzenleyicilerin bir banka birleşmesinin belirli bir bölgedeki tüm kredilerin yoğunlaşması üzerinde nasıl bir etkisi olabileceğini düşünmek yerine, yalnızca bankalar arasındaki sahiplik yoğunlaşması üzerindeki etkisini dikkate almaları gerektiği anlamına geliyordu. Bu büyük manşetlere konu olacak türden bir karar değildi, ancak pek çok insana yardımcı olabilir ve bankacılığın rekabetçi kalmasını sağlayabilirdi.

Yıllar sonra, bu makaleler Hoenig'in bankacılık ve finans hakkındaki düşüncelerini aydınlatacaktı. Kar marjlarının nasıl artırılacağı ya da bir piyasanın nasıl daha verimli hale getirileceği üzerine çalışmadı. Bunun yerine, bankacılık kurumlarının yapısını inceledi ve bunun toplumu nasıl etkilediğini düşündü. Bu bir bakış açısını yansıtıyordu.

Hoenig'in büyüdüğü dönemde yaygındı. Bu görüşe göre bankacılar para kazanmak için motive olurlar, ancak bankaların daha geniş bir amaca hizmet etmesini sağlamak, ekonomik büyümeyi beslemek ve para için sağlıklı bir dolaşım sistemi sağlamak hükümetin görevidir. Bu görüşe göre bankaların yapısı çok önemliydi.

Hoenig'in doktorasını tamamladıktan sonra bankacılık alanında değil de bankacılık politikası alanında iş araması, çalışmaları göz önüne alındığında şaşırtıcı olmayabilir. Hoenig, Kansas City Federal Rezervi'nin banka denetimi bölümünde bir araştırma ekonomisti aradığını duydu. Hoenig, Fed'e bir mektup yazarak bu iş için sahip olduğu nitelikleri sıraladı. 1973 yılında işe alındı. Tom ve Cynthia Kansas City'ye taşındı. Cynthia için bu eve geri dönmekti. Tom içinse büyük şehre taşınmaktı. Her sabah şehir merkezindeki Federal Rezerv binasına gidiyor ve Kansas City Fed'in Colorado, Kansas, Nebraska, Oklahoma, Wyoming ve Missouri ile New Mexico'nun bazı bölümlerini kapsayan bölgesindeki bankaların davranış ve faaliyetlerini analiz eden ekonomistlerden oluşan bir ekibe katılıyordu. Hoenig, kamu hayatındaki tüm kariyerini belirleyecek olan kurumun iç işleyişine dair uzun eğitimine burada başladı. Federal Rezerv'in gerçekte ne kadar güçlü olduğunu ve nasıl çalıştığını burada görmeye başladı.

ABD Anayasası'nda bir merkez bankası kurulmasını gerektiren, hatta buna özel olarak yetki veren hiçbir şey yoktur. Ancak modern bir ulusun merkez bankası olmadan ayakta kalmasının imkansız olduğu ortaya çıktı ve Amerika Birleşik Devletleri bunu kanıtladı. Amerika, yaklaşık bir yüzyıl boyunca, para birimini kontrol eden ve devlet tarafından yönetilen bir banka kurmadan idare etmeye çalıştı. Amerika Birleşik Devletleri 1776 ve 1912 yılları arasında iki kez bir merkez bankası kurdu ve sonra da yıktı. Ülke bir merkez bankasına sahip olmaya direndi çünkü bu, çok fazla gücü çok az elde topluyordu. Bu yoğunlaşmış güç, ideal olarak hükümetin kontrolünü ortalama vatandaşların eline vermek olan tüm Amerikan projesini baltalayacaktı. Andrew Jackson 1836'da ikinci ABD ulusal bankasının tüzüğünü iptal ettiğinde, bunu "halkın özgürlükleri için tehlikeli" olarak nitelendirdi. Nedenini anlamak zor değil. Bir bankanın tüm finans piyasalarına hakim olduğunu düşünün.

ve bu bankanın liderleri kimin kredi alıp kimin alamayacağına karar verebilecekti. Bu banka liderleri ülkedeki en güçlü insanlar olacaktır. Böyle bir senaryo her açıdan Amerikan karşıtıdır.

İlk Amerikan bankacılık sistemi merkezi değildi ve tam bir felaketti. Merkez bankası olmadan işlerin yürümemesinin nedeni, her modern ulusun güvenilir bir para birimine ihtiyaç duymasıdır. Para birimi, değeri tutan ve değeri bir kişiden diğerine aktaran değişim aracıdır. Para birimi olmasaydı, insanlar hala mısır ile tütün takas ediyor ve döviz kurunu hesaplamaya çalışıyor olurdu.

Ulusal bir para birimi çıkaracak bir merkez bankası olmayınca, para yaratmak küçük bir endüstriye dönüşüyor. 1800'lerin ortalarında Amerika Birleşik Devletleri'nde binlerce farklı para birimi dolaşıyordu (bir sayıma göre 8.370 para birimi vardı). Buna "serbest bankacılık" dönemi deniyordu ve tam bir çılgınlıktı. Herhangi bir banka para basabilirdi ve para birimi bankanın kendisi tarafından desteklenirdi. Yani banka batarsa, para da onunla birlikte batıyordu. Her insan, para birimini kullanmak isteyip istemediğine karar vermek için belirli bir bankanın sağlığı hakkında bir yargıya varmak zorundaydı. Bir kişi Illinois'deki bir bankadan para alabilir ve daha sonra Oregon'a seyahat ederek bir oteldeki memurla Illinois para biriminin iyi olup olmadığını tartışabilirdi.

Kongre, İç Savaş'tan sonra ülke çapında bir dizi ulusal banka kuran ve daha tek tip bir para birimi çıkaran bir yasa çıkardı. Ancak para birimi sorunu çözülmüş olsa bile, bir merkez bankasının gerekli olmasının ikinci bir nedeni daha vardı. Amerikan bankacılık sistemi hala aşırı kırılgandı ve düzenli olarak paniklere ve iflaslara maruz kalıyordu. Büyük banka panikleri 1893, 1895 ve 1907'de birbiri ardına patlak verdi. Paniklerde banka batışları kaçınılmazdı çünkü para basabilecek ve "son çare mercii" olarak hareket edebilecek, her bankanın aynı anda paraya ihtiyacı olduğunda kredi sağlayabilecek her şeye gücü yeten bir merkez bankası yoktu. Son çare mercii olmayınca, bankalar ellerindeki rezervleri kullanarak birbirlerini kurtarmak ya da iflas etmek zorunda kaldılar. Fed'e para basma ve panik sırasında sağlam bankalara serbestçe borç verme yetkisi verildi, bu da ilk etapta panikleri durdurma etkisine sahipti çünkü borç alanlar Fed'in orada olduğunu biliyordu. Fed acil durum kredilerini "iskonto penceresi" adı verilen bir program aracılığıyla dağıttı.

Son olarak, banka paniklerinin yanı sıra üçüncü bir sorun daha vardı. Toplam para arzını yönetecek bir merkez bankası yoktu. Paraya olan talep öngörülemeyen şekillerde artıyor ve azalıyordu ancak para arzı bununla birlikte değişemiyordu.

Örneğin her sonbaharda çiftçiler tarlalarını hasat etmek üzere işçi tutmak için yerel bankalarından para çekiyorlardı. Bu da Ortabatı'daki bankaların sınırlı nakit rezervlerini eritiyor, bu da onları yükümlülüklerini yerine getirmek için ellerinde yeterli nakit olmayabileceği konusunda korkutuyordu. Dolayısıyla, bu kırsal bankaların nakdi azaldığında, nakit almak için Chicago gibi şehirlerdeki daha büyük bölgesel bankalara yöneldiler. Bu bölgesel bankalar da New York bankalarına, New York bankaları da Avrupa'daki büyük bankalara yöneldi. Bu bir paniğe dönüşebilir ve herkes için gerçekten yıkıcı olabilirdi. 1873'teki banka paniği yaklaşık altı yıl süren bir depresyona yol açtı.

Bu durum, merkez bankası kurulması yönündeki büyük itici gücün neden bankacılardan gelmediğini açıklamaya yardımcı olmaktadır. Hayatta kalmak için krediye ihtiyaç duyan ülkenin ortasındaki öfkeli çiftçiler tarafından oluşturulan Popülist ve Serbest Gümüş hareketlerinden geldi. Para siyaseti bir anda halkın isyan ettiği bir konu haline gelmişti. William Jennings Bryan "altın haç" rutinini yaparken kalabalığa oynuyordu. İnsanlar para politikası konusunda zaten öfkeliydi.

Bir merkez bankası kurulmasına yönelik popüler ePort 1900'lerin başında güç kazandı. Ancak bu hareket, Wall Street bankacıları bunun arkasında durmaya karar verene kadar gerçekçi bir siyasi olasılık haline gelmedi. Amerika'daki her komplo teorisyeninin sonsuz sevincine rağmen, bir grup ultra güçlü bankacı bir araya gelerek 1910 yılında gizli bir toplantı düzenlediler ve bu toplantıda bir Amerikan merkez bankasının planını oluşturdular. Bankacılar Jekyll Adası adında lüks bir tatil köyünde bir araya geldiler, bu da gelecekteki film yapımcılarının ve yazarların Fed'den "Jekyll Adası'ndan Gelen Yaratık" olarak bahsetmelerini kolaylaştırdı, sanki bankacıların Amerika'ya yüklediği gizli bir komploymuş gibi. Ancak William Greider'ın Fed'in ufuk açıcı tarihi olan *Secrets of the Temple*'da açıkça ortaya koyduğu gibi durum böyle değildir. Bankacılar planlarını ABD Senatosu'na girmişlerdi, ancak kamuoyunda büyük bir duyarlılık dalgası yaratmışlardı.

on yıllardır inşa ediliyordu. Bu noktada Amerika Birleşik Devletleri'nde bir merkez bankası kaçınılmazdı.

Ancak Jekyll Adası'ndaki bankerler gizli toplantılarında önemli bir zafer elde ettiler. ABD merkez bankasının Wall Street'teki özel bankacılık sisteminin gücünü gasp etmeyeceğinden emin oldular. Bu çok önemliydi. Popülistler, Amerikan parasının kontrol sürecini demokratikleştirecek, hatta büyük bankaları bypass edecek her türlü planı önermişlerdi. Bu planlardan biri, 1889 yılında ortaya atılmış ve ABD Hazinesi'nin ülke çapında, çiftçilerin kredi teminatı olarak mahsullerini yatırabilecekleri, merkezi olmayan "alt hazineler" olacak bir tahıl asansörleri ve depoları ağı kurmasını öngörmüştü. Jekyll Adası'ndaki bankerler bu tür çılgın fikirleri yok ettiler. Önerilen Federal Rezerv sisteminin merkezine Wall Street'i koydular. Fed para arzını artırdığında ya da azalttığında, bunu ticari bankacılık sistemi aracılığıyla yapacak ve paranın ekonomiye nasıl dağıtılacağına bankaların karar vermesine izin verecekti.

Jekyll Adası planı Kongre'de tartışıldı, değiştirildi ve 1913'te kabul edilerek ABD tarihindeki ilk kalıcı merkez bankası oluşturuldu. Ancak bir merkez bankasına sahip olma konusundaki daha derin, çok Amerikan gerilimi asla ortadan kalkmadı. Amerika'nın bir merkez bankasına ihtiyacı vardı ama çok güçlü bir merkez bankası da istemiyordu. Bu gerilim Federal Rezerv'in DNA'sına kodlanmıştı. Federal Rezerv hem bir devlet kurumu hem de özel bir bankaydı. Washington, D.C.'de kontrol ediliyordu ama aynı zamanda merkezi de değildi. Para arzı üzerinde tam kontrole sahipti ama özel bankacılık sisteminin yerini almadı. Seçmenlerden yalıtılmıştı, ancak politikacılara karşı geniş ölçüde hesap verebilirdi.

Bu gerilim Fed'in yapısına da kodlanmıştı. Fed'in Washington, D.C.'deki bir ofisten yönetilen bir bölgesel bankalar ağı olmasının nedeni budur. On iki bölgesel banka, Kongre'nin kamu hükümeti ile özel teşebbüsü karıştıran en garip yaratımlarından biri olabilir. Her bölgesel banka, bölgedeki bir grup özel bankaya aittir (özel bankalar bölgesel Fed'de hisse senedine sahiptir, ancak bunu satamazlar). Her bölgedeki özel bankalara bölgesel Fed'in yönetim kurulunda sandalye veriliyor ve yönetim kurulu bankanın başkanını seçiyor. Bu, hem kendi bölgelerindeki topluluk bankalarına hem de Washington'daki Fed yönetim kuruluna karşı sorumlu olan güçlü bölgesel bankalarla merkezi olmayan bir sistem yaratmak için tasarlanmıştır.

Fed'in on iki bölgesel bankadan oluşan federe bir ulus olan Amerika'ya benzemesi beklenirken, Fed'in tüzüğü Kongre tarafından her güncellendiğinde yönetimi Washington'da daha merkezi hale geldi. Fed'deki

güç artık büyük ölçüde bankanın yedi kişiden oluşan, başkan tarafından atanan ve Kongre tarafından onaylanan guvernörler kuruluna aittir. Guvernörler ve bölgesel banka başkanları arasındaki gerilim en çok Federal Açık Piyasa Komitesi'nde görülüyor. Guvernörler FOMC'de çoğunluğa sahip oldukları için gündemi onlar belirliyor ve kurulun gücü sadece acil durumlarda artıyor. Fed son çare mercii haline geldiğinde, guvernörler FOMC'nin tamamının onayı olmadan harekete geçebilir.

Tom Hoenig'i 1973 yılında işe alan kurum buydu. Merkez bankası içindeki yaşamın ona cazip gelmesi şaşırtıcı değil. Fed onun dünya görüşünü somutlaştırıyordu. Bir dizi mutsuz uzlaşmanın sonucuydu ve Amerika'nın zor sorunların üstesinden gelmek için yaratabileceği en iyi sistem gibi görünüyordu. Fed'in önemli rollerinden biri bankacılık sektörünü düzenlemek, banka paniklerinin ve banka iflaslarının ekonominin genelini istikrarsızlaştırmamasına yardımcı olmaktır. Hoenig yaklaşık yirmi yılını denetim departmanında geçirecekti, yani bir banka düzenleyicisiydi. Bu iş için çok uygundu. Çocukken babasına aile mağazasının envanterini saymasında yardım etmişti. Bir asker olarak, top mermilerinin yörüngesini hesaplamaya yardım etmişti. Fed'de Hoenig, Kansas City Fed'in büyük bölgesindeki bankalar hakkında sürekli veri akışının analiz edilmesine yardımcı oldu.

Hoenig, Büyük Buhran'dan bu yana yaşanan en büyük bankacılık krizini bu şekilde en ön sıradan izleyebildi.

Hoenig'in işi yerel bankacılarla pek çok tartışmayı içeriyordu. Tartışmaların özü genellikle büyük önem taşıyan bir konu üzerinde yoğunlaşıyordu: varlıkların değeri. Bankacılar genellikle varlıklarının banka müfettişlerinin düşündüğünden daha değerli olduğunu düşünüyorlardı. Bu tür anlaşmazlıkların sonuçları muazzamdı. Hoenig ve ekibi bankaların tehlikeli krediler vermediğinden ya da batmalarına neden olacak kadar aşırı borçlanmadığından emin olmaya çalışıyordu. Söz konusu varlıklar bankalarda teminat olarak tutuluyordu. Eğer bir bankanın daha fazla teminatı varsa, daha fazla kredi verebilirdi. Ama eğer Fed bankanın

Teminatın değeri bankanın söylediğinden daha düşükse, bankanın kredilerinin değerini karşılamak için para toplaması gerekiyordu. Vahim durumlarda, banka kayyuma devredilebilir ve esasen feshedilebilirdi. Eğer

tartışmalar hararetliyse, ilişkide gücün kimin elinde olduğuna dair hiçbir şüphe yoktu. Fed müfettişlerinin bankaların kayıtlarına ve çalışanlarına erişimi vardı. Kime ne kredi verdiklerini görebiliyorlardı.

Hoenig bu işten çok etkilenmişti ve finansal sistemi istikrarlı tutmak için bunun çok önemli olduğunu biliyordu. Bu iş aynı zamanda zorlu bir görevdi; bir bankanın sağlığını belirlemek şaşırtıcı derecede karmaşıktı. Bu yüzden varlık değerleri üzerindeki tartışmalar çok önemliydi. Oklahoma'daki bir banka bir petrol sondaj şirketine 1 milyon dolar kredi verdiğinde, bu kredinin riskliliği bankanın teminat olarak aldığı varlıkların değerine bağlıydı. Yaygın bir teminat şekli, petrol kuyularından gelecekte beklenen gelirdi. Ancak bu çok fazla değişkeni beraberinde getiriyordu. Kredi vadesi boyunca petrolün varili ortalama 20 dolar olacaksa, teminat 1,5 milyon dolar değerinde olabilirdi. Bu durumda kredi son derece güvenliydi. Ancak petrol fiyatları varil başına 10 dolara düşerse teminat sadece 750.000 dolar değerinde olacaktı. Şimdi kredi daha riskli görünüyordu. İşte bu yüzden banka müfettişleri tartışmalara karıştı. Bir varlığın değeri her zaman tartışmaya açıktır.

1970'ler ilerledikçe, bu tür tartışmalar daha hararetli hale geldi ve sonunda umutsuzluğa dönüştü. Bunun nedenleri Federal Rezerv Bankası'nın kendisine kadar uzanabilir. Hoenig'in müfettiş ekibi bankacılık sistemini güvende tutmaya çalışırken, Fed'in farklı ve çok daha güçlü bir kolu tarafından baltalanıyorlardı: FOMC. Washington'daki politika kurulu, Fed'in sağlıklı tutması gereken bankaların davranışlarını temelden değiştiren şeyler yapıyordu.

1970'ler boyunca Federal Rezerv bankaları daha riskli ve daha riskli krediler vermeye teşvik etti. FOMC, kısmen 1970 ve 1975 yılları arasında iki durgunluk yaşandığı için faiz oranlarını olağanüstü düşük tutuyordu. Fed istihdam yaratmak, yatırımları teşvik etmek ve genel ekonomik büyümeyi artırmak istiyordu. Bu nedenle, bu kadar çok para yaratmanın kötü etkileri her yıl daha belirgin hale gelse bile faiz oranlarını düşük tuttu. Bu politikanın en belirgin etkileri gıda, yakıt ve elektronik gibi tüketim mallarının fiyatlarındaki artışta ortaya çıktı. 1973'te tüketici fiyatlarındaki artış oranı yüzde 3.6 idi, bu da gıda fiyatlarının

Çoğu insanın satın aldığı mallar bir yıldan diğerine yüzde 3.6 oranında arttı. 1979 yılına gelindiğinde, enflasyon yıllık yüzde 10.7'ye yükselmişti. Değişim herkes için açıktı; bakkaldaki ve benzin istasyonundaki fiyatlarda

kendini gösterdi. Çalışanların hayat pahalılığına ayak uydurabilmeleri için her yıl büyük zamlar yapmak zorunda olan şirketlerin bordro departmanlarında da kendini gösteriyordu.

Ancak Fed sadece tüketici fiyatlarını artırmıyordu. Varlık fiyatlarını da artırıyordu. Bu, Hoenig gibi banka müfettişlerini endişelendiren bir inAasyon biçimiydi. Kansas City Fed bölgesindeki bankalar için önemli bir varlık olan tarım arazilerinin değeri hızla yükseliyordu. Ticari gayrimenkullerin, petrol kuyularının ve sondaj kulelerinin değeri de öyle. Bu varlıklar bankaların bilançolarında teminat olarak yer alıyordu ve yükselen değerleri daha agresif kredileri teşvik ediyordu. Orta Batı'daki bankalar, tarım arazilerinin değerinin artmaya devam edeceği ve kredinin değerini destekleyeceği teorisine dayanarak çiftçilere büyük krediler verdi. Aynı şey petrol işinde ve emlak sektöründe de yaşandı. Hoenig, emlak değerlerinin çok hızlı bir şekilde yükseleceği ve bina biter bitmez kredinin yeniden finanse edilebileceği teorisine dayanarak verilen kısa vadeli inşaat kredilerini duydu.

Bu durum bankaları daha riskli krediler vermeye itiyordu. Yüksek enflasyon ve nispeten düşük faiz oranları bankaları ve yatırımcıları para biriktirmekten caydırdı, çünkü tasarruflar enflasyon nedeniyle kaybettiği değere kıyasla sadece küçük faiz ödemeleri kazandı. Bankalar paralarıyla iyi getiri sağlayacak bir şeyler yapmak zorundaydı. Getiri eğrisinin daha da dışına itildiler. Hoenig ve ekibi bunun gerçekleşmesini izlediler, ancak bu konuda yapabilecekleri çok az şey vardı. Varlık fiyatları yükseldikçe, bankalar inandırıcı bir şekilde kredilerin güvenli ve bankaların istikrarlı olduğunu iddia edebiliyordu. Fed'deki müfettişler aksini iddia edebilirdi, ancak bankacıların elinde rakamlar vardı.

1981'de Hoenig, Kansas City Fed'in denetim departmanında başkan yardımcılığına terfi etti ve yaklaşık kırk banka müfettişinden oluşan bir ekibi denetledi. Fed'in Amerikan ekonomisindeki rolüne ilişkin en önemli dersini almak için tam zamanında işe girdi. Uzun bir yükseliş dönemi ani ve beklenmedik bir şekilde durduğunda neler olduğunu gördü.

Hoenig, "Muazzam bir çöküş yaşıyorsunuz," dedi. "Başarısızlık üstüne başarısızlık, kayıp üstüne kayıp, kriz üstüne kriz."

BÖLÜM 3

BÜYÜK ENFLASYON(LAR)

(1980-1991)

Bankacılık krizi başladığında Hoenig otuz üç yaşındaydı. Ancak 1980'de patlayan güçler uzun yıllardır inşa ediliyordu. Hoenig'in Kansas City'deki müfettiş ekibi, bankaların yıllardır giderek daha riskli krediler verdiğini kendi gözleriyle görebiliyordu. Ancak bankacılar her zaman yaptıklarını haklı çıkarabiliyorlardı. Sadece 1970'lerdeki Büyük Enflasyon'un vahşi çarpıtmalarının mümkün kıldığı belli bir mantığı kullanıyorlardı. Tüketici fiyatları her yıl hızla artıyor ve varlık fiyatları da bunlarla senkronize bir şekilde yükseliyordu. Hoenig, "Bankacılar bu kredileri varlık değerlerinin güçlü olduğu ve yükseldiği bir ortamda veriyorlar," diye açıkladı. Bu durum Fed müfettişlerini zor durumda bıraktı. Banka kredilerinin riskli olduğuna inanıyorlardı, çünkü bu kredilerin temelini oluşturan varlık fiyatları muhtemelen aşırı değerlenmişti. Ancak bankacılar, varlık fiyatlarının adil piyasa değerine göre belirlendiğine işaret ederek karşı çıktılar. Varlıkların değeri 1 kat değildir, hatta bilinebilir bir şey de değildir. Bu bir yargı meselesidir. Hoenig, "Müfettişler geleceği bankacılardan daha iyi tahmin edemezler" dedi.

Tüm bu deneyim ve ardından gelen büyük finansal yıkım Tom Hoenig'e kariyerinin en önemli eğitimini sağladı. Ona, ekonomistlerin varlık balonu olarak adlandırdığı güçlü ve asi şeyi en ince ayrıntısına kadar öğretti. Yıllar sonra, Büyük Enflasyon genellikle varlık balonları açısından tanımlanmadı. İnsanlar 1970'lere dönüp baktıklarında, felaketin sadece bir yarısından bahsetme eğilimindedirler: et ve benzin gibi şeyler için tüketici fiyatlarındaki şok edici artış. Ancak Büyük

Enflasyonun bu kadar yıkıcı olmasının nedeni, aslında iç içe geçmiş ve birbirini besleyen iki tür enArasyon olmasıydı. Diğeri, daha sonra Amerikan ekonomik yaşamının en önemli özelliği haline gelecek olan varlık fiyatlarındaki artıştı. Varlık fiyatlarındaki artış, 2000 yılındaki dot-com çöküşünün, 2008 yılındaki konut piyasası çöküşünün ve 2020 yılında

koronavirüs salgınının tetiklediği eşi benzeri görülmemiş piyasa çöküşünün arkasındaki güçtü.

Bir varlık, bir kişinin satın alabileceği ve değer depolayan herhangi bir şeydir. Jambonlu sandviç bir varlık değildir çünkü zamanla değer kaybeder, bu da onu bir tüketim malı yapar. Öte yandan bir külçe altın bir varlıktır. Bir hisse senedi bir varlıktır. Bir tablo bir varlıktır. Bir apartman binası bir varlıktır. Federal Rezerv parayı çok uzun süre çok ucuz tutarak varlık fiyatlarını artık varlığın gerçek değeriyle desteklenemeyecek kadar yükselttiğinde varlık enflasyonunu körükleyebilir. Bu, varlık fiyatlarının balon haline geldiği zamandır. Varlık balonunun en iyi örneklerinden biri 1955 yılında ekonomi tarihçisi John Kenneth Galbraith tarafından tanımlanmıştır. Bazı şeylerin asla değişmediği bölümünde Galbraith, 1900'lerin başında Florida'daki emlak sektöründe yaşanan bir varlık balonunu anlatmıştır. Müteahhitler çok sayıda insanın eyalete taşınmasını bekliyorlardı, bu nedenle büyük araziler satın aldılar ve bunları mahalle parsellerine böldüler. Sonra da araziler için mülkiyet tapuları sattılar. Bu durumda, Florida'daki gerçek arazi bir varlıktı ve arazinin tapuları da bir varlıktı, çünkü kağıt tapular alınıp satılabiliyordu. Florida'da emlak spekülasyonu başladı. Arazinin fiyatı ve araziye ait tapuların fiyatı yukarı doğru spiral çizdi. Varlık inAasyonu, varlık fiyatlarının ilk etapta yükseldiği gerçeğiyle körüklendi. Bir kişi bir tapu satın aldı ve daha fazla paraya sattı ve bu üçüncü bir kişiyi tapuyu satın almaya ikna etti çünkü fiyatı yükseliyordu. Bu döngü sonsuza kadar devam edebilseydi, dünya çok daha mutlu bir yer olurdu. Ancak, kaçınılmaz olarak, bir varlığın fiyatı, varlığın gerçek değerine yaklaşır. Florida'da bu yakınsama, beklenen insan ordularının oraya taşınmadığı anlaşıldığında gerçekleşti. Kasırgalar eyaleti vurmaya devam ederek yeni ev sahiplerini caydırdı. Ve abartılmış alt bölgelerin çoğu, görünürde bir plajı olmayan sıcak, nemli bataklık bölgelerinde yer alıyordu. İnsanlar satmaya başladı, sonra herkes satmaya başladı. Balon patladı ve varlık fiyatları çöktü.

Tom Hoenig 1970'lerde Kansas City Fed'in Kansas ve Nebraska gibi tarımın yoğun olduğu eyaletleri ve enerji üreten Oklahoma eyaletini kapsayan bölgesinde varlık balonlarının yükselişini izledi. Varlık balonlarının kendi kendini güçlendiren mantığı çiftçilikte acı bir şekilde belirgindi. FOMC faiz oranlarını düşük tuttuğunda, çiftçileri daha ucuz borç almaya ve daha fazla arazi satın almaya teşvik etti. Bu da tarım arazilerine

olan talebi artırarak arazi fiyatlarını yükseltti. Yüksek arazi fiyatları daha fazla insanı borçlanmaya ve daha fazla arazi satın almaya teşvik etti. Bankacıların mantığı da benzer bir yol izledi. Bankacılar tarım arazilerini kredilerin teminatı olarak gördüler ve teminatın değerinin artacağına inandılar. Daha fazla kredi daha fazla satın almaya, bu da daha yüksek fiyatlara, bu da daha fazla krediye yol açtı.

Aynı şey petrol ve doğal gaz sektöründe de yaşanıyordu. Yükselen petrol fiyatları ve ucuz borç, petrol şirketlerini borç almaya ve daha fazla kuyu açmaya teşvik etti. Bankalar riskli enerji kredilerine adanmış bir yan iş kolu oluşturdular. Ticari gayrimenkulde de aynı şey oldu. Varlık balonları bu şekilde, her dönüşte daha da yoğunlaşan bir döngü içinde yükselir; bugünün yüksek varlık fiyatlarının gerçekliği, yarının varlık fiyatlarının değerini daha da yükselterek ivmeyi daha da artırır.

Hoenig ve ekibi bankacılarla tartışırken, FOMC faiz oranlarını düşük tutarak Büyük Enflasyon'u daha da körüklüyordu. Ancak bu 1979'da durdu ve bir daha asla tekrarlanmayacak bir şiddetle durdu. Durdurulmasının nedeni tek bir kişiydi: Federal Rezerv'in başkanı olan Paul Volcker. Volcker enflasyonu yenme konusunda ciddiydi. Bunun için işsizlik oranını yüzde 10'a çıkarmaya, ev sahiplerini yüzde 17 veya daha yüksek faizli ipotek almaya zorlamaya ve tüketici kredilerini o kadar pahalı hale getirmeye istekliydi ki birçok Amerikalı araba satın alamadı.

Volcker inAasyonla mücadele ederken aslında iki tür inAasyonla mücadele ettiğini fark etti: varlık inAasyonu ve fiyat inAasyonu. Bunları "kuzenler" olarak adlandırdı ve Fed tarafından yaratıldıklarını kabul etti. Volcker anılarında, "Asıl tehlike, [Fed'in] yükselen inAasyonu ve onun yakın kuzeni olan aşırı spekülasyon ve risk almayı teşvik etmesi ya da istemeden de olsa hoş görmesinden, balonların ve aşırılıkların finansal piyasaları tehdit etmesine seyirci kalmasından kaynaklanıyor" diye yazdı.

Volcker'ın selefleri bu riskleri teşvik etmişti, ancak Volcker bunu yapmayacaktı. Onun liderliğinde Fed, kısa vadeli faiz oranlarını 1979'da yüzde 10'dan 1981'de yüzde 20'ye çıkararak şimdiye kadarki en yüksek seviyeye ulaştırdı. Faiz oranlarının tarihi bir grafik üzerinde çizildiğinde, bu süper yüksek oranlar dönemi bir dağ zirvesi gibi görünür. Volcker'ın Fed Başkanı olarak görev yaptığı dönemin ABD para politikası tarihinde bu kadar önemli olmasının nedeni budur. Yıllarca süren hataları düzeltmek için gerekli olan acımasız şok terapisini başlatmaya istekli birkaç kişiden biri olarak

hatırlanmaktadır. Volcker'ın faiz artırımları ekonomiyi harap etti, milyonlarca insanı işsiz bıraktı ve Büyük Enflasyon'u sona erdirdi.

İlk başta insanlar Volcker'ın faizleri yükseltme konusunda ciddi olduğunu düşünmediler. Sonra da bunu gerçekten yapabileceğini düşünmediler. Bunu yapmaya başladıktan hemen sonra, Ekim 1979'da, baskı altında istifa ettiğine dair söylentiler çıktı. Federal Rezerv'in ekonomiyi durgunluğa itecek bir planı hayata geçireceği düşünülemezdi. Volcker bir Cumartesi akşamı Eccles Binası'nda acil bir basın toplantısı düzenleyerek ayrılmadığını ve Fed'in faiz oranlarını yükseltme konusunda ciddi olduğunu duyurdu. Volcker gazetecilere "Hala hayattayım - son söylentinin aksine" dedi. O hafta sonu kısa vadeli faiz oranları yüzde 11,6 idi. Ay sonuna kadar yüzde 16 olacaktı. Bir yıldan kısa bir süre içinde yüzde 20'ye ulaştılar.

Muhabirler Cumartesi gecesi Volcker'a faiz artışlarının ekonomiye zarar verip vermeyeceğini sordular. Volcker bu soruyu büyük ölçüde yanıtsız bıraktı. "Bu eylemlerin sonuçları konusunda iyimser olacağım" dedi. "Belirsiz bir dünyada şu anda sahip olduğum en iyi göstergelerin, bunun makul ölçüde sorunsuz bir şekilde gerçekleştirilebileceği yönünde olduğunu düşünüyorum."

Volcker bu noktada hatalıydı. Hiçbir şey makul ölçüde sorunsuz gitmedi. Amerikan ekonomik ekosistemi, düşük faiz oranlarının Kutup Yıldızı etrafında kendini yerleştirmişti. Volcker bir gecede kutup yıldızını hareket ettirdi ve her şey yeniden yön değiştirdi. On yıllık kaynak tahsisi değişecek ve her şey getiri eğrisinin kenarından, riskten uzağa doğru geri kayacaktı.

Değişim çok sarsıcıydı. Kansas City Federal Rezerv bölgesinde çok hızlı bir şekilde gerçekleşti. Bankacılar tamamen hazırlıksız yakalandı. "Yapabilirsin Volcker inAasyon konusunu ele almaya başladıktan sonra bile kimsenin bu ayarlamayı beklemediğini görüyoruz. Bunun kendi başlarına geleceğini düşünmediler," diyor Hoenig.

Paul Volcker ve Fed borçlanma maliyetini iki katına çıkardığında, kredi talebi yavaşladı ve bu da tarım arazileri ve petrol kuyuları gibi varlıklara olan talebi azalttı. Varlıkların fiyatı, varlıkların altında yatan değere yakınsamaya başladı. Tarım arazilerinin fiyatı 1980'lerin başında yüzde 27 oranında düştü; petrolün fiyatı ise 120 dolardan 1986'da 25 dolara geriledi. Varlık fiyatlarının çöküşü bankacılık sistemi içinde basamaklı bir etki yarattı. Tarım arazileri ve

petrol rezervleri gibi varlıklar banka kredilerinin değerini desteklemek için kullanılıyordu ve bu kredilerin kendileri de bankaların bilançolarında "varlık" olarak kabul ediliyordu. Arazi ve petrol fiyatları düştüğünde, tüm sistem çöktü. Bankalar teminatlarının ve temerrüde karşı tuttukları rezervlerin değerini düşürdüler. Aynı anda çiftçiler ve petrol sondajcıları aylık ödemelerini yapmakta zorlanmaya başladılar. Ürünlerin ve petrolün değeri düşüyordu, dolayısıyla her ay daha az para kazanıyorlardı. Bankaların bir zamanlar istikrarlı görünen bilançoları aşınmaya ve sarsılmaya başladı.

Hoenig'in müfettişleri bariz olanı göstermek gibi tatsız bir işle karşı karşıyaydı: Bankaların mali sağlığı varlık fiyatlarıyla birlikte çöküyordu. Tahmin edilebileceği gibi, bankalar karşılık verdi. Bankacılar neredeyse her zaman daha fazla zaman istediler. Kendilerine bir şans verilirse, birkaç ay ya da birkaç çeyrek daha, işleri tersine çevirebileceklerine söz verdiler. Varlık fiyatları yükselecekti. Bilanço iyileşecekti.

Hoenig'in ekibi 1980'lerin başlarını tek bir şey yaparak geçirdi: hangi bankalara daha fazla zaman verilirse gerçekten ayakta kalabileceklerine ve hangi bankaların sonunun geldiğine karar vermek. John Yorke, bu dönemde Hoenig ile yakın çalışan bir Fed avukatıydı ve bankalarla yapılan tartışmaların umutsuz bir yanı olduğunu söylüyordu. Hangi bankaların ödeme gücüne sahip olduğuna karar veren tartışmaların arkasında bir saat işliyordu, çünkü bankalar Fed'den acil durum kredileri istiyordu. Fed son çare merciiydi ve bu rolündeki gücü neredeyse sınırsızdı. Para basabiliyordu, dolayısıyla istediği kadar borç verebiliyordu. Ancak Kongre bu güce bir sınırlama getirmişti: Fed'in batacak bankalara kredi vermemesi gerekiyordu. Acil durum kredileri Fed'in iskonto penceresi olarak adlandırılan penceresi aracılığıyla dağıtıldı. Tom Hoenig Kansas City Fed'in iskonto
1980'lerde. Ekibi iskonto penceresinden kimin borç alabileceğine karar verirken, bankalar hakkında ölüm kalım kararı veriyorlardı.

1982'de Büyük Buhran'dan bu yana en kötüsü olan gerçek bir banka paniği patlak verdi. O yıl yüzden fazla banka battı, bu sayı 1930'lardan bu yana tek bir yılda batan banka sayısından çok daha fazlaydı. 1986'da bu oran daha yüksekti ve iki yüzden fazla banka battı. Toplamda, 1980 ile 1994 yılları arasında bin altı yüzden fazla banka batmıştır.

Bankacılar Kansas City Fed'e bir geçit töreniyle gelip durumlarını anlattılar. Hepsi de ödeme güçlerini koruyacakları planlar sundular ve Hoenig bunları değerlendirmek için genel bir kural geliştirdi. En iyi planların

çok fazla detaya sahip olduğunu fark etti. En kötü planlar ise muğlak ve basmakalıp sözlerle doluydu. Hoenig, bankacıların da diğer herkes gibi olduğuna inanmaya başladı. Bazıları dürüst ve çalışkandı. Küçük bir azınlık ise dolandırıcıydı. Ama başarısız olanlar sadece üçkağıtçılar değildi. Batan bankaların çoğu nesillerdir faaliyet gösteriyordu. Bölgedeki küçük toplulukların finansal dayanaklarıydılar.

John Yorke, büyüdüğü ve gençliğinde bir bankada çalıştığı Kansas'ın küçük bir kasabası olan Sedan'a gönderilmişti. Bankadaki herkes onu hâlâ çocukluk lakabı olan "Johnny" olarak tanıyordu. "İçeri girip yönetim kuruluna, bilirsiniz işte... batacağınızı söyleyen memur bendim. Korkunçtu," diyor Yorke. "Özellikle de size 'Johnny' diye seslendiklerinde, ki bana sadece annem böyle seslenirdi." Hoenig bu tür pek çok kararı bizzat vermek zorunda kaldı. Sorumluluktan kaçıyor gibi görünmüyordu. Yorke, Hoenig'in adının etnik kökenine atıfta bulunarak, "Tom bir Alman," dedi. "Katıdır. Kuralları vardır."

Hoenig'e küfredildi, bağırıldı ve kararlarının yıkıcı sonuçları olacağı mümkün olan en açık şekilde bildirildi. Hoenig bankacılar için "Oldukça stresli ve itirazlarını yüksek sesle dile getiren kişiler olabiliyorlardı" diyor. "Onlarla muazzam bir empati kurabiliyordunuz. Istıraplarını anlayabiliyordunuz. Bu ortamda hayatlar mahvoldu, insanlar bu ortamda her şeylerini kaybetti. Bağırdıkları ya da perişan oldukları için onları suçlamadım."

Balon patladığında Hoenig için bankacıları suçlamak yeterince kolay olurdu. Bankacılık groteskliğinin örnekleri çoktu. Spekülatif bir balonda olan budur. Aptallık ve risk alma bu dönemde gelişir.
yükselişte, sonra da düşüşte sefalete neden olur. Ancak Hoenig, kredilerdeki aptallığın tamamen bankacıların suçu olduğunu düşünmüyordu. Sonuçta onlar yükselen enflasyon, enflasyona kıyasla nispeten düşük faiz oranları ve yükselen varlık fiyatları gibi makroekonomik koşullara yanıt veriyorlardı.

Bu koşulları yaratanlar bankacılar değildi. Hoenig'in kendi kurumu olan Federal Rezerv'di. Hoenig, "Gerçek şu ki, [bankacılar] kredilerini verdiler," dedi. "Bunları varlık değerleri açısından inanılmaz bir iyimserlik ortamında yaptılar. Ve bu, gerçekten de, kısmen on yıllık çok genişlemeci para politikasının hatasıydı."

Bu, 1970'lerdeki inAasyon ve 1980'lerdeki çöküş ve durgunlukla ilgili tartışmalarda sıklıkla kaybolan dinamikti. Fed, inAation'ı sona erdirdiği ve

inAation'dan kurtulan bankaları kurtardığı için övgü aldı. Ancak onlarca yıl sonra yayınlanan yeni araştırmalar, tüm bu felaketten Fed'in de sorumlu olduğunu gösterdi.

Federal Rezerv'in Büyük Enflasyon'u nasıl ele aldığına dair belki de en ayrıntılı açıklama, neredeyse okunamayacak kadar yoğun olan ve üç cilde bölünmüş 2.100 sayfalık dikkate değer bir kitap olan *Federal Rezerv'in Tarihi'nde yer almaktadır. Kitabın* yazarı ekonomist Allan Meltzer, FOMC toplantı tutanaklarını, diğer kamuya açık belgeleri ve ayrıntılı ekonomik çalışma ve verileri kullanarak 1970'lerde Fed'in karar alma sürecini yeniden inşa etmiştir. Meltzer'in 1970'lerdeki inAasyonla ilgili hükmü netti: Sorunu yaratan esas olarak Fed tarafından belirlenen para politikasıydı. "Büyük inAasyon, inAasyonu önlemek ya da azaltmak yerine yüksek ya da tam istihdamı korumaya çok daha fazla ağırlık veren politika tercihlerinden kaynaklandı" diye yazdı. "Dönemin büyük bir kısmında bu tercih hem siyasi baskıları hem de anketlerde ifade edilen popüler görüşleri yansıtıyordu."

Bu açıklama, Fed'in ekonomi tarihçesine göre hırçın ve hakaretamizdi. Meltzer'in söylediği şey, Fed'in 1970'lerde temelde ne yaptığını bilmediğiydi. Belki daha da kötüsü, Fed'in iddia ettiği gibi bağımsız bir kurum olmadığını savunuyordu. FOMC üyeleri bilge teknokratlar değildi, para politikaları hakkında kararlar alıyorlardı.

Yüksek fikirli ekonomik teoriden başka bir şey tarafından yönlendirilmeyen arz. Onlar, en azından kısmen siyasi baskılar tarafından yönlendirilen insanlardı. Meltzer, Fed'in ekonomik denklemler bunu gerektirdiği için değil, kamuoyu ve politikacılar Fed'in bunu yapmasını istediği için daha fazla para basarak istihdam yaratma çabasını sürdürdüğünü söyledi. FOMC, işsizlik oranının yüzde 4'e yakın olması gerektiğine inanıyordu, ancak 1975 ve 1977 yılları arasında hiçbir zaman yüzde 6'nın altına düşmedi ve 1978'de hala yüzde 6'ya yakındı. Böylece Fed para basmaya devam etti ve bunu yaparken 1980'lerin başında yüzde 10'un üzerinde yıkıcı derecede yüksek işsizlik oranları yaratan varlık ve enflasyon balonlarını körükledi.

Bunun bir kısmı dürüst hatalardan kaynaklanıyordu. Fed, sonunda yanlış olduğu kanıtlanan verilere dayanarak kararlar alıyordu. Bu durum ancak yıllar sonra, veriler revize edildikten sonra ortaya çıktı. Hatalı verilerin önemli bir parçası, fiyat artışına ilişkin sürekli olarak düşük tahminlerdi. Bu,

topçu uzmanlarının hatalı hava balonlarından gelen verileri kullanırken obüsleri ateşlemesine eşdeğerdi - dış koşullar sığınaktaki ekibin düşündüğünden farklıydı.

Ancak sorun hatalı verilerden daha temeldi. Fed'in 1970'lerde para politikasının ekonomiyi nasıl etkilediğini ve inAasyonu nasıl körüklediğini bile tam olarak anlamadığına dair güçlü kanıtlar var. Fed ekonomisti Edward Nelson 2004 yılında yayınladığı bir raporda, 70'lerdeki inAasyonun en olası nedeninin "para politikasının ihmali" olarak adlandırdığı bir durum olduğunu yazmıştır. Temel olarak, Fed on yılın büyük bölümünde ayağını para pedalında tuttu çünkü daha fazla paranın daha fazla inAasyon yarattığını anlamadı. Bu kötü niyetten değil, yanlış anlamadan kaynaklanıyordu. Dönemin önde gelen pek çok ekonomistiyle birlikte Fed de ülkenin "maliyet itişi" olarak adlandırılan bir enflasyon yaşadığına inanıyordu. Bu teoriye göre, Fed'le hiçbir ilgisi olmayan bir dizi dış güç maliyetleri artırıyordu. Örneğin büyük işçi sendikaları işgücü maliyetini artırıyordu. Ve Orta Doğu kartelleri petrol maliyetini artırıyordu. Enflasyonu gittikçe yükselten bu maliyetlerdi, Fed değil. Yıllar sonra, Fed'de çok farklı bir enflasyon anlayışı hakim oldu. Bu, enflasyonun sorumluluğunu doğrudan Fed'in yönetim kurulu odasına yükleyen "talep çekişi" teorisiydi. Fed, para arzını artırarak borçlanma talebini körükledi
ve krediler, bu da inAation'ı daha yükseğe "çekti". Daha ucuz para daha fazla kredi, daha fazla borçlanma ve her şeye daha fazla talep anlamına geliyordu ki bu da fiyatları daha da yukarı çekti. Bu fikir genellikle "çok fazla doların çok az malı kovalaması" olgusu olarak tanımlanır, yani daha fazla para bastığınızda insanlar bu parayı bir şeyler satın almak için kullanır ve bu da fiyatları yükseltir. Aynı güç hem tüketici fiyatlarını hem de varlık fiyatlarını yukarı çeker.

1970'lerde Fed, enflasyonla mücadele işini başkalarına bıraktı. Beyaz Saray fiyat ve ücret kontrolleri uygulayarak maliyetleri daha düşük tutmaya çalıştı. Bu da Fed'e faiz oranlarını düşük tutma ve para arzını artırma özgürlüğü verdi. İşsizlik her arttığında ya da ekonomik büyüme her yavaşladığında, Fed faiz oranlarını düşürdü ve daha fazla para bastı. Bu da, en azından Meltzer'in 1asco'yu anlattığı şekliyle, en derin soruna işaret ediyordu. Fed kısa vadeli baskılara tepki veriyordu ve bunu yaparken uzun vadeli riskler yaratan yeni para pompalıyordu. FOMC üyeleri de herkes gibi haberleri okuyordu ve ırk ayaklanmaları, durgunluklar ve protestolarla geçen

on yıl boyunca işleri daha da kötüleştirmekle suçlanmak istemiyorlardı. FOMC ne zaman faiz oranlarını yükseltmeye çalışsa, ki bu durum enflasyonun soğumasını sağlayabilirdi, işsizlik arttığı ya da büyüme zayıfladığı için komite hızla geri adım attı. Meltzer, "[FOMC] üyelerinin çoğu enflasyonun azaltılmasının uzun vadeli tutarlı eylemler gerektirdiğini anlamış olsa da, uzun vadeli planlama yapıldığına dair çok az kanıt var" diye yazdı.

Bankacılık krizinden çıkardığı bu ders Tom Hoenig'in aklından çıkmadı. Yıllar sonra parasal genişlemeyi tartışırken onu inatla tutkulu kılacaktı. Hoenig, FOMC'nin bir günde, tek bir oylamayla aldığı bir kararın, etkilerinin bankacılık sistemi ve ekonomiye yayılmasıyla dünyada kendini tam olarak göstermesinin aylar hatta yıllar aldığını ilk elden görmüştü. "Hoenig daha sonra şunları söyledi: "Para politikası 'uzun ve değişken gecikmeler' olarak adlandırılan bir süreçle işler. Bunu defalarca, bazen de meramını anlatmak için masaya vurmak istermiş gibi bir tavırla söyledi. Hayal kırıklığı, zor kazanılmış bu bilginin her fırsatta göz ardı edilmesinden kaynaklanıyordu. piyasada bir düşüş veya işsizlikte bir sıçrama gibi kısa vadeli bir sorun olduğunda, Fed müdahale etti. Daha fazla para bastı ve faiz oranlarını düşürdü. Kısa vadeli sorunları ele aldı ve uzun vadeli sorunları büyümeye bıraktı.

1980'lerde Hoenig ve Kansas City'deki meslektaşları, Fed'in 1970'lerde kısa vadeli düşünmesinin yarattığı uzun vadeli sorunları çözmek zorunda kaldılar. Temizledikleri en büyük karmaşa, 1970'lerde riskli enerji kredileri zinciri veren Oklahoma'daki bir banka olan Penn Square'in iflasıydı. Penn Square iflas ettiğinde, neredeyse tüm ABD bankacılık sistemi de onunla birlikte çöküyordu. Bu aynı zamanda önümüzdeki yıllarda daha da sertleşecek olan ikinci bir önemli modeli de aydınlattı. Fed sadece varlık balonlarını körüklemekle kalmadı. Kendisini, balon yükselirken ona en çok destek veren kredi kuruluşlarını kurtarmak zorunda buldu. Fed'in keşfetmek üzere olduğu bazı bankalar, batamayacak kadar büyümüş ve birbirine çok bağlı hale gelmişti.

Penn Square, Bill "Beep" Jennings adında bir adam tarafından yönetiliyordu. Müşterilerini etkilemek için kovboy çizmesinden bira içen biriydi, bu yüzden petrol patlaması sırasında sayısız kredi vermenin yaratıcı yollarını bulması

şaşırtıcı değildi. Penn Square, bankacıların riskli borç yaratıp daha sonra bunu bir başkasına sattıkları menkul kıymetleştirme denilen yöntemin ilk öncülerinden biriydi. Penn Square'in menkul kıymetleştirme versiyonu "katılımcı kredi" satışıydı. Jennings bir petrol şirketine borç veriyor, daha sonra borcun küçük bir kısmını kendi kayıtlarında tutarken kredinin büyük bir kısmını başka bir bankaya satıyordu. Fikir basitti: mümkün olduğunca çok kredi vermek, her anlaşmada ücret toplamak ve kredinin temerrüde düşmesi riskini başka birinin bilançosuna taşımak. Bu, Penn Square'in elinde belirli miktarda nakit rezervi bulundurmasını gerektiren kurallardan kaçınmasına yardımcı oldu.

Penn Square ayrıca birbirine kenetlenmiş paravan şirketler ve ortaklıklardan oluşan karmaşık ağlar kullanarak herhangi bir kişiye ne kadar kredi verebileceğini sınırlayan kurallarla da oynadı. Örneğin, kişi başına 35 milyon $ kredi limiti vardı, ancak Penn Square yine de Robert A. Hefner adlı bir petrol yöneticisine 115 milyon $ kredi vermeyi başardı. Tüm bu entrikaları incelemek bir kitaba sığar (ve 1985 yılında Phillip L. Zweig'ın *Belly Up: Penn Square Bank'ın Çöküşü*). Ama sonuç basitti: 1974 ve 1981 yılları arasında Penn Square'in varlıkları 35 milyon dolardan 525 milyon dolara fırladı. Bu yeni varlıkların çoğu, petrol fiyatlarının artmaya devam edeceği iyimser önermesiyle yazılan enerji kredileriydi. Ancak
yükselirken, Beep Jennings finansal bir yenilikçi ve büyüleyici bir şekilde küstah bir risk alıcı olarak selamlandı.

Paul Volcker ve Fed borçlanma maliyetini yükselttiğinde, Penn Square'in sattığı kredilere olan talebi öldürdü ve Beep Jennings'i gerçek anlamda bir dilenciye dönüştürdü. Jennings ve ekibi, bankayı ayakta tutacak iskonto penceresi kredileri için Kansas City Fed'e umutsuzca başvurdu. Diğerleri gibi onlar da sadece biraz daha zamana ihtiyaçları olduğunu söylediler. Bu ePort 1982 yazında daha da çılgınca bir hal aldı. Penn Square, Büyük Buhran'ın hemen ardından kurulan Federal Mevduat Sigorta Kurumu ya da FDIC ile birlikte Kansas City Fed'e dilekçe veriyordu. FDIC, Fed'in iskonto penceresi artık bir seçenek olmadığında gelen acımasız bir cellattı. Kurum, iflas eden bankaları tasfiye ederek, bankada 100.000 $ veya daha az mevduatı olan bireysel müşterilere geri ödeme yapmak için vergi mükelleflerinin parasını kullandı [.I] FDIC ve KC Fed, Penn Square konusunda ileri geri gitti. Fed milyonlarca dolar acil durum kredisi sağladı, ancak Hoenig ve Fed avukatı John Yorke bankanın ayakta kalabileceğine dair şüphelerini artırıyordu. Penn

Square'in batmasına izin vermek milyonlarca dolarlık özsermayeyi silip süpürecekti. Ancak bankanın hayatta kalmasına izin vermek ve Fed'den ve diğerlerinden borç almaya devam etmek işleri daha da kötüleştirebilirdi. Yorke, "Bu gerçek bir hata olabilir, çünkü daha büyük kayıplara yol açabilir," dedi.

1982'deki 4 Temmuz hafta sonunda zaman tükendi. Hoenig tatilde Penn Square'e yeni bir kredi vermenin çok riskli olup olmadığına karar vermek için rakamlar üzerinde çalıştı. Fed'in yönetim kurulu da işin içindeydi. O Pazar günü Washington'da yapılan acil bir toplantıda Paul Volcker konuyla ilgili kendi oyunu kullandı: Penn Square'in batmasına izin verilmeliydi. Pazartesi günü, FDIC, Fed ve Hazine Bakanlığı'nın Para Birimi Denetçisi Ofisi arasında bir dizi mektup aracılığıyla karar kesinleşti. FDIC Penn Square'in iflas ettiğini açıkladı. Kansas City Fed, Penn Square'in daha fazla acil durum kredisi için uygun olmadığını ilan etti.

Penn Square'e haberi verme görevi Tom Hoenig'e aitti. Bankacıların tepkisi Hoenig'in alışık olduğu şekilde oldu. "Şöyle diyorlardı: 'Başarısız olmamız *sizin* hatanız. Bize biraz daha zaman tanısaydınız bu işi çözebilirdik" diye hatırlıyor.

Ancak Penn Square'deki başarısızlıkla ilgili asıl önemli olan şey, hasarın kontrol altına alınamamış olmasıdır. Başarısızlık, büyük bir şoklar zincirinin sadece ilk şokuydu. Hala uğraşılması gereken "katılımcı krediler" vardı. Ancak krediler batmaya başladığında bankacılık sistemine ne kadar geniş çapta bulaştıkları anlaşıldı. Kredi iflasları, Chicago'daki Continental Illinois National Bank and Trust Co. adlı çok büyük bir bankanın Penn Square'in riskli borç montaj hattının en büyük müşterilerinden biri olduğunu ortaya çıkardı. Continental Illinois, 1970'lerin sonuna doğru sadece birkaç yıl içinde bu kredilerden 1 milyar dolar değerinde satın almıştı. Bu durum herkesi şaşırtmıştı. Continental muhafazakar, hatta sıkıcı bir banka olarak görülüyordu. Orta Batı'daki otomobil şirketlerine ve çelik üreticilerine borç veriyordu. Ancak Büyük Enflasyon sırasında ortaya çıkan güçler onun için çok fazlaydı. Continental Illinois getiri eğrisi boyunca Oklahoma'ya doğru itildi.

Continental ülkedeki en büyük ticari ve endüstriyel kredi kuruluşu haline gelmişti. 1984 yılında 40 milyar dolar varlığı vardı. Petrol kredileri kötü gidince işler hızla bozuldu. Continental, bankaya 3.6 milyar dolarlık acil durum kredisi veren Chicago Federal Reserve'in sorunuydu. Bu bile yeterli

olmadı. New York'lu J. P. Morgan bir grup kredi kuruluşunu bir araya getirerek Continental için 4,5 milyar dolarlık bir kredi hattı oluşturdu, ancak bu da yeterli olmadı. Continental'in müşterileri bankaya olan güvenlerini kaybettiler ve bir yıl içinde yaklaşık 10,8 milyar dolar çekerek bankadan kaçmaya başladılar. Continental batmak üzereydi.

Paul Volcker bile Continental Illinois'in iflasıyla karşı karşıya kaldığında tedirgin oldu. Banka sallanırken FDIC ile sürekli iletişim halindeydi. Continental'in çöküşünün kontrol altına alınamayacağı konusunda uyarıldı. Banka çok büyüktü ve çok fazla sayıda başka bankayla derin bağlantıları vardı. FDIC, 2,300 bankanın Continental'e para yatırdığını tahmin ediyordu. Yaklaşık 179 bankanın Continental'de o kadar çok parası vardı ki, öz sermayelerinin yarısından fazlasına denk geliyordu. Başarısızlığı onları da beraberinde batırabilir. Daha da endişe verici olanı, bu bankaların yaklaşık yarısının iflas durumunda FDIC tarafından sigortalanmış olmasıydı. Bu durum, halihazırda seksen kadar bankanın iflasıyla ilgilenen FDIC'ye eşi benzeri görülmemiş bir yük getirecekti.

FDIC ve Fed bir alternatif buldu. FDIC, Continental'e 1,5 milyar dolar enjekte ederek olağanüstü bir kurtarma paketi sağladı. Ancak, çoğu
FDIC, tüm tahvil sahiplerini ve mevduat sahiplerini koruyarak, daha önce belirlenen 100.000 $ eşiğinin üzerindeki banka zararlarını karşılama sözü verdi. Bu, FDIC'nin sadece bir kısmını sigortalayacağını bilerek Continental'e para yatıran bankalar için güvenlik ağında büyük bir artış oldu. Artık tamamı vergi mükellefleri tarafından sigortalanıyordu. Aynı zamanda Fed, kriz geçene kadar Continental'e acil durum kredisi vereceğine söz verdi.

Continental kurtarma paketi Büyük Enflasyon'un en önemli miraslarından biriydi. Eğer bir banka yeterince büyür ve diğer bankalara yeterince risk yayarsa, o banka bir kriz anında kurtarılırdı. Önceden var olan kurallar bankayı kurtarmak için esnetilecek ya da yeniden yazılacaktı. Bu emsal Amerikan bankacılık sözlüğüne yeni bir terim kazandırdı. Continental'in kurtarılmasıyla ilgili bir kongre oturumu sırasında Connecticut'tan Stewart McKinney adlı Cumhuriyetçi bir kongre üyesi durumu özlü bir ifadeyle tanımladı: "Sayın Başkan, lafı dolandırmayalım. Yeni bir tür bankamız var. Buna batmak için çok büyük deniyor."

Paul Volcker'ın başkan olarak kariyeri hoş bir şekilde sona ermedi. Enflasyonu kamçıladı ve ardından vahşi doğaya geri sürüldü. FOMC üyeleri Volcker'a karşı, modern Fed tarihindeki neredeyse tüm başkanlardan daha sık karşı oy kullandı. Görev süresi 1987'de sona erdikten sonra yeniden atanmamayı istedi. Volcker'ın halesi ancak daha sonraki yıllarda, ekonomi tarihçileri onun enflasyona karşı verdiği mücadelenin bağımsız fikirli ve benzersiz bir şekilde etkili olduğuna karar verdiklerinde verilecekti.
Ancak bir daha asla Amerikan gücünün merkezinde yer almadı.

Thomas Hoenig için işler daha iyi gitti.

Banka kapanma dalgası sonunda Kansas City Fed'in bölgesinde geriledi. Penn Square başarısızlığı bunların en kötüsüydü. Hoenig'in kriz sırasındaki performansı, Yorke gibi Hoenig'in acımasız bir dönemde kendisini dürüstlük ve yetkinlikle idare ettiğine inanan çevresindeki insanlar tarafından not edildi. Bu itibar, Kansas City Fed Başkanı Roger GuPey 1991'de emekliye ayrılacağını açıkladığında önemini kanıtladı.

Kansas City Fed daha önce hiç kendi içinden bir başkanı işe almamıştı. Ama Hoenig yine de adını öne çıkardı. Başkanlık için yaklaşık 150 aday vardı.
iş. GuPey, Kansas City Fed'in yönetim kurulunun yardımıyla yerine geçecek kişiyi seçecektir. Fed'in Washington'daki başkanı ve yönetim kurulunun da işe alımı onaylaması gerekecek.

GuPey, Hoenig'in Penn Square kriziyle nasıl başa çıktığını yakından görmüş ve onun bu iş için doğru kişi olduğunu düşünmüştü. Hoenig Kansas City Fed'in yönetim kurulundan onay aldı ve ardından Washington'a giderek her bir Fed guvernörü ile mülakata girdi. Sonunda Hoenig, yeni Fed Başkanı Alan Greenspan'in ofisine götürüldü. Washington'da onlarca yıllık siyasi deneyime sahip, yumuşak dilli bir ekonomist olan Greenspan, Wall Street'te ve Beyaz Saray'da Başkan Nixon ve Ford dönemlerinde çalışmıştı. Greenspan, 1987'deki borsa çöküşünden kısa bir süre önce başkan oldu ve krizi ustalıkla ele almasıyla neredeyse evrensel bir övgü kazandı. Fed'in iktidar kollarını bir cerrah gibi zarifçe manevra etmesiyle ün kazandı. Greenspan büyük, baykuş gözlüklerinin ardında esrarengiz biriydi. Tom Hoenig ile iş görüşmesi sırasında Greenspan konuşmaktan çok dinledi.

Greenspan Hoenig'e para politikası konusundaki teorilerini sordu. Hoenig, 1980'lerdeki krizin FOMC'nin kararlarının güçlü sonuçlarını görmesini sağladığını söyledi. Hoenig, fiyatlar ve varlık değerleri yükselirken bankaları

denetlemiş ve FOMC parayı çok uzun süre çok ucuz tuttuğunda ortaya çıkan uzun ve değişken gecikmeleri görmüştü. Volcker'ın inAation'ı şiddetli bir şekilde sona erdirmesinin ardından batan bankaları tasfiye etmek ona düşmüştü. Hoenig, "Ben çok uzun süre kolay politikanın etkilerinin farkında olan biriydim," diye hatırlıyor. "Politikanın çok dikkatli bir şekilde ve inAasyon göz önünde bulundurularak yapılması gerektiğini düşünüyordum."

Hoenig bunun da ötesinde, para politikasının itidalli ve uzun vadeli bir bakış açısıyla yapılması gerektiğine inanıyordu. "Attığınız her adımın uzun vadeli sonuçları vardır" diyordu. Hoenig'in hatırladığı kadarıyla Greenspan bu konuda sessiz kalmıştı. Ancak başkan görünüşe göre onaylamıştı. Hoenig işi aldı.

Hoenig'in cumhurbaşkanı olduğu haberi duyulduktan sonra, yaşlı komşularından biri ona bir hediye ile yaklaştı. Bu, 500.000 mark değerinde tek bir banknottan oluşan bir Alman para biriminin çerçeveli bir kopyasıydı. Banknotun altında basit bir yazı vardı: "1921 yılında bu banknot büyük bir ev satın alabilirdi. 1923 yılında bu
bir somun ekmek alırdı." Bu, Almanya'nın hiper enflasyon döneminin canlı bir hatırasıydı.

Hoenig bunu şehir merkezindeki ofisine astı. Bu, inAasyonun yıkıcı gücüne dair iyi bir hatırlatmaydı. Ya da en azından birinci tür inAasyon, yani bir para birimini neredeyse değersiz hale getirebilen fiyat inAasyonu. Ancak Hoenig, varlık fiyatlarında gördüğü diğer tür inAasyon konusunda endişeliydi. Yükselen varlık fiyatları borç alanlar ve verenler üzerinde kendi mantığını uyguladığında ve kırılgan balonlar tüm finansal sistemi durma noktasına getirdiğinde neler olduğunu hatırlatmak için Penn Square ve Continental Illinois'in banka sözleşmeleri gibi hatıraları duvara kolayca asabilirdi.

Bir yıl içinde Hoenig, FOMC üyesi olarak Eccles yönetim kurulu odasındaki dev ahşap masada, Alan Greenspan ile aynı masada oturuyordu. Komşusunun hediyeyi verirken ona söylediklerini hiç unutmadı. "İşini kötü yaparsan neler olabileceğini sana hatırlatmak için bunu almanı istiyorum."

I. FDIC bu mevduat kayıplarını bankalardan ücret olarak topladığı bir fondan çekerek ödedi. Bu fonda kayıpları karşılamak için yeterli para olmadığında, vergi mükellefleri kayıpları karşılamak için kancaya takılabilir.

BÖLÜM 4

FEDSPEAK

(1991-2001)

1 Ekim 1991'de Tom Hoenig, FOMC'nin görevdeki bir üyesi olarak ilk kez Federal Rezerv yönetim kurulu salonuna girdi. Kariyerini Federal Rezerv politikasının temel düzeydeki etkilerini gözlemleyerek geçirmişti. Şimdi Fed'in politikasını yönlendirmeye yardımcı olacak ve bunun sorumluluğunu taşıyacaktı. Bu, Hoenig'in bölgesel bir banka başkanı olarak binaya ilk kez şoförlü olarak getirilişiydi ve yan girişten özel asansöre yönlendirildi. O günün ciddiyeti, yeni çevresinin görkemiyle daha da artmıştı. Marriner Eccles Binası'nın lobisi, tonozlu bir tavana kadar iki kat yükselen kavernöz bir odadır. Geniş koridor, tavana kadar uzanan beyaz sütunlarla çevrili asma kata çıkan ikiz merdivenlerle, siyah ve beyaz mermerden kusursuz bir dama tahtası deseniyle işlenmiştir. Koridorun sonunda FOMC üyelerinin büyük masanın etrafındaki yerlerini aldığı toplantı odası vardı. Alan Greenspan masanın ortasında oturuyordu.

"Herkese günaydın," dedi Greenspan. "Tom Hoenig bizimle birlikte
-Bu sefer resmi olarak. Ve anladığım kadarıyla Tom, bu senin başkan olarak
ilk günün." "Aslına bakarsanız öyle," diye yanıtladı Hoenig. "Ve bu
herkese bir uyarıdır.
sen."

Philadelphia Fed Başkanı Edward Boehne, çaylağı azarlama ruhuyla şöyle seslendi: "Bundan sonra her şey yokuş yukarı!" Greenspan konuşmayı hemen sonlandırdı.

"Yirminci Ağustos toplantısının tutanaklarını okumak isteyen var mı?" diye sordu. Ve böylece tipik bir FOMC toplantısını karakterize eden saatler süren müzakereler başladı. Müzakereler, 1991 yılının sonunda, çoğu insanın bildiğinden daha acildi.

Hoenig FOMC'ye Amerika'nın ekonomik tarihinde çok garip bir dönüm noktasında katıldı. 1990'ların on yılı bir patlama dönemi olarak hatırlanır: İnternetin patladığı, borsanın fırladığı, işsizliğin neredeyse ortadan kalktığı on yıl. Ancak komitede üyeler Amerika'nın gücünü destekleyen ekonomik mekanizma konusunda sürekli endişe duyuyordu. Yüzeyin altında aşındırıcı bir zayıflık tabakası vardı. Bazı açılardan ekonomik zayıflık gizliydi. Ekonomi büyüyordu ve Volcker'ın faiz artırımlarının ve yüksek işsizliğin yaşandığı karanlık günler çoktan unutulmuştu. 1980'lerin ortalarından sonlarına kadar Wall Street'te büyük borçlanma ve oburca harcamalarla karakterize edilen bir altına hücum dönemi yaşanmıştı. Bu dönem, ucuz borçla şirket satın alan ve daha sonra bu şirketleri kâr amacıyla başka şirketlerle birleştiren ya da hızlı bir satış için parçalayan hurda tahvil krallarının dönemiydi. Ancak çalkalanan piyasaların altında yatan ve milyonlarca çalışan Amerikalı tarafından görülebilen bir zayıflık vardı. Benzin fiyatları yüksekti, işten çıkarmalar yaygındı ve iş yatırımları yavaştı. Ekonomi Ağustos 1990'da sekiz ay süren bir resesyona girdi ve Hoenig'in FOMC'ye katılmasından sadece birkaç ay önce sona erdi. Resesyonun kendisi o kadar da endişe verici değildi. Fed'i rahatsız eden daha sonra olanlardı. Ekonomi yeniden büyümeye başladı ama istihdam geri gelmedi. Bu, Dünya Savaşı'na kadar uzanan ekonomik döngülerin temel modelini bozdu.

II. Kriz döneminde işlerin yok olması, ancak büyüme yeniden başladığında geri gelmesi beklenirdi. Bu kez, ekonomi büyürken bile işsizlik oranı yükselmeye devam etti.

Ekim toplantısı sırasında Greenspan'in karşılaştığı bulmaca buydu. İşsizliğin arttığı bir toparlanma döneminde Fed'in ne yapması gerekiyordu? Ve bu neden oluyordu?

Greenspan, "Çok sıra dışı bir dizi sorunumuz var" dedi. Yavaş toparlanma, yavaş yatırım ve işe alım eksikliği kolayca açıklanamıyordu. Greenspan, "Sanki hızlanmaya başlayan bir ekonomi saatte bir buçuk mil hızla esen bir rüzgara karşı koşuyor gibi" dedi.

Greenspan'a göre temel sorun 1980'lerde yaşanan borç kaynaklı büyüme ve bunu takip eden banka iflaslarıydı. Bu açıklamalar ileri görüşlüydü. Greenspan, yirmi birinci yüzyılda kendini tekrarlayacak, yoğunlaşacak ve Amerikan ekonomik yaşamının belirleyici bir özelliği haline gelecek bir sorunu tanımlıyordu. Ucuz borç bir süre için hızlı bir büyüme yarattı, ancak

bunu uzun bir çöküş ve zayıf bir büyüme dönemi izledi. Ekonomistler 1990'larda bu yeni modele ilişkin anlayışlarını derinleştirecek ve 1990'daki durgunluğun Greenspan'in şüphelendiği gibi gerçekten farklı olduğunu tespit edeceklerdi. İşletmeler ve hane halkları para harcamıyordu çünkü hala 1980'lerden kalan borçlarını ödüyorlardı. Bu kötü bir akşamdan kalmanın durgunluk eşdeğeriydi. Hasar alışılmadık derecede yaygındı ve bir zamanlar gerileme döneminde işsizlikten daha fazla izole olan beyaz yakalı çalışanları etkiledi.

1993 yılında genç bir Princeton ekonomisti, bu ağır ucuz borç yükünün yarattığı riskleri özetleyen bir makale yazdı. Adı Ben Bernanke idi. 1990'daki resesyonu açıklarken borç sorununa "aşırı yük" adını vermişti. Şirket borçlarının 1980'lerde balon gibi şiştiğine ve 1990'da Körfez Savaşı sırasında artan benzin fiyatlarının ekonomiyi şok etmesiyle ekonomik sistemi kırılgan hale getirdiğine işaret etti. Özünde, küçük bir şok bile ağır borçlu şirketleri hızla işçi çıkarmaya ve genişleme planlarından vazgeçmeye itmeye yetti. Bernanke, "Bir durgunluk satışlarda ve gelirlerde genel bir düşüşe neden olduğunda, zaten yüksek düzeyde borç ve faiz yükü olan şirketler daha sıkı bir nakit sıkışıklığı ile karşı karşıya kalırlar" diye yazdı.

Ekim 1991'de Fed hala tüm bunları anlamlandırmaya çalışıyordu. Greenspan, Hoenig'in ilk FOMC toplantısını temkinli olmaya çağırarak bitirdi. İşler eninde sonunda daha iyiye gidecekti. Sadece bunun ne kadar süreceğini bilmiyordu. Sonunda uzun bir zaman aldı.

Hoenig Ocak 1992'de FOMC'nin oy hakkına sahip bir üyesi olduğunda ekonomi hala durgundu. Bu, yeni bir deyim olan "işsiz toparlanma" döneminin başlangıcıydı. Hoenig kendi bölgesinde yaşananları görebiliyordu. Yüksek tahıl fiyatları ve çok sayıda yeni ev inşaatı ile güçlenme işaretleri vardı. Ancak imalat istihdamında devam eden düşüş, Ortabatı'daki yüksek ücretli işlerin çoğunu silip süpürüyordu. Hoenig'in bölgesinde yaklaşık bin otomobil işçisi kısa süre önce işten çıkarılmıştı. İlk döneminde

Greenspan oy hakkına sahip bir üye olarak Hoenig'den orta batı ekonomisi hakkında bilgi istedi. Hoenig, "Bölgemizin biraz daha yavaş büyüdüğünü düşünüyoruz; en iyi ihtimalle Aat olarak tanımlanabilir," dedi. Hoenig 1992'deki hemen her toplantıda temelde aynı şeyi söyleyecek, *karışık* ve *durgun* gibi kelimeler kullanacaktı.

Greenspan'in bile kafası karışmıştı. 1992'nin sonlarına doğru, bir basın toplantısı sırasında sesi öfkeliydi. Fed'in işe alımları artırmak için üzerine düşeni yaptığını, ancak ekonominin buna yanıt vermediğini söyledi. Greenspan, "Hiçbir model yaşadığımız bu tür kalıpları açıklayamaz," dedi. "Bu gerçekten olağanüstü zor bir ortam."

Eğer ekonomi geçmişteki kalıpları kırdıysa, Greenspan Fed'in de aynı şeyi yapmasını istiyordu. Greenspan, 1990'ların başında ekonomi büyümekte olmasına rağmen merkez bankasını faiz oranlarını düşürmeye yönlendirdi ki bu Fed'in geleneksel modellere göre yapması gerekenin tam tersiydi. Fed 1991'de kısa vadeli faiz oranını yüzde 5'in biraz üstünden 1992'nin başlarında yüzde 4'ün biraz altına indirerek ekonomiye borç yükünü hafifletebilecek tatlı, palyatif bir ilaç vermeyi umdu. Ancak çok daha fazla ilacın gerekli olacağı kısa sürede anlaşıldı. Fed, 1992 yılı boyunca toplantı üstüne toplantı yaparak faiz oranlarını istikrarlı bir şekilde düşürdü ve yıl sonunda yüzde 2,9'a kadar indirdi. Bu acil durum önlemi statüko gibi bir şeye dönüştü. Fed 1994 yılının başlarına kadar faiz oranlarını yüzde 3 civarında tutacaktır.

Hoenig, oy hakkına sahip bir üye olarak geçirdiği ilk yıl boyunca her toplantıda Greenspan ile aynı doğrultuda evet oyu kullanmıştır. Eğer Hoenig doğuştan muhalifse, bunu iyi saklıyordu. Bazı toplantılarda inAasyon konusundaki endişelerini dile getirdi. Zaman zaman parayı ucuzlatmaya devam etme konusunda isteksiz olduğunu söyledi. 1970'lerden aldığı dersler hala aklındaydı. Ancak 1992'deki zayıflık, durgunluk sona erse de ermese de Fed'in müdahalesinin gerekli olduğuna onu ikna etti.

Greenspan'in eylemleri kısa vadeli bir acil durum müdahalesi değildi. Bunlar yeni bir kolay para döneminin başlangıcına işaret ediyordu. Greenspan'in 1992'de yönettiği gevşeme, daha sonra gelecek olanlara kıyasla hafifti. Ve 1991'de Fed'in yaratılmasına yardım ettiği batık borç yükü, daha sonra yaratılmasına yardım edeceği yüklere kıyasla mütevazıydı. Greenspan bu yıllarda kamuoyunda önemli bir figür haline geldi,
Federal Rezerv tarihinin belki de en ünlü başkanı. Ancak daha fazla insan Greenspan'in kim olduğunu öğrense bile, ne yaptığı hakkında daha az şey öğrenmiş gibi görünüyorlardı. 1990'lar, Fed'in ekonomi politikalarının oluşturulmasında gerçek anlamda merkeze yerleştiği on yıl oldu. Ancak Greenspan bu gerçeğin gizlenmesini sağlamak için çok çalıştı.

Fed, eylemleri seçmenlerin hesap verebilirliğinden korunacak şekilde kuruldu. Ancak yine de merkez bankasının en azından Kongre'deki politikacılara ne yaptığını ve neden yaptığını açıklamak için düzenli raporlar vermesi gerektiğine dair genel bir his vardı. Bu fikir Greenspan döneminde garip bir ritüele yol açtı. Bilge başkan, asık suratı ve büyük çerçeveli gözlükleriyle, Eccles Binası'ndaki ofisinin ağırbaşlı odalarından National Mall'daki Kongre ofislerine giderdi. Orada milletvekillerinin karşısına oturur ve Fed'in eylemlerini açıklardı. Oturumlar tuhaftı çünkü Kongre'nin Greenspan üzerinde herhangi bir yetkisi olduğu hiç de açık değildi. Kongre Fed'in fonlarını kesemezdi. Greenspan'i görevden alamaz ya da rütbesini düşüremezdi. Yine de Greenspan, C-SPAN'de yayınlanan duruşmalarda oturmasına izin verdi. Seçilmiş milletvekillerinin sorularına ve uzun soluklu nutuklarına tahammül etti ve ardından kendi hazırladığı açıklamayı yaptı. Greenspan bu toplantılarda yabancı bir kraliyet mensubu havasındaydı. Kibarca dinledi. Soruları yanıtladı. Ve sonra ayrıldı.

Tipik bir duruşma 10 Haziran 1998'de Greenspan'ın Kongre'nin Karma Ekonomik Komitesi önünde ifade verdiği sırada gerçekleşti. Oturum "Amerika Birleşik Devletleri'ndeki ekonomik koşullara ilişkin bir güncelleme" olarak lanse edilmişti. Amerika'daki tüm insanlar arasında Alan Greenspan'in Amerikan ekonomisinin durumunu en iyi belirleyebilecek ve tanımlayabilecek kişi olduğuna inanılıyordu. Kendisi bir kahin, ekonominin zirvesinde yaşayan ve ekonominin her köşesine hakim olan bir üstat olarak tanımlanıyordu. Bu rolü iyi oynadı. Greenspan koyu renk ince çizgili bir takım elbise, beyaz bir gömlek giymiş ve bordo kravat takmıştı. Beyaz bir masa örtüsü ve mikrofon bulunan bir masada tek başına oturdu.

Haziran ayındaki o gün, Cumhuriyetçi komite başkanı New Jersey'li Temsilci Jim Saxton, Greenspan'in liderliğini öven uzun bir açıklama yaparak oturumu açtı

Fed'in. Övgü için iyi bir neden vardı. 1990'ların başındaki zayıf büyüme ve artan işsizlik dönemi çoktan geride kalmıştı. Ekonomi 1993 ve 1998 yılları arasında istikrarlı bir şekilde büyümüş, işsizlik yüzde 4,4'e düşmüş ve ücretler istikrarlı bir şekilde artmıştı. Saxton konuşmaya başladığında iyi siyasi içgüdülere sahip olduğunu gösterdi; patlamadan en çok işçiler ve girişimcileri sorumlu tuttu. Ancak ekonomik büyümenin sağlanmasında herhangi bir yönetim biriminin parmağı varsa, bunun Fed olduğunu söyledi. "Politika faktörlerinin ilgili olduğu ölçüde, para politikası ekonomik

genişlemenin sürdürülmesinde ana faktör olmuştur" dedi. "Bana öyle geliyor ki Federal Rezerv doğru yolda ilerliyor ve ben de onun liderliğini takdir ediyorum."

Saxton Fed başkanına olan hayranlığını dile getirirken Greenspan masaya baktı ve bir film sırasında uyanık kalmaya çalışan biri gibi elini çenesine koydu. Seçilmiş yetkililer yorumlarını bitirdiğinde belli belirsiz başını sallama ve minnettarlığını mırıldanma eğilimindeydi. Milletvekillerinin konuşması bittiğinde finans basını ayağa kalkar, tetikte beklerdi. Konuşma sırası kahindeydi. Fed'in gelecekte ne yapabileceğine dair en ufak bir ipucu verirse sözleri piyasaları hareketlendirebilirdi. Greenspan, Hazine tahvillerinin getirileri hakkında birkaç kelime ederek ya da emtia fiyatlarındaki artışla ilgili bir yorumda bulunarak Fed'in para arzını sıkılaştıracağı ya da gevşeteceği sinyalini verebilirdi. En azından finans basını buna inanmaya karar vermişti. Her sözünü dikkatle inceliyor, manşetlere çıkabilecek ve bir tahvil tüccarının işine yarayabilecek kalıplar arıyorlardı.

Hayatını tahvil ticareti yaparak kazanmayan insanların da Fed'in ne yaptığıyla ilgilenmek için iyi nedenleri vardı. Fed'in eylemleri, uzun ve değişken gecikmelerle de olsa ekonomik hayatın her yönünü etkiliyordu ve politikaları refah ile felaket arasındaki farkı belirleyebiliyordu. Ancak Alan Greenspan'in açıklamalarında bir anlam bulmaya hevesli herhangi bir vatandaş varsa, Greenspan onların heveslerini kırmayı bir sanat haline getirmişti. Kasıtlı olarak sadece anlaşılmaz değil, aynı zamanda anlaşılmaz bir şekilde konuşuyordu. Bu tür konuşmalar Capitol Hill'de bir lakap kazandı: "Fedspeak." Bu öyle bir jargon ve iç içe geçmiş o kadar çok kavramla dolu bir dildi ki, bir kişinin bunu anlaması için ekonomi doktorası

(ya da Wall Street'te uzun yıllar ticaret deneyimi) olması gerekiyordu. Alan Greenspan konuşmaya başladığında, herkesin beyni hemen vites küçülttü tam olarak ne söylediğini anlamaya çalışırken yokuş yukarı tırmanmak için düşük bir vitese geçtiler.

Örneğin Greenspan'ın o günkü ifadesi şu ifadeyi içeriyordu:

> Ürün fiyatları daha istikrarlı hale geldikçe risk primlerinin ve üretken sermayeye yatırım yapmaya yönelik ekonomik caydırıcı unsurların azaldığı göz önüne alındığında, enflasyon azaldıkça ekonomik performansın güçlenmesi şaşırtıcı olmamalıydı. Ancak güçlü büyüme ve yüksek kaynak kullanımının uzun bir dönem boyunca düşük enflasyonla birleşmesi yine de

olağanüstüdür. Gerçekten de, en geniş fiyat değişimi ölçütleri, ekonomi güçlenirken bile enflasyon oranının bu yılın ilk çeyreğinde daha da düştüğüne işaret etmektedir.

Bu tipik bir durumdu. Bu açıklamalarla ilgili ilginç olan şey, Greenspan'in FOMC toplantıları sırasında, etrafı doktoralı ekonomistlerle çevriliyken söylediklerinden daha opak ve anlaşılması zor görünmeleriydi. Örneğin 1991 yılında Greenspan, Hoenig'in ilk toplantısının sonunda komite üyelerine hitap ettiğinde, başkan finansal sistemdeki borç sorunlarından bahsederken doğrudan ve özlü konuşuyordu. Şüphesiz karmaşık finansal sistemlerden bahsetti, ancak yorumlarını daha sonra okuyan bir meslekten olmayan kişi bile bunları anlayabilirdi. Greenspan kamuoyu önünde ağzını açtığında her şey değişti. Sözlerinin üzerine bulutlu bir perde indi.

Greenspan'in Fedspeak dilini kullanmasının kalıcı ve önemli bir etkisi oldu. Para siyasetini Amerikan kamusal yaşamının merkezinden uzaklaştıran uzun süreci hızlandırdı, tam da bu siyaset ülke ekonomisi için daha önemli hale gelirken. Greenspan'ın yorumlarından parçalar duyan ortalama vatandaşlar, Fed her ne yapıyorsa, bunun normal bir insanın eleştirmek bir yana, hakkında konuşmaya bile cesaret edemeyeceği kadar karmaşık olması gerektiğine inanmaya başladılarsa suçlanamazlardı. Greenspan'ın konuşmaları, Fed'in deha düzeyinde karar vericilerden oluşan bir grup olduğu ve hiper-karmaşık meselelerle kendi başlarına boğuşurken olimpik bir düzlemde faaliyet gösterdikleri imajını pekiştirdi.

Bu düzenlemede, kamuya açık kongre oturumlarında bile kamusal söylemin kenarlarında fokurdayan bir gerilim vardı. Jim Saxton 1990'lardaki ekonomik büyümenin ana itici gücünün Federal Rezerv olduğunu iddia ederken, Demokrat mevkidaşı New York'lu Maurice Hinchey bu fikri kibarca çürüttü.

Hinchey konuşmasında "Para politikasının 1skal politikayı takip ettiğine inanıyorum" dedi.

Bu yorum, yakında tamir edilemeyecek kadar genişleyecek olan önemli bir bölünmenin altını çizdi. Bölünmenin bir tarafında Federal Rezerv tarafından kontrol edilen para politikası bulunmaktadır. Diğer tarafta ise Kongre, Beyaz Saray ve eyalet hükümetleri gibi demokratik olarak kontrol edilen kurumlara ait olan mali politika yer almaktadır. Maliye politikası vergilerin toplanmasını, kamu parasının harcanmasını ve düzenlemeleri içerir.

Fed'in para politikası yürütme kabiliyeti güçlendikçe Amerika'nın 1skal politika yürütme kabiliyeti yıllar içinde yavaş yavaş geriledi. Bu bozulmanın birçok nedeni vardı: siyasette para, şirket lobiciliğinin yükselişi, televizyon kablolu haberlerinin doğuşu ve artan gelir eşitsizliği rol oynadı. Ancak yürütme ve yasama gücünün gerilemesiyle ilgili önemli bir gerçek, bunun kaçınılmaz olmadığıdır. En azından bir asır kadar bir süre boyunca, Amerika'da merkeziyetçi politika öncülük etmiş ve bunu para basma gücüyle Fed takip etmiştir.

ABD tarihindeki en büyük ölçekli eylem patlaması Büyük Buhran'dan ve Franklin Delano Roosevelt'in 1932'de seçilmesinden sonra gerçekleşti. Takip eden on yıl boyunca Roosevelt ve Demokratların çoğunlukta olduğu bir Kongre, toplu olarak Yeni Düzen olarak bilinen bir dizi kapsamlı ve birbirine kenetlenmiş yasayı kabul etti. Ekonomi üzerindeki etkisi ve kazananlar ve kaybedenler düzenlemesi nedeniyle bu konuyu dikkate almak önemlidir. Yeni Düzen yasaları işçi sendikalarını güçlendirmiş, büyük tekelleri parçalamış ya da düzenlemiş, Wall Street için ilk şeffaflık yasalarını oluşturmuş ve bankacılık sistemine sıkı bir tasma takmıştır. Yeni Anlaşma çatışmacıydı. Güçlü çıkar gruplarını düşmanlaştırdı ve onların gücünü ellerinden aldı. FDR, göreve başlamasından sonraki ilk gün bankaları kapattı çünkü bankacılık sistemi yıllarca süren pervasız spekülasyonların ardından Büyük Buhran'ı tetiklemişti. FDR bu geçici kapatmaya banka "tatili" adını verdi ve bu süreyi müfettişler göndererek hangi bankaların ödeme gücü olup olmadığını belirlemek için kullandı. Bundan sonra hükümet bankaları bir daha asla yapmayacağı şekilde yeniden yapılandırdı ve yeniden düzenledi.

Yeni Anlaşma bankacılık yasaları Eski Ahit'teki emirler gibiydi; kısa, basit ve geniş kapsamlıydı. Bu yasaların en ünlüsü Glass-Steagall Yasasıydı.
Tüm bankacılık sektörü, müşterilerin bankalara mevduat yatırdığı ticari bankacılık ve bankaların piyasalarda spekülasyon yaptığı yatırım bankacılığı olmak üzere iki alana ayrıldı. Bu, insanların banka mevduatlarını güvende tuttu. Güvenlik, tüketici mevduatlarını korumak için devlet destekli bir sigorta programı oluşturan FDIC'nin kurulmasıyla daha da güçlendirildi.

Bu, Tom Hoenig'in yaşadığı, banka düzenleyicilerinin kredi verme üzerinde güçlü bir denetime sahip olduğu dünyayı doğurdu. FDR 1936'daki bir kampanya konuşmasında bu çatışmayı meşhur bir şekilde kucakladı. Roosevelt, "Barışın eski düşmanlarıyla - iş dünyası ve finansal tekel, spekülasyon, pervasız bankacılık, sınıf karşıtlığı, bölümcülük, savaş

kışkırtıcılığı - mücadele etmek zorundaydık" dedi. "Tarihimizin hiçbir döneminde bu güçler tek bir adaya karşı bugünkü kadar birleşmemişti. Bana duydukları nefret konusunda hemfikirler ve ben de bu nefreti memnuniyetle karşılıyorum."

FDR istediğini aldı. Bu güçler ondan gerçekten nefret ediyordu ve nefretleri devam etti. Hatta bu nefret 1960'larda Lyndon Johnson'ın başkan olduğu dönemde daha da yoğunlaştı. Johnson bir New Deal yandaşıydı ve Medicare ve Medicaid gibi Büyük Toplum programlarını hayata geçirerek hükümetin erişim alanını daha da genişletti. Bu programlara ve Yeni Düzen'e karşı oluşan tepki, Ronald Reagan'ın iki dönem başkanlığı ile güç kazanacak olan muhafazakar hareketi canlandırdı. Bu hareket 1990'ların ortalarında Temsilciler Meclisi Başkanı Newt Gingrich yönetimindeki daha radikal Cumhuriyetçilerin kontrolündeki Kongre'nin yükselişini körükledi. Newt Gingrich, New Deal eleştirmenlerinin hükümet karşıtı ruhunu kişileştirdi ve şikayetlerini küçük adamın savunması olarak gösterdi. Bu durum, 1995'te hükümetin kapanmasıyla karakterize edilen, savaş ve TV için yapılan çatışmalar olarak siyasetin yeni bir dönemini doğurdu.

Federal Rezerv, seçilmiş politikacılara uygun bir kaçış kapısı sundu. Durgunluk başladığında para basabilir ve durgunluk çok şiddetli hale geldiğinde para arzını sıkılaştırabilirdi. Bu yöntem mali yasaların dayatılması kadar çok sayıda krize neden olmadı. Fed'in daha fazla yetki ve sorumluluk kazanmasına izin vermenin bedelini kimse ödemek zorunda değilmiş gibi görünüyordu. Gazeteci ve ekonomi tarihçisi Nicholas Lemann, Fed merkezli modelin, hükümetin durgunluk dönemlerinde büyümeyi artırmak için para harcaması gerektiğini savunan ünlü ekonomist John Maynard Keynes'in teorilerini takip ettiğine dikkat çekmiştir. "Keynesyen ekonomi yönetiminin hiçbir doğal düşmanı yoktu."

Lemann yazdı. Ekonomi yönetimi, bir küveti parayla doldurma, zor zamanlarda para seviyesini artırma ve enflasyon tehlike gibi göründüğünde azaltma sanatı haline geldi. Fed'in birincil gücü parayı daha ucuz ve bol hale getirmekti ve Greenspan bu gücü cömertçe kullandı. 1989'da faiz oranları yüzde 10'a yakındı. 1990'larda tekrar yükselmeden önce yüzde 3'e kadar düştüler. 1995 ve 1998 yılları arasında faiz oranları yüzde 5 civarında tutuldu.

Hoenig tüm bu dönem boyunca FOMC'de yer almış ve her üç yılda bir oy hakkına sahip bir üye olarak görev yapmıştır. 1998 yılında tekrar oy hakkına sahip bir üye oldu. Bu zamanlama, Alan Greenspan'in en agresif eylemlerinden biri olan ve 1990'ların sonunda borsa balonunu körükleyen bir dizi faiz indirimine denk geldi. Faiz indirimleri, Fed'in gücünü kullanmanın herhangi bir doğal düşman yaratmasa da, Amerikan halkı için çok yüksek maliyetleri olduğunu gösterdi.

Fedspeak bulutunun ardında, aslında 1990'larda FOMC içinde ciddi siyasi tartışmalar yaşanıyordu. Geçmişe bakıldığında en önemli politika kararlarından biri inAasyon ile ilgiliydi. Paul Volcker'ın biri tüketici fiyatları, diğeri varlık fiyatları için olmak üzere iki inAasyon "kuzeni" formülasyonunda, Greenspan Fed'i zaman içinde bunlardan yalnızca birine odaklanmaya karar verdi: tüketici fiyatlarındaki inAasyon. Fed, tüketim mallarının fiyatı çok hızlı artmadığı sürece faizleri düşürmeye ve para arzını artırmaya devam edebilirdi. Varlıkların fiyatı kendi asi doğasına göre davranmaya bırakıldı.

Bu politikanın resmi olarak kabul edildiği tek bir toplantı yok gibi görünüyor. Zaman içinde gerçekleşti ve sağlamlaştıkça Tom Hoenig için giderek daha tedirgin edici bir hal aldı. Para felsefesini, varlık girişlerinin ve varlık balonlarının çok yıkıcı olduğu 1970'lerdeki deneyimlerinin sert zemini üzerine inşa etmişti. Varlık fiyatlarının kontrolsüz bir şekilde yükselmesine izin verme konusunda ihtiyatlıydı. Ancak Hoenig aynı zamanda Alan Greenspan'e gerçek bir saygı ve hayranlık duyuyordu. 1998'den önce FOMC'de sadece bir kez karşı oy kullanmıştı. O da 1995 yazında, Hoenig'in faiz oranlarının zaten yeterince düşük olduğuna inandığı bir dönemde Greenspan'ın faiz oranlarını düşürmek için bastırdığı sırada olmuştu.
Hoenig'in peşini bırakmayan

Uzun ve değişken gecikmeler kuralı ve FOMC'nin farkında bile olmadan Büyük Enflasyon yaratmasını izleme deneyimi. Faiz indirimleri genellikle gelecekteki bir gerilemeye karşı bir tür "sigorta" olarak sunuluyordu ve 1995'teki indirim de bu şekilde sunuldu.

Hoenig "hayır" oyunu kullanmadan önce "Bu sigortanın kendi bedeliyle birlikte gelmesinden endişe duyuyorum" dedi. Faiz indirimine karşı oy kullanan tek üyeydi ve önümüzdeki bir ya da iki yıl boyunca analizinin yanlış olduğu ortaya çıktı. Faiz indirimi büyümenin artmasına yardımcı oldu ve çok korkulan iniş işaretleri hiçbir zaman gelmedi. Bu ekonomik veriler Hoenig'in hayır oyu vermekten duyduğu acıyı daha da arttırdı.

Hoenig'in FOMC'de geçirdiği süre boyunca öğrendiği en hassas derslerden biri, muhalefete ilişkin yazılı olmayan dersti. FOMC oylamalarının çılgınca orantısız olmasının bir nedeni vardı ve bunun Fed'in iç tüzüğüyle hiçbir ilgisi yoktu. En azından kağıt üzerinde, FOMC'nin Yüksek Mahkeme'den farklı olarak bir oylama organı olması gerekiyordu. Bu durum, kararların bazen neredeyse eşit olarak bölündüğü yüksek mahkemede olduğu gibi, FOMC'de de yakın oylamalar olacakmış gibi görünebilir. Tıpkı Yüksek Mahkeme gibi FOMC de karmaşık ve sonuçları belirsiz konularda oylama yapıyordu. Ancak yakın oylamalar duyulmamıştı. Bunun nedeni FOMC'nin kültürü ve Fed başkanına saygı gösterme geleneğiydi.

Hoenig, "Size söyleyeyim, insanların başkana karşı oy kullanabileceğinize şaşırdıkları durumlar oluyor," dedi. "Bunu nasıl tarif edeceğimi bilmiyorum. Başkana karşı oy kullanmanın çok sıra dışı olduğuna dair bir mesaj var. Bunu büyük bir dikkatle yapmalısınız... Başkana karşı oy kullanmayacağınızı söyleyen bir kılavuz yok. Ancak başkana karşı oy kullanıyorsanız odada bir tür tedirginlik hissedersiniz."

Hoenig için 1990'ların büyük bölümünde Greenspan ile aynı fikirde olduğu için komite ile birlikte oy kullanmak kolaydı. Ancak varlık balonlarını esasen görmezden gelme kararı Hoenig'in işbirliği yapmasını zorlaştırdı.

Greenspan'in sadece tüketici fiyatlarındaki artışa odaklanmak için sağlam bir gerekçesi vardı. Bir kere, takip edilmesi daha kolaydı: Benzin, ekmek ve televizyon setlerinin fiyatlarını toplamak kolaydı. Ayrıca fiyat artışlarıyla mücadele etmek varlık artışlarıyla mücadele etmekten politik olarak daha popülerdi. Fed harekete geçtiğinde çok az insan şikayet etti

tüketim mallarının fiyatlarını düşürmek için. Ancak bir varlık balonunu patlatmak anında acıya neden oldu ve özellikle çok zenginlerin hanelerinde acıya neden oldu. Finans gazetecisi Sebastian Mallaby, "Bir balon karşısında faiz oranlarını yükseltmek, belirsiz bir tehdidi bertaraf etmek için her zaman belirli bir bedel ödemek ve yükselen bir piyasadan daha çok sevdikleri bir şey olmayan politikacıların ve halkın gazabına uğramak demektir" diye yazmıştır. Greenspan'in biyografisi *The Man Who Knew,* Greenspan'in Fed'inin politika geçmişini en ince ayrıntısına kadar ele aldı. Varlık artışından ziyade fiyat artışına ağırlık verme kararının kademeli olarak gerçekleştiğini, ancak 1990'larda açık bir şekilde ortaya çıktığını gösterdi. Bu sadece Greenspan döneminin bir tuhaflığı değildi. Kalıcı bir model oluşturdu.

Greenspan bu kararından dolayı ödüllendirildi. Bu, her iki partiden milletvekillerinin halka açık oturumlarda onu neden övdüklerini açıklamaya yardımcı oldu. Greenspan kendi kuşağının en yetenekli finans mühendisi olarak görünüyordu ve bu başarının anahtarı, gizemi ile birlikte, fiyat artışını körüklemeden ekonomiyi canlandırmayı başarmasıydı.

Ancak 1998 yılına gelindiğinde varlık girişleri kontrolden çıkmıştı. Ancak bu durum kamuoyunda fazla endişe yaratmadı. Varlık girişleri kontrolden çıktığında, insanlar buna giriş demezler. Buna patlama diyorlar. 1990'ların sonundaki varlık inAasyonunun çoğu, hisse senedi fiyatlarının tereyağı ya da benzin fiyatıyla ifade edilse dehşet verici olacak bir düzeyde yükseldiği borsada ortaya çıkıyordu. Standard & Poor's hisse senedi endeksinin tamamı 1999 yılında yüzde 19.5 oranında yükseldi. Teknoloji hisselerini ölçen Nasdaq endeksi yüzde 80'den fazla sıçradı. Finans basını bu piyasalardaki hareketliliği ESPN'in spor haberlerini verdiği şekilde, hangi oyuncunun yükselip hangisinin düştüğüne odaklanan kısa vadeli, saat saat bir hikaye anlatımıyla verdi. Bu performansın büyük yıldızı, Michael Jordan, Web'de gezinen Yahoo! ve Amazon, eToys ve Value America gibi yeni çıkan İnternet perakendecileri gibi yeni doğan teknoloji hisseleriydi.

Daha az tartışılan konu ise bu hisse senedi fiyatları ile Federal Rezerv'in bankacılık sistemine pompaladığı artan para arzı arasındaki ilişkiydi. 1998 yılına gelindiğinde, borsadaki patlamanın Fed'in politikalarıyla yakından bağlantılı olduğu yadsınamaz bir gerçekti. Temmuz ayında Greenspan, hisse senedi fiyatlarının sürdürülemez derecede yüksek olabileceği konusunda uyarıda bulunmuş, bu da yatırımcıların paniğe kapılmasına neden olmuştu.

Fed'in faizleri artıracağını ve para arzını sıkılaştıracağını düşündü. Temmuz ve Ağustos ayları arasında borsa fiyatları yaklaşık yüzde 18 oranında düştü. Bunun üzerine Fed faiz oranlarını birkaç ay içinde yüzde 5,5'ten yaklaşık yüzde 4,8'e indirdi. Borsa yeniden yükselişe geçti.

Hoenig'in Kasım ortasındaki FOMC toplantısı için Washington'a geldiğinde endişeli olmasının nedeni buydu. Bu Fed için çok önemli bir andı: Faizleri düşürerek parayı ucuzlatmış ve daha fazla borç vermeyi ve hisse senedi alımını teşvik etmişti. Fed şimdi bekleyip teşvikin sistemde nasıl işlediğini görebilir ya da para akışını daha da hızlandırarak potansiyel olarak borsa balonunu patlatabilirdi. Hoenig, Greenspan'in bir faiz indirimi daha yapması halinde ikinci karşı oyu kullanıp kullanmayacağına karar vermek zorundaydı.

Fed başkanları genellikle düşük faiz oranlarının borsa üzerindeki etkisini küçümserler, ancak Greenspan Kasım toplantısı sırasında bu bağlantı konusunda açık konuştu. Hisse senedi piyasasının bir balon olabileceğini kabul etti ve bu da faiz oranlarını daha da düşürme konusunda tereddüt etmesine neden oldu. Greenspan, "İşlerin ne yazık ki benim istediğimden daha fazla gevşediği tek alan hisse senedi piyasası," dedi. "Belli bir anlamda bu durum, faiz oranlarını düşürüp düşürmememiz gerektiği konusunda bende büyük bir soru işareti yarattı."... Dow Jones sanayi ortalaması iki yüz ya da üç yüz puan daha düşük olsaydı.... bence [faizleri] bir kez daha hareket ettirme ve ardından politikayı sonsuza kadar beklemeye alma durumu oldukça güçlü olurdu. Varlık balonuna ilişkin endişelerin yersiz olmadığını düşünüyorum ve gevşemeye ilişkin en büyük endişelerim de bu noktada ortaya çıkıyor."

Ancak bu varlık balonu karşısında bile Greenspan yeni bir faiz indirimi için bastırdı. Fiyat artışının yükselmediğini söyledi. İşgücü maliyetleri neredeyse hiç artmıyordu. Ve Kasım ayında faizleri düşürmek için nedenler vardı. O dönemdeki en büyük endişe, hükümetin borçlarını geri ödeyemediği ve IMF'nin kurtarmaya isteksiz göründüğü Rusya'da kötüleşen borç kriziydi. Bu durum dış piyasaları istikrarsızlaştırabilir ve kaos ABD kıyılarına ulaşabilirdi. Faiz oranlarının düşürülmesinin finansal sistemin bu streslere karşı aşılanmasına yardımcı olabileceğini savundu. Greenspan, "Sigortanın maliyeti çok düşük ve bu aşamada sigortayı yaptırmak, ancak daha sonra bu noktada durmak, beklemede kalmak ve önümüzdeki haftalarda ve hatta

muhtemelen aylarda gerçekleşecek olayları izlemek muhtemelen kötü bir şey değil" dedi.

Louis Federal Rezerv Bankası Başkanı William Poole, faiz indirimine gideceğini ancak bunu gönülsüzce yapacağını söyledi. Bankacılık sistemine daha fazla para aktarmak riskli olabilir. Poole, "Bu ekonomiye su yerine benzin döktüğümüzden endişe ediyorum" dedi.

Konuşma sırası Hoenig'e geldiğinde o da bu endişeleri yineledi. "Sanırım Başkan Poole en iyisini söyledi, bu ekonominin üzerine benzin döküyor olabiliriz. Bir balon ekonomisi sendromu oluşabileceğine dair endişelerim var" dedi. Ancak Hoenig, faiz oranlarını düşürmek için üç iyi neden olduğunu da söyledi. Birincisi, dış borç krizinin yarattığı tehlikeyi takdir etti. İkincisi, acil bir enflasyon tehdidine dair işaretler görmüyordu. Ve son olarak, faiz indirimlerinin gereksiz olduğu ortaya çıkarsa Fed'in faiz oranlarını yeniden artırabileceğine inanıyordu.

Poole ve Hoenig faiz oranlarını düşürmek için Greenspan ile birlikte oy kullandı.

1999 yılında Qualcomm adlı bir kablosuz telekomünikasyon şirketinin hisse senetleri yüzde 2.600 oranında yükseldi. Bu yıl S&P endeksinin yüzde 19,5 arttığı ve Nasdaq'ın neredeyse iki katına çıktığı yıldı. *The New York Times'a verdiği* bir röportajda, 360networks adlı 1ber optik şirketinin CEO'su Greg MaPei, dönemi kısa ve öz bir şekilde açıkladı. MaPei, "Muazzam miktarda nispeten düşük maliyetli sermayemiz vardı," dedi. "İnsanlar bir şeylere hızla çok fazla para yatırdıklarında bazen her şey rasyonel olmuyor."

1999'da fiyat artışına ilişkin işaretler ortaya çıkmaya başlamıştı. 2000 yılının başlarında Greenspan, Kongre'de halka açık bir oturumda, bir önceki yıl yapılan küçük faiz artışlarının aşırı ısınan ekonomik büyümeyi yavaşlatmaya yetmeyeceği konusunda uyarıda bulundu. Fiyat artışları güç kazanıyordu ve Fed bir şey yapmazsa daha da artacaktı.

FOMC bunun ardından faiz oranlarını keskin bir şekilde artırarak yüzde 5.7'den yüzde 6.5'e yükseltti. Bu, bir metro treninin acil durum frenine basmakla eşdeğerdi. Tüccarlar, para ve borç için maliyetlerin daha yüksek olacağı bir dünyaya uyum sağlarken düşüncelerinde hızlı bir geçiş yaptılar. Alıp sattıkları varlıkların değerine yeni bir çerçeve getirdiler. Bu varlıklardan biri, Şubat 2000'de halka açılan Pets.com adlı San Francisco merkezli bir şirketin hisse senetleriydi. Bu hisseler Florida'daki araziler gibiydi.

Galbraith'in yazdığı gibi. Tüccarlar aniden, kağıt varlığın temelini oluşturan gerçek dünya varlığının değerini yeniden incelemeye başladılar. Pets.com'un köpek maması sevkiyatının yüksek maliyetini hesaba katmadığını gördüler. Şirketin hisseleri hisse başına 11 dolardan giriş yapmıştı, ancak sürekli düşmeye başladı. Bu, sürekli yükselen varlık değerlerinin kendi kendini güçlendiren mantığının sona erdiğinin işaretiydi ve sona ermişti çünkü Fed faizleri artırıyordu. Pets.com Kasım ayında iflasını ilan etti.

2000'deki borsa çöküşü, Mart ve Kasım ayları arasında 280 internet hissesinin 1.76 trilyon dolarlık değerini sildi. Federal Rezerv, milyarlarca dolarlık borsa balonunun yaratılmasında ve ardından yok edilmesinde belirleyici bir rol oynamıştı. Ancak piyasa çöktüğünde, bankacılar, tüccarlar ve politikacılar yardım için Fed'e başvurdular. Bu felaket Greenspan'in finansal kurtarma sanatçısı olarak ününü daha da arttırdı. Sadece Fed'in piyasaları yeniden ayarlama ve daha büyük bir felaketi önleme gücüne sahip olduğuna inanılıyordu. Bu gerçek, Greenspan'in Fed başkanı olarak politika çerçevesinin üçüncü bir ayağını ortaya çıkardı. Fiyat artışlarını kontrol etmeyi, varlık artışlarını görmezden gelmeyi ve varlık fiyatları çöktüğünde devreye girip sistemi kurtarmayı seçti. Bu, devlet müdahalesinden hoşlanmayan özgürlükçü eğilimli bir düşünür için garip bir strateji gibi görünebilir. Ancak yıllar içinde Greenspan kurtarmaların kaçınılmaz olduğunu öğrendi. Büyük bankaların ve borç yükü altındaki hükümetlerin batmasına izin vermek düşünülemeyecek kadar acı vericiydi. Bu da birçok bağımsız kararın birikimiyle yavaş yavaş gelişen bir başka politikaydı. Sebastian Mallaby'nin Greenspan'in biyografisinde yazdığı gibi: "Fed itibarını balonun ardından temizlik yapabileceği önermesi üzerine kurmuştu; bu görevi başarırsa, belki de gerileme daha önceki patlamaya değecek kadar hafif olacaktı."

2000 ve 2001 yıllarındaki temizlik işi çok büyüktü. Ancak Fed hızlı ve güçlü bir şekilde faiz oranlarını Ağustos 2001'de yüzde 3,5'e indirmeye başladı. Hoenig bir kez daha FOMC'nin oy hakkına sahip bir üyesiydi ve bu eylemi büyük ölçüde destekledi. Fed bir kriz sırasında ucuz para sağlamak üzere kurulmuştu ve piyasadaki çöküşün bir kriz olduğunu kimse inkar edemezdi. Ancak asıl soru Fed'in ne kadar ileri gitmesi gerektiğiydi. Hoenig bu noktada Greenspan ile yollarını ayırmaya başladı.

Mayıs ayında Greenspan faiz oranını yüzde yarım oranında düşürmek istedi ki bu çok büyük bir değişiklikti. Hoenig gevşemeye karşı değildi ama

Fed'in faiz oranlarını
daha yavaş bir şekilde, önceki faiz indirimlerinin etkisini göstermesi için zaman tanımıştır. Hoenig'in pozisyonu pek de radikal değildi; yarım puanlık bir indirim yapmak yerine çeyrek puanlık bir indirim yapılmasını savundu. Hoenig, "Sayın Başkan, bence bugün gazı geri çekmeliyiz," dedi. "Piyasaya önemli ölçüde likidite sağladık. Şimdi bunun işlemesine izin vermeli ve daha ileri hamleler konusunda çok daha temkinli olmalıyız." Hoenig bu tartışmayı kaybetti. O ayki muhalefet şerhi kariyerindeki sadece ikinci muhalefet şerhiydi ve hayır oyu veren tek üyeydi.

11 Eylül 2001'de teröristler kaçırdıkları uçaklarla Amerika Birleşik Devletleri'ne saldırarak yaklaşık üç bin kişinin ölümüne ve ekonominin kaosa sürüklenmesine neden oldular. Bu, süregelen ekonomik acil durumun üzerine eklenen bir acil durumdu. Fed, darbeyi hafifletmek için daha fazla faiz indirimi ile karşılık verdi ve kimse şikayet etmedi.

Ancak Aralık ayında Hoenig yılın ikinci karşı oyunu kullanacaktı. O ayki FOMC toplantısında konuşma sırası Hoenig'e geldiğinde, uzun ve değişken gecikmelerden endişe ederek bir kez daha ihtiyat ve itidal tavsiye etti. Faiz oranlarının sadece bir yıl önce yüzde 6'dan yüzde 2'ye düşürüldüğüne dikkat çekti. "Sayın Başkan, gerçekten de olduğumuz yerde kalmamız gerektiğini düşünüyorum. Yüzde iki Fed fon oranı teşvik edicidir," dedi Hoenig. "Bazı iyileşme işaretleri görüyoruz ve henüz tüm teşvikler devreye girmedi. Enflasyonun acil bir sorun olmadığının farkındayım ve bunu takdir ediyorum, ancak yine de şu anda biraz daha uzun vadeli bir bakış açısına ihtiyacımız olduğunu düşünüyorum."

Hoenig yine tek muhalif olarak tartışmayı kaybetti ve Fed faiz oranlarını düşürdü.

Bir ay sonra Hoenig, FOMC'nin oy hakkına sahip bir üyesi olarak koltuğunu devretti.

Sonraki iki yıl boyunca, Federal Rezerv'in olağanüstü hali neredeyse kalıcı hale geldi. Kısa vadeli kredilerin maliyeti 2004'ün ortalarına kadar yüzde 2'nin altında kalarak 2001'deki faiz indirimleri yerinde kaldı. Bu dönem, para politikasının ekonomik çöküşe giden yolu açtığı 1960'lardaki dönemle karşılaştırılabilir hale geldi. Ancak bu kez farklı olacaktı. Greenspan'in fiyat artışlarını kontrol etme ve varlık balonlarını görmezden gelme politikası 2000'li yıllarda aşırı bir biçim alacaktı. Fed, en büyük varlık balonunun körüklenmesinde çok önemli bir rol oynayacak ve Büyük

Buhran'dan bu yana en kötü çöküşe yol açacaktı. Tom Hoenig bir kez daha yolun her adımında oradaydı. Ancak bu kez süreçte aktif bir rol oynadı. Nadiren verdiği oylardan pişmanlık duyduğunu ifade etti.

FOMC. Ancak konut balonu dönemi bir istisnaydı. Hoenig balonun oluşmasına yardımcı oldu.

BÖLÜM 5

YÜCE CITI\EN

(2002-2010)

Her şey 2001 yılında, terörist saldırılar ve borsa çöküşünden sonra başladı. Fed faiz oranlarını düşük tutuyordu ve Hoenig, FOMC'nin Orta Batı'daki varlık balonlarını bir kez daha körükleyebileceğinden endişe ediyordu. Mart 2001'de spesifik bir örnek verdi: konut sektörü. Hoenig, düşük faiz oranlarının parayı getiri eğrisinin dışına ve inşaat sektöründeki daha riskli kredilere itebileceğinden endişe ediyordu.

Hoenig o ayki FOMC toplantısı sırasında "Bölgemizdeki bankalar gayrimenkule daha agresif bir şekilde kredi vermeye başlıyor" dedi. Faizlerin düşük kalması halinde, "insanlar varlıklarını değerlendirmek istedikçe fonların bu sektöre oldukça dramatik bir şekilde kaydığını görebiliriz, bu da gayrimenkul alanında -daha iyi bir kelime bulamamakla birlikte- bir miktar aşırı inşaata neden olabilir."

Toplantı sırasında Hoenig, komiteye ulusal bir genel bakış sunan David Stockton adlı bir Fed ekonomisti ile ileri geri konuşmaya başladı. Hoenig, düşük faizlerin konut piyasası üzerinde ne gibi etkileri olabileceğini sorduğunda Stockton, düşük faizlerin gerçekten de bazı yatırım "hatalarına" neden olabileceğini söyledi. Stockton, "Bankaların yapabileceği hataları önceden tahmin etmek benim için çok zor, ancak daha önceki uzun ekonomik güç dönemlerinde bu tür hataları geleneksel olarak yaptıkları kesin," diye cevap verdi. Konut balonu tehlikesi çılgın bir teori ya da düşük faizlerin beklenmedik bir sonucu değildi. Ucuz borcun öngörülebilir bir tehlikesiydi, ancak Greenspan ve FOMC'deki diğerlerinin kabul edilebilir olduğunu düşündüğü bir tehlikeydi.

Sonraki birkaç yıl boyunca Federal Rezerv, bir varlık balonunu diğeriyle değiştirerek, borsa balonunu konut balonuyla değiştirerek ekonomiyi canlandırdı. Teoriye göre sıcak bir konut piyasasının yayılma etkileri olacak,

istihdam yaratacak, harcamaları ve borçlanmayı teşvik edecekti ve bu teori doğru çıktı. 2003 ve 2004 yıllarında emlak sektörü hız kazandı ve konut fiyatları ülke genelinde hızla yükseldi. Tıpkı 1970'lerde ucuz borcun tarım arazisi fiyatlarını artırması gibi, düşük mortgage oranları da insanların borç alıp ev almasını kolaylaştırdı, rekabeti artırdı ve fiyatları her geçen yıl daha da yükseltti. Bu dinamik hakkında genellikle 1990'ların sonlarında borsadaki yükselişten bahsedildiği gibi konuşuluyordu. Bu bir "patlama" olarak tanımlandı. Hisse senetleri gibi evler de orta sınıf servetinin önemli bir kaynağı ve hayati bir emeklilik yatırımı olarak tanımlanıyordu, bu nedenle değerlerinin artması katıksız bir iyilik olarak karşılandı. Ve tıpkı 1990'larda olduğu gibi, Fed'i faiz oranlarını artırmayı düşünmeye zorlayan sadece yükselen fiyat artışı hayaletiydi.

2004 yılına gelindiğinde Alan Greenspan faiz oranlarının çok uzun süredir çok düşük olduğundan endişe ediyordu. Mayıs ayında, Greenspan'in incelediği verilerde fiyat artışının izleri açıkça görülüyordu. FOMC'nin para arzını sıkılaştırması için bastırdı.

2004'ün ilk altı ayında faiz oranları esasen yüzde 1 seviyesindeydi. Haziran ayından itibaren FOMC faiz oranlarını yavaş ama istikrarlı bir şekilde yükseltmeye başladı ve yılı yüzde 2'nin biraz üzerinde bir oranla kapattı. Hoenig o yıl her toplantıda FOMC ile aynı doğrultuda oy kullandı. Komite onun ihtiyatlı olduğuna inandığı yönde hareket ediyordu. Hoenig ancak daha sonra, geriye dönüp baktığında, zararın büyük olduğunu fark etti. Fed faizleri çok uzun süre yüzde 1'de tutmuştu ve faizleri artırmaya başladığında o kadar yavaş artırmıştı ki faizler hala "destekleyici", hala spekülasyonu ve kolay borç vermeyi teşvik edici nitelikteydi. Hoenig, "Bu bende bir etki bıraktı," diye hatırlıyor. "Faizleri çok düşük tuttuğunuzda - hatta yükseltiyor olsanız bile çok düşük tuttuğunuzda- balonlara davetiye çıkarmış oluyorsunuz."

2003 ve 2007 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'ndeki ortalama konut fiyatı yüzde 38 oranında artarak şimdiye kadarki en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Alan Greenspan 2006 yılında Federal Rezerv başkanlığından emekli oldu. Neredeyse hiç lekelenmemiş bir itibarla ayrıldı. On beş yıldır neredeyse kesintisiz süren Amerikan refahının mühendisi olarak görülüyordu. Bu, halefi Ben Bernanke'nin üzerinde beliren gölgeydi. İşe başladığında

Amerikalılar Bernanke hakkında güçlü bir izlenime sahip değildi. Yumuşak konuşuyordu, hatta utangaçtı ve güçlü tepkiler vermiyordu. Bu durum, Bernanke'nin 2002 yılında Fed başkanı olmasından bu yana görev yaptığı FOMC'deki arkadaşları arasında bile geçerliydi (Fed'deki görev süresi, Bernanke'nin George W. Bush döneminde Beyaz Saray'ın Ekonomik Danışmanlar Konseyi'nin başkanı olduğu 2005 yılından itibaren kısa bir ara ile kesintiye uğradı). Hoenig, Bernanke'nin kurumu nasıl yöneteceği konusunda pek bir fikre sahip değildi. Eski profesör hakkında Bernanke'nin bir "enflasyon hedefleyicisi" olduğu, yani Greenspan gibi büyük olasılıkla varlık balonlarından ziyade fiyat artışlarına odaklanacağı dışında pek bir şey bilmiyordu.

Aslında, Bernanke ve FOMC'yi 2006 baharında faiz oranlarını keskin bir şekilde artırmaya zorlayan ve kısa vadeli faiz oranını son yılların en yüksek seviyesi olan yaklaşık yüzde 5'e çıkaran şey fiyat artışı korkusuydu. Hoenig o yıl komitenin oy hakkına sahip bir üyesi değildi, ancak Bernanke'nin yaptıklarını destekliyordu. Haziran ayında Bernanke faiz oranlarının daha da yükseltilerek yüzde 5'in üzerine çıkarılmasını önerdi. Bu, Hoenig'in Bernanke'nin yaptıklarına ilk kez ciddi bir şekilde karşı çıktığı anlamına geliyordu ve bu karşı çıkış, Hoenig'in sert para politikası şahini olduğunu düşünen insanlar için pek bir anlam ifade etmiyordu. Hoenig, Fed'in faiz artırımını durdurması gerektiğine inanıyordu. Haziran toplantısı sırasında oy kullanan bir üye olmasa da endişelerini dile getirme ihtiyacı hissetti. Toplantıda Bernanke büyük masanın etrafında dolaşarak her bölgesel banka başkanını dinledi ve Hoenig'e söz verdi.

"Teşekkür ederim Sayın Başkan. Herkesin iyi bir komitenin gücünün birilerinin aynı fikirde olmaması olduğu konusunda hemfikir olmasına sevindim, çünkü benim tercihim, görünümün değerlendirilmesine dayanarak, fon oranını yüzde 1ve'de tutmaktır ve oy kullanan bir üye olsaydım buna göre oy verirdim," dedi Hoenig. Hoenig, Fed'in hedefini aşarak faizleri o kadar yükseltebileceğini ve bunun ekonomi üzerinde Fed'in amaçladığından daha yıkıcı bir etki yaratabileceğini belirtti. Hoenig, "Bu yüzden faiz artırmazdım, sabırlı olurdum ve faiz oranını yüzde 1'de tutma konusunda kararlı olurdum" dedi.

"Başkan Hoenig," diye yanıtladı Bernanke. "Sanırım masanın etrafındaki herkes tutarlı duruşunuzdan dolayı size hayranlık duyuyor." Bu yorum salonda gülüşmelere yol açtı.

Bernanke'nin "tutarlı" derken neyi kastettiği tam olarak bilinmiyordu, ancak Hoenig bunu bir Fed "şahini" olarak ününe bir gönderme olarak algıladı. Hoenig cevap verdi: "Bu çok cömert bir kelime ama teşekkür ederim."

Bernanke, Hoenig'in o toplantıda dile getirdiği endişelerde belli bir tutarlılık olduğu konusunda haklıydı. 2006 yılına gelindiğinde Hoenig, Fed'in para politikasını nasıl yürütmesi gerektiğine dair, merkez bankasında geçirdiği otuz yıl boyunca geliştirdiği tutarlı bir görüşe sahipti. Hoenig'in bir enflasyon şahini olduğunu söylemek çok basit olacaktır. Ancak kesinlikle bir güvercin de değildi. Onun felsefesini yansıtabilecek tek bir ifade varsa o da "kurallara dayalı" bir yaklaşımdı. Bu, kısıtlama, aşamalılık ve Fed'in yetkilerini ne kadar ileri götürebileceğine dair sınırları vurgulayan bir yaklaşımdı.

Yaklaşımın ilk ayağı uzun ve değişken gecikmeler yasasıydı. Hoenig'in öğrendiği bir şey varsa o da Fed'in sadece insan olan liderlerinin kısa vadeli olaylara ve onları çevreleyen manşetlere odaklanma eğiliminde olduğuydu. Ancak Fed'in eylemleri gerçek dünyada uzun vadede, finansal sistemde yollarını bulduktan sonra ifade ediliyordu. Piyasalarda çalkantı olduğunda, Fed liderleri hemen harekete geçmek, bir *şeyler* yapmak istediler. Ancak eylemleri her zaman aylar ya da yıllar boyunca devam etti ve ekonomiyi beklenmedik şekillerde etkileme eğiliminde oldu.

Hoenig'in görüşünün ikinci ayağı, Fed'in inAasyonun kuzenleri olan varlık inAasyonu ve fiyat inAasyonunun *her* ikisine de odaklanması gerektiğiydi. Kontrolden çıkmış varlık inAasyonunu tespit etmenin fiyat inAasyonunu tespit etmekten daha zor olduğu doğruydu. Ve varlık inAasyonunu piyasaları bozmadan ve fiyatları düşürmeden durdurmak daha zordu. Ancak varlık girişinin sonuçları yıkıcıydı. Varlık fiyatları eninde sonunda düzeldiğinde, ki her zaman düzelmiştir, bu büyük bir finansal istikrarsızlığa neden olmuştur. Fed varlık girişini teşvik ederek yüzde 5 işsizlik oranına ulaştıysa, düzeltmenin diğer tarafında yüzde 10 işsizlikle mücadele etmek zorunda kalacaktı. Bu da Fed'in varlık balonlarından kaynaklanan hasarı onarmak için giderek daha büyük müdahalelerde bulunmasını gerektiriyordu.

Hoenig'in görüşünün üçüncü ve son ayağı ise Fed'in itidalli davranması ve kendi koyduğu kurallara uyması gerektiğiydi. Faiz oranlarını çok hızlı ve çok düşük seviyelere çekmemeli ya da bu seviyelerde çok uzun süre

tutmamalıdır. Fed denklemin diğer tarafında da itidal göstermelidir: Eğer enflasyondan endişe ediyorsa faiz oranlarını çok hızlı bir şekilde çok yüksek seviyelere çıkarmamalıydı, çünkü bu ani bir çöküşe neden olabilirdi. Uzun ve değişken gecikmeler yasası kısıtlama ihtiyacını daha da önemli hale getirmiştir. Fed'in eylemlerinin bir etki yaratması çok uzun sürdüğü için Hoenig, FOMC'nin daha fazlasını yapmadan önce yaptıklarının etkilerini ölçmek için gerçek dünyadaki koşulları sabırla izlemesi gerektiğine inanıyordu. Eylemlerini dar bir bantta tutmak, ekonomik aktörlerin nasıl tepki vereceğini bile bilmeden bir ekonomik döngünün yukarı veya aşağı tarafında aşırıya kaçmamalarını sağlamaya yardımcı oldu. Bu tür bir kısıtlama bir zamanlar altın standardı tarafından Fed'e dayatılmıştı, ancak altın standardı keyfi ve kendi yolunda çalışamazdı [.I] Altın standardı işe yarasaydı, insanlar hala onu kullanıyor olurdu. Ancak altın standardı olmadan, merkez bankası liderleri para arzına nasıl disiplin getireceklerini bulmak zorundaydı. Gerçekten de tek bir çözüm vardı. Altın arzının zalimce kısıtlamasının yerine kendi bilgeliklerinin ve takdirlerinin kısıtlayıcı gücünü koymak zorundaydılar.

Bu görüş, Hoenig'in görüşü, kahramanlığın tam tersiydi. Mutsuz uzlaşmalar üzerine kurulu, aylarca hatta yıllarca belli olmayacak sonuçlara odaklanmış bir liderlik tarzıydı. Popüler olmaması garanti gibi görünüyordu. Kimse merkez bankasını daha sıkıcı, daha sınırlı ya da Amerikan ekonomi çiftleri için daha az merkezi hale getirmeye çalışan bir Fed yetkilisini kutlamak istemedi.

Bernanke'nin yorumunun ardından kahkahalar dindiğinde Hoenig'in tutarlılığı göz ardı edildi. Kısa vadeli faiz oranı çeyrek puan daha artırılarak yıl boyunca kalacağı yüzde 5,25'e yükseltildi. Bu sırada konut piyasasının bazı bölümleri, özellikle de daha riskli olan "subprime" konut kredileri kategorisinde zayıflık belirtileri göstermeye başlamıştı.

Ekim ayı sonlarında Hoenig, Tucson, Arizona'daki yıllık sempozyumlarında bir grup banka müdürüne konuşma yapmak üzere davet edildi. Bu onun işinin düzenli bir parçasıydı. Hoenig o zamandan beri Orta Batı'daki bankacılarla etkileşim halindeydi.

Fed onu ilk kez 1973'te işe aldı. Ancak 2006 yılında muhatap olduğu bankalar, daha önce muhatap olduğu bankalardan çok farklıydı. Daha önce

hiç olmadığı kadar büyük, daha geniş kapsamlı ve birbirleriyle daha derinden iç içe geçmişlerdi. 1980'lerdeki bankacılık krizinden sonra Kongre, bankaların birden fazla eyalette iş yapmasını yasaklayan yasaları, hayatta kalanların işlerini sürdürmelerini kolaylaştırmak umuduyla gevşetmişti. Eyaletler arası bankacılık yasalarının gevşetilmesi, daha güçlü bankaların daha zayıf rakiplerini satın almasına izin vererek yeni bir devler türünün önünü açtı. Continental Illinois 1980'lerde batmak için çok büyük kabul edilmişti, ancak Federal Rezerv'in şimdi düzenlemekle görevli olduğu bazı bankalara kıyasla küçük bir bankaydı. Arizona'ya giden Hoenig'i endişelendiren şey sadece yeni bankacılık şirketlerinin büyüklüğü ve ölçeği değildi. Ne yaptıklarıydı. Bu büyük bankalar 1970'lerin sonundaki patlama yıllarına damgasını vuran aynı tür kredileri veriyorlardı. O zamanlar Penn Square riskli petrol kredileri veriyor ve bunları "iştirak" olarak satıyordu. 2000'lerin ortalarında ipotek kredisi verenler riskli ev kredileri verdiler ve bunları ipoteğe dayalı menkul kıymetler olarak sattılar.

Bankacılık kongrelerindeki atmosfer samimi ve özel olma eğilimindedir. Ekim ayındaki sempozyum Tucson'un kenarındaki JW Marriott Starr Pass tatil köyünde yapıldı ve tatil köyü bir ada gibiydi. Bir golf sahası ve kanepeler ve küçük kerpiç 1repitlerin bulunduğu bir açık hava yemek alanının yanında bir havuz içeriyordu. Odalarda konukların batıdaki sıradağlara bakabilecekleri balkonlar vardı. Burası bankacıların iş konuşmak ve bağlantı kurmak için toplandıkları türden bir yerdi. Hoenig bu tür yerlerde rahatlıkla hareket eder ve ziyaretçi kraliyet ailesi gibi muamele görürdü. Böyle bir etkinlikte bulunması prestij kazandırıyor ve katılımcıların kendilerini güce içeriden erişimleri varmış gibi hissetmelerini sağlıyordu.

Sempozyum programında Hoenig'in "Bu Sefer Farklı" başlıklı bir konuşma yapacağı belirtiliyordu. Bu bir bankacı için bulunmaz bir nimetti. Bu, 2006 yılında bankacılık ve finansın yeni ve sofistike içgörüler tarafından yönlendirildiğine dair genel duyguyu besliyordu. Bu, yazılım algoritmaları kullanarak hisse senedi alıp satan analistler anlamına gelen "quant "ların ve satın almalar ve şirket geri dönüşleri yoluyla milyarlar kazanan özel sermaye krallarının çağıydı.

Hoenig'in konuşma zamanı yaklaştığında, bankacılar bir konferans salonuna girip yerlerini aldılar ve bu sefer nasıl farklı olduğunu duymaya hazırdılar. Hoenig kürsüye doğru yürüdü, kalabalığına baktı ve konuşmaya başladı.

Sonrası, yakın bir akrabanın Şükran Günü yemeğine gelmesi, kadeh kaldırmak için ayağa kalkması ve ardından büyükannenin zayıflatıcı alkolizmi ve bunun masadaki herkes üzerinde yarattığı duygusal hasar hakkında uzun bir konuşma yapmaya başlamasıyla eşdeğerdi. Konuşma rahatlatmak için tasarlanmamıştı.

"Varlık değerleri değer kazanıyor, tarım arazilerinin değerleri güçlü ve hepimiz bu yıl enerji piyasalarında yaşananların farkındayız. Kısacası, ülkenin bu bölgesindeki birçok kişi için zaman iyi" diye söze başladı. Ancak daha sonra, varlık fiyatlarının yükseldiği 1980'lerin başında da zamanın iyi olduğuna dikkat çekti. Ancak çöküş sadece Kansas City Fed bölgesinde 309 bankayı yok etti.

Hoenig, "80'lerde bankacılardan ve banka müdürlerinden duyduğumuz bazı ifadeleri sizinle paylaşmama izin verin" dedi. Bankacıların kendisine "Bunu daha iyi anlasaydınız, bununla ilgili bir sorununuz olmazdı" ve "Evet, bu projeye yüzde yüz kredi verdik, ancak herkes teminat değerinin yalnızca inşaat sırasında artabileceğini biliyor" ve "Bu alışılmadık olsa da, muhasebecimiz bunun tamamen yasal olduğunu söylüyor" ve "Kurumsal uçak uzun vadede bankaya para kazandıracak" dediklerini hatırladı.

Hoenig, izleyicilerin dikkatinden kaçmış olma ihtimaline karşı bunu açıkça ifade etti: "Açgözlülük, öngörüsüzlük ve kibir gibi asırlık davranışlar bu sorunların merkezinde yer alıyor ve dikkatinizi çekerim, 1980'lerde olduğu gibi bugün de bizimle birlikteler."

Bankalar daha büyük ve ellerindeki finansal araçlar daha karmaşık olabilir, ancak temelde işler 2006'da daha önce olduğundan farklı değildi. Varlık fiyatları yükseldiğinde ve borç ucuz olduğunda, bu durum pervasız davranışlara neden oluyordu. Hoenig, Penn Square ve Continental Illinois'in hikayesini ve bir bankanın pervasız davranışının diğerlerini nasıl beslediğini anlattı. "Basit bir gerçek var ki o da bir anda harekete geçmemenin akıllıca olduğu zamanlar olduğudur. Bazı durumlarda, geçit töreninin sizi geçip gitmesine izin vermek daha iyidir," dedi Hoenig. "Yöneticiler olarak, yönetiminiz girmek üzere oldukları iş kollarını tam ve net bir şekilde açıklayamıyorsa ya da atlamak için çok fazla acele ediliyorsa son derece dikkatli olmalısınız."

Hoenig konuşmasını, 2006 yılında işler farklı bir şekilde sonuçlanacaksa, bunun tek sebebinin dinleyiciler arasında bulunan banka yöneticileri olacağını söyleyerek bitirdi.

o gece daha şüpheci, daha ölçülü ve denetime daha fazla odaklanmış olmayı seçti.

"İşimi bitirdiğimde," diye hatırlıyor Hoenig, "taş gibi bir sessizlikle karşılaştım."

Birkaç ay sonra, Mart 2007'de, Ben Bernanke Kongre Ortak Ekonomi Komitesi önünde ifade vermeye davet edildi. Bernanke, Greenspan'ın şöhretine sahip değildi ama yine de Capitol Hill'de güvenilir bir sesti. Kötü haberler verirken bile gerçek bir İngilizceyle konuşuyor gibiydi ve 2007'de haberler iyi değildi. "Amerika Birleşik Devletleri'nde ekonomik büyüme son çeyreklerde yavaşladı," dedi. "Geçen bahar başlayan ekonomik büyümedeki yavaşlamanın başlıca kaynağı konut piyasasındaki önemli düzeltme olmuştur."

Bernanke yine de kanun yapıcılara aşırı endişelenmelerine gerek olmadığı konusunda güvence verdi. Yavaşlama sadece ekonominin daha "sürdürülebilir bir büyüme hızına" geçtiği anlamına geliyordu. Fed'in ekonomiyi yavaşlatmak istediğini ve işini iyi yaptığını öne sürdü. Bernanke, yüksek faiz oranlarının muhtemelen konutlara olan talebi azaltacağını kabul etti. Ev hacizleri muhtemelen artacak ve bazı hasarlar meydana gelecektir. "Ancak bu noktada, subprime piyasasındaki sorunların daha geniş ekonomi ve finansal piyasalar üzerindeki etkisinin sınırlı kalması muhtemel görünüyor" dedi.

Sorunlar kontrol altına alınamamıştı. Yaklaşık altı yıl boyunca Amerikan finans sistemi kendisini merkezi ve besleyici bir ucuz para kaynağı etrafında düzenlemişti. Fed 2006 ve 2007 yılları boyunca faiz oranlarını yükselttiğinde, bunun etkileri ekonomik sisteme yayıldı ve onu sarstı. Büyük sarsıntılar Ağustos 2007'de Fransız bankacılık devi BNP Paribas'ın ev kredilerine dayalı bazı menkul kıymetleri doğru fiyatlayamadığını açıklamasıyla başladı. Bu, bankanın kredilerin gerçek değerini 1 tespit edemediği anlamına geliyordu ve bankaların ödeme gücü için bağlı oldukları temel varlıkların değeri hakkında soru işaretleri yaratıyordu. Bundan sonra işler nispeten hızlı bir şekilde çözüldü. Ortalama konut fiyatları bir yıl içinde yüzde 10 düşerek orta sınıfın servetini sarsıcı bir şekilde aşağıya doğru düzeltti. 2009 yılının başında konut fiyatları toplamda yüzde 20 oranında düşmüştü. İki kısa yıl içinde

Amerikalılar yaklaşık 10 trilyon dolar servet kaybetti. Bu kayıplar mortgage kredilerini defterlerinde değerli varlıklar olarak sayan büyük bankalarda ve yatırım fonlarında hissedildi. Birçoğu, tıpkı Continental Illinois gibi, riskli enerji kredilerinin değeri düzeldiğinde yakın bir çöküşle karşı karşıya kaldı. Bankacılık enkazı belirginleştiğinde 2008'in sonlarında borsa çöktü ve iki yıl içinde yaklaşık 8 trilyon dolarlık servet yok oldu. Bu, Büyük Buhran'dan bu yana yaşanan en kötü ekonomik krizdi.

2008'deki çöküş, Federal Rezerv'in gücü ile Kongre ve Beyaz Saray gibi 1. derece yetkililerin gücü arasında gelişen derin eşitsizliği aydınlattı. Merkezi otoritelerin yavaş ve etkisiz olduğu ortaya çıkarken, Federal Rezerv'in parasal otoritesi güçlü, keskin bir şekilde sürdürülen ve hızlı hareket eden bir otorite olarak ortaya çıktı.

Obama yönetimi ilk olarak büyük bankaların yeniden sermayelendirilmesini sağlamaya çalıştı. Hazine Bakanı Timothy Geithner daha önce New York Merkez Bankası'nın başkanlığını yapmıştı. Geithner'ın krize yaklaşımı, modern Demokrat Parti'nin banka düzenleme teorisini somutlaştırdı. En önemli öncelik, FDR'nin Büyük Buhran sırasında yaptığı gibi bankaları kapatmak ya da yeniden yapılandırmak yerine bankaların 1nansal istikrarını korumaktı. Geithner bu stratejiyi ünlü bir şekilde "piste köpük koymak" olarak tanımladı. Bankaların yumuşak bir iniş yapmalarına ve mümkün olduğunca çabuk toparlanmalarına yardımcı olmayı amaçlıyordu. Köpükleme Obama göreve gelmeden önce, Kongre bankalar için 700 milyar dolarlık bir yardım paketini kabul ettiğinde başlamıştı. Ekonomideki daha geniş çaplı hasarı onarmak için yeni yönetim Keynesyen bir yol izledi: özel sektörün geri çekildiği bir anda devlet parasını harcamak. Amaç talebi canlandırmak ve gerilemeyi hafifletmekti, ancak ePort, Cumhuriyetçilerin hükümet harcamalarına karşı güçlü muhalefeti nedeniyle engellendi. Obama uzlaşmacı bir tutumla işe başladı ve yönetiminin Cumhuriyetçilere cazip gelebileceğine inandığı bir plan sundu. Sonuçta ortaya çıkan teşvik paketinin büyük bir kısmı vergi indirimleri şeklinde geldi. Toplam paket kabaca 787 milyar dolar tuttu (daha sonraki tahminler gerçek miktarın 862 milyar dolar olduğunu söylese de). Yine de bu miktar, kaybedilen talebi yerine koymaya yetecek kadar büyük değildi.

Bu 1 ölçekli programlar, kapsamı ve hızı uzun yıllar boyunca tam olarak ortaya çıkmayan Federal Rezerv'in eylemleri tarafından gölgede bırakıldı. Fed'in

Kongre hala teşvik tasarısının dili üzerinde tartışırken 1 trilyon dolardan fazla para bastı ve dağıttı. Bloomberg News ve ekonomi tarihçisi Adam Tooze'un daha sonra ortaya çıkardığı gibi, Fed'den gelen bu paranın büyük bir kısmı doğrudan çökme tehlikesiyle karşı karşıya olan yabancı bankalara gitti. Fed, başta Avrupa olmak üzere yabancı merkez bankalarıyla "swap hatları" açtı ve yeni yaratılan dolarları bu bankaların dövizleriyle indirimli bir kur üzerinden takas etti. Fed aynı zamanda yurtiçindeki bankalar adına da faaliyet göstermiştir. 2008'in sonlarında Fed ilk kez niceliksel genişlemeye gitti. Bankalardan yaklaşık 600 milyar dolarlık tahvil satın aldı ve bu alım için yarattığı tüm yeni parayı doğrudan bankaların rezerv hesaplarına yatırdı.

Fed'in eylemleri çok karmaşık ve sofistike gibi görünüyordu, acil durum kredi programları TAF (vadeli ihale tesisi), TSLF (vadeli menkul kıymet ödünç verme tesisi) ve PDCF (ana bayi kredi tesisi) gibi anlaşılmaz kısaltmalarla etiketlendiğinde bu izlenim güçlendi. Ama bu Fed diliydi. Fed'in eylemlerinin temel bir anlamı vardı: Wall Street'te küçük bir piyasa yapıcıları kulübünün hesapları aracılığıyla yeni dolarlar yarattı. Ve bunu eşi benzeri görülmemiş bir ölçekte yaptı.

Fed'in eylemlerinin ölçeğini kavramak için en kolay yol, bunları merkez bankasının önceki yüzyıl boyunca yaptıklarıyla karşılaştırmaktır. 1913 ve 2008 yılları arasında, Federal Rezerv her yıl istikrarlı bir şekilde kademeli olarak daha fazla dolar basarak "parasal taban" olarak adlandırılan yeni para arzını artırdı. 1960 ve 2007 yılları arasında Fed parasal tabanı 788 milyar dolar artırmıştır.

2008'deki kurtarma operasyonları sırasında Fed yaklaşık 875 milyar dolar para basmıştır. Birkaç ay içinde parasal tabanı iki katından fazla artırmıştır. Fed'in müdahalelerinin boyutunu ölçmenin bir başka yolu da bilançosuna bakmaktır. Fed bir şey satın aldığında, bunu bilançosuna alır ve bu da Fed'in bankacılık sistemine ne kadar dolar enjekte ettiğini gösterir. Eylül ayındaki borsa çöküşünden sadece birkaç ay sonra Fed'in bilançosu 1,35 trilyon dolar büyüyerek halihazırda sahip olduğu varlıkları ikiye katlamıştır.

Tüm bunlar, bunların acil eylemler, olağanüstü bir tehlikeye karşı olağanüstü bir girişim olduğu anlayışıyla yapıldı. 2008'de yaşanan finansal panik, küresel ekonomiyi derin bir depresyona sürükleme tehdidi yaratmıştı. Finans sistemi iflas etmiş ve bankalar faaliyetlerini durdurmuştu.
Çünkü kimse kimin iflas edip kimin etmediğini bilmiyordu. Fed, tasarlandığı gibi devreye girdi ve paniğe kısa devre yaptırdı.

Tom Hoenig, bir dizi acil durum toplantısında FOMC'ye sunulduklarında bu eylemlerin her birini desteklemek için oy kullandı. Bunun Fed'in görevi olduğuna inanıyordu. Ancak onun için asıl soru, acil durum geçtikten sonra ne olacağıydı. Zor kararların alınması gereken yer burasıydı.

2008'deki çöküş sona erdiğinde, hasarın uzun süreli olacağı hemen anlaşılmıştı. Ben Bernanke'nin kendisi, 1991'deki gerilemenin nasıl kısmen batık borç yükü nedeniyle işsiz bir toparlanmaya yol açtığını açıklayan bir makale yazmıştı. 2009'daki borç yükü neredeyse hayal edilemeyecek kadar büyüktü. Bu sadece eski kredi kartı faturalarının ya da araba kredilerinin ödenmesi meselesi değildi. Milyonlarca aile tahliye edildi ve 2007 ile 2016 yılları arasında 8 milyon ipotekli konut kredisi hacziyle on yıl boyunca devam eden sarsıcı bir süreç yaşandı. Uzun vadeli hasar o zamanlar öngörülmüştü. Los Angeles'taki Kaliforniya Üniversitesi'nden ekonomistler 2009 yılı başlarında işsizlik oranının 2011 yılı sonunda hala yüzde 9'un üzerinde olacağını ve ülkenin 2007 yılına kıyasla yaklaşık 4 milyon daha az istihdama sahip olacağını tahmin ediyorlardı. Bu tahmin, Kongre büyük bir teşvik tasarısını kabul etmediği takdirde işsizlik oranının 2014 yılına kadar yüzde 4'e düşmeyeceğini tahmin eden ekonomist Mark Zandi gibi başkaları tarafından da tekrarlandı. Barack Obama bir ay sonra teşvik tasarısını imzaladı, ancak bu çöküşe yanıt olarak atılan son büyük adım oldu. Kongre bundan sonra enerjisini Uygun Bakım Yasası'nın ve Dodd-Frank Yasası adı verilen bir finansal reform tasarısının kabul edilmesine yöneltti. Bu önlemler tartışılırken muhafazakar Çay Partisi hareketi güç kazandı ve 2010 ara seçimlerinde Cumhuriyetçilerin Meclis'in kontrolünü ele geçirmesine yardımcı oldu.

Tüm bunlar merkez bankaları üzerinde harekete geçmeleri için daha da fazla baskı yarattı. İngiltere Merkez Bankası'nda üst düzey bir yetkili olan Paul Tucker bu baskıyı ilk elden tecrübe etti. Tucker 2013 yılında merkez bankasından ayrıldıktan sonra, bir muhbirin modern merkez bankacılığının iç yüzünü anlattığı Fedspeak eşdeğerinde bir kitap yazdı. Kitabının adı *Seçilmemiş İktidar* ve demokratik kurumların giderek artan bir şekilde iktidarı ordu, mahkemeler ve merkez bankaları gibi demokratik olmayan kurumlara devretme yollarını tartıştı. Bankalar, hızlı ve kararlı bir şekilde hareket edebilen son kurumlar arasındaydı. Bu tasarım gereği böyleydi.

Ancak bankalar aynı zamanda dar bir odakla çalışmak üzere tasarlanmıştı. Tucker, "En önemli kısıtlama, seçilmiş politikacıların, ePect'te, sırf kendileri anlaşamadıkları veya hareket edemedikleri için 1scal politikayı merkez bankasına devredememeleri gerektiğidir" diye yazdı. Bunu yapmanın kendi kendini besleyen bir kehanet yarattığına dikkat çekti: "Merkez bankaları ne kadar çok şey yapabilirse, seçilmiş 1scal otorite o kadar az şey yapmaya teşvik edilecek ve bu da en derin siyasi değerlerimizle bir gerilim yaratacaktır."

Tucker, bu durumda merkez bankalarının "aşırı güçlü vatandaşlar" haline geldiğini ve demokratik kurumların demokratik hesap verebilirliği olmaksızın ulusal yaşamda kapsamlı değişiklikler dayatabildiğini yazmıştır. 2010 yılında, Kongre'nin faaliyetlerine son vermesiyle birlikte, Federal Rezerv, bir zamanlar merkezi otoritelerin sorumluluğunda olan ekonomik büyümeyi teşvik etme görevini üstlendi. Eğer FED her şeye gücü yeten bir vatandaşsa, FOMC'deki on iki kişilik komitesi, kullandıkları her oyla daha fazla baskıyla karşı karşıya kaldı.

Hoenig, FOMC üyesi olarak geçirdiği yaklaşık yirmi yıl boyunca kırk sekiz oy kullanmıştır. Bu süre zarfında dört kez ya da yaklaşık yüzde 8 oranında muhalif oy kullanmıştır. Bu, uzlaşmaya dayalı bir komitenin standartlarına göre çok fazla muhalefet gibi görünebilir, ancak yine de zamanın yüzde 90'ından fazlasında çoğunluk ile birlikte oy kullandığı anlamına geliyordu.

2010 yılında Hoenig'in oy hakkına sahip bir üye olarak geri dönme sırası geldi.

Hoenig, Başkan Bernanke'ye karşı oy kullandığında odadaki huzursuzluğu hissedebiliyordu. 2010 yılında her toplantıda Başkan'a karşı oy kullandığında, bu huzursuzluk profesyonel hayatının neredeyse her köşesine yayıldı. Her "hayır" oyu, dış dünyaya Fed içinde en azından bir düzeyde anlaşmazlık olduğunu, belki de Fed'in eylemlerine olan inancı zayıflattığını telkin etti. Bu aynı zamanda Fed'in tartışmaya açık politika kararları aldığını da gösteriyordu. Profesyonel konferanslarda ve toplantılarda Hoenig'in meslektaşları tedirginliklerini dile getirdiler
ona sordukları sorular şeklinde. Doğru şeyi yaptığından emin misin? Bunu gerçekten yapman gerektiğini düşünüyor musun?

"[FOMC] toplantısı sırasında size lobi yapıldığından değil. Sadece, sürekli olarak hayır oyu verdiğiniz için insanlar size 'Bu çok sıra dışı' gözüyle bakıyor, çünkü medya bile bunun çok sıra dışı olduğunu söylüyor. Dolayısıyla bu tonu yakalamak zor değil... Bu çok ciddi bir mesele," diye hatırlıyor Hoenig.

"Gerçekten ekonomiyi ve dolayısıyla pek çok insanın hayatını etkiliyorsunuz ve aykırı olmak çok da güvenli bir yer değil."

Hoenig, 2004 yılında faiz oranlarını çok düşük tutarak konut balonunu beslediğini hatırladıkça acı çekiyordu. 2010 yılında Fed faizleri sıfırda tuttu ve bankacılara faizlerin uzun süre sıfırda kalacağına dair güvence veren "ileriye dönük rehberlik" vererek spekülatif bahisler yapmaları için daha fazla kesinlik sağladı. Sıfır faiz oranı bankacıları getiriye ulaşmaya ve riskli krediler vermeye teşvik etti. Fed bir kez daha varlık balonlarını körükleyerek ve bu balonların çökmesi halinde ortaya çıkan pisliği temizleyebileceğine dair bahis oynayarak ekonomik büyümeyi teşvik etmeye çalışacaktı.

Ağustos ayında Ben Bernanke, ekonominin yeniden büyümeye başlamasına rağmen, parasal genişleme yoluyla bankacılık sistemine 600 milyar dolar pompalayarak Fed'in ePortlarını daha da zorlama planını açıkladı. İşsizliğin hala yüksek olduğu doğruydu, ancak ekonomistler 2010 yılı sonuna kadar yüksek kalacağını biliyorlardı. Fed yönetimi bu konuda bir şeyler yapma, ekonomi toparlanırken süreci hızlandırabileceği umuduyla koşulları hafifletme ihtiyacı hissetti. Bu, gerektiğinde tersine çevrilebilecek bir sigorta poliçesi olarak sunuldu.

3 Kasım'da bu öneri FOMC'nin önüne kondu. Bernanke yoklama istedi ve oylama sırası Tom Hoenig'e geldi.

I. Örneğin altın arzı, para politikasıyla hiçbir ilgisi olmayan jeolojik faktörlerden etkilenmiştir. Alaska'da yeni ve büyük bir altın madeninin keşfi para arzını rastgele artırabilirdi. Bu durum, altın standardı döneminin neden banka panikleri, uzun deAasyon dönemleri ve periyodik depresyonlarla karakterize olduğunu açıklamaya yardımcı olur. Ayrıca, altın standardının işlemesi için ulusların zaman zaman cezalandırıcı deAasyon nöbetlerini kabul etmeleri gerekir ki çok azı bunu yapmaya isteklidir.

BÖLÜM 6

PARA BOMBASI

(2010-2012)

"Saygılarımla, hayır."

Tom Hoenig oyunu kullandıktan sonra FOMC toplantısı sona ererken formaliteleri yerine getirdi. İşlemler tamamlandığında, komite üyeleri ve görevliler eşyalarını topladı ve koridora çıkıp asansörlere doğru ilerlerken kibarca sohbet etti. Hoenig'in arabası aşağıda onu bekliyordu ve Kansas City'ye giden bir uçağa bindi. Missouri'ye döndüklerinde, havaalanından Hoenig'in tarihi Brookside mahallesinde ağaçlarla çevrili bir caddede yer alan kırmızı tuğlalı görkemli bir Tudor olan evine gitmek yaklaşık kırk-on beş dakika sürdü. Cynthia kocasının aşırı stres altında olduğunu anlayabiliyordu çünkü çok sessizleşiyordu. Hoenig 2010 yılında FOMC toplantılarından eve döndüğünde gerçekten sessizdi. Üst katta dönüştürülmüş bir yatak odası olan çalışma odasına çekilir ve kapıyı kapatırdı. Hoenig Washington'da olanlar hakkında konuşamazdı, çünkü FOMC toplantıları gizliydi. Ancak Cynthia medyada "hayır" oylarını okuyacaktı çünkü son oylama sonuçları kamuoyuna açıklanmıştı.

"Bunu yapmak zorunda kalmanın onu fiziksel olarak yıprattığını görebiliyordum. Çünkü kim bazı konularda genel fikir birliği içinde olmamak ister ki?" dedi Cynthia. Çok sonraları, Cynthia ve Tom sosyal bir etkinlikteyken, Cynthia Tom'un bir meslektaşına tek muhalif olmanın nasıl bir his olduğunu anlattığına kulak misafiri olmuş. "Bunun yaşayabileceğiniz en ürkütücü şey olduğunu söyledi. Bir odada oturuyorsun, oyun geliyor ve sen 'Hayır' diyorsun." Bunu asla hafife almadığını söyledi.

Hoenig verdiği oyun aslında hiçbir şeyi değiştirmeyeceğini biliyordu. FOMC daha toplantı başlamadan parasal genişlemeye gitmeye karar vermişti. Hayır oyu verdi çünkü bunun görevi olduğunu düşünüyordu. Ancak bunu yapmasının başka bir nedeni daha vardı. Amerikan halkına bir mesaj gönderiyordu. Verdiği oy, aslında Fed'in yapmak üzere olduğu şey konusunda bir muhalefet olduğunun işaretiydi. Bu konuda bir tartışma yaşanmış ve en azından bir kişi parasal genişlemenin risklerinin haklı gösterilemeyecek kadar yüksek olduğuna inanmıştı.

Ne yazık ki Hoenig'in mesajı halka ancak tek bir yolla ulaşabilirdi. Sinyal, kablolu haber programları, gazete makaleleri, finansal telgraf servisleri ve

giderek daha popüler hale gelen partizan web sitelerinden oluşan Amerikan medya ekosistemi boyunca seyahat etmek zorundaydı. Bu medya sistemi 2010 yılında Amerika'nın demokratik kurumlarının çürümesini hem yansıtan hem de hızlandıran bir şekilde parçalandı ve bozuldu. Bu, parasal genişleme ve yüzde 0 faiz oranlarının on yılın en önemli ekonomi politikası olmasının yanı sıra en az tartışılan politikalardan biri olmasının da başlıca nedenlerinden biriydi.

Fed'in politikaları muhafazakâr hareketin sadece küçük bir kesimi için bir takıntıydı, ancak diğer herkes tarafından neredeyse tamamen görmezden geliniyordu. Yıllar sonra Carola Binder adlı bir ekonomist, 300.000'den fazla haberden oluşan bir veri tabanı kullanarak 2007 ve 2011 yılları arasında Fed ve parasal genişleme hakkında medyada yer alan haberleri analiz etti. Sonuçlar, Fed'in politikalarının haberlerde neredeyse hiç yer almadığını gösterdi. Örneğin Başkan Barack Obama, tüm haberlerin yaklaşık yüzde 8'inin baş habercisiydi. Ben Bernanke ise haberlerin yüzde 0,13'ünde baş haberciydi. Fed hakkında haber yapıldığında, bu sadece Bernanke'nin Kongre önündeki ifadesi gibi bir tür hazır basın toplantısı olduğunda yazıldı. FOMC toplantıları neredeyse hiç haber yapılmadı. Fed'i düzenli olarak haber yapan tek yayın organı, bölgesel banka başkanlarının konuşmaları gibi küçük Fed etkinliklerini bile haber yapmak için muhabir gönderen Bloomberg News gibi uzmanlaşmış finans haber servisleriydi. Ancak bu haberlerin odaklandığı tek bir şey vardı: Fed'in ne yapacağı ve bunun piyasaları nasıl etkileyeceği. Bu, Wall Street tüccarları için yazılmış ve neredeyse hiç İngilizce olmayan bir haberdi. Daha geniş bir tartışmaya nüfuz etmiyordu. Binder, "Çoğu insanın niceliksel genişlemenin ne olduğu hakkında bile bir fikri olmadığını söyleyebilirim," dedi.

Hoenig'in muhalefet şerhini yazdığı gece Fox News, parasal genişleme hakkında on dört dakikadan fazla süren ve televizyon haber standartlarına göre sonsuzluk anlamına gelen bir bölüm yayınladı. Bu bölümün etkisi orantısız bir şekilde büyük olacaktı çünkü Amerikalı muhafazakarların yaklaşık yüzde 47'si haberlerinin çoğunu Fox'tan alıyordu. National Public Radio, CNN, *The New York Times* ve MSNBC gibi kanallar arasında dikkatlerini paylaştıran Amerikalı liberaller için eşdeğer bir kanal yoktu. Fox'un niceliksel gevşemeye ilişkin prime time bölümü birkaç milyon izleyiciye ulaştı. Program, kanalın en popüler kişiliklerinden biri olan eski radyo programı sunucusu Glenn Beck tarafından sunuldu. Federal Rezerv

hakkındaki anlayışı, bir motel odasında oturup yan odadaki insanlar merkez bankacılığı hakkında konuşurken duvardan kulak misafiri olmaya çalışan çok yüksek bir uyuşturucu kullanıcısınınkine benziyordu. Bazen gerçeğe benzeyen şeyler söylüyordu, ancak sonuçta izleyicilerini Fed hakkında konuşmaya başladığı zamankinden çok daha az bilgili bırakıyordu.

Beck'in televizyon için tercih ettiği kostüm, buruşuk bir takım elbise ve tenis ayakkabılarıydı.

Kalın çerçeveli gözlükleri ve saç kesimiyle 1960'ların başındaki bir lise sosyal bilgiler öğretmenini çağrıştırıyordu. İzleyicileri ona neredeyse dini bir derecede güveniyordu; Beck Çay Partisi hareketinin önde gelen seslerinden biriydi ve başlıca uzmanlığı geniş kapsamlı ve kötü niyetli komploları anlatmaktı. Beck 3 Kasım akşamı kara tahtaya uzunluğunda bir rakam karaladı: 600,000,000,000. Bu rakam Fed'in az önce satın alacağını açıkladığı tahvillerin değerini temsil ediyordu. Beck, "Buna niceliksel genişleme diyorlar," dedi. Ardından, üzerinde kafa karıştırıcı bir Aowchart yazılı olan ve Fed'in yeni programının arkasındaki Aow of money, inAuence ya da buna benzer bir şeyi ifade ediyor gibi görünen bir dizi büyük, karikatürize ok içeren yeni bir kara tahtaya doğru yürüdü. Kafa karıştırıcı bir şekilde, her şey melon şapka takan ve ağzından puro sarkan bir sendika patronu tarafından tasvir edilen örgütlü emek ile başladı. Bu noktadan sonra işler daha da garipleşti ve giderek daha da yanlış bir hal aldı. Aowchart'taki son karikatür, silindir şapka takan bir grup bankacıyı gösteriyordu ve bu noktada Beck son ve en önemli açıklamasını yaptı.

"Bankacılardan nefret ettiğimizi sanıyordum, değil mi? Hayır, hayır, hayır. Bu aslında *Fed,*" dedi, şimdi heyecanlanmıştı, kelimelerini havlayarak söylüyordu. "Fed nedir? Merak etmeyin.

-Sadece büyük bankacılar topluluğu. Bilirsin, Goldman Sachs. Biz

emin olamayız çünkü bakmamıza izin verilmiyor. Oh, kulağa dürüstçe geliyor! Yani bankacılara gidiyorsunuz ve bankacılar diyor ki: 'Endişelenmeyin! Hazineye gidip daha fazla para basacağız. Sadece daha fazla para basacağız. Ve sonra bu parayı matbaadan alıp tahvillerinizi satın alacağız...'" dedi. Sözlerini şöyle tamamladı: "Bu bizi nereye götürür biliyor musunuz? Beş parasız!" Bunların çoğu yanlıştı. Fed büyük bankerler topluluğundan oluşmuyordu; para basmak için Hazine'ye güvenmiyordu; ve parasal genişleme Amerika'yı meteliksiz bırakmayacak, tam tersine finans sistemine enjekte edilen trilyonlarca yeni dolarla meteliksiz bırakacaktı. Beck'in doğru yaptığı tek önemli şey, parasal genişlemenin para biriktiren insanlara zarar vereceğini belirtmek oldu. Ancak konuşması genel olarak önemli bir trajediydi. Yayını, 2010 yılında muhafazakarların önemsediği gündemin belirlenmesine yardımcı oldu.

Muhafazakârlar Federal Rezerv'i liberallerden çok daha fazla önemsiyordu. 3 Kasım'da parasal genişleme muhafazakar Drudge Report web sitesinin en önemli haberiydi ve büyük kırmızı harflerle yazılmış bir manşet vardı: "BÜYÜK YENI POMPA." Buna karşın liberal Huffington Post, niceliksel genişlemenin açıklanmasından sonraki günlerde ana sayfasında niceliksel genişleme ile ilgili herhangi bir haber yayınlamamış görünüyor. Ancak muhafazakar medya parasal genişlemeyi özel bir şekilde, fiyat artışına ilişkin derin bir endişeyle ele aldı. Haberde, planın doların değerini düşüreceği gerçeğine odaklanıldı ve bu da sanki ulusu zayıflatıyormuş gibi belli belirsiz bir vatanseverlik karşıtlığı gibi göründü. Glenn Beck uzun bölümü boyunca defalarca hiperenflasyon tehdidinden bahsetti. Beck, Nazi Partisi'nin yükselişinden önce Almanya'nın başına bela olan hiper enflasyona atıfta bulunarak "Weimar Cumhuriyeti anı olacak" dedi.

Fed aslında doların değerini düşürmeye çalışıyordu. Dallas Fed Başkanı Richard Fisher, FOMC'nin iç tartışmaları sırasında buna dikkat çekmiştir. Fisher, "Dün de belirttiğiniz gibi, Sayın Başkan, ihracatımıza olan talebi canlandırmak için doların değerini düşürmek istenen bir diğer faydadır - ve bunu asla kamuoyu önünde söylemememiz gerektiğini düşünüyorum" dedi. Doların değerinin düşürülmesi FOMC içinde o kadar da kötü bir şey olarak görülmüyordu. Amerikan ürünlerini denizaşırı ülkelerde daha ucuz hale getirerek ihracatı canlandırabilir ve istihdam yaratabilirdi. Ancak Fed'i

eleştiren muhafazakârlar devalüasyonu neredeyse vatan hainliği olarak görüyordu. Muhafazakâr yazar James Rickards 2011 yılında *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis (Kur Savaşları: Bir Sonraki Küresel Krizin Oluşumu)* adlı bir kitap yayınladı. Rickards

1990'ların sonunda çöktüğünde 1nansal sistemi neredeyse yok eden LongTerm Capital Management adlı hedge fonunun eski avukatı. Rickards'ın kitabı devalüasyon korkularını mümkün olan en uç noktaya taşıyarak, bunun Rusya ve Çin arasında Amerikan borçlarını azaltmak, kendi para birimlerinin değerini düşürmek ve Amerikan ekonomisini istikrarsızlaştırmak için koordine ePorts'a yol açacağı uyarısında bulundu. *Kur Savaşları'*nın başarısı, Rickards'ın tematik olarak aynı kapaklara ve *The Road to Ruin*, *Aftermath* ve *The Death of Money* gibi başlıklara sahip bir dizi kitap yazmasına yol açtı.

Bu kitaplar ve diğer muhafazakâr yayınlar, Türkiye'ye yönelik eleştirilerin azalmasına yardımcı oldu.

Fed'i ve parasal genişlemeyi eleştirenler sağcı çatlaklar gibi görünüyordu. Rickards gibi insanlar hiper enflasyon gibi olası en felaket sonuçları öngördüler, ancak bu sonuçlar takip eden on yıl boyunca hiç gerçekleşmedi. Fed'in eylemleri diğer merkez bankalarını kendisini takip etmeye ve kendi parasal genişleme programları yoluyla daha fazla para basmaya zorladı, ancak bu bir kur savaşı değildi. Ve önceki on yılda olduğu gibi, fiyatlardaki artış bırakın hiper artışı, hiçbir zaman ciddi bir seviyeye bile çıkmadı. Muhafazakâr argümanların aşırılığı, bunların göz ardı edilmesini kolaylaştırdı. Bu argümanlar Tom Hoenig'in muhalefet şerhini de etkisi altına aldı. Sonraki yıllarda Hoenig'in parasal genişlemeye fiyat artışına ya da hiperenflasyona yol açacağı için karşı çıktığı imajı bu şekilde pekişti. Fiyat artışına odaklanılması, parasal genişleme taraftarlarının fiyatların keskin bir şekilde artmadığı her yıl zafer ilan etmelerini sağladı.

Ben Bernanke bu söylemin yerleşmesine yardımcı oldu.

Bernanke, 3 Kasım'daki oylamadan kısa bir süre sonra *50 Dakika programına* katıldı. Bu Bernanke'nin programa ikinci çıkışıydı. Bir yıl önce, Bernanke'nin küçük memleketi Güney Carolina, Dillon'da çekilen bir bölümü de içeren uzun bir röportaj vermişti. O ve *50 Dakika* sunucusu Scott Pelley,

Bernanke'nin büyükbabasının bir zamanlar eczane işlettiği mütevazı binanın dışında, Ana Cadde'de bir bankta oturuyorlardı. "Ben Ana Cadde'den geliyorum. Bu benim geçmişim" dedi Bernanke.

2010 yılında Bernanke, Fed'in giriştiği benzeri görülmemiş deneyi savundu. Pelley niceliksel genişlemenin nasıl işleyeceğine dair doğru bir

genel bakış sundu. Ancak Bernanke'ye parasal genişlemenin olası olumsuz yanlarını sorduğunda
programında Pelley sadece tek bir konuya odaklandı: fiyat artışı. Pelley, "Bernanke'nin Federal Rezerv'ini eleştirenler... altı yüz milyar doların ve faiz oranlarının düşük tutulmasının toparlanmakta olan ekonomiyi aşırı ısıtarak fiyatların kontrolden çıkmasına neden olabileceğini söylüyorlar" dedi. Bu, Bernanke'ye yöneltilen soruların yönünü değiştirdi ve FOMC toplantılarında Hoenig, Richard Fisher, Charles Plosser ve Kevin Warsh tarafından dile getirilen gerçek eleştirilerin niteliğini önemli ölçüde daralttı. Bernanke yanlış algıyı düzeltmedi.

"Bu inAasyon korkusunun çok abartıldığını düşünüyorum. Bu konuya çok ama çok dikkatli bir şekilde baktık. Her yönüyle analiz ettik," dedi Bernanke. Ardından Bernanke, niceliksel genişleme anlayışını yıllarca lekeleyecek bir şey söyledi. "Ortada dolaşan bir efsane, yaptığımız şeyin para basmak olduğudur. Para basmıyoruz," dedi. "Dolaşımdaki para miktarı değişmiyor. Para arzı kayda değer bir şekilde değişmiyor."

Bu ifade temelde doğru değildi. Para arzı halihazırda önemli ölçüde değişmekteydi ve asla 3 Kasım'daki yüksek seviyesine geri dönmeyecekti. Bu gerçeği en iyi anlayanlar, Hoenig ve Bernanke gibi, Fed'in gücünün gerçekte nasıl işlediğini ve FOMC'nin oyunu verdikten sonra gerçekte ne yapmaya başladığını anlayan insanlardı.

Amerikan finans sistemi 4 Kasım 2010'dan itibaren Manhattan'ın aşağısındaki 33 Liberty Street'te bulunan merkezi bir merkez etrafında dönmeye başladı.
Bu adres, yeni niceliksel genişleme döneminin başlayacağı New York Federal Rezerv Bankası'nın adresiydi.

New York Federal Rezervi'nde, 9:05'teki olağan sabah toplantısına hazır olabilmek için genellikle erkenden, bazen gün doğumundan önce işe gelen bir finans tüccarları ekibi çalışmaktadır. İşlem salonları, mırıltılı konuşmalar ve klavye şakırtıları ile sessiz ve sakindir. Uzun sıralar halindeki kabinler, genç yaşta olma eğilimi gösteren analistlerle doludur; kot pantolonlar nadir değildir. Kabinler, her yerdeki kabin çiftliklerinde olduğu gibi, neşesiz konformizmin üstesinden gelmek için mücadele eden küçük kişisel efektlerle

dekore edilmiştir. Bir noktada bir duvara parlak kırmızı bir Rutgers flaması yapıştırılmıştı, aile fotoğrafları
diğerine. Pencere kenarlarındaki anemik görünümlü bitkiler zayıf ışıkta hayatta kalma mücadelesi veriyor. Burası birçok yönden Manhattan'ın aşağısındaki herhangi bir ticaret merkezine benziyor. Ancak Fed tüccarlarının özel güçleri var. İlk güçleri, büyük bir bankayı kıskandıracak bilgilere erişimleri. Her banka Fed'de bir rezerv hesabı tuttuğu için, Fed'in tüccarları her bankanın rezerv kasalarında ne kadar para tuttuğunu görebilir. Fed ayrıca bankalar arasındaki gecelik kredi alışverişini de izleyebilir, çünkü bu krediler Fed'in kendi işlem sistemi üzerinden yapılır. Bu özel bilgiler daha sonra Bloomberg terminalleri gibi tezgah üstü veri hizmetleri ile birleştirilerek Fed tüccarlarına Amerika'nın bankacılık sistemi hakkında benzersiz bir görüş kazandırır. Bu bilgi, Fed tüccarlarının sahip olduğu ikinci, geniş kapsamlı güç ile birleştirilir. Onlar dünyada yeni dolarlar yaratarak bir şeyler satın alabilen tek tüccarlar. Bu, Fed'in ekonomiyi ve bankacılık sistemini etkileme kabiliyetinin temelidir.

Sıklıkla FOMC'nin kısa vadeli faiz oranlarını "belirlediği" söylenir ki bu bir dereceye kadar doğrudur. FOMC kısa vadeli faiz oranları için bir hedef belirler. Bu hedefi gerçeğe dönüştürenler ise New York Fed'deki tüccarlardır. On yıllar boyunca bunu, paranın maliyetini tam olarak FOMC'nin istediği hale getirmek için tam olarak doğru miktarda menkul kıymet alıp satarak yaptılar. Eğer FOMC faiz oranlarının düşmesini istiyorsa, New York'taki tüccarlar gidip yeni yaratılan dolarları kullanarak Hazine bonoları satın alırlardı. Bu, Hazine tahvillerini Fed'e çekme ve karşılığında yeni dolarları dışarı itme gibi bir etkiye sahipti. Bu, dolaşacak daha fazla dolar olduğu anlamına geliyordu, bu da borçlanma maliyetini düşürdü, bu da paranın kısa vadeli faiz oranını düşürdüğünü söylemenin başka bir yoludur. FOMC faiz oranlarının yükselmesini istediğinde, tüccarlar tam tersini yaparak Hazine tahvillerini sattı ve bu süreçte nakit emerek parayı daha kıt ve dolayısıyla daha yüksek faiz oranlarında ifade edildiği gibi borçlanmayı daha pahalı hale getirdi. New York Fed ticaret ekibi bunu bir piyano akortçusunun beceri ve uzmanlığıyla yaptı ve FOMC'nin istediği faiz oranını üretmek için para arzını tam olarak doğru gerilim seviyesinde tutmayı başardı. Amerika'nın pek çok altyapısının aksine, Fed'in finansal piyasaları etkileme sistemi bozulmamıştı ve titizlikle korunuyordu. Gücü ve erişimi nefes kesiciydi.

Fed, 4 Kasım'da ikinci tur niceliksel genişlemeyi başlattığında bu makineyi yeni bir kullanıma sokacaktı. Şimdi Fed sadece kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmeye çalışmıyordu. Tüm ekonomiyi canlandırmaya çalışıyordu.

ABD ekonomisi. Program, Fed tüccarlarının para arzını kontrol etmek için bir şeyler alıp sattıkları ticaret alanının bir köşesinde bulunan şaşırtıcı derecede küçük bir odadan yürütülüyordu. Belirlenen bir zamanda, bazen haftada iki kez, bir Fed tüccarı odaya giriyor ve kapıyı arkalarından kapatıyordu. FedTrade adı verilen Fed'in tescilli ticaret sistemine erişen bir terminalde oturuyorlardı. Fed bu sistemi onlarca yıldır, neredeyse her gün, dünyadaki en seçkin 1nansal kurumlar grubundan kısa vadeli menkul kıymetler alıp satmak için kullanıyordu. Bunlar, doğrudan Fed ile iş yapma ayrıcalığına sahip yaklaşık iki düzine "birincil satıcı" idi. Ana dealerlar arasında Goldman Sachs, J. P. Morgan, Citigroup ve Credit Suisse gibi büyük bankalar ve yatırım kuruluşları ile Nomura Securities International ve Cantor Fitzgerald gibi daha küçük oyuncular yer alıyordu.

Fed tüccarı terminalden, uzun vadeli Hazine bonoları veya ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi belirli bir varlık için teklif verir ve ardından hangi ana bayinin en iyi fiyata satmaya istekli olduğunu görmek için beklerdi. Fed her zaman basit bir nedenden dolayı ihalesi için teklif alırdı: Dünyadaki en güçlü alıcıydı. Bir anlaşmayı kapatmak için ne kadar paraya ihtiyaç duyarsa o kadar para yaratabilirdi. Fed ve J. P. Morgan bir fiyat üzerinde anlaştığında, örneğin bir grup Hazine bonosu için 10 milyar dolar, o zaman J. P. Morgan'daki tüccar Hazine bonolarını Fed'e gönderirdi. Bu, Fed tüccarının bilgisayar terminalinde birkaç tuşa basarak işlem için parayı yarattığı andı. J. P. Morgan tüccarı bankanın Fed'deki rezerv hesabının bakiyesini kontrol ettiğinde, işlemi finanse etmek için 10 milyar yeni dolar ortaya çıkmıştı. Fed Wall Street'te bu şekilde para yarattı. Bir varlık aldı ve bunun için ana satıcıların rezerv hesaplarında yeni dolarlar yaratarak ödeme yaptı.

Kasım ayından itibaren Fed traderları bu işlemi Wall Street rezerv hesaplarında birkaç yüz milyar dolar yaratana kadar tekrar tekrar yaptılar. bu sürecin anlaşılması gereken önemli bir kısmı daha var. Piyasa yapıcıları sadece ellerinde bulunan Hazine bonolarını ve ipotekli tahvilleri satmıyordu. Eğer durum böyle olsaydı,

Fed'in bankacılık sistemine ne kadar para aktarabileceği sınırlandırılmış olurdu (piyasa yapıcıların elinde bile bu tür varlıkların sadece belli bir miktarı

vardı). Bunun yerine Fed, ana dealerları aracı olarak kullanan bir tür taşıma bandı kurdu. Taşıma bandı Fed'in dışında, ana dealer olmayan hedge fonlarla başladı. Bu hedge fonlar büyük bir bankadan borç para alabiliyor, bir Hazine bonosu satın alabiliyor ve daha sonra bir piyasa yapıcının bu Hazine bonosunu yeni nakit karşılığında Fed'e satmasını sağlayabiliyordu. Bu şekilde, hedge fonlar milyarlarca dolar borçlanıp tahvil satın alabiliyor ve bunları bir kâr karşılığında Fed'e satabiliyordu. Taşıma bandı bir kez çalışmaya başladığında, tahvilleri sihirli bir şekilde nakde dönüştürmeye başladı. Nakit, piyasa yapıcıların rezerv hesaplarında güvenli ve sağlam bir şekilde kalmadı. Yaşayacak bir yer aramak için bankacılık sistemine doğru akmaya başladı.

Para, öncelikle zaten çok parası olan kişi ve kurumların davranışlarını değiştirerek dünyayı değiştirdi. Niceliksel gevşeme ile yaratılan her bir dolar, suyun taşan bir havuza itilmesi gibi, zaten var olan dolarlar üzerinde baskı yarattı. Bu baskı, Fed'in kısa vadeli faiz oranlarını zaten sıfırda tutuyor olmasıyla daha da yoğunlaştı. Fed esasen hedge fonları, bankaları ve özel sermaye şirketlerini borç yaratmaya ve bunu daha riskli yollarla yapmaya zorluyordu. Strateji, rakibini iki taraftan sıkıştıran askeri bir kıskaç hareketine benziyordu; bir tarafta tüm bu yeni nakit vardı, diğer tarafta ise bu nakdi biriktiren herkesi cezalandıran düşük oranlar vardı. Wall Street tipleri bu strateji için bir isim geliştirdiler. Buna sıfır faiz politikasının kısaltması olan ZIRP adını verdiler. Ekonomistler ZIRP hakkında faiz oranları açısından konuşuyorlardı, ancak Wall Street'te yeni para ve düşük faizlerin birleşik gücü için daha derin bir takdir vardı. Hedge fonları ve yatırımcılar ZIRP'ın dünyayı nasıl yeniden şekillendirdiğini görebiliyorlardı, çünkü bunu ZIRP adına yapanlar onlardı.

ZIRP'ın etkilerini anlamak için, her şeyi ZIRP'ın yarattığı dünyada hayatını kazanmak zorunda olan açgözlü bir hedge-fon yöneticisinin bakış açısından düşünmek faydalı olacaktır. Bu hedge-fon yöneticisi borçtan nakde dönüşen taşıma bandına katılmış ve Fed'e Hazine bonosu satmış olabilir
1 milyon dolarlık bir kar için (1 milyon dolarlık kar bir hedge fon sahibi için gerçekçi olmayan bir şekilde küçüktür, ancak bu senaryonun iyiliği için yuvarlak sayı yardımcı olur). Bu hedge-fon yöneticisinin, 1 milyon dolar hesabına geçtiğinde düşüneceği ilk şey geçerli faiz oranı olacaktır. Faiz oranı,

diğer her şeye bakacakları bir mercek oluşturur, çünkü faiz oranı, 1 milyon doların hiçbir şey yapmadan onlara ne ödeyebileceğidir. Eğer uzun vadeli bir Hazine bonosunun faiz oranı yüzde 4 ise, hedge fonu sahibi parasını Hazine bonolarında saklayabilir ve yılda 40.000 dolar kazanabilir, aslında risksizdir.

Pek çok insan bu hedge fon yöneticisini ziyaret *ederek paralarını* Hazine bonolarında saklamamaları, bunun yerine paralarını söz konusu ziyaretçinin tanıttığı plana yatırmaları konusunda ikna etmeye çalışacaktır. Hedge fonları ziyaret ederek para isteyen pek çok insan vardır. Teksas'tan patolojik derecede iyimser petrol yöneticileri, kırma kuyuları açmak için para toplarlar. Miami'den yeni lüks apartman daireleri inşa etme planları olan ticari gayrimenkul geliştiricileri vardır. *Çeşitlendirme* kelimesini o kadar çok kullanan hisse senedi portföy yöneticileri var ki kulağa kutsal bir büyü gibi geliyor. Bu insanlar konferans salonlarında geçit töreni yapıyor ve PowerPoint sunumlarını sergiliyorlar ve her zaman başlarının üzerinde asılı bir kılıç var. Bu kılıç yüzde 4 faiz oranıdır. Hepsinin, projeleri her ne olursa olsun, 10 yıllık Hazine bonosunun risksiz getirisi olan yüzde 4'ten daha yüksek bir getiri sağlayacağına dair çok ikna edici bir açıklama yapmaları gerekir. On yıllar boyunca işler bu şekilde yürüdü, ancak 2010'dan sonra artık bu şekilde yürümüyor.

Kısa vadeli faiz oranları uzun yıllar boyunca sıfır seviyesinde tutuldu, bu da diğer faiz oranlarının da tarihsel olarak düşük olduğu anlamına geliyordu. Niceliksel gevşeme, kasıtlı ve stratejik bir şekilde bu ePekti yoğunlaştırdı. Niceliksel gevşeme programının birincil amacı, para biriktirmenin uzun vadeli faydasının her geçen ay daha düşük olmasını sağlamaktı. New York Fed tüccarları bu hedefe belirli Hazine bonolarını, yani 10 yıllık Hazine bonoları gibi uzun vadeli bonoları satın alarak ulaştılar. Bu yeni bir durumdu. Daha önceki yıllarda Fed para arzını sadece kısa vadeli Hazine bonoları satın alarak kontrol ediyordu. Fed uzun vadeli tahvilleri satın alıyordu çünkü bunu yapmak Wall Street yatırımcılarının paralarını saklayabilecekleri tek kasayı kapatmak anlamına geliyordu. Finansal çöküş başlamadan önce
2007 yılında, 10 yıllık Hazine bonosunda para biriktirmenin ödülü yüzde 5'ti. Fed,
2011 sonbaharında bu oranın yaklaşık yüzde 2'ye düşmesine yardımcı oldu
.I

ZIRP'ın genel etkisi bir nakit dalgası yaratmak ve bunu yatıracak yeni bir yer bulmak için çılgınca bir arayışa girmek oldu. Ekonomistler bu dinamiğe

"getiri arayışı" ya da "getiriye ulaşma" adını verdiler; bir zamanlar pek bilinmeyen bu terim Amerikan ekonomisini tanımlamada merkezi bir rol oynamaya başladı. Gerçek paraya, yani milyarlarca dolara sahip olan insanlar, sıfırdan daha fazla getirisi olan yatırımlar aramaya koyuldular.

Şimdi, patolojik derecede iyimser bir hidrolik kırıcı hedge fonu ziyaret ettiğinde, çok daha sempatik bir şekilde dinlendiler. PowerPoints'leri petrol kuyularının verimliliğine ilişkin riskli görünebilecek rakamlar içeriyordu. Ancak yatırım fonu yöneticisinin şöyle düşünmesi daha olasıydı: Neden olmasın? Sıfırdan iyidir. Miami'li konut geliştiricisi yeni konutlara olan taleple ilgili yarım yamalak tahminlerden bahsediyordu ama projeye şans vermek yine de sıfırdan iyiydi. Ve iyi giyimli portföy yöneticisi, hisse senedi hisselerini destekliyordu - hisse senetleri, onları destekleyen şirketin gerçek karlarıyla karşılaştırıldığında çılgınca pahalı görünüyordu

-Bu yatırım da sıfırı aştı. Getiri arayışı sadece riske aç hedge-fon yöneticilerine baskı yapmakla kalmadı. Aynı zamanda büyük emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi en muhafazakar ve varlıklı kurumları da baskı altına aldı. Bu kurumların muazzam miktarlarda nakitleri vardı ve borçlarını ödeyebilmek için faiz ödemelerine bağımlıydılar. Faiz oranları yüzde 4 olduğunda, bir emeklilik fonu Hazine bonolarında biriktirdiği sadece 10 milyon dolarla tüm ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilir, çünkü 10 milyon dolar düzenli faiz ödemelerini başlatacaktır. Faizler sıfıra yaklaştığında, emeklilik fonu aniden iflas eder ve getiri arayışına girmesi gerekir. Artık emeklilik fonu bile hidrolik kırma kuyularına ve lüks konut inşaatlarına dikkatle bakacaktır.

Bu nedenle ZIRP varlık fiyatlarının yükselmesine neden oldu. İnsanlar getiri aradıklarında varlık satın alırlar. Bu artan talep şirket tahvillerinin, hisse senetlerinin, gayrimenkulün ve hatta bir sanat eserinin fiyatını yükseltti. Varlık fiyatlarındaki artış niceliksel genişlemenin istenmeyen bir sonucu değildi. Amaç buydu. Umut, yüksek varlık fiyatlarının ekonominin geneline yayılan ve yeni işler yaratan bir "zenginlik ePekti" yaratmasıydı. Fed'in üst düzey liderleri için ZIRP'ın zenginlik etkisine ulaşmak için her şeyden önce ekonomiye fayda sağlaması gerektiği tamamen açıktı.

ülkedeki en zengin insanlar. Bunun nedeni, Fed'in kendi analizine göre Amerika'da varlıkların geniş bir kitleye ait olmamasıdır. 2012 yılının başlarında Amerikalıların en zengin yüzde 1'i tüm varlıkların yaklaşık yüzde 25'ine sahipti. Tüm Amerikalıların en alttaki yarısı ise tüm varlıkların sadece yüzde 6,5'ine sahipti. Fed varlık fiyatlarını artırırken, en tepede yer alan ve sayıları gittikçe azalan bir gruba yardım ediyordu.

Bu düzenlemeden en çok yararlananlar bu konuda en az konuşanlar oldu. Çok az sayıda hedge-fon işletmecisi ZIRP'nin gelir eşitsizliğini nasıl artırdığı ve spekülatif borç balonlarını nasıl körüklediği konusunda şikayet etmeye hevesli görünüyordu. Aslında Wall Street'in konuşulmayan kurallarından biri, bilenlerin göstermemesidir. Eğer bir işlem kâr getiriyorsa, bunu bilenler bundan bahsetmezler çünkü bunu yapmak kalabalığı çekebilir ve işlemin kendisini riske atabilir. Dolayısıyla, niceliksel gevşemeye ilişkin kamuoyu söylemi, hiçbir zaman gerçekleşmeyen fiyat inişine odaklanan iniş kıyamet tellallarının hakimiyetinde kaldı. Tom Hoenig gibi kişilerin argümanları çoğunlukla göz ardı edildi. Ve 2010'dan sonra artık FOMC içinde bu argümanları dile getirmeyecekti.

Hoenig 2011 yılının başlarında, altmış-on beş yaşındayken Kansas City Fed'den emekli oldu. NPR bu konuda bir haber yaptığında ondan "Fed Muhalifi Thomas Hoenig" olarak bahsetti. Ünü yerleşmişti. Hoenig Ocak ayında Kansas City'de yerel bir iş grubuna bir konuşma yaptı. Bu aslında onun Fed başkanı olarak veda konuşmasıydı. Bu vesileyle parasal genişlemeye ya da yüzde 0 faiz oranlarına karşı argümanlarını öne sürmedi. Bunun yerine Fed içindeki muhalefetin değeri hakkında kısa bir konuşma yaptı. FOMC'nin sadece Washington, D.C.'de atanan Fed guvernörlerini değil, ülkenin dört bir yanından üyeleri içerecek şekilde yapılandırıldığına dikkat çeken Hoenig, "Bu yapıda, her [FOMC] üyesine bir danışma rolü değil, bir oy verildiğini hatırlamak kilit bir noktadır" dedi. "Müzakereci bir organ, karar almanın en zor olduğu zamanlarda muhalefeti gizleyerek güvenilirlik kazanmaz."

Hoenig karşı çıkmış ve kaybetmişti. Parasal deney artık başlamıştı.

"Bana gelince, komitenin çoğunluğunun haklı olabileceğinin farkındayım. Hatta öyle olmasını umuyorum. Ancak, ben politik pozisyonumu kendi görüşlerime dayanarak belirledim.

deneyim, güncel veriler ve ekonomik tarih" dedi. "Görüşlerimi oyumla ifade etmemiş olsaydım, size ve komiteye karşı görevimi yerine getirmemiş olurdum."

Kasım 2010 ile Haziran 2011 arasında parasal genişleme finansal sisteme 600 milyar yeni dolar girmesini sağlamıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nin parasal tabanı - yani sadece Fed'in yaratabildiği yeni paranın çekirdek havuzu - Kasım 2010 ile Haziran 2011 arasında toplam 720 milyar dolar arttı. Yaklaşık yedi ay içinde Fed, bankacılık sistemine 2008'den önceki otuz yılda enjekte ettiğinden daha fazla para enjekte etti. Bankalar tarihte hiç görmedikleri kadar fazla nakit rezervine sahip oldular. 2011 yazına gelindiğinde bankacılık sistemindeki fazla nakit rezervlerinin değeri 1,6 trilyon dolara ulaşarak kriz öncesi seviyelere göre yüzde 96.000'lik bir artış gösterdi.

İlk başta, ZIRP'ın ekonominin geneline yardımcı olabileceğine dair cesaret verici işaretler vardı. Parasal genişlemenin sona ermesinden sonraki aylarda işsizlik oranı yavaş ama istikrarlı bir şekilde düşmeye başladı. Ancak zaman geçtikçe Bernanke ve diğerlerinin umduğu daha geniş çaplı faydaların elde edilmesi zorlaştı. Niceliksel gevşeme Kasım ayında başlatıldığında işsizlik oranı yüzde 9,8 idi. Program 2011 yazında sona erdiğinde işsizlik oranı hala yüzde 9'du. Ekonomik büyüme, Fed'in kendi ölçülerine göre, hala anemik ve belirsizdi. Fed bu küçük kazanımları elde etmek için finansal sistemi geri dönüşü kolay olmayacak şekilde çarpıtmıştı.

Ben Bernanke daha fazlasını yapma konusunda tek başına kararlı hale geldi. Eğer yeni tur niceliksel gevşeme sadece marjinal olarak işe yaradıysa, o zaman belki başka, daha büyük bir tur daha iyi çalışabilirdi. Eğer bankalar ZIRP baskısı altında Fed'in istediği kadar borç vermiyorsa, o zaman ZIRP yoğunlaştırılabilirdi. Bernanke'nin 2012 yazında yapmayı önerdiği de buydu. Ancak bu kez Bernanke 2010'da karşılaştığından daha fazla muhalefetle karşılaşacaktı. FOMC'nin 2012 yazındaki toplantısında, on iki FOMC üyesinden altısı yeni bir niceliksel genişleme turunun başlatılması konusunda şüpheci olduklarını ifade etti. Bu üyelerden üçünün bile Bernanke'nin planına karşı oy kullanması, Fed'in deneyleri konusunda kararsız olduğunu tüm dünyaya gösterecekti. Bernanke

bunun gerçekleşmemesini sağlamak için çok çalıştı. FOMC içinde siyaset yapmaya başladı ve Fed'in müdahalesini artırma planı için destek oluşturdu.

Bernanke'nin en güçlü muhalefeti, planını yavaşlatmak veya engellemek için birlikte çalışmaya başlayan üç Fed guvernöründen oluşan bir gruptan geldi. Bu guvernörlerden biri, en azından FOMC toplantısının kapalı oturumlarında, ZIRP'ın zorlu bir eleştirmeni olduğunu kanıtladı. Adı Jerome H. Powell'dı ve 2012 yılında Barack Obama tarafından atanarak Fed yönetim kuruluna nispeten yeni katılmıştı.

Powell, Hoenig'in dile getirdiği endişelerin birçoğunu dile getirdi. Ancak Powell bu endişelere farklı bir yoldan ulaşmıştı. Kariyerini özel sermaye anlaşmaları dünyasında geçirmişti. Riskli borçların yaratılmasına ve satılmasına yardımcı olarak zenginleşmişti. Fed'e katıldığında, bu borcun daha geniş ekonomi için ne kadar riskli olabileceğine dikkat çekmeye başladı.

Thomas Hoenig'in aksine, Jerome Powell gerçekten dinlenecekti. Aslında, Fed içinde en yüksek güç seviyelerine yükselecekti. Ve Fed başkanlığına yükseldiği yıllarda, niceliksel genişlemenin ne kadar tehlikeli olabileceğine dair en net uyarılardan bazılarını yaptı.

I. On yıllık Hazine bonolarının getirisini etkileyen birçok faktör vardır ve bu faktörler Fed'in eylemleriyle birlikte çalışarak zaman içinde faizleri düşürmüştür. Bernanke, parasal genişlemenin ilk turunun tek başına 10 yıllık faizleri muhtemelen yüzde 1,1 ile yüzde 0,4 arasında düşürdüğünü, ikinci turun ise faizleri yaklaşık yüzde 0,15 ile yüzde 0,45 arasında düşürdüğünü tahmin etmektedir.

FARt z

irf'in asasi

ŞAFTÖR y

NİTELİKLİ KALİTE

(zo1z-zo14)

Jerome Powell Fed yönetim kuruluna katıldığında, dünyadaki en garip, en izole çalışma yerlerinden birine katılmış oldu. Fed guvernörleri, Eccles Binası'ndaki uzun bir koridorda, kavernöz, süslü yönetim kurulu salonunun yakınında yer alan iyi döşenmiş ofislerde çalışıyor. Aynı binanın aynı katında çalışıyor olsalar da, yöneticiler birbirlerinin ofislerine tavsiye istemek ya da bir düşünceyi paylaşmak için uğramazlar. Görüşmeler valilerin asistanları aracılığıyla randevu alınarak ayarlanıyordu. Powell'ın vali olarak komşularından biri, eski bir banka yöneticisi ve Amerikan Bankacılar Birliği Başkanı olan Elizabeth "Betsy" Duke idi. Duke, Fed guvernörü olmanın ne kadar izole edici bir şey olduğunu fark ettiğini söyledi. "Hayatımda yaptığım en yalnız işti," diye hatırlıyor.

Sosyal ortam gergindi ama Jerome Powell bu ortama sorunsuz bir şekilde uyum sağlamayı başardı. Bu onun hayattaki başlıca becerilerinden biriydi. Powell çekici, zeki ve hatta alçakgönüllüydü; taklit edilmesi imkânsız bir mizaha sahipti. Herkes ona Jay derdi. Kariyerini Amerika'nın güç koridorlarında geçirmiş, büyük hükümet ve büyük para kurumları arasında gidip gelmişti. Jay Powell dünyanın en güçlü insanlarının yanındayken ne söyleyeceğini ve nasıl söyleyeceğini biliyordu. Washington, D.C.'nin zengin banliyölerinde büyümüş, Georgetown Hukuk Fakültesi'ne gitmiş ve ardından Wall Street'te yatırım dünyasında çalışmaya başlamıştı. Daha sonra ABD Hazine Bakanlığı'nda 1. Başkan George Bush'un emrinde üst düzey bir pozisyona geldi ve ardından çok güçlü bir özel sermaye şirketi olan Carlyle Grubu. Carlyle o kadar zengindi ve Washington'da o kadar güçlü bir grup tarafından yönetiliyordu ki, sadece Federal Rezerv'in geçebildiği bir dizi komplo teorisinin ortaya çıkmasına neden oldu. Carlyle'da geçirdiği zamanın ardından Powell çok zengin oldu ve Washington'da bir düşünce kuruluşuna

katıldı. Bir uzlaşma anlaşmasının parçası olarak Barack Obama tarafından Fed başkanlığına aday gösterildi. Obama, Jeremy Stein adında bir Harvard profesörü olan bir liberali ve Jay Powell adında bir muhafazakarı aday gösterdi.

Powell Fed'e Mayıs 2012'de, tam da FOMC gergin bir tartışma dönemine girerken geldi. Ben Bernanke yeni ve çok daha büyük bir niceliksel genişleme turu için bastırıyordu, ancak komite içinde benzeri görülmemiş miktarda muhalefetle karşı karşıyaydı. O yaz FOMC içindeki tartışmalar Bernanke'nin planına karşı dikkate değer düzeyde şüphecilik ve açık muhalefet olduğunu ortaya koydu. Temmuz sonundaki toplantıda, oy kullanan FOMC üyelerinin yaklaşık yarısı parasal genişleme konusundaki endişelerini dile getirdi. Bernanke, 2008'deki çöküşten neredeyse dört yıl sonra ekonomik büyümenin zayıf ve işsizlik oranının yüksek kalması nedeniyle bu muhalefete karşı sert bir şekilde bastırmaya başladı. Bu uzun anemik büyüme dönemi, konut balonundan kalan büyük borç yükü nedeniyle tamamen beklenen ve öngörülebilir bir durumdu, ancak Bernanke harekete geçmesi ve Amerikan ekonomisini canlandırmak için Federal Rezerv'i ePorts'un merkezinde tutması için baskı hissetti. Bunu başarmak için Bernanke, Fed'i bir zamanlar deneysel, hatta radikal olarak kabul edilen, ancak artık Fed'in elindeki tek araç olan araçları kullanmaya zorladı.

Powell geldiğinde Fed en güçlü araçlarından ikisini zaten kullanmıştı. Bunlardan ilki, Fed'in faizleri düşük tutacağını garanti ederek daha fazla borç vermeyi ve spekülasyonu teşvik ettiği "ileriye dönük yönlendirme" idi. Ocak ayında Fed, faiz oranlarını yaklaşık üç yıl daha sıfırda tutacağının sinyalini vererek, yönlendirmeyi olağanüstü bir şekilde tırmandırmıştı. İkinci araç, niceliksel gevşemeye benzer bir tahvil alım programı olan "Twist Operasyonu" idi, ancak önemli bir fark vardı. Twist Operasyonu bankacılık sistemine daha fazla nakit pompalamıyor, sadece uzun vadeli Hazine bonolarının faiz oranlarını aşağı çekerek daha fazla kredi verilmesini teşvik etmeyi amaçlıyordu [.I] Fed 2011'in sonlarında yeni bir Twist Operasyonu başlatmış ve 2012'de bunu uzatmıştı.

Ancak yaz ayları geldiğinde Bernanke'nin daha fazlasına ihtiyacı vardı. Son, en güçlü ve en tartışmalı araca yöneldi: niceliksel genişleme. Bernanke daha büyük, daha uzun süreli bir niceliksel gevşeme turu için bastırmaya başladı ve belki de bu yeni turun bir önceki turun başaramadığını başaracağını savundu. Niceliksel gevşeme artık para politikasının normal bir

aracı haline gelmişti ve hatta Fed'de ve Wall Street'te insanların onu sadece QE olarak adlandırdığı kendi kısaltılmış tanımını kazanmıştı. Ancak QE normalleşirken bile FOMC içinde QE'ye karşı muhalefet artıyordu. Bernanke, Fed guvernörleri ve birçok bölgesel banka başkanının direnişiyle karşılaştı. Bu büyüyen anlaşmazlık Jay Powell üzerinde nerede durduğunu açıklaması ve bunu hızlı bir şekilde yapması için baskı oluşturdu. Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında yapılacak bir dizi FOMC oylaması Fed'in ve finansal sistemin gelecekteki rotasını belirleyecekti.

Powell, niceliksel genişlemenin sesli bir eleştirmeni olan Betsy Duke ile yakın çalışmaya başladı. Hem Powell hem de Duke Fed'e özel bankacılık ve finans dünyasından gelmişlerdi, bu nedenle Fed'in hedge fonları ve bankaların gerçek dünyasını nasıl etkilediği konusunda belirli bir duyarlılığı ve teknik bir anlayışı paylaşıyorlardı. Onları yeni bir QE turu konusunda şüpheci kılan da bu bilgi gibi görünüyordu. Duke, birkaç FOMC toplantısı sırasında endişelerini defalarca ve güçlü bir şekilde dile getirdi. Daha fazla QE'nin reel ekonomiye yardımcı olmak için çok fazla bir şey yapmadan sadece finansal sistemde daha fazla risk oluşturacağından endişe ediyordu. Ayrıca Fed'in bir çıkış planı yokmuş gibi görünmesinden de derin endişe duyuyordu. Niceliksel genişlemenin uygulanması kolay, ancak tersine çevrilmesi zordu. Ve program büyüdükçe QE'yi tersine çevirmek daha da zorlaşıyordu. Duke'un endişeleri iki bölgesel banka başkanı tarafından da desteklendi: Dallas'tan Richard Fisher ve Richmond'dan JePrey Lacker. Fisher QE'nin riskli spekülasyonları ve varlık balonlarını teşvik ettiğini düşünüyordu. Lacker ise daha fazla QE'nin Fed'in faiz oranlarını tekrar yükseltmesini zorlaştıracağından korkuyordu.

Jay Powell bir vali olduğu için bu tartışmada çok büyük bir etkiye sahipti. Bernanke enerjisini, huysuz bölgesel banka başkanlarından gelebilecek itirazları güvenli bir şekilde etkisiz hale getirecek şekilde planının arkasında durmaları için guvernörlere lobi yapmaya odakladı. Betsy Duke, "Bernanke Fed'i bu şekilde çalışıyordu," diye hatırlıyor. "Hiçbir guvernörden muhalefet görmediniz.... Bernanke bunu özellikle büyük bir mesele olarak görüyordu. Muhalefet istemediğini söyledi."

Bernanke Fed guvernörleri arasında lobi faaliyeti yürütürken, bu lobi faaliyeti belirli bir hedefe yönelikti. Amaç, guvernörler arasında "B Seçeneği" adı verilen bir seçenek için oybirliğiyle destek oluşturmaktı. FOMC üyeleri resmi toplantıları için bir araya geldiklerinde, bir tanesini oylamadan önce genellikle üç politika seçeneğini değerlendirirler. Seçenekler "A", "B" ve "C" olarak etiketlenir ve Goldilocks'un yulaf lapası gibi, para arzı üzerindeki etkileri bakımından en sıcaktan en soğuğa doğru sıralanır. A seçeneği genellikle 1,5 trilyon dolar değerinde bir QE turu gibi en agresif olanı iken, C seçeneği hiç QE yapmamak gibi son derece muhafazakar olurdu. B seçeneği her zaman doğru olacak şekilde yapılandırılırdı. Bernanke toplantılar arasındaki zamanını guvernörleri tatmin edecek ve toplantı zamanı geldiğinde oylarını garantileyecek bir B Seçeneği formüle ederek geçirdi. Duke, "Toplantının amacı her zaman B seçeneğiyle çıkmaktır," dedi. Bernanke, bölgesel bir banka başkanından gelecek bir karşı oyu kabul etmeye hazırdı, ancak bundan daha fazlasını değil.

FOMC'deki ilk toplantısında Powell diplomatik ve sıcaktı. B seçeneğine oy verdi ancak Powell aynı zamanda Ben Bernanke'den ziyade Betsy Duke'un düşüncelerine daha yakın olacağının da sinyallerini verdi. Powell sözlerine alışkanlık haline gelecek bir şeyle başladı: Özel sektördeki arkadaşlarının ve bağlantılarının neler söylediğinden bahsetti. Bağlantılarını sık sık hassasiyet ve titizlikle araştırırdı; bir toplantıda yanıtlarını Gallup kamuoyu yoklaması gibi yüzdelere ayırdı. Mayıs ayındaki ilk toplantısında Powell, QE'nin bir yedek araç olarak saklanması gerektiğini, "ileriye dönük bir savunma silahı olarak" kullanılacak bir şey olduğunu söyledi. Bu silaha şu anda muhtemelen ihtiyaç olmadığını belirtti. Sektördeki temasları büyümenin yavaş olduğunu, ancak yavaşlamanın 2013'e kadar süreceğine ikna olmadığını söyledi. Bu eleştiri, toplantılar sırasında QE'ye karşı dile getirilenler kadar keskin olmasa da Powell'ın desteğine kesin gözüyle bakılamayacağının sinyalini verdi.

Bernanke toplantılar arasında valiler nezdinde lobi faaliyetlerinde bulundu, bu kolay bir işti çünkü valilerin ofisleri kendi ofisinin bulunduğu koridordan kısa bir yürüyüş mesafesindeydi. Onlara bir politikacının yapabileceği gibi lobi yaptı, davası için destek oluşturdu ve bunu engelleyebilecek muhalifleri izole etmeye çalıştı. FOMC tartışmaları açıktı

ve tarihe not düşülüyordu ancak Bernanke'nin özel toplantıları böyle değildi. Bu sayede insanlar özgürce
konuşabiliyordu. Betsy Duke bu toplantılardan çok keyif alıyordu, hatta Bernanke ile aynı fikirde değildi. Çok iyi bir dinleyiciydi. Bernanke Fed başkanlarını ikna etmeye çalıştığında bunu saygılı ve akıllıca yaptı. Onlara çalışmalar sundu ve yanıt olarak sundukları çalışmaları okudu. Onları beklenmedik bir şekilde aradı. E-posta alışverişinde bulundu ve tartıştı. Süreç mutlaka çekişmeli değildi. Duke, ileri geri konuşmaktan keyif aldı.

Duke ve meslektaşları QE konusunda kolay ikna olmadılar. "Herkes azalan faydalar olduğu konusunda hemfikir görünüyordu" diye hatırlıyor. Ve bu küçük faydalar ileride büyük riskleri de beraberinde getiriyordu. "Endişeler şuydu: Nasıl çıkacaksınız? Nasıl duracaksınız?"

Bernanke'nin lobi faaliyetlerindeki gizli silahlarından biri de başkan yardımcısı ve San Francisco Fed'in eski başkanı Janet Yellen'dı. Yellen, Bernanke için iddialı ve ikna edici bir vekildi ve Fed'in gücünün geniş bir şekilde kullanılmasını savunuyordu. Betsy Duke erken dönemde Yellen ile yakınlaşmıştı. Özel bir akşam yemeğinde konuştular ve Fed guvernörü olmanın garip izolasyonu ve stresi hakkında dertleştiler. Yellen, Eccles Binası'ndaki ofisinde yere yığılıp ölebileceğini ve cesedini günlerce kimsenin bulamayacağını söyleyerek şaka yapmıştı. Yellen görüşlerini açıklarken arkadaş canlısı, hatta neşeliydi. Ancak hiçbir şekilde muğlak değildi.

Duke, "Janet sınırsız parasal genişlemenin en güçlü savunucusuydu" diye hatırlıyor. "Janet çok güçlü olurdu. Çok kararlı ve bakış açısını destekleme konusunda çok güçlü." Yellen ve Bernanke ikna ediciydi ve argümanları basit bir noktaya dayanıyordu. Belirsizlik karşısında Fed'in eylemden yana tavır alması gerekiyordu. Bernanke, Cleveland'dan Sandra Pianalto, Atlanta'dan Dennis Lockhart ve Minneapolis'ten Narayana Kocherlakota gibi diğer kararsız FOMC üyeleriyle birlikte Duke'a bu görüşü kabul ettirdi.

Tüm bu lobi faaliyetleri, bölgesel banka başkanları oylama için Washington'a gittiklerinde temel politika kararlarının alınmasının esasen tamamlanmış olduğu anlamına geliyordu. Bölge başkanları bu gerçeği hissediyor gibiydi ve eleştirilerini gelecekteki oylamaları beklemek ya da safları bozmak isteyebilecek Fed guvernörlerine koruma sağlamak için uyarladılar. Dallas Fed Başkanı Richard Fisher bu sanatta ustalaşmıştı. Temmuz sonundaki FOMC toplantısı sırasında, Bernanke'nin giderek daha

derin müdahalelere yönelmesine karşı uzun ve ateşli bir konuşma yaptı. Fisher sadece
Fed'in ZIRP politikalarının felsefi değerlerini tartışmıştır. Bu politikaların halihazırda ekonomide nasıl tehlikeli çarpıklıklara yol açtığını gösteren spesifik ve detaylı bir vaka çalışması sunmuştur.

Fisher kısa bir süre önce Texas Instruments'ın finans müdürü ile konuştuğunu ve şirketin ZIRP çağında parayı nasıl yönettiğini anlattığını söyledi. Şirket daha yeni 1,5 milyar dolar ucuz borç almıştı ama bu parayı fabrika kurmak, araştırmaya yatırım yapmak ya da işçi almak için kullanmayı planlamıyordu. Bunun yerine şirket parayı kendi hisselerini geri almak için kullandı. Bu mantıklıydı çünkü hisse senetleri yüzde 2,5 temettü öderken, borcun maliyeti sadece yüzde 0,45 ile yüzde 1,6 arasındaydı. Bu, şirketin borcunu artıran, hisse senedi fiyatını yükselten ve hissedarlara iyi bir ödül veren, sadece finansal mühendislikle oynanan bir manevraydı. Fisher, CFO ile yaptığı konuşmayı anlatarak konuya açıklık getirdi. "Dedi ki
-ve alıntı yapmama izin verdi- 'Bunu tek bir iş yaratmak için bile kullanmayacağım,'" dedi Fisher. "Bence sorun da bu. Sermaye maliyetini düşürmenin ve ucuz para sağlamanın işletmeleri kaldıraç yapmaya ve bu kaldıraçları [sermaye yatırımını] genişletmek ve görevimizin bir parçası olan istihdam yaratmak için kullanmaya teşvik ettiği varsayımı altında çalışıyoruz. Ben bunun gerçekleştiğine inanmıyorum."

Fisher özellikle ZIRP'ın tek bir istihdam yaratmadan ekonomide nasıl sistemik risk oluşturduğunu anlatıyordu. Bernanke bu tür açıklamalara nadiren doğrudan yanıt verirdi, ancak bu durumda bir istisna yaptı.

Bernanke, "Teşekkür ederim," dedi. "Başkan Fisher, bu masada anekdot niteliğindeki raporlara çok değer verdiğimizi biliyorum ve çoğu zaman da bunu takdir ediyorum. Ancak ekonomi eğitimi almamış özel sektör çalışanlarının makroekonomik görüşlerine fazla ağırlık vermemeniz konusunda sizi uyarmak istiyorum."

Bernanke bu yorumuyla Fisher'a FOMC kültüründe olabilecek en aşağılayıcı yarayı açmış gibi görünüyordu. Richard Fisher'ın bilgisiz olduğunu ifşa etmişti. Ne Fisher ne de muhtemelen Texas Instruments'ın CFO'su ekonomi alanında doktora yapmamıştı. Bu durum, niceliksel gevşeme gibi programların ePect'ini anlama konusunda onları sözüm ona dezavantajlı duruma düşürüyordu. Fed'in lider kadrosu bazen sanki sadece

Fed'deki başkanına kadar uzanan eğitimli ekonomistler ordusu bunu anlayabilirmiş gibi davranıyordu.
Fed'in eylemlerinin tasarımını ve etkilerini anlamak. Ekonomistlerin zımni üstünlüğü Fed'de çok gerçek bir güçtü ve her FOMC toplantısında, doktora eğitimi almış personel eldeki politika seçenekleri hakkında uzun ve ayrıntılı sunumlar yaptığında sergileniyordu. Fed tarihçisi Peter Conti- Brown, bu dinamiğin Fed'de Bernanke ve ekibi gibi eğitimli ekonomistlerin elindeki gücün pekişmesine nasıl yardımcı olduğunu gösterdi: Conti- Brown 2017'de yayınlanan *The Power and the Independence of the Federal Reserve* adlı kitabında "Eski bir guvernöre göre, ekonomi doktoranız yoksa, 'Fed'in personeli etrafınızda teknik halkalar oluşturacaktır'" diye yazdı. Bu güç, akademiden ziyade bankacılık dünyasından gelen Powell ve Duke gibi eleştirmenlere karşı da kullanıldı.

Temmuz toplantısı sırasında Jay Powell ölçülü bir yaklaşım sergiledi. QE'nin ekonomik büyümeyi öncelikle varlık fiyatlarını artırarak teşvik edeceğini açıkça kabul etti. Powell, "Şu anda kullandığımız kanalların, ki bunlar esas olarak varlık fiyatlarıdır, modellerimizin söylediği kadar iyi çalışmıyor olabileceğinden şüpheleniyorum" dedi. Powell, QE'nin ekonomide riskler yarattığını, ancak bu risklerin muhtemelen yönetilebilir olduğunu da sözlerine ekledi. Yine de yeni bir QE turunun gerekli olduğunu düşünmüyordu. QE için alternatif bir kısaltma kullanarak (LSAP "büyük ölçekli varlık alımı" anlamına geliyor ve Fed'deki insanlar bunu QE ile birbirinin yerine kullanıyor) "Ve bana göre, başka bir büyük LSAP için çıtanın yüksek olduğunu ve henüz karşılanmadığını düşünüyorum" dedi.

Bernanke çıtanın tutturulduğuna inanıyordu, ancak Temmuz sonunda hala FOMC'yi kendisiyle aynı fikirde olmaya zorlayamadı. O toplantıda onaylanan B seçeneği, yeni bir QE turunu taahhüt etmeyen ılımlı bir açıklamaydı. Bernanke, prestijli Jackson Hole inzivasında konuşmaya davet edildiği Ağustos ayı sonlarında bunu değiştirme şansına sahipti. Bernanke 2010 yılında parasal genişlemeye destek sağlamak için bu mekânı kullanmıştı. Şimdi bunu tekrar yapacaktı.

Seçkin ekonomistler ve merkez bankacıları Jackson Hole'a geldiklerinde hava çok güzeldi ve Bernanke'nin konuşması ana etkinlik olarak görülüyordu . Ancak Bernanke'nin kasvetli hissetmek için nedenleri vardı. Katılımcıların

Bernanke'nin daha fazla QE planına FOMC üyelerinden daha sıcak baktığı söylenemez. Jackson Hole'da bile Fed'in ne yaptığı konusunda derin tartışmalar vardı. Bazı ekonomistler

QE'nin birincil hedefi olan uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi bile başaramadığını iddia etti. Diğerleri ise bunu yaptığını ancak ekonomi için anlamlı bir kazanım yaratmadığını savundu. Huysuz görünümlü ve etkili Harvard ekonomisti Martin Feldstein, Jackson Hole'daki zamanının çoğunu etrafta dolaşarak ve kendisini dinleyen her medya kuruluşuna Bernanke'nin politikalarını kötüleyerek geçirdi. Cumhuriyetçi başkan adayı Mitt Romney'nin danışmanı olduğu için kanallar Feldstein'ın görüşlerini duymaya hevesliydi. Fox Business'a verdiği bir röportajda Feldstein, ABD ekonomisinin derin bir çukurda olduğunu söyledi, ancak düşük faiz oranları ve ucuz kredilerin ülkeyi tehdit eden gerçek sorunlara hiçbir şey yapmayacağına dikkat çekti. "Fed'in yapabileceği fazla bir şey olduğunu düşünmüyorum" diyen Feldstein, *The Wall Street Journal*'a verdiği demeçte daha da açık konuştu: "Fed, yeni bir parasal genişleme turunun hata olacağı bir noktada."

Bernanke'nin o yılki konuşması Fed'in 2008'den bu yana yaptıklarının bir değerlendirmesi olarak sunuldu. Tarafsız bir başlık taşıyordu: "Krizin Başlangıcından Bu Yana Para Politikası". Bernanke, niceliksel gevşeme, ileriye dönük yönlendirme ve Twist Operasyonu gibi politikaların fayda ve maliyetlerini tarttığını iddia etti. Yaygın bir İngilizce kullanmamaya ya da Fed'in ne yaptığını, ekonomi alanında ileri derecede eğitim almamış herhangi birinin yanlışlıkla anlayabileceği bir şekilde anlatmamaya çok dikkat ediyor gibiydi. Sadece bir örnek vermek gerekirse, Bernanke QE'nin piyasaları nasıl etkilediğini anlatırken şunları söyledi: "Bu tür alımların ekonomiyi etkilediğine inanılan mekanizmalardan biri portföy dengesi kanalıdır... Bu kanalın altında yatan temel varsayım, çeşitli nedenlerle, farklı finansal varlık sınıflarının yatırımcıların portföylerinde mükemmel ikameler olmadığıdır."

Bernanke'nin çok yoğun konuşması QE'nin potansiyel faydalarını ve potansiyel dezavantajlarını özetledi. Bu yaklaşım, adresindeki kampanyasının QE için daha fazla destek oluşturmasına yardımcı oldu çünkü fayda ve maliyetlerin ölçülmesi çok zordu. Bir ekonomistin varlık balonu diğerinin sağlıklı piyasasıydı. Bernanke, piyasaları gerçekten hareketlendirecek bir cümle kurana kadar konuşması bu belirsiz arazide dolanıp durdu. "Bununla birlikte, genel olarak, kanıtların dengeli bir şekilde okunması, merkez bankası menkul kıymet alımlarının
deasyonist riskleri azaltırken ekonomik toparlanmaya anlamlı bir destek sağlayacaktır." dedi.

Wall Street Journal'ın Jackson Hole ile ilgili haberinin en başında bu ifade yer alıyordu. Bernanke QE'nin işe yaradığını söylüyordu. Ayrıca Fed'in "bu tür politikaların daha fazla kullanılmasını göz ardı etmeyeceğini" söylüyordu. Bu, Wall Street'e tüccarların atlarını bağlamaları ve binmeye hazırlanmaları gerektiğine dair açık bir işaretti.

Bernanke'nin konuşması, FOMC içinde sergilenen derin bölünmeleri aşarak duyuru ePekt'i olarak adlandırılan durumu körükledi. Bu durum, Fed'in yeni bir adım atacağına dair en ufak bir ipucu yatırımcıların beklentilerini değiştirdiğinde ortaya çıkar ve piyasa fiyatlarının değişmesine neden olur. Bernanke 2010 yılında yeni bir QE turunun yolda olduğu beklentisini besleyerek bazı hisse senedi ve tahvil fiyatlarının yükselmesine yol açtığında bu etkiden faydalanmıştı. Bu, yeni bir QE turunun başlatılmamasının fiyatların düşmesine neden olacağı ve hayır oyu verebilecek herhangi bir FOMC üyesine çok ağır bir yük getireceği anlamına geliyordu.

Bernanke kendi FOMC'sini yavaş yavaş dar bir seçenekler dizisine sıkıştırıyorsa, planını haklı çıkardığına inandığı biri dış diğeri iç olmak üzere iki büyük ekonomik tehdide işaret ederek yaptığını haklı çıkardı. Dış tehdit Avrupa'dan geliyordu. İç tehdit ise Kongre'den geliyordu.

Avrupa'da 2008 mali krizi hiçbir zaman gerçekten sona ermemişti. Avrupa'daki borç yükü tek kelimeyle hayret vericiydi. Sadece üç Avrupa bankası 2008'den önce o kadar çok borç almıştı ki bilançoları tüm dünyanın GSYH'sinin yüzde 17'sine ulaşmıştı. Avrupa yıllarca felç oldu. Avrupa bankaları ve hükümetleri borçlarını dolar cinsinden ödedikleri için Avrupa Merkez Bankası Fed'in ABD'de yaptığı gibi onları kurtarmak için daha fazla dolar yaratamazdı. Fed, Avrupa'yı dolarla besleyen "swap hatlarını" genişleterek kanamayı durdurmak için çok çalışıyordu. Ancak takas hatlarının yapabileceği çok şey vardı. 2012'ye gelindiğinde Avrupa, batan hükümet kredilerinin bankalara zarar vereceği, bankaların da büyük zararlara uğrayacağı ve büyümeyi aşağı çekerek hükümetlerin daha fazla borç ödemesini daha da zorlaştıracağı bir "kıyamet döngüsüne" girme riskiyle karşı karşıyaydı. Her zaman olduğu gibi bu durum Amerika Birleşik Devletleri'ni tehdit ediyordu çünkü Avrupa'da yaşanacak büyük bir gerileme Amerikan malları.

İkinci tehdit, yani iç tehdit daha da acildi. Çay Partisi hareketi Kongre'yi tamamen etkisiz hale getirmişti. Çay Partisi liderlerinin gözünde kabul

edilebilir tek kamu politikası planı vergileri düşürmek, hükümet harcamalarını kısmak ve hükümet düzenlemelerini azaltmaktı. 2011 yazında Çay Partisi, Obama yönetimi ve Demokratların kontrolündeki Senato'nun Çay Partisi politikalarını benimsememesi halinde federal hükümetin borcunun temerrüde düşeceği tehdidinde bulunarak mücadelesini yeni bir alana taşıdı. Bu mücadele, bir zamanlar hükümetin faturalarını ödemek için yapılan rutin bir oylama olan ve "borç tavanının yükseltilmesi" olarak bilinen oylama üzerinde yoğunlaştı. Bu terim yanıltıcıydı - oylama genel harcamaları ve borcu arttırmak için değil, sadece hükümetin zaten taahhüt ettiği harcamaları finanse etmek için yapılıyordu. Bu nüans, ödemeye oy vermeyecek olan Çay Partisi için anlamsızdı. Standard & Poor's, bir zamanlar risksiz bir bahis olarak görülen ABD devlet borçlarının notunu düşürdü. Amerikan tarihinde ilk kez bir borç temerrüdü baş gösterdi. Bu felaket ancak Beyaz Saray ve Çay Partisi çok garip bir uzlaşmaya vardığında önlenebildi. Kongre faturalarını ödemeyi kabul etti, ancak bunun için federal bütçeye bir saatli bomba yerleştirilmesi gerekiyordu. Saatli bomba o kadar acımasız ve sorumsuz bir dizi otomatik harcama kesintisinden oluşuyordu ki birçok Cumhuriyetçi bile bunlarla yaşayamazdı. Teoriye göre kesintilerin çılgınlığı Kongre ve Beyaz Saray'ı patlama tarihinden önce yeni ve daha iyi bir uzlaşmaya zorlayacaktı. Bu tarih de 1 Ocak 2013 olarak belirlendi. Bernanke, toplamı yaklaşık 500 milyar doları bulan bütçe kesintilerini "1scal cliP" olarak adlandırdı. Bu kesintiler ABD'deki tüm ekonomik büyümenin yaklaşık yüzde 3 ya da 4'üne denk geliyordu. Ekonomistler bu tür kesintilerin ülkeyi derhal resesyona iteceğinden korkuyorlardı.

Bu tehlikeler karşısında Bernanke, Fed'in harekete geçme cesaretine sahip olması gerektiğine inanıyordu. Ve FOMC'nin harekete geçmekten başka seçeneği olmamasını sağlamaya yardımcı oluyordu. Jackson Hole konuşmasından sonraki günlerde, daha fazla QE'nin geleceğine dair kamuoyu algısı sertleşmeye başladı. Wall Street borsacıları da dikkatlerini Fed'in bir sonraki toplantısına, yani QE'nin açıklanmasını bekledikleri Eylül ayına odaklamaya başladılar.

Bu gerçekleşmeden önce, tedbirin FOMC tarafından, tercihen en fazla bir muhalif oyla kabul edilmesi gerekecekti. Bernanke yoğun ekonomik QE'yi kamuoyuna tanıtmak için bir dil kullandı. Şimdi ekibi aynı yaklaşımı FOMC'de de kullanacaktı. Fed'in ekonomistleri bir sonraki toplantıda sunmak üzere rakamlarla ve grafiklerle dolu bir sunum üzerinde çalışmaya

başlamışlardı bile. Sunum QE hakkında çok umutlu ve aynı zamanda neredeyse tamamen yanlış bir hikaye anlatıyordu.

---

12 Eylül'de FOMC üyeleri olağan politika toplantıları için Washington, D.C.'de bir araya geldi. Bernanke yeni bir niceliksel genişleme turu için zemin hazırlamıştı, ancak yeni programın kapsamı ve şekli hala belirsizdi. Bernanke ve Yellen açık uçlu bir program için bastırıyorlardı. Üzerinde çok çalışılmış olan B Seçeneği'nin ilk versiyonları, belirli bir bitiş tarihi olmayan bir QE planı öngörüyordu. Planın açık uçlu olması, buna itiraz edenlerle bir uzlaşma anlamına geliyordu. Fikir, Fed'in gereksiz olduğunu kanıtlaması halinde programı yeniden ayarlayabileceği ve hatta sona erdirebileceği yönündeydi.

Odanın içinde bir kaçınılmazlık hissi vardı. Bernanke'nin Jackson Hole'da yaptığı konuşma Wall Street'te ertesi gün yeni bir niceliksel genişleme turunun açıklanacağı beklentisini yaratmıştı. Ancak FOMC'nin kaçınılmazlık hissine dayanarak oy kullanması yeterli değildi; komitenin kurulmasının tüm mantığı üyelerinin tarafsız bir tartışmanın ardından politikaları oylayacak olmasıydı. Toplantı, iki Fed staP ekonomistinin yeni turla ilgili şüpheleri gidermek üzere tasarlanmış gibi görünen uzun bir sunumuyla açıldı. Çalışma, yeni bir niceliksel genişleme turunun ne yapabileceğine ve ne kadar süreceğine dair bilimsel açıdan titiz bir tahmin olarak çerçevelendirilmişti. Titiz bir akademik dil kullanılmış ve kesin ölçümler ve grafiklerle doluydu. Ancak bu sunum, tüm ayrıntılarına rağmen, yaptığı hemen hemen her önemli tahminde feci şekilde yanlıştı. Açıkça görüldüğü üzere, bu vahim hataların hepsi aynı yöne işaret ediyordu. Ve bu yön Bernanke'nin davasını ilerletmesine yardımcı olacak bir yöndü.

Sunum Seth Carpenter ve Michelle Ezer tarafından kaleme alınmıştır. Carpenter bulgularını FOMC'ye sundu. Kendisi nispeten genç bir ekonomistti, ancak Princeton'dan aldığı doktora derecesi ve Fed araştırmacısı olarak çalıştığı yıllar ona karmaşık konulara hakimiyet kazandırmıştı.
Davranışları ve kelime dağarcığı,
uzmanlık ve soğukkanlı bir yetkinlik sergiliyordu. Kullandığı jargon, sunumunun başında "staP analizinin, getiri eğrisinin belirleyicileri olarak Hazine ve MBS arz faktörlerini içeren bir vade yapısı modelinden

başladığını" belirttiğinde olduğu gibi, neredeyse uyuşturacak kadar korkutucuydu.

Jargona rağmen, ana noktalar yeterince basitti.

Tahmin, QE'nin yeni turu uygulamaya konulurken kısa vadeli faiz oranlarının 2013 ve 2014 yılları boyunca sıfırda sabit kalacağını öngörüyordu. Ancak bundan sonra, tahminler oranların yeniden tırmanmaya başlayacağını ve 2017 yılı civarında tarihsel olarak normal seviyelere ulaşana kadar yükseleceğini öngörüyordu. Kısa vadeli oranların kabaca yüzde 4,5 ya da daha yüksek seviyelere döneceği 2018 yılında ise işler tamamen normale dönecektir.

Bu büyülü bir düşünceydi. Gerçekte, Fed Fonları oranı 2016 sonuna kadar yüzde 0,4'te kaldı. Bu oran 2018'in ortasına gelindiğinde sadece yüzde 2'nin altına, yani tahmin edilen oranın yarısına yükselmişti.

Aynı hata kalıbı, 30 yıllık konut kredisi ortalama faiz oranı gibi diğer temel ölçütler için de geçerliydi. Bu oranın ilk etapta düşeceği ancak daha sonra oranların yüzde 6'nın üzerine çıkacağı 2020 yılına kadar istikrarlı bir şekilde yükseleceği tahmin ediliyordu. Gerçekte ise konut kredisi faizleri 2013 yılında yükselmiş ancak daha sonra durmuş ve yüzde 3,6'ya ulaştığı 2015 yılına kadar istikrarlı bir şekilde düşmüştür. Oran hiçbir zaman tahmin edilen yüzde 6'ya ulaşmadı ve 2020'nin başlarında sadece yüzde 3,5 oldu.

En vahim hatalar, Fed'in ne kadar tahvil alacağını ve tersine, finansal sisteme ne kadar yeni dolar enjekte edeceğini gösteren Fed'in bilançosuyla ilgiliydi. Carpenter ve Ezer, New York'taki Fed tüccarları tarafından kullanılan hesabın değerine odaklandı. Fed, 2013 yılı boyunca varlıklarının hızla artacağını ve Fed'in tahvil alımları bittikten sonra yaklaşık 3,5 trilyon dolar seviyesinde olacağını öngörmüştür. Bundan sonra, Fed satın aldığı tüm varlıkları sattıkça bilanço kademeli olarak küçülmeye başlayacak ve 2019 yılına kadar 2 trilyon doların altına düşecektir.

Gerçekte, Fed hesabındaki varlıkların değeri Fed'in beklediğinden çok daha hızlı ve çok daha fazla artarak 2016 yılında 4,2 trilyon dolara ulaştı. Hesap Şubat 2018'e kadar neredeyse hiç değişmeden bu yüksek seviyede kaldı. Başka bir deyişle, SOMA hesabı Fed'in beklediğinden yaklaşık iki kat daha büyük hale geldi ve hiçbir zaman Fed'in tahmin ettiği şekilde küçülmedi.

Carpenter'ın sunumunda son ve önemli bir hata daha vardı. Sunumda fiyat artış hızının 2012 yılında düşeceği, ancak daha sonra tekrar yükselmeye başlayacağı ve 2015 yılına kadar istikrarlı bir şekilde artmaya devam edeceği varsayılmıştır. Bu noktada oran düzelerek yüzde 2 civarında seyredecekti ki bu da Fed'in politikalarıyla hedeflediği seviyeydi. Bu hiçbir zaman gerçekleşmedi. Enflasyon oranı 2012 ile 2020 arasındaki dönemin büyük bölümünde Fed'in hedefi olan yüzde 2'nin altında kaldı. Aralık 2019 itibariyle oran hala yüzde 1,9'dur.

Bu son hata derin sonuçlar doğurmuştur. Fiyat artış hızı temelde ZIRP politikalarına uygulanabilecek tek dış frendi. Tüketici fiyatları yükselmeye başlarsa, Fed'in faiz oranlarını yükseltmesi ve niceliksel gevşemeyi geri alması için dış baskı oluşacaktı. Ancak bu gerçekleşmezse, Fed faiz oranlarını sıfırda tutacak ve tahvil almaya devam edecekti.

Carpenter sunumunu yaparken bile yorumlarını uyarılar ve ikazlarla süsledi. Tahminlerin sadece eğitimli tahminler olduğunu açıklamaya çalıştı. Tahminler teorik modellere ve bu modeller de dünyanın işleyişine ilişkin belirli varsayımlara dayanıyordu. Sunumdan sonra yaptığı açıklamada, "Ancak bu tahminleri elde etmek için model üzerine model kuruluyor," dedi.

Yıllar sonra bu sunum sorulduğunda Seth Carpenter neredeyse utangaç bir tavır takındı. "Bunun için kesinlikle benimle dalga geçtiler," dedi gülerek. Fed'in hatalarının nedenleri sistemikti ve Fed'in rakipsiz araştırma kapasitesini nasıl kullandığını aydınlatıyordu. Carpenter, geleceği tahmin etmeye çalışırken FRB/ABD modeli adı verilen bir makroekonomik modele dayanıyordu. Bu model, ekonomik koşulların zaman içinde tarihsel olarak normal duruma döneceğini varsayıyordu. Faiz oranları, enflasyon ve işsizlik, önceki on yılda bulundukları seviyelere geri dönme eğiliminde olacaktı. Carpenter, "Çoğu makro modelin eksikliği, büyük çoğunluğunun zaman içinde koşulların hakim bir 'normale' döneceği varsayımını yapmasıdır" dedi.

Bu hatalar bir araya getirildiğinde, yeni bir QE turunun büyümeyi hızla artıracak ve istihdam yaratacak acil bir eylem olacağı ve daha sonra her şeyin normale dönebilmesi için yürürlükten kaldırılabileceği izlenimi yarattı. Eğer bu doğru olsaydı, parasal genişleme Fed tarafından kullanılan diğer araçlar gibi bir araç olurdu,
faiz indirimleri gibi, dayatılabilecek ve koşullar değiştiğinde hızla geri çekilebilecekti. Gerçeğin ise tam tersi olduğu ortaya çıktı. Parasal

genişlemeden kaynaklanan çarpıklıklar derin ve uzun süreliydi ve program bir kez uygulandığında aslında hiç bitmiyordu.

Bu tahmin hataları münferit bir olay değildir. Dünyanın dört bir yanındaki merkez bankaları, niceliksel genişlemenin etkileri konusunda kendilerini sürekli olarak yanlış yönlendirdi. Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu tarafından 2020 yılında yapılan bir araştırmaya göre, bankalar QE'nin genel ekonomik çıktı üzerindeki olumlu etkisini, dışarıdan araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalarla kıyaslandığında olduğundan fazla tahmin etti. Çalışmaya göre, niceliksel genişlemeden daha büyük etkiler rapor eden merkez bankası araştırmacıları kariyerlerinde daha hızlı ilerleme eğilimindeydi. Bunun nedeni, araştırmacıların bu programlar için bastıran merkez bankası liderlerine rapor vermeleri olabilir.

Bu tahmin Bernanke'nin FOMC'nin yalnızca sınırlı ve esnek bir taahhütte bulunduğu argümanını öne sürmesine yardımcı oldu. Ancak diğer komite üyeleri plana hala çarpıcı bir şekilde eleştirel yaklaşıyordu. Atlanta Fed Başkanı Dennis Lockhart bu konuda açıkça kararsızdı. "Yeni bir [QE] yoluna girme konusunda bazı çekincelerim var" dedi. "Bana öyle geliyor ki bu kez daha geleneksel bir talep yetersizliği sorunuyla karşı karşıyayız ve genel piyasa faizlerini düşürmenin kredi genişlemesini ve harcamaları çok fazla teşvik edeceğine ikna olmadım."

Cleveland Fed Başkanı Sandra Pianalto, yeni bir parasal genişleme turunun daha önceki turlar kadar yardımcı olmayacağını ve bir kez başladıktan sonra sona erdirmenin zor olacağını söyledi.

Bu argümanlar, Tom Hoenig'in yerine Kansas City Fed Başkanı olarak atanan Richard Fisher ve Esther George gibi oy hakkı olmayan üyelerin argümanlarıyla kıyaslandığında daha hafif kalıyordu. Bu üyeler planın etkin olmayacağını, plandan çıkmanın zor olacağını ve Fed'in azaltılması bir yana ölçülmesi bile zor olan uzun vadeli riskler oluşturduğunu savunuyorlardı.

Bernanke'nin bu endişelere yanıtı, finansal krizden bu yana olduğu gibi aynıydı. Fed'in harekete geçme cesaretini göstermesi gerekiyordu. Kongre açıkça kenarda oturuyordu. Büyüme yavaştı. Niceliksel genişlemenin faydası küçük olabilirdi, ancak Fed'in küçük avantajlar bile elde etme gücü varsa, o zaman

bunu yapmakla yükümlü olduğunu belirtti. "Meslektaşlarımızı ikna etmek istiyoruz ve bu kesinlikle övgüye değer," dedi. "Ancak gerçek şu ki kimse

ekonomiyi neyin engellediğini, doğru tepkilerin neler olduğunu ya da araçlarımızın nasıl çalışacağını tam olarak bilmiyor."

Bernanke, yeni bir niceliksel genişleme turunun esasen "meşhur karanlıkta bir atış" olduğunu kabul etti. Ancak bu atışı yapmamanın riskleri olduğuna inanıyordu. Ve en az bunun kadar önemli olan bir diğer husus da, bu adım atıldıktan sonra herkesin bu adımı desteklemesi gerektiğiydi. "Bence, gerçekten, yaptığımız her türlü ePorts'u desteklemek için bir anlamda bir araya gelmemiz çok önemli olacak" dedi. O günkü oylama tanıdık bir oylamaydı. Endişelerine rağmen FOMC üyelerinin on biri plan lehinde oy kullandı.

Sadece bir kişi karşı oy kullandı. Bu kez tek karşı oy Richmond Fed Başkanı JePrey Lacker'dan geldi. Lacker'ın muhalefetinin pek bir önemi yoktu. Bu, huysuz bir bölgesel banka başkanının inatçı eylemi olarak açıklanabilir. Önemli olan Betsy Duke ve Jay Powell gibi Fed başkanlarının planı desteklemesiydi.

Duke, B Seçeneği'nin Fed'e esneklik sağlayacak şekilde hazırlanmış olması nedeniyle kazanılmıştı. Bu seçenekte bir bitiş tarihi ya da belirli bir tahvil alım miktarı belirlenmemişti; bu da FOMC'ye ekonominin durumuna bağlı olarak programı yoğunlaştırma ya da azaltma özgürlüğü veriyordu. "Bunun geçici bir program olduğuna ve bilançomuzun [normale] döneceğine gerçekten inanıyordum," diye hatırlıyor daha sonra. Neredeyse anında yanıldığı kanıtlandı.

Fed, QE programının açık uçlu olacağını açıkladığında, Wall Street yatırımcıları bu belirsizliği Fed'in büyük adımlar atmayı planladığına dair bir sinyal olarak yorumladı. Planın başlatılmasından sonraki üç ay içinde Fed'in temel hatası ortaya çıktı. Ocak ayına gelindiğinde Wall Street'teki ortalama bir yatırımcı Fed'in 2013 sonuna kadar varlık alımına devam edeceğini ve yıl boyunca yaklaşık 1 trilyon dolarlık menkul kıymet satın alacağını düşünüyordu. Gerçekte ise Fed o yıl sadece 500 milyar dolar civarında alım yapmayı planlıyordu ve alımları sadece Haziran ayına kadar yapmayı planlıyordu.

Bu durum Betsy Duke için özellikle sinir bozucuydu. Programa sadece sınırlı olacağına inandığı için oy vermişti. Şimdi piyasa çok daha büyük bir şey bekliyordu. "On beş yüz milyar dolarlık bir programla rahatladık ama

piyasalarda hiç kimse bunun on beş yüz milyar dolarlık bir program olduğunu bilmiyordu. Hemen bir trilyona, bir nokta bir trilyona çıktı," diye hatırlıyor Duke daha sonra. Eğer Fed orijinal planına sadık kalırsa, bu bir hayal kırıklığı olacaktı ve piyasalar düşebilirdi.

Bu durum FOMC'ye bir seçim yapma zorunluluğu getirdi. Komite ya programı genişletecek ya da yatırımcılara yanıldıklarını söyleyecekti. "Ya piyasaları hayal kırıklığına uğratmak istemediğimiz için hiç niyetlenmediğimiz bir programla karşı karşıya kalacağız ya da piyasalar programın büyüklüğü karşısında hayal kırıklığına uğrayacak. Bunlardan biri gerçekleşecekti," dedi Duke. FOMC'nin Janet Yellen gibi bazı üyelerinin 1 trilyon dolarlık üçüncü tur niceliksel gevşemeye karşı çıkacağını biliyordu. Ama Duke öyle düşünmüyordu.

Jay Powell'ın da aynı fikirde olmadığı anlaşıldı. FOMC'nin Ocak 2013 toplantısı sırasında Powell ılımlı tonunu terk etti. Bunun yerine, niceliksel genişlemenin tehlikeleri ve çarpıklıkları hakkında açık sözlü ve hatta dehşet verici bir uyarıda bulundu. Powell, Fed'in şirket tahvilleri ve kaldıraçlı krediler gibi borç piyasalarında potansiyel olarak bir varlık balonu yarattığını söyledi. Düzeltme geldiğinde ise bunun son derece zarar verici olabileceğini söyledi. "Birçok 1xed-gelirli menkul kıymet şu anda temel değerinin çok üzerinde işlem görüyor ve nihai düzeltme büyük ve dinamik olabilir" dedi. Kullanılan dil ölçülüydü ama mesaj öyle değildi. Powell açıkça Fed'in bir başka finansal çöküşün (ya da kendi ifadesiyle "büyük ve dinamik" bir olayın) temelini atıyor olabileceğini söylüyordu.

Bu, Duke ve Powell'ın Bernanke'ye karşı çıkmak için bir araya geldikleri zamana denk geliyordu. Onlara Powell ile birlikte Fed guvernörü olan eski Harvard profesörü Jeremy Stein da katıldı. Duke, Powell'ın soruna yaklaşımından özellikle etkilenmişti. FOMC toplantılarından sonra onun yorumlarını tekrar okuyor ve eleştirileri hakkında düşünüyordu. Üç guvernör buluşmaya ve notlarını karşılaştırmaya başladı. Eccles Binası'nın hemen arkasında yer alan ve kafeteryası ve özel yemek odaları bulunan yardımcı bir Fed binası olan Martin Binası'nda zaman zaman öğle yemeği için bir araya geliyorlardı. Bir yemek masası etrafında birleştiler.

ortak hedef: Fed'i başlangıçta öngördüğü programa sadık kalmaya zorlamak. Bu da varlık alımlarını Haziran ayı civarında sonlandırmaya başlamak istedikleri anlamına geliyordu. Bernanke bu mini ayaklanmadan haberdardı ve kısa süre sonra Duke, Powell ve Stein'ı "Üç Amigo" olarak tanımlamaya

başladı. Bu üçlü onun için siyasi bir sorun teşkil ediyordu. Birlikte muhalefet etmeleri programın sonunu getirebilirdi.

Mart toplantısında Powell, yetmiş on beş yatırım yöneticisiyle yaptığı kişisel anketin sonuçlarını sundu. Birçoğu tam da ZIRP politikaları tarafından daha riskli ve daha riskli yatırımlar yapmaya itilen türden kurumlar için çalışıyordu: emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve bağışlar. Bunların yüzde altmış dördü Fed'in insanları mantıklı olmayan yatırımlar yapmaya teşvik ettiğini söyledi. Yüzde yetmiş dördü Fed'in parasal genişleme programından istese bile kolayca çıkamayacağından endişe ediyor. Yüzde seksen dördü Fed'in kurumsal önemsiz borçlar gibi varlıkların değerini artırdığını söyledi. Katılımcılar genel olarak Fed'in destekleyici bir politika izleme çabalarını desteklemiş, ancak niceliksel genişlemenin etkinliğinden şüphe duymuşlardır.

Powell da bundan şüphe duyuyordu.

Toplantı sırasında "Bence bunun kontrolünü yeniden ele geçirmemiz gerekiyor" dedi. Fed her ay 85 milyar dolarlık varlık satın alıyordu. Ocak 2013'te Fed yetkilileri yeni QE turunun bankanın bilançosuna 750 milyar dolar ekleyeceğini tahmin etmişti. Ancak Mart ayına gelindiğinde, Fed alımları geri çekmez ya da sonlandırmazsa 750 milyar dolar bile ihtiyatlı bir tahmin gibi görünmeye başlamıştı.

Bernanke, Stein ve Powell ile bir araya geldi. Duke ile görüşmeye devam etti. Üç guvernör de tereddütsüzdü. FOMC'nin programa disiplin getirmesini ve alımları azaltmasını istiyorlardı. Stein, niceliksel genişlemenin doğasında var olan riskler hakkında halka açık konuşmalar yaptı. Hem Powell hem de Duke FOMC toplantıları sırasında Bernanke'ye baskı yapmaya devam etti. Sonunda Bernanke Üç Amigo ile bir uzlaşmaya vardı. Haziran ayındaki toplantının ardından Bernanke, Fed'in yeni QE programını yavaşlatmaya başlayabileceğini duyuracaktı. Amaç Wall Street yatırımcılarına QE programının 1 trilyon doları aşmayacağını ve bazı yatırımcıların inandığı gibi sonsuza kadar sürmeyeceğini açıkça söylemekti. Duke ve Powell bu uzlaşmayı kabul etti.

Haziran toplantısından sonra Bernanke haberleri vermek üzere basın odasına yürüdü. Duke ve diğer guvernörler sık sık Eccles Binası'ndaki bir konferans salonunda toplanarak Bernanke'nin yorumlarının CNBC'de canlı olarak yayınlanmasını izlediler. Bernanke, düzenli olarak planlanan basın toplantıları yapan ilk Fed başkanıydı. Bu uygulamaya, parasal genişlemenin

ardından gelen siyasi tepkileri bastırmaya yardımcı olmak için Nisan 2011'de başladı. Daha sonra anılarında "Kasım 2010'da QE2'yi başlatmamızın yarattığı tepkiden sonra... politikalarımızı net ve etkili bir şekilde açıklamak için her zamankinden daha fazlasını yapmamız gerekiyordu" diye yazdı. Taktik oldukça etkili oldu. Fed'in medyada yer alışını inceleyen ekonomist Carola Binder, Bernanke bir basın toplantısı düzenlemediği sürece çoğu yayın organının FOMC toplantılarına hiç yer vermediğini tespit etti. Bu gerçekleştiğinde, kameralar Bernanke'nin kendisine odaklanıyor ve mesajı şekillendirmesine izin veriyordu.

Bernanke o Haziran ayında basın odasında, TV kameraları için kurulmuş olan parlak ışıklar altındaki bir sahnede durdu. Doğrudan bir kürsünün arkasına yerleştirilmiş tek bir sandalyeye giderek oturdu, bir klasör açtı ve önündeki kürsünün üzerine koyduğu bazı kağıtları çıkardı.

"İyi günler," diye söze başladı ve başını kaldırarak odanın arka tarafına doğru uzanan dikdörtgen masaların arkasında oturan birkaç sıra gazeteciye seslendi. Gazeteciler iyi giyimli bir kalabalıktı ve yüzlerinde ölümcül bir ciddiyet vardı. Çoğunun önündeki masada açık bir dizüstü bilgisayar vardı. Yazmakta oldukları hikayeler ve sordukları sorular, dünyanın dört bir yanındaki televizyonlara bakan hevesli finans tüccarları kalabalığına anında iletiliyordu.

Bernanke hazırlıklı bir açıklama ile sözlerine başladı ve açıklamasının ortasında parasal genişlemenin esasen geçici olduğunu söyledi. Büyüme güçlü kalırsa Fed muhtemelen alımlarını azaltacak ve programı Haziran 2014 civarında sona erdirmeyi düşünecekti. Bernanke, Fed'in faiz oranlarını sıfıra yakın tutmaya devam edeceğini vurgulayarak açıklamayı olabildiğince yumuşak bir şekilde yaptı.

Bernanke'nin ilk sorusu CNBC muhabiri Steve Liesman'dan geldi. Liesman hemen Fed'in QE'yi azaltacağı fikrine odaklandı.

"Sorumu bir şeyi açıklığa kavuşturmanızı istemek için kullanmaktan nefret ediyorum, ancak 'alımları kademeli olarak azaltın' dediğinizde, bu yılın sonlarında başlayıp gelecek yıl sona erecek
İşsizlik oranı yüzde yediye ulaştığında - bu nedir? Bu FOMC'nin bir kararı mı?"

Bernanke ikircikli konuştu. "Açıkçası burada bir değişiklik yok, politikada bir değişiklik söz konusu değil. Burada sadece, insanların

politikanın nereye evrileceği konusunda düşünmelerine yardımcı olan bir açıklama var."

Bernanke'nin dili muğlak ve açık uçlu kalmaya devam etti, ancak o konuşurken bile Wall Street'teki tüccarlar onun söylediklerine dayanarak emirleri yerine getiriyorlardı. Her şeyden önce tek bir şey duymuşlardı. Niceliksel genişleme azaltılacaktı ve muhtemelen en kısa zamanda azaltılacaktı.

Bundan sonra olanlar genellikle bir tür piyasa şoku ya da öngörülemeyen bir dalgalanma spazmı olarak tanımlandı. Ancak aslında bu, Fed'in QE'yi yavaşlatacağı fikrine karşı tamamen ölçülü bir tepkiydi. Bu tepki "Taper Tantrum" olarak bilinir hale geldi.

Taper Tantrum, ZIRP ve QE'nin finansal sisteme yerleştirdiği derin kırılganlığı gösterecek çok sayıda piyasa şokunun ilkiydi. Bunu anlamak için finansal sistemi bir tahterevalli gibi düşünmek faydalı olacaktır. Tahterevallinin bir ucunda hisse senetleri ya da şirket borçları gibi riskli yatırımlar yer alır. Tahterevallinin diğer ucunda ise 10 yıllık Hazine bonoları gibi çok güvenli yatırımlar yer alır. Para, yatırımcıların ne kadar cesur hissettiklerine bağlı olarak tahterevallide bir uçtan diğer uca gidip gelir. Fed 2010 yılından bu yana parayı tahterevallinin güvenli ucundan, yani 10 yıllık Hazine bonolarından uzaklaştırıyordu. QE'nin bütün amacı buydu, yatırımcıları paralarını tahterevallinin riskli ucuna doğru itmeye zorlamak çünkü Fed çok sayıda 10 yıllık Hazine bonosu satın alarak faiz oranlarını düşük tutuyordu [.II] Bernanke Fed'in daha az 10 yıllık Hazine bonosu satın alacağını belirttiğinde, para tahterevallinin güvenli ucuna geri dönmeye ve riskli varlıklardan uzaklaşmaya başladı. Bu, tahterevallinin devrildiği andır ve Fed'in müdahaleleri daha aşırı hale geldikçe bunu artan bir hızla yapacaktır.

Taper Tantrum'un en belirgin belirtisi borsa değerlerindeki ani düşüş oldu. Dow Jones Sanayi Ortalaması, Başkan'ın açıklamalarının hemen ardından yüzde 1,35 oranında düştü. Ancak borsa aslında bir yan gösteriydi. Asıl tehlike, küresel finans sisteminin temel taşlarından biri olan 10 yıllık Hazine bonoları piyasasında ortaya çıktı. 10-yıllık tahvillerin faiz oranları Bernanke'nin açıklamasının yapıldığı gün yıllık Hazine tahvilleri yüzde 0,126 oranında yükseldi. Bu kulağa çok fazla gelmeyebilir, ancak ultra güvenli Hazine bonoları dünyasında bu büyük ve sarsıcı bir hareketti. Bernanke'nin basın toplantısından bir gün önce yüzde 2,2 olan faiz oranı birkaç hafta içinde

yüzde yarım puanın üzerinde artarak 2,73'e yükseldi. Bu hareket çoğu Amerikalı için bir finansal kriz, hatta bir piyasa çöküşü olarak algılanmadı.

Ancak Wall Street'in içinde bir krizin başlangıcı gibi hissedildi. Herkes paranın tahterevallinin güvenli tarafına koşmaya başlaması ve riskli yatırımları daha az nakitle ayakta kalmaya bırakması halinde neler olabileceğini görebiliyordu. Risk dengesi hızla değişiyordu. Hazine tahvillerinin artan getirileri Wall Street'in yeniden bir tasarruf hesabına sahip olabileceği ve yatırımcıların paralarını getiri eğrisinin riskli tarafında tutmalarına gerek olmadığı anlamına geliyordu. Bu gerçek ortaya çıktığında, yatırımcılar dönüp kaldıraçlı krediler ve kurumsal önemsiz tahviller gibi satın aldıkları tüm riskli önemsiz şeylere baktılar. Artık bu yatırımları terk edebilir ve paralarını daha güvenli bir yere koyabilirlerdi. Haziran sonu ve Temmuz başında olan buydu. Ve bu olay Fed'in QE parasının aktığı gizli piyasalarda meydana geldi. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO'lar), mortgage oranları ayarlandıkça varlıklarını zorla satmaya başladı. Şirket tahvillerinden para çekildi ve borçlu şirketler
faiz oranları yükselir.

Basın toplantısından birkaç saat sonra bile Betsy Duke ofisindeki televizyondan Taper Tantrum'u izliyordu. Ayrıca gerçek zamanlı finansal veri sağlayan bir Bloomberg bilgisayar terminali de vardı. Hazine faizlerinin yükselişini izlerken yüreği ağzına geldi. Bu, Fed'in az önce yaptığı tüm çalışmaların neredeyse anlık olarak silinmesini yansıtıyordu. Hazine faizlerini düşürmek için bankacılık sistemine milyarlarca dolar pompalanmıştı ve şimdi düşüşler yok oluyordu. "Bu noktada, Fed'i devam etme konusunda *daha* da kararlı olmaya zorladı" dedi. "Alımların devam etmesi - o noktada başka bir seçenek yoktu. Devam etmek zorundaydılar ve devam edeceklerine dair piyasaya güvence vermek zorundaydılar." Azaltma planından vazgeçildi.

Yeni tur parasal genişleme 2012 yılında küçük bir taahhüt olarak başlamıştı. Bir sigorta poliçesi ve geri çekilebilecek bir acil durum planı olarak satılmıştı. Ocak 2013'te bir FOMC iç yazışmasında QE planı Haziran 2013'te sona erecek ve Fed'in bilançosuna 750 milyar dolar ekleyecek bir program olarak tanımlandı. Bunun yerine program Eylül ayına kadar devam etti. Ardından Aralık ayına kadar devam etti. Fed ancak o zaman aylık alımlarının boyutunu azaltmaya başladı ve bunları sona erdirmedi. Niceliksel genişleme

programı Haziran 2014'e ve ardından Ekim 2014'e kadar devam etti. Son olarak, Fed o ay alımları durdurdu.

750 milyar dolarlık program, 1,6 trilyon dolarlık bir program olarak sona erdi.

Seth Carpenter'ın sunumunda öngörülen programın hızla geri çekilmesi hiçbir zaman gerçekleşmedi. Fed, Ekim 2017'ye kadar varlıklarını küçültmeye başlamayı bile denemeyecekti ve o zaman bile ePort durakladı ve büyük ölçüde başarısız oldu. Ben Bernanke ve FOMC, ekonomik manzarayı ve para politikası kurallarını temelden yeniden çizmişti.

Betsy Duke Temmuz 2013'te Fed yönetim kurulundan ayrıldığını açıkladı. İstifasının parasal genişleme konusundaki politika anlaşmazlıkları ile hiçbir ilgisi yoktu. On beş yıldır bu görevdeydi ve Washington, D.C. ile Virginia Beach'teki evi arasında gidip geliyordu. Yeni şeylere geçmeye hazırdı. Haziran ayındaki son toplantılarından birinde karşı oy kullanmak istediğini söyledi. Niceliksel genişleme politikası çok uzun sürmüş ve çok büyümüştü. Ancak çoğunluk ile birlikte oy kullandı.

"Buna karşı çıkmanın zamanı başlangıçta olabilirdi," dedi.

Fed varlık alımlarına kilitlenmişti ve program kurumsal Amerika'da yeni borç seviyeleri yaratırken aynı zamanda varlık fiyatlarını da artırıyordu. Bu QE'nin istenmeyen bir sonucu değildi. Amaç buydu.

Fed'in kendi ekonomistlerinden biri olan David Reifschneider, 2012 yılındaki bir FOMC toplantısında ZIRP politikalarının büyümeyi şu yollarla artırdığını açıkça ifade etmiştir

üç kanal: sermaye maliyeti, servet beklentileri ve döviz kuru. Tercüme edildiğinde bu, QE'nin borcu ucuzlattığı, varlık fiyatlarını artırdığı ve doları devalüe ettiği (bu da ihracatı artırabilir) anlamına geliyordu. Aynı toplantıda ekonomist William English, QE'nin varlık fiyatlarını artıracağını ve daha fazla QE'nin fiyatları daha da yükselteceğini söyledi. Mart 2013'te Fed ekonomisti Nellie Liang, FOMC'ye düşük faiz oranlarının varlık fiyatlarını zaten artırdığını ve muhtemelen balonları tetiklediğini söyledi. Bu, modellere dayalı bir tahmin değil, Fed'in benzersiz piyasa gözetimine dayalı bir

değerlendirmeydi. Ancak en vahim ve en öngörülü uyarılardan bazıları Jay Powell'dan geldi.

Powell, Ocak ayı FOMC toplantısında "Finansal koşullar net olarak olumlu olsa da, devam eden varlık alımlarımızın yarattığı artan piyasa çarpıklıkları konusunda endişelenmek için de nedenler var" demişti. Powell, Fed'in bir balon patladıktan sonra ortalığı temizleyebileceğini düşünmesinin yanlış olduğu uyarısında bulunmuştu. "Her halükarda, politikamız sayesinde giderek daha olası hale gelen büyük, dinamik piyasa olaylarını düzenleyebileceğimize ya da yönetebileceğimize dair düşük düzeyde bir güvene sahip olmalıyız."

Powell özellikle bir piyasadan endişe duyuyordu: egzotik, riskli şirket borçları piyasası. Bu, özel sermaye şirketlerinin ve hedge fonlarının diğer şirketleri satın almak için kullandıkları türden bir borçtu. Bazen "kaldıraçlı krediler" şeklinde olan borç, tıpkı 2000'li yıllarda konut kredilerinde olduğu gibi paketlenip yeniden satılıyordu. O zamanlar ev kredileri teminatlandırılmış borç yükümlülüğü ya da CDO adı verilen bir şekilde paketleniyordu. 2013 yılında şirket borçları, teminatlandırılmış kredi yükümlülüğü ya da CLO olarak adlandırılan bir şekilde yeniden satılıyordu.

Powell kaldıraç kredileri ve satın almalardan bahsederken kendi yaşam deneyimini anlatıyordu. Kariyerinin önemli bir bölümünü tam da şimdi uyarıda bulunduğu türden riskli borçların mühendisliğini yaparak geçirmişti. Powell'ın özel sermaye dünyasındaki deneyimi, Federal Rezerv'deki deneyimiyle doğrudan iç içe geçecekti.

I. Bunun işleyiş şekli, Fed'in uzun vadeli Hazine bonoları satın alması ve ardından eş zamanlı olarak piyasaya eşit miktarda kısa vadeli Hazine bonosu satmasıydı. Bu manevra "bükülme" idi. Fed uzun vadeli tahvilleri piyasadan çıkarıyor, bu da tahvillere olan talebi artırarak faiz oranını düşürüyordu. Ancak eşit değerde kısa vadeli tahvil satıyor olması, bankacılık sistemindeki toplam yeni nakit arzını artırmamasını sağladı. Fed'in uzun vadeli tahvil yoluyla eklediği her bir dolar kısa vadeli tahvil satışıyla elinden aldı. Amaç, yatırımcıları 10 yıllık Hazine bonosunda para biriktirmekten caydırırken, bankacılık sistemini nakitle beslememekti.

II. Fed Hazine bonolarını satın aldığında faiz oranları düşer çünkü Fed bu bonolara olan talebi artırmaktadır. Talep yüksek olduğunda, bir borçlu kredi almak için faiz olarak daha az para ödemek zorunda kalır, dolayısıyla oranlar düşer.

BÖLÜM 8

DÜZELTİCİ

(1971-2014)

Jay Powell lise son sınıftayken sınıf arkadaşları arasında geleceğin bir kongre üyesi ve Panama'nın gelecekteki ABD Büyükelçisi de vardı. Georgetown Hazırlık Okulu'nun diğer öğrencileri ABD senatörleri, lobiciler, federal yargıçlar ve üst düzey şirket yöneticileri oldular. Geleceğin iki Yüksek Mahkeme yargıcı, Neil Gorsuch ve Brett Kavanaugh, 1980'lerin ortalarında Georgetown Hazırlık Okulu'ndan mezun olmuştur.

Georgetown Prep kampüsü Powell'ın Washington'un banliyölerinden Chevy Chase'deki çocukluk evinin yakınındaydı. Chevy Chase'in sokakları görkemli meşe ağaçlarıyla kaplıydı ve görkemli evler geniş, yemyeşil çimlerin arkasına yerleştirilmişti. Powell, büyük bir Katolik ailenin altı çocuğundan biriydi. Yüksek Mahkeme önünde savunma yapmış, önde gelen bir şirket avukatı olan babasının adını almıştı. Powell'ın annesi Patricia, George Washington Üniversitesi'nden liberal sanatlar alanında yüksek lisans derecesi almış ve Chevy Chase çevresinde tanınmış bir gönüllüydü ve aynı zamanda Cumhuriyetçi Ulusal Komite için yarı zamanlı olarak çalışıyordu. Aile, Chevy Chase Club'ın yanı sıra Washington'da Sulgrave Club adlı seçkin bir yemek mekanına üyeydi. Jay Powell, lise yıllarında her sabah Georgetown Prep'in işlek Rockville Pike'ın hemen dışındaki izole kampüsüne bırakılırdı. Kampüse girdikten sonra uzun ve dolambaçlı bir yol öğrencileri bir golf sahası, tenis kortları ve bir bekçi kulübesinin yanından geçirerek çimenli bir dörtgenin etrafındaki ana akademik bina kümesine götürüyordu. Bir Ivy League üniversite kampüsüne benziyordu. Georgetown Prep'in müfredatı
titizdi, ancak gerçek eğitimin çoğu dersler arasında gerçekleşti ve başka bir yerde kopyalanması mümkün olmayan dersler öğretti. Georgetown Prep'te bir kişi dünyanın en güçlü insanlarının etrafında nasıl bulunacağını öğrenirdi.

Bilgili öğrenciler, çok zengin ve nüfuzlu kişilerin etkileşimlerini yöneten milyonlarca söylenmemiş ipucunu ve ince görgü kurallarını öğrenirlerdi. Bu davranış kurallarını ölçmek bile zordur. Bir insanın bunu yaşaması gerekir.

Jay Powell bir yetişkin olarak olayların merkezinde nasıl hareket edeceğini biliyordu. Neredeyse tüm kariyerini Amerikan gücünün zirvesindeki çok özel bir noktada geçirecekti: kamu hükümeti ve özel paranın kesiştiği nokta. Washington ve Wall Street dünyalarını birbirine bağlayan ofisleri işgal etti. Büyük sermaye ve büyük hükümet arasında işlerin sorunsuz yürümesine yardımcı olan bir 1. adamdı ve bu nadir dünyada çok iyi bir üne sahipti. Powell sağduyulu ve iyi karar veren bir adamdı. Sağlam biriydi. Ancak hiçbir zaman iktidar koridorlarında başrol oyuncusu, seçilmiş bir yetkili ya da bir CEO olmadı. İşinde kusursuzdu. Hiçbir zaman ünlü olmasa da, gerçekten önemli olan çevrelerde derin bir saygı görüyordu. Powell nihayet 2018'de Fed başkanlığına atandığında, seçimi neredeyse hiç tartışma yaratmadı. Powell, her şeyden önce seçici bir operatör olarak görülüyordu. Michael Farr adlı bir yatırım yöneticisi 2017 yılında *Washington Post'a verdiği* bir röportajda Powell hakkında şunları söylemişti "O ne bir şahin ne de bir güvercin" diyerek bir Fed başkanının enflasyonla mücadele konusundaki duruşunu tanımlayan terimleri kullanmıştı. Powell bu noktada yaklaşık on beş yıldır Federal Rezerv guvernörü olarak görev yapıyordu ve Fed politikasına ilişkin en dikenli, en karmaşık tartışmalardan bazılarına katılmıştı. Yine de Farr ve diğerleri Powell'ı tek bir inanç sistemi olmayan, sadece işleri halletme arzusu olan bir adam olarak görüyordu. Farr, "O, ekonomik yarar peşinde koşacak ve siyasete kulaklarını tıkayacak bir pragmatist" dedi.

Powell siyasete hiçbir zaman kulaklarını tıkamadı. Kulağı duyarlıydı ve Muhakeme yeteneği keskindi. Kariyer yolu, yakından dinleyen ve yol boyunca her adımda dersler çıkaran bir kişinin yoluydu. Hukuk diploması aldığı için sık sık "avukat" olarak tanımlanırdı. Ancak kariyeri bundan çok daha çeşitliydi.

Powell 1971 yılında liseden mezun olduktan sonra Princeton'a kaydoldu. Mezun olduktan sonra Capitol Hill'de yasama staPeri oldu ve ardından hukuk okumaya başladı.

Georgetown Üniversitesi'nden mezun olduktan sonra New York'ta bir federal temyiz mahkemesi yargıcının yanında kâtiplik yaptı. Powell babasının izinden giderek şirket avukatı oldu ve 1rm Davis Polk & Wardwell'e katıldı.

Ancak 1984 yılında, otuz bir yaşındayken Powell önemli bir hamle yaptı. Hukuk dünyasını terk etti ve yatırım bankacılığı dünyasına katıldı. Powell, Dillon, Read & Co. adlı bir şirkette işe alındı. Şirket borçları dünyasında büyük servete giden uzun yola burada başlayacaktı.

Gazeteciler Dillon, Read & Co. şirketini tanımlarken neredeyse kaçınılmaz olarak *beyaz ayakkabı*, *elit* ve *seçkin* gibi terimler kullanırlar. Şirket 1800'lerden beri şu ya da bu şekilde varlığını sürdürüyordu. Dillon, Read'in ortakları büyük paranın acımasızca ePektif hizmetkarlarıydı. Örneğin iki büyük şirket birleşmek istediğinde, Dillon, Read'den ayrıntıları halletmesini isterlerdi. Bir şehrin tahvil çıkararak borçlanması gerektiğinde, politikacılar Dillon, Read'den borcu paketlemesini ve bankalara satmasını istediler. Bu gibi anlaşmalar 1rm'nin ortaklarına milyonlarca dolar ücret kazandırdı.

Powell gibi bir avukatın bir yatırım şirketine katılması garip görünebilir. Ancak şirket hukukundan yüksek finans sektörüne geçiş yaygındır çünkü avukatlar büyük paralı anlaşmaları mümkün kılan çetrefilli ve son derece karmaşık sözleşmelerin üstesinden gelebilirler. Hukuk geçmişi Jay Powell gibi birisini Dillon'da başarılı olmak için gerekli olan kilit bir beceri setinde eğitti: sağduyu. Powell'ın görev yaptığı dönemde 1rm'de genel müdür olan Catherine Austin Fitts, "Şirket kültürü çok gizliydi," diye hatırlıyor. İhtiyatlı olmanın nedenleri stratejikti. Halka açık bir şirket başka bir şirketle birleşmek için görüşmelere başladığında gizlilik çok önemliydi. Eğer bir Dillon, Read ortağı anlaşmanın detaylarını sızdırırsa, bu birilerinin içeriden aldığı bilgilerle yasadışı ticaret yapmasına kapı açabilirdi. Büyük şirketler Dillon, Read ile çalışıyorlardı çünkü ortaklarının anlaşmanın müzakere edilmesine yardımcı olurken belki de aylarca sessiz kalacaklarına güveniyorlardı.

Dillon, Read'in başarısının bir diğer kilit özelliği de sadakatti. Şirket, müşterileriyle onlarca yıl olmasa bile yıllarca süren uzun süreli ilişkiler kurdu. Fitts, Dillon, Read'deki ortakların, Hansa Birliği'nin üyeleri gibi olduğunu söyledi; bu birlik, milattan önceki yıllarda Kuzey Avrupa'da faaliyet gösteren bir tüccar loncasıydı.
1300s. Fitts, "Sloganları 'Uzun vadeli ortaklarla ciddi iş' idi ve bu da Dillon, Read'i mükemmel bir şekilde tanımlıyor," dedi. "İşlerini çok sessiz bir

şekilde yürütüyorlardı. Gizlilik her şeydi. Ve ilişkiler. Uzun vadeli ilişkilere gerçekten değer veriyorlardı."

Dillon, Read öngörülebilir anlaşmalara odaklandı, ancak Aashy'ye değil. Şirket enerji şirketleri, imalatçılar ve şehir altyapı departmanlarıyla ilgileniyordu. Bu, muhasebe, tahvil geri ödeme planlaması ve kredi sözleşmelerinin yazılması gibi, insanların yaratıcı zihinler için ölümcül olduğuna inandıkları yaşam alanlarında belirli bir yaratıcılık gerektiren sıkıcı, son derece pro1table bir işti. Bir kişi bu alanda etkin bir şekilde faaliyet gösterirse, kazançları muazzam oluyordu. Tüm belirtilere göre Powell bu ortamda başarılı oldu.

Powell, Dillon, Read'de kurumsal borç ihracının ayrıntılı mekaniğini öğrenmiş olabilir. Bu borç türü, parasal genişleme ve ZIRP'nin uygulandığı on yıl boyunca Amerikan ekonomik yaşamında merkezi bir rol oynamaya başladı. Powell 2013 yılında kredi değerlerinin düşmekte olduğu ve çökebileceği uyarısında bulunduğunda, şirket borçlarından bahsediyordu. uyarıları, bir zamanlar Dillon, Read gibi elit şirketlerin hakim olduğu finans dünyasının bir köşesi hakkındaki derin bilgisini yansıtıyordu. Uzun yıllar boyunca şirket borçlarının yaratılmasına ve satılmasına yardımcı olduğu için Powell, borcun garip bir şekilde yapılandırıldığını ve sonunda küresel finansal sistem için derin bir tehlike haline geldiğini anlamış olmalıydı.

İki temel kurumsal borç türü vardır: kurumsal tahvil ve kaldıraçlı kredi. Bunlar kulağa karmaşık geliyor, ama değiller. Bir şirket tahvili, birçok yönden tipik bir banka kredisi gibidir. Bir şirket tahvil ihraç ederek 1 milyon dolar borçlanabilir ve tahvilin faiz oranı yüzde 5'tir. Tahvilin 30 yıllık bir ev kredisi gibi bir ömrü vardır ve bu sürenin sonunda tahvilin tamamının geri ödenmesi gerekir. Ancak benzerlikler burada sona eriyor. Şirket tahvilleri, kredi kartı borcu veya araba kredisinden farklı garip bir yapıya sahiptir. Şirket tahvillerinde şirket, kredinin ömrü boyunca sadece faiz ödemesi yapar ve kredinin vadesinin dolduğu gün borcun tamamını öder. Yani kredi, bir ipotek gibi yıllar içinde kademeli olarak ödenmez. Şirket tahvilleri hakkındaki açık sır, şirketlerin neredeyse hiçbir zaman bunları gerçekten ödemeye niyetli olmadıklarıdır. Bunun yerine, genellikle krediyi "çevirirler", yani bir bankayı
borcun vadesi gelmeden önce yeni bir kredi ile değiştirir. Tahvillerin vadesi dolar, ancak borç varlığını sürdürür ve şirketin daha sonra satıp tekrar çevireceği yeni bir tahvile dönüştürülür. Şirketler yıllarca sürekli olarak

kurumsal borçlarını çevirirler. Bu da onları riske maruz bırakır. Borcu yenileme zamanı geldiğinde faiz oranları yükseliyorsa, şirketlerin başı büyük belaya girebilir. İki kötü seçenekle karşı karşıya kalırlar: Ya borcun tamamını tek seferde ödeyecekler ya da borcu daha yüksek faizli ve dolayısıyla daha pahalı bir tahvile çevirecekler.

Bu riske rağmen, şirket tahvillerinin alınıp satıldığı güçlü bir piyasa vardır. Tahviller standartlaştırılmıştır ve tıpkı hisse senetleri gibi Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından düzenlenmektedir. Bir tahvilin fiyatı tıpkı bir hisse senedi gibi inip çıkabilir. (Bir tahvil fiyatı genellikle borçlunun geri ödeme olasılığı açısından ifade edilir. iyi bir tahvil dolar başına 95 sentten işlem görüyor olabilir, yani tahvilin neredeyse tamamen geri ödeneceği beklentisi vardır). İnsanlar tahvil satın alırlar - çok riskli tahviller bile olsa - çünkü biraz riske katlanabiliyorsanız düzenli para kazanmanın harika bir yoludur. Faiz ödemeleri düzenlidir ve tahvile sahip olan kişi için büyük nakit Aow sağlar. Bir tahvil ne kadar riskliyse, borçlunun temerrüde düşme tehlikesini telafi etmek için ödediği faiz oranı da o kadar yüksek olur. Walmart gibi büyük, güvenli bir borçlu düşük bir oran öderken, çok fazla borcu olan daha küçük şirketler yüksek bir oran öder. En riskli şirket tahvilleri önemsiz tahviller olarak adlandırılanlardır.

Diğer kurumsal borç türüne kaldıraçlı kredi denir. Bu bazı yönlerden şirket tahviline benzer: Kaldıraçlı bir kredi alınıp satılır ve riskini yansıtan bir faiz oranı taşır. Temel fark, kaldıraçlı kredilerin daha özel olmasıdır. Doğrudan bir bankadan bir şirkete verilme eğilimindedirler ve tahvillerde olduğu gibi standartlaştırılmamışlardır.

Dillon, Read gibi firmalar şirket tahvillerini ve kaldıraçlı kredileri şirket devralmalarını, birleşmelerini ve satın almalarını desteklemek için roket yakıtı olarak kullandılar. Powell bu işte başarılı oldu. Otuzlu yaşlarının ortasındayken, milyonlarca dolarlık gizli bir şirket devralma anlaşmasını yürütmek için güvenebileceğiniz türden bir adam gibi görünüyordu. Bariton sesi güven ve otorite telkin ediyor, dar yüzü ve çukur çenesiyle yakışıklılık ve yumuşak güvenilirliği harmanlıyordu. Onunla ilgili tek sarsıcı şey, tam rolünde bir şerit gibi yükselen beyaz saç şokuydu. Powell, Dillon, Read'de iyi bir eğitim almıştı.

Şirket borçları, şirket avukatlarını Wall Street'e çeken türden bir servet kazanamadan kesintiye uğradı. 1988 yılında şirketin başkanı Nicholas F. Brady, Ronald Reagan tarafından Hazine Bakanı olarak işe alındı. George H.

W. Bush başkan seçildikten ve Brady'nin iş güvenliği sağlandıktan sonra Powell, Brady'ye Hazine'de katılmak üzere Dillon, Read'den ayrıldı. Powell'ın özel sermayedeki ilk yıllarında elde ettiği başarının bundan daha açık bir göstergesi olamaz. Fitts, "Hazine'ye gittiğinde Brady'nin güvenini kazandığı açıktı," diyor. "Brady aptal değildi."

Brady'nin Powell'a olan güveni, Powell Washington'a geldikten hemen sonra doğrulanacaktı. Hazine Bakanlığı'nda suç teşkil eden dolandırıcılık, riskli türev sözleşmeleri ve batamayacak kadar büyük bir Wall Street yatırım şirketini içeren bir skandal patlak verdi. Powell'dan bu karmaşaya yardımcı olması istendi ve bu olay ona Washington'da iktidarın yolları konusundaki eğitiminin bir sonraki aşamasını sağladı.

Sorun Powell'ın yönettiği büyük bürokrasinin içinde başladı. Powell iç maliyeden sorumlu Hazine Bakan Yardımcısıydı ve bu görevi onu devlet borçlarının ihracından sorumlu kılıyordu. Onun bölümü ABD Hazine bonolarını çıkaran bölümdü. Bazı açılardan bu iş sıradan ve öngörülebilir bir işti, bir tür matbaa işletmek gibiydi. ABD borçlanma sistemi iyi kurulmuş ve iyi işliyordu, bu nedenle Powell'ın işi, trenlerin yoğun bir istasyonda sorunsuz bir şekilde hareket etmesini sağlamak zorunda olan bir istasyon müdürünün işine benziyordu. Departmanı, Hazine bonolarını Wall Street'teki birincil satıcılara açık artırmayla satan New York Federal Rezerv Bankası ile yakın işbirliği içinde çalışıyordu.

Şubat 1991'de New York Fed'deki tüccarlar garip bir şey rapor ettiler. Hazine tahvili satışlarından birinde ters giden küçük bir ayrıntı vardı. İhalelerden birinde Fed iki müşteriye Hazine tahvili sattı: Mercury Asset Management Group adlı belirsiz bir yatırım şirketi ve S. G. Warburg Group adlı başka bir yatırım şirketi. Garip olan şey, her iki şirketin de aynı yatırım şirketinin farklı iştirakleri olduğunun ortaya çıkmasıydı. Eğer bu iki şirket ortak sahipleri adına Hazine tahvili satın alıyor olsalardı, bu yasadışı olurdu. Hükümet, tek bir şirketin ne kadar Hazine tahvili alabileceğine dair katı sınırlar koymuştu.
şirket satın alabilirdi, böylece kimse piyasayı köşeye sıkıştıramazdı. İşlemler şüpheli görünüyordu ve büyük bir bankanın görünüşte ayrı paravan şirketler aracılığıyla Hazine bonosu satın alarak limitleri aşmaya çalıştığına dair şüphe uyandırıyordu. Şirketlerin ortak sahibi ana satıcı Salomon Brothers'tı.

Powell'ın departmanındaki alt düzey bir çalışan Salomon'a bir mektup göndererek neler olup bittiğini sordu. Salomon bu iki müşterinin aslında tek bir müşteri olduğunu biliyor muydu?

Salomon Brothers'ın içinde bu mektup hızla 1RM'nin Hazine bonosu alımlarını denetleyen tahvil tüccarı Paul Mozer'e iletildi. Mozer patronlarına çok hızlı bir şekilde itirafta bulunarak, 1rm'nin belirli bir ihalede satılan tüm Hazine bonolarının yüzde 35'inden fazlasını sessizce toplayabileceği kadar Hazine bonosu satın almak için bağlı şirketleri kullanarak bir aldatmaca yürüttüğünü itiraf etti. Amaç o kadar çok Hazine tahvili elde etmekti ki Salomon daha sonra bu tahvilleri ikincil piyasadan satın alan diğer 1rm'leri sıkıştırabilecekti. Burada gri bir alan yoktu. Bu bir suç planıydı. Ama Mozer 1red değildi ve Salomon onun davranışını örtbas etti. Şirket, Hazine Bakanlığı'na şüpheli alımların masum bir hata olduğunu açıklayan bir mektup gönderdi. Mozer, piyasayı köşeye sıkıştırarak ve rakiplerini sıkıştırarak plana devam etti. Mayıs 1991'de Salomon bu hileyi kullanarak o kadar çok Hazine bonosu satın aldı ki arzın yüzde 94'ünü kontrol eder hale geldi. Bu arada Hazine Bakanlığı, Salomon'un hiçbir sorun olmadığı yönündeki açıklamasından tamamen memnun görünüyordu. Jay Powell'ın bölümü New York Fed aracılığıyla Hazine bonolarını açık artırmaya çıkarmaya devam etti ve Salomon da piyasada oyun oynamaya devam etti.

Powell'ın patronu Bakan Nicholas Brady, Salomon Brothers'ın Washington'daki ofisinin genel müdürü Steve Bell ile iyi arkadaştı,
D.C. Bell bir tahvil tüccarı değildi. Yıllardır Washington'da çalışan ve herkesi tanıyor gibi görünen insanlardan biriydi. Örneğin Bell, Brady ile arkadaş olmuştu çünkü Brady New Jersey'deki Senato koltuğuna ilk atandığında Bell ABD Senatosu Bütçe Komitesi'nin yöneticisiydi. İkili çok yakındı ve Bell, Brady'nin Maryland'deki kırsal malikanesinde düzenli olarak misafir oluyor ve burada güvercin avlıyorlardı. Bell harika bir av arkadaşı olmalıydı. Zeki ve saygısız bir kırbaçtı. Bell'in en büyük başarılarından biri,
Senato'da staPer olarak görev yaptığı dönemde
Reagan yönetimi "uzlaşma" adı verilen yeni bir yasama manevrası yaratarak başkanın bir bütçeyi Senato'dan salt çoğunlukla geçirmesine ve 1libuster'ı atlamasına olanak tanıdı. Uzlaşma daha sonra Obamacare ve Trump'ın vergi indirimlerini geçirmek için kullanıldı ve Bell'e yıllar sonra gururla ilan edeceği bir şöhret kazandırdı. "Bell, "Birkaç gün önce biriyle konuştum ve bana şöyle dedi: 'Uzlaşmayı icat eden *sensin,* değil mi? Bell'in Salomon

Brothers ofisi Willard Oteli'nde, Hazine Binası'nın hemen karşısında yer alıyordu. Bu, Salomon'un suç teşkil eden davranışları kamuoyunun gözleri önüne serildiğinde Bell'in sıfır noktasında olduğu anlamına geliyordu.

Salomon'un ihaleye fesat karıştırdığı, piyasanın yüzde 94'ünü kontrol edecek kadar çok Hazine tahvili satın aldığı 22 Mayıs'taki ihaleden sonra ortaya çıktı. Bu davranış fark edilmeyecek kadar korkunçtu. Bu kez, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu ve Federal Rezerv'den düzenleyiciler Solomon'un yanlış bir şey olmadığına dair sözlerine inanmadılar. İhaleye fesat karıştırmanın neredeyse kesin olarak cezai suçlamalarla ve büyük tazminatlarla sonuçlanacağı kısa sürede anlaşıldı. Ancak Salomon için daha da tehlikeli olan, Hazine Bakanlığı'nın Salomon'un ana bayi unvanını iptal etme ihtimaliydi. Bu unvan olmadan, şirket iflas edebilirdi. "Bu varoluşsal bir tehditti," diyor Bell.

Bell'e göre bu tehdidin gerçekleşmemesini sağlayan bir kişi vardı ve o da Jay Powell'dı.

İhaleye fesat karıştırıldığı ortaya çıkınca Salomon'un CEO'su istifa etti ve yerine 1RM'nin en büyük hissedarlarından biri olan Omaha yatırımcısı Warren BuPett getirildi. Bell ve Salomon'daki ekip, BuPett'in itibarının 1rm'yi kurtarmaya yardımcı olabileceğine inanıyordu. BuPett derhal 1rm'nin suçlu olduğunu kabul etti ve Bell'in ekibinin SEC ve Hazine'ye karşı savaş açabilecek yüksek fiyatlı D.C. hukuk 1rm'sini işe almasını yasakladı. BuPett Washington'a geldi, Bell'in ofis mutfağına yerleşti ve Salomon'un hayatta kalması için Hazine Bakanlığı ile görüşmelere başlamak üzere telefona sarıldı. Bell'in hatırladığına göre telefon hattının diğer ucundaki kişi Jay Powell'dı. BuPett basit bir mesaj iletti: Salomon'un temizlenmesine yardım edecekti ama Hazine'ye ihtiyacı vardı.
hoşgörü göstermek için. Bell, "BuPett, 'Bu görevi üstleneceğim, ancak hayatta kalmamızı imkansız hale getirirseniz olmaz' dedi" dedi.

Nicholas Brady, Salomon'un ana bayi statüsünü hâlâ askıya almıştı ki bu Bell'in gözünde bir ölüm cezasıydı. Bell, şirketin ölmesine izin verilmesi halinde diğer Wall Street şirketlerinin de kendisiyle birlikte yok olacağına inanıyordu ve mesajı basitti: "Ya en büyük ağacı devirirseniz ve o da yıkılırsa ve ormandaki diğer ağaçları da devirirse?" Bell söyledi. Jay Powell, Wall Street'teki geçmişi nedeniyle bu argümanı anlayabilirdi. Bell, "Salomon'un türev ürünlerde ve diğer enstrümanlarda sahip olduğu devasa pozisyon göz önüne alındığında, küresel finans piyasalarında önemli bir bozulma olacağını

bildiğini düşünüyorum" dedi. Bell, Powell hakkında çok az şey bilse de Powell'ın tavsiyelerinin Brady nezdinde çok büyük bir ağırlığı olacağını biliyordu çünkü onu Brady işe almıştı. Brady'nin "*adamına* ihtiyacı vardı. Adam onunla birlikte Hazine'ye getirilmişti," diyor Bell. "Jay piyasaları iyi biliyordu. Daha önce Brady ile birlikte çalışmıştı. Sekreterin güvenini kazanmıştı."

Warren BuPett, Salomon'un davasını savunmak için doğrudan Brady'yi aradı ve Hazine Bakanlığı kısa süre sonra kararını tersine çevirerek Salomon'un ana bayi olarak atanmasını yeniden sağladı. Bell bu zaferde ve Salomon'un hayatta kalmasında Jay Powell'ı her zaman takdir edecektir. Bell, "Jay'in Bakan Brady'nin kararını bilgilendirmede kritik bir rol oynadığını biliyorum," dedi. Karar BuPett'e şirket için hazırladığı temizleme planını hayata geçirmesi için zaman kazandırdı.

Ancak Kongre'nin güçlü üyelerini endişelendiren daha büyük sorun, Salomon'un ilk etapta hile yapmasına ve işlemlerinin ilk kez şüphe uyandırmasından sonra bile hile yapmaya devam etmesine izin veren düzenleyici 1asco idi. Temsilciler Meclisi Eylül ayında konuyla ilgili kamuya açık bir oturum düzenledi. Washington'da bu tür oturumlar, milletvekillerine öfkelerini açıkça ifade etme şansı veren ritüel bir dayağa eşdeğerdir. Hazine Bakanlığı'nın ifade vermek üzere kimi gönderdiği ortaya çıktı. SEC kendi başkanını ve New York Fed başkanını gönderirken, Nick Brady kendi adına ifade vermesi için Powell'ı gönderdi. Powell, gelen 1re için belirlenmiş bir hedefti. Duruşmaya gri takım elbisesi, beyaz gömleği ve gri kravatıyla geldi. Uzun paragraflar halinde, soğuk ve prova edilmiş bir mahkeme konuşması gibi konuştu. Ve milletvekilleri tarafından acımasızca eleştirildi. Duruşmayla ilgili basında çıkan haberlerde *saldırıya uğradı* ve *sorgulandı* gibi kelimeler kullanıldı. Ancak Powell hiç tedirgin görünmüyordu.

Hazine Müsteşarlığı

Salomon'un planını tespit etti ve devam etmesine izin verdi. Ancak Powell her şeyi öylesine kansız bir şekilde açıklamayı başardı ki, sorgulayıcılarının tutkusu tükenmiş gibi görünüyordu. Duruşmalardan sonra Powell, skandal ve buna olanak sağlayan düzenleyicilerin rolü hakkında uzun bir rapor yazılmasını denetledi. Sonuçta çok az şey değiştirildi. Hazine Bakanlığı, Hazine ihalelerinin yapılış şeklini değiştirerek, oyuna getirilmesinin daha zor olduğu düşünülen "Hollanda ihalesi" tarzına geçti. Mozer suçlu bulundu ve hapse gönderildi. Salomon'un CEO'su John Gutfreund'a 100.000 dolar para cezası verildi.

Powell terfi etti. Otuz dokuz yaşında Hazine müsteşarı oldu. Ancak George H. W. Bush yeniden seçilme şansını kaybedince bu görevdeki süresi kısa sürdü. Powell uzun süre işsiz kalmadı. Dillon, Read'deki geçmişi, Hazine'de geçirdiği hizmet yıllarıyla birleşince Jay Powell'ı dünyanın en nadir işlerinden biri için ideal bir aday haline getirdi. Carlyle Group'ta ortak olmak üzere işe alındı.

Washington'daki bağlantılardan ve nüfuzdan yararlanmak Carlyle Group'un son derece başarılı iş stratejisinin özünü oluşturuyordu. Şirket 1987 yılında Jimmy Carter'ın eski yardımcılarından David Rubenstein tarafından kuruldu ve Rubenstein şirketin başkentteki konumunun o dönemde faaliyet gösteren ve çoğu New York'ta bulunan diğer 250 özel sermaye şirketi karşısında kendisine avantaj sağladığını söyledi. Carlyle, hükümet harcamalarına dayanan işletmeleri alıp satma konusunda uzmanlaştı ve yardımcı olmaları için eski hükümet yetkililerini işe aldı. Carlyle'ın ortakları arasında eski Hazine Bakanı James Baker III ve eski Savunma Bakanı Frank Carlucci de vardı. Emekli Başkan George H. W. Bush da 1rm'nin danışmanlarından biriydi. Sadece 2001 yılında Carlyle, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun eski başkanını, Federal İletişim Komisyonu'nun eski başkanını ve Dünya Bankası'nın eski yatırım müdürünü işe aldı. Bu kişiler anlaşmaların Carlyle'a yönlendirilmesine yardımcı oldu ve Carlyle da bu kişilerin bir zamanlar düzenledikleri sektörlerdeki ayrıntılı bilgilerinden ve kişisel bağlantılarından para kazanmalarına yardımcı oldu.

Carlyle Group, diğer özel sermaye şirketleri gibi, varlıklı insanlardan ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılardan para topladı ve Carlyle'ın şirketleri satın almak için kullanacağı bir nakit havuzuna büyük miktarlarda

para koydu. Temel amaç bu küçük şirketlere "yatırım yapmak, geliştirmek ve satmaktı". Carlyle genellikle bir şirketi yaklaşık on beş yıl elinde tutuyor ve daha sonra ideal olarak bir kâr karşılığında satıyordu. Borç bu iş modelinin anahtarıydı. Yatırım parası havuzu her zaman kaldıraçlı krediler ve şirket tahvilleriyle güçlendirildi. Carlyle kendi nakit parasının bir kısmını ortaya koyuyor, ardından anlaşmayı finanse etmek için çok daha fazlasını borç alıyordu. Daha da önemlisi, borç Carlyle'ın satın aldığı şirkete yükleniyordu. Sonra o şirket borcunu ödemek için çok çalışmak zorunda kaldı. Bu, nakit kazanan ve kendi ipoteğini ödeyen bir ev satın alabilmek gibiydi.

Carlyle'da başarılı bir ortağın sahip olması gereken en önemli özellik bağlantılarının olmasıydı. İdeal Carlyle ortağı devlet kurumlarındaki doğru kişileri tanımak zorundaydı. Aynı zamanda büyük miktarlarda kaldıraçlı krediler ayarlayabilecek ve sendikasyon yapabilecek doğru bankacıları da tanımaları gerekiyordu. Ve satın aldıkları şirketleri birkaç yıl içinde satmaya hazır hale getirmek için bu şirketlerin başına getirecekleri ve yönetmelerine yardımcı olacak yetenekli insanları tanımaları gerekiyordu.

Powell Carlyle'a 1997 yılında, kırklı yaşlarının ortasındayken katıldı. Ofisi, Carlyle'ın Pennsylvania Avenue'daki merkez binasının ikinci katındaydı ve Beyaz Saray'dan çok da uzakta değildi. Carlyle ofisleri özel sermaye standartlarına göre pek de lüks sayılmazdı. Wall Street şirketlerinin ofisleri genellikle sert ahşap kaplamalar ve duvarda asılı bir sanat eseri ile süslenirdi. Carlyle'daki estetik faydacıydı. Şirket orijinal tablolar yerine baskılar asıyordu ve ortaklar herhangi bir hukuk ya da sigorta bürosunda bulunabilecek sade konferans salonlarında bir araya geliyordu. Eski bir Carlyle ortağı ve genel müdürü olan Christopher Ullman, "Ofislerimiz o kadar sıkıcı ve sadeydi ki şaka gibiydi," diye hatırlıyor. Ortaklar pazara odaklanmaya devam ettiler. Piyasa da bu iyiliğe karşılık verdi. Bir bankalar geçidi, satılık şirketlerin reklamını yapmak için Carlyle'a geldi.

Powell gibi insanların işi, bir kataloğun sayfalarını karıştırır gibi, en yüksek potansiyele sahip anlaşmaları bulmak için oPerasyonları gözden geçirmekti. 2002 yılında bir anlaşma dikkatini çekti. Merkezi Milwaukee'de bulunan Rexnord adlı bir sanayi holdingi yeni bir sahip arıyordu. Rexnord pahalı ürünler üretiyordu.

Özel bilyalı rulmanlar ve konveyör bantlar gibi ağır sanayide kullanılan yüksek hassasiyetli ekipmanlar. Şirket 1980'lerin sonundan beri bir dizi yatırımcıya aitti ve her biri şirketi daha fazla borçla yüklüyor, sonra da kâr elde etme umuduyla bir sonrakine devrediyordu. Bu borç ve yeniden satış koşusundan sonra bile 1rm cazibesini korudu. Özel sermaye ortaklarının her şeyden çok değer verdiği şeyi üretiyordu: istikrarlı nakit akışı. Bu, şirketin üzerine yüklenecek borcu ödemek için iyi bir konumda olduğu anlamına geliyordu.

Powell sonunda Rexnord'un risk almaya değer olduğuna karar verdi. Satın alma işlemini yönetecek bir ekip oluşturdu ve bunun gerçekleşmesi için finansmanın ayarlanmasına yardımcı oldu. Carlyle, satın alma fonundan 359,5 milyon dolar kendi parasını yatıracaktı. Bu parayı peşinat olarak kullanan Powell, satın alma bedelinin geri kalanının ödenmesi için toplam 585 milyon dolar değerinde iki kredinin temin edilmesine yardımcı oldu. Bu satın alma Jay Powell'ın özel sermaye kariyerinin zirvesini oluşturacaktı. Aynı zamanda ona kurumsal borçların kullanımı ve riskleri konusunda ilk elden bir eğitim sağladı.

Rexnord'un genel merkezi Milwaukee'nin batısında, büyük bir otoparkın yanındaki iki katlı tuğla bir binada yer alıyordu. Ana ofis binasının hemen arkasında şirketin fabrikalarından biri ve 1800'lü yılların sonlarına dayanan şirketin orijinal ismine bir gönderme olarak yan tarafında beyaz harflerle CHAIN BELT (ZİNCİR KEMERİ) yazılı uzun bir baca vardı (Rexnord ismi yaklaşık yüz yıl sonra, birçok birleşmeden sonra doğdu). Tesis, mütevazı evlerden oluşan işçi sınıfı mahalleleriyle çevriliydi.

Tom Jansen 1980'lerde Rexnord'da muhasebe departmanında çalışmaya başladı. Uzun yıllar boyunca çeşitli terfiler aldıktan sonra, sorumluluk düzeyini hafife alan bir iş unvanı olan finans müdürü oldu. Birçok CFO bir şirketin mali işlerinden sorumludur. Ancak Jansen, 80'li yılların sonlarından itibaren defalarca el değiştiren tüm 1rm'yi şekillendirmek ve yeniden şekillendirmekten de sorumluydu. Jansen'in işi yorucuydu. Bir noktada işi bıraktı ama bir yıl kadar sonra geri döndü. Özel sermaye dünyasında Rexnord'un CFO'su olmanın heyecan verici bir yanı vardı. Şirket, özel sermaye altındaki Amerikan kapitalizminin borçla beslenen modelinde bir

vaka çalışması haline gelmişti. JePrey Steiner adındaki ilk satın alma krallarından biri, Rexnord'u hurda tahvil borcuyla satın almış ve

1990'ların ortasında kendisine 6,3 milyon dolar ödenen bir anlaşmayla sattı. Rexnord bundan sonra da el değiştirmeye devam etti. Bir satın almanın ardından, yeni sahipler bir kararname ile Jansen'in üstündeki tüm yönetim ekibini görevden aldı. Kendisinden şirketin yeniden inşasına yardımcı olması istendi ve bunu yaparken Robert Hitt adlı bir sonraki CEO ile yakınlaştı.

2002 yılında, Rexnord'un çeşitli kurumsal bölümleri bir kez daha bölünüyor ve Londra merkezli bir şirket olan 1rm'nin son özel sermaye sahibi tarafından parçalara ayrılıp satılıyordu. Jansen ve Hitt, Rexnord'un kurumsal bir mülk olarak erdemlerini tanıtan bir "yol gösterisi" hazırladılar. Bu haberi özel sermaye sahipleri arasında yaymaları için yatırım bankacıları tuttular ve çok geçmeden Milwaukee'ye gelen spekülatörler geçidine sunumlarını yapmaya başladılar. "Tekerleği tekmelemek için gelen çok çeşitli insanlar var. Dibe vuranlar var - bunu hemen anlayabilirsiniz," diye hatırlıyor Jansen. Dibe vuranlar Rexnord'u satın almak parçalara ayırmak ve parçaları hızlı bir kazanç için satmak istiyorlardı. Alttan beslenenler Jay Powell ve Carlyle ekibini öne çıkardı. Carlyle ekibi soğukkanlı, sakin ve büyük paranın getirdiği özgüvene sahipti. Jansen sunumunu yapmak için ayağa kalktığında, Rexnord'un ürünlerinin ülkedeki hemen hemen her fabrikada, petrol re1nerisinde ve madencilik operasyonunda bulunabileceğini, ancak hiç kimsenin şirketin ne yaptığını bilmediğini açıkladı. Jansen, "'Rexnord'un ne olduğunu bilmiyorsunuz, böyle bir şey yok," diye şaka yapmayı severdi. Ancak Rexnord'un yüksek mühendislik ürünü konveyör bantları ve uçaklarda kullanılan özel bilyalı rulmanlardan oluşan ürün gruplarında gerçek para vardı. Jansen, "İnsanların dünyayı hareket ettirmek için ihtiyaç duyduğu şeyleri üretiyordu," diye açıkladı. Rexnord'un iş modeli tıraş bıçağı şirketlerinin kullandığı modele benziyordu. Tıraş bıçağı ucuzdu; yedek bıçaklar pahalı ve çok pahalıydı. Rexnord asıl parayı, hayati önem taşıyan konveyör bantları bozulduğunda ya da pahalı bilyalı rulmanlar eskidiğinde yedek parça satarak kazanıyordu. Şirketin yıllık satışları güvenilirdi ve yılda yaklaşık 755 milyon dolardı. Vergi ve faiz ödemelerinden önce yılda 113 milyon dolardan fazla kâr elde ediyordu.

Jay Powell ve ekibi satılmıştı. Jansen'i şaşırtan bir şekilde Powell durumu tersine çevirdi ve Rexnord ekibine Carlyle Group'a ait olmanın faydalarını anlatmaya başladı. "Sundukları şey şuydu: Size yardım etmek istiyoruz. Büyümenize yardımcı olmak istiyoruz," diye hatırlıyor Jansen.
Carlyle'dan gelen ekip, Rexnord'u satmayacaklarına söz verdi.

Mikro yönetim. Carlyle, çalışanlarını Rexnord'un yönetim kuruluna yerleştirecek ve burada şirketi yönlendirecekler, ancak yerel yönetim ekibine özerklik vereceklerdi.

Anlaşma Eylül 2002'de tamamlandı ve çoğunlukla Rexnord'un bilançosuna yüklenen kurumsal borçla finanse edildi. Rexnord'un borç seviyesi bir anda 413 milyon dolardan 581 milyon dolara fırladı ve yıllık borç faiz ödemeleri 2002'de 24 milyon dolardan 2004'te 45 milyon dolara yükseldi. Rexnord, Carlyle'ın sahip olduğu her tam yıl boyunca kazancından daha fazla parayı faiz giderlerine ödeyecekti.

Borç Rexnord üzerinde baskı yarattı. 2003 yılının başlarında Milwaukee'deki Rexnord çalışanları, yönetim ekibini yetmiş işi Kuzey Carolina'ya taşımamaya ikna etmek için diğer tavizlerin yanı sıra saatte ortalama 3 dolarlık bir ücret kesintisi yapmayı kabul etti. Milwaukee çalışanları sendikalıydı ve dolayısıyla bu işleri sendikasız bir güney eyaletine taşımak Rexnord'a para kazandırabilirdi. Ancak Jansen, Carlyle ekibinin böyle bir eylemin yaratabileceği manşetler konusunda hassas olduğunu söyledi. "Kesintiler yapılması gerekiyorsa bunları saygılı bir şekilde yapmamız gerektiğinin çok ama çok farkındaydılar. İnsanlara saygılı davranmak. Bu çalışma yüzünden kötü bir reklam yapılmasını istemediler," diye hatırlıyor.

Powell, Rexnord'un yönetim kuruluna katıldıktan sonra sık sık Milwaukee'ye giderek Jansen ve yönetim ekibinin geri kalanıyla bir araya geldi ve şirketin stratejisi, bütçesi ve operasyonları hakkında uzun toplantılar yaptı. Bu toplantılar için Rexnord'un fabrika yakınındaki gerçek merkezinde bir araya gelmiyorlardı. Bunun yerine, şehir merkezinde, mermer sütunlarla kaplı ve cam tavanlı dört katlı bir atriyuma sahip asırlık bir bina olan P1ster Hotel gibi yerlerde konferans salonları kiraladılar. Yönetim kurulu yılda yaklaşık iki kez, Miami'deki Doral Country Club'da (kulüp daha sonra Trump Organization tarafından satın alındı) birkaç günlük bir strateji oturumu için bir araya geliyordu. Tesis, Güney Gotik bir malikaneye benzeyen geniş otel kompleksinin hemen dışında, havuz ve golf sahasının yakınındaki geniş verandalarıyla düşünmek için iyi bir yerdi. Ziyaretçiler otelde, etrafı duvar büyüklüğünde pencerelerle çevrili, yeşilliklere ve palmiye ağaçlarına bakan toplantı odaları kiralayabiliyordu. Burası

Yönetim kurulu, Rexnord'un stratejisini optimize etmek ve nakit akışını artırmak, kârları artırmak ve borçları ödemek için strateji geliştirecekti. Borç ödeme kısmı çok önemliydi. Bu, özel sermaye işini kendi kendine çalışan bir sürekli hareket makinesi gibi yapan şeydi. Rexnord çalışanları Carlyle'ın şirketi satın almak için kullandığı borcu ödemek için çok çalışıyorlardı ve bunu yaptıkça borcun ortadan kalkmasını sağlayarak Carlyle'ın sahiplik hissesinin değerini artırıyorlardı. Her şey yolunda giderse, Carlyle birkaç yıl içinde 1rm'yi satabilecekti.

Ne yazık ki, anlaşma neredeyse anında ters gitmeye başladı. Ekonomi 2003 yılında yavaşladı ve bu zayıflık Rexnord'un parçalarına olan talebi azalttı; fabrikalar, madenler ve yeniden üretim tesisleri üretimi azalttı. Carlyle'ın anlaşmaya bağlı olarak yaklaşık 1 milyar dolar nakit ve borcu vardı. Jansen bahsin karşılığını alacağından tam olarak emin değildi. Ve bu kötü haberi doğrudan Powell ve diğer yöneticilere iletmek zorundaydı. Jansen onların tepkisine şaşırdı. Kimse 1'lerini masalara vurmuyordu. Özellikle Powell sadece bir sürü soru sordu. "Sanırım Jay muhtemelen en sivri soruları soran kişiydi. Sanırım onu derin düşünen biri olarak sınıflandırabilirim," diyor Jansen. Powell'a Rexnord'un kurucu olmaya başladığı söylendiğinde tek bir temel sorusu vardı: Planınız nedir? Jansen ve Hitt, Miami'deki tatil köyünde uzun günler süren toplantılar yaparak bir plan belirlediler.

Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler mesai saatleri dışında golf oynadılar. Jansen, Jay Powell'ı golf sahasında gerçekten tanıdığını hissetti. Golf o kadar sinir bozucu olabilir ki insanları neredeyse histeriye sürükler. Fairway'in tam ortasından yapılan mükemmel bir vuruşun hemen ardından, açıklanamaz bir şekilde, topu yürek parçalayıcı bir açıyla uzun çimlere gönderen bir şaft gelebilir. Powell'ın atışları mükemmel olduğunda kendini beğenmişlik yapmadığı gibi, topu ıskaladığında da sinirlenmiyordu. Bu önemsiz bir şey gibi görünebilir ama çok anlamlıydı. Bir insan saatlerce bu tür bir davranışı taklit edemez. "Tıpkı bir dostla golf oynamak gibiydi," diye hatırlıyor Jansen. Powell ile çalışan pek çok kişi gibi Jansen de onunla arasında bir yakınlık hissetmişti. "Onun bir orta batılı olduğunu sanmıyorum," diyor
Jansen. "Ama öyle görünüyordu."

Jansen, piyasa battığında paniğe kapılmayan Powell'dan ders aldı.

Rexnord, 5.285 kişilik işgücünden yaklaşık 385 kişiyi işten çıkararak maliyetleri düşürdü ve 2004 yılında 45 milyon dolarlık faiz maliyetini ödemeye yardımcı oldu. Ancak o yıl siparişler yeniden toparlandı ve genel giderlerin azalmasıyla Rexnord'un kârları arttı. Powell'ın yönetim ekibine olan güveni haklı çıkmıştı.

Ancak Rexnord'un satışlarını artırarak ve maliyetlerini düşürerek yıldan yıla hayatta kalması için yeterli değildi. Bu, Carlyle'ın genel ortaklarının yatırımlarından bekledikleri türden kârlar sağlamadı. Özel sermaye şirketleri, genellikle bir şirketi on beş yıl kadar bir süre içinde sattıktan sonra çift haneli rakamlar istiyordu. Bu rakamlara yeni ürünler icat ederek ya da yeni pazarlara girerek ulaşmak zordu. Daha yaygın olan taktik ise daha fazla borç almak ve daha fazla şirket satın almaktı. Bu, mevcut şirkete daha fazla borç yüklüyor, ancak anında yeni ürün hatları ve müşteriler eklerken, şirketler birleştirildiğinde maliyetleri düşürmek için hızlı bir yol sağlıyordu. Thomas Hoenig bunu "kaynakların yanlış tahsisi" olarak tanımlardı. Borç almak daha kolay olduğunda, şirketler bu borcu şirket birleşmeleri ya da özel sermaye devralmaları için kullanırlar. Bu faaliyetler sermayeye erişimi olan insanlara fayda sağlar, ancak nadiren inovasyonu tetikler, yeni işler yaratır veya çalışanlara ücret artışı sağlar.

2005 yılının başlarında Rexnord hala 507 milyon dolardan fazla borç taşıyordu ve faiz giderleri için kazancının iki katı kadar para ödüyordu. Ancak Jay Powell ve şirketin yönetim kurulu, Rexnord'un daha fazla borç alması için yer olduğuna karar verdi. Gözlerine bir şirket devralma hedefi çarptı; Milwaukee'de bulunan Falk Corporation adlı bir başka eski hat üretim şirketiydi. Falk bir asırdan daha eski bir şirketti ve dişli tahrikleri ve kaplinler gibi endüstriyel bileşenler üretiyordu. Rexnord'un yönetici ekibi, Rexnord'un bilançosuna yüklenen ve şirketin yıllık faiz ödemelerini 44 milyon dolardan 62 milyon dolara çıkaran kaldıraçlı bir kredi şeklinde 312 milyon dolar borç almak için bir anlaşma tasarladı. Rexnord'un toplam borcu 507 milyon dolardan 754 milyon dolara yükseldi. Yine de bu satın alma Rexnord'u dışarıdan bir alıcı için daha cazip hale getirdi. Şirket ürün yelpazesini çeşitlendirmiş, ayak izini genişletmiş ve hala operasyonlardan gelen istikrarlı bir nakit akışına sahipti. Carlyle Group için pozisyonunu nakde çevirme zamanı gelmişti.

Rexnord ilk olarak halka açılma ve hisselerini Wall Street'te satışa çıkarma fikriyle oynadı. Ancak yeterince güçlü bir ilgi olmadı ve Rexnord bunu takip etmedi. Asıl fırsat başka bir özel şirket tarafından geldi.
Apollo Management LP adında bir sermaye şirketi. Apollo, Rexnord'un ağır borç yükünden korkmuyordu, çünkü Apollo Rexnord'un daha da fazla borçlanabileceğine inanıyordu. Tıpkı Carlyle'ın yaptığı gibi, Rexnord'u satın almak için bir plan tasarladı; yeni kaldıraçlı krediler sendikasyonu oluşturup bunları Rexnord'a yükleyecekti. Apollo'nun bu konudaki hırsı dikkate değerdi. Şirket, Carlyle'ın sadece dört yıl önce ödediğinin iki katından fazla olan 1,825 milyar dolar topladı.

Jay Powell ve ekibine yapılan ödeme muazzamdı. Carlyle'daki insanlar yıllar sonra Rexnord anlaşması hakkında konuşacaklardı. Carlyle bu tür rakamları açıklamadığı için Powell'ın satıştan ne kadar kâr elde ettiğini belirlemek zor. Ancak Apollo'nun satın alma fiyatı Carlyle'ınkinden 900 milyon dolar daha yüksekti. Carlyle'ın yatırım kurallarına göre, kârın yüzde 80'i satın almalar için para koyan sınırlı ortak yatırımcılara, yüzde 20'si ise Carlyle'a gidecekti. Carlyle'ın parasının yüzde 45'i kendi deyimleriyle "ana şirkete", yüzde 55'i ise Jay Powell'ın ekibine gidecekti. Rexnord'un Milwaukee'deki CFO'su Tom Jansen de Apollo anlaşmasıyla birlikte parasını çekti. O zamana kadar çok sayıda sahiplik değişikliği yaşamıştı ve atlıkarıncadan kurtulacağını düşünüyordu.

2006'daki Rexnord satın alması bir insanın hayatını değiştiren türden bir anlaşmaydı. Jay Powell'ın babası Chevy Chase'de bir ev sahibi olan, çocuklarını özel okula gönderen ve bir golf kulübüne üye olan, çoğu insanın standartlarına göre varlıklı biriydi. Ancak Powell'ın kariyeri boyunca elde ettiği servet - 2018 itibariyle 20 milyon ila 55 milyon dolar arasında olduğu tahmin edilen servet - onu farklı bir ekonomik alana soktu. Rexnord anlaşmasından sonra Carlyle'dan ayrıldı. Powell birkaç yıl boyunca özel sermaye işleriyle uğraştı. Ardından, Fed başkanlığına aday gösterilmeden önce Washington'da bir düşünce kuruluşuna katıldı.

Rexnord'un kendisi de aynı durumda değildi. Powell'ın geride bıraktığı şirket borç batağına saplanmıştı. Toplam borç yükü bir yıl içinde 753 milyon dolardan 2 milyar dolara yükseldi. Yıllık faiz ödemeleri 2005 yılında 44 milyon dolardan

2007'de 105 milyon dolar. Şirket on yıldan uzun bir süre boyunca her yıl 'a kârdan kazandığından daha fazla faiz ödeyecekti. Rexnord, özel sermaye dünyasının simgesi olan bir şirket haline gelmişti. Artık bir
hedeflerine ulaşmak için borç kullanan bir şirketti. Artık amacı borcuna hizmet etmek olan bir şirketti.

2011 ile 2020 yılları arasında Rexnord'un borç ağırlıklı dünyası Fed'in ZIRP dünyasıyla kesişecekti. Jay Powell Rexnord'u satın almak için bunları kullandığında kaldıraçlı krediler ve şirket tahvilleri butik bir endüstrinin özel araçlarıydı. ZIRP'ın on yılı bunu değiştirecekti. Bu borçlanma araçlarını perakende bir ürüne dönüştürdü, yatırım yapan kitlelere emporiumlar aracılığıyla satıldı. Bu mağazalardan biri de kaldıraçlı krediler satan başarılı bir bölüm kuran Credit Suisse bankasıydı. Rexnord, her ne kadar ağır borçlu olsa da, Rexnord için çok sayıda devasa borç anlaşmasının altına imza atan Credit Suisse'deki anlaşma yapıcılar için bir altın madeni haline gelecekti. Bu işlemler, Fed'in 2010 yılında serbest bırakmaya başladığı para kaynağından güç alan yeni Amerikan ekonomisinin bir parçasıydı.

Rexnord'un döner seri kredilerinin yazılmasına ve düzenlenmesine yardımcı olan bir kişinin adı Robert Hetu'ydu. Credit Suisse'de Apollo Management'ın Rexnord'u satın almasını sağlayan kredilerin yazılmasına yardımcı olan bir genel müdürdü, dolayısıyla Hetu büyük borçlanmalara yabancı değildi. Wall Street'te geçirdiği yıllar boyunca çok şey görmüştü. Ancak parasal genişleme başladıktan sonraki borç piyasaları gibisini hiç görmemişti. Bankacılık sistemine akan o kadar çok nakit vardı ki kimse bununla ne yapacağını bilmiyordu. Ama tahmin edilebileceği gibi Credit Suisse ve diğerleri bir şeyler buldular. Buna CLO montaj hattı adı verildi ve ABD tarihindeki en büyük miktarda kurumsal borcun yaratılmasına yardımcı oldu.

BÖLÜM 9

RİSK MAKİNESİ

(2010-2015)

Rexnord tarafından yaratılan en profesyonel ürünlerden bazıları şirketin fabrika bahçesinde yaratılmadı. Bu ürünler yüzlerce kilometre ötede, New York Manhattan'ın kalbinde Madison Avenue ve Yirmi Beşinci Cadde'nin köşesinde yer alan, girişlerinin üzerinde tonozlu kemerler bulunan görkemli bir gökdelende üretildi. Robert Hetu, Credit Suisse'de genel müdür olarak çalıştığı güne hızlı başlayabilmek için çoğu iş gününde sabahın çok erken saatlerinde buraya gelirdi. Birçoğu Rexnord'un Milwaukee'deki merkezinden kaynaklanan kaldıraç kredilerini yaratan ve satan bölümde çalışıyordu. Rexnord, eski püskü mahallelerdeki eski fabrikaları işgal eden silik bir şirket olabilirdi ama Wall Street'teki borç mühendisleri için müreffeh bir iş kaynağı sağlıyordu.

Hetu'nun ofisi Madison Square Park'a bakıyordu ama sabahın ortasında herkes manzaranın tadını çıkaramayacak kadar yoğun çalışıyordu. Hetu gibi genel müdürlerin özel ofisleri, aşırı çalışan kıdemli analist ve yardımcılardan oluşan bir ekip tarafından yönetilen merkezi bir bölme etrafında düzenlenmişti. Hetu yıllar önce bu ortaklardan biriydi ve işin ezici baskısına alışmıştı. Haftanın yedi günü çalışılan bir işti ve bu, işin her zaman tepenizde asılı durması gibi mecazi bir anlamda değildi. Kıdemsiz çalışanlar kelimenin tam anlamıyla her gün, bazen yıllarca iş başındaydı, Pazar öğleden sonraları bir tahvil ihracı veya kaldıraçlı kredinin ayrıntılarını sonuçlandırmak için çılgınca telefon görüşmeleri yapıyorlardı. Hetu genel müdürlüğe terfi ettikten sonra bile
Sabah yedide ofise geliyor ve akşam yedide ofisten ayrılıyordu; bu da ona çocuklarını yatmadan önce görebilmesi için birkaç saat veriyordu.

Hetu bir keresinde Çin'in Shangri-La kentindeki lüks bir tatil köyüne tatile gitmiş, orada ailesiyle birlikte bir tur minibüsüne binerek kırsal bölgeyi gezmiş ve kendini cep telefonuyla bir avukatla görüşürken bulmuş; telefonda pazarlık yaparken minibüsün bir grup domuzun yoldan geçmesine izin vermek için durduğunu hatırlıyor. "Bu bir yaşam tarzı. Bunun için ödüllendiriliyorsunuz ama bunun bir bedeli var," diye hatırlıyor Hetu.

Bu hayatı yaşamak için teşvik açıktı. Credit Suisse'deki tek bir genel müdür, banka için bir yıl içinde on milyonlarca dolar değerinde ücret üretebilir ve paranın bir kısmını evine götürebilirdi. Kazanılacak ücret konusunda hiçbir zaman sıkıntı yaşanmadı, çünkü kurumsal borç dünyası, borçlar tekrar tekrar çevrildikçe eski kredilerin yerini alan yeni kredilerin sürekli dönen bir çarkıydı. Örneğin Apollo Rexnord'u satın aldığında, parayı

tekrar tekrar çevirdiği kaldıraçlı krediler yoluyla ödünç aldı. Her yeniden finansman Credit Suisse için ücret yarattı. Rexnord'a faydası, borcunu nispeten düşük faiz oranlarında tutmak oldu. Bu yüzden Hetu gibi insanlar sürekli telefonda, genellikle de avukatlarla görüşüyordu. Hetu, Mart 2012'de Rexnord'un 1 milyar dolarlık borcunu yeniden finanse etmesine yardımcı oldu ve anlaşmanın sözleşmesi 344 sayfa uzunluğundaydı. Bu 344 sayfadaki paragrafların neredeyse tamamı yoğun inceleme, müzakere ve endişe altında üretilmişti. Başarılı bir borç sözleşmesi, dış yatırımcıları borcu satın almaya ikna edecek şekilde, yasal itirazlardan muaf bir şekilde bir araya gelmesi gereken çok sayıda bileşen içeriyordu. Borcun satılması iş modelinin işlemesi için çok önemliydi. Credit Suisse kaldıraçlı kredileri ayarladı, ancak hiçbir zaman bunların çoğunu elinde tutmayı düşünmedi. Hetu, "Onlar depolama işinde değiller, taşıma işindeler," dedi.

Taşınma işi genellikle hızlıydı. Hetu ve ekibi borç anlaşmaları düzenliyor, ardından kredileri sendikasyona tabi tutuyor ve bunları emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılara satıyordu. Apollo'nun Rexnord'u satın aldığı 2006 yılında bu hala niş bir işti. Emeklilik fonları ya da sigorta şirketleri gibi büyük yatırımcılar kaldıraçlı kredileri satın almaktan kaçınıyorlardı çünkü bu krediler biraz opak ve riskli olarak görülüyordu. Bu durum 2010 yılında Federal Rezerv'in ikinci tur niceliksel gevşemeye başlaması ve faiz oranlarını düşük tutmasıyla değişti.
sıfıra sabitlendi. Fed bankacılık sistemine trilyonlarca dolar pompaladığında ve onu kurtarmaya çalışan herkesi sert bir şekilde disipline ettiğinde, nakit Credit Suisse ofislerine doğru zorlandı. Hetu değişimi net bir şekilde gördü. Çok fazla nakit vardı ve bu nakitin gidebileceği çok az yer vardı. Hetu, "Kullanılabilir daha fazla sermaye varsa, o zaman 1. ürüne geçmeniz gerekir," dedi.

Bu durumda ürün, Rexnord gibi daha fazla borç almaya istekli bir şirketti. Amerika'da bu tür şirketlerin arzı neredeyse sınırsız görünüyordu. Eğer girişimci iyimserlik Amerika'nın en büyük kaynağıysa, kaldıraçlı kredi piyasası da bunu hasat ediyor, harcamak için bir yol hayal edebilen herkese borç sağlıyordu. Ancak bu sistemin doğal bir sınırı vardı ve bu sınır bankacılık sisteminin riske karşı toleransıydı. Credit Suisse taşınma işindeydi. Kaldıraçlı kredileri defterlerinde tutmak istemediği kadar, kredileri satarak elde edeceği ücretleri de toplamak istiyordu. Credit Suisse işini büyütmek istiyorsa dışarıdan alıcılara ihtiyaç duyuyordu.

QE nakit dalgası Wall Street'e ulaştığında, Credit Suisse gibi bankalar için yeni bir açılım yarattı; kaldıraçlı kredi işlerini benzeri görülmemiş bir ölçeğe genişletecek bir açılım. Bu, teminatlandırılmış kredi yükümlülüğü ya da kısaca CLO olarak adlandırılan bir şey tarafından mümkün kılınacaktı.

Bu isim, CLO, 2008 finansal krizinin büyük hayranlarına tanıdık gelebilir. 2008 yılında piyasa, teminatlandırılmış borç yükümlülüğü ya da CDO adı verilen egzotik bir borç ürünü sayesinde çökmüştü. CDO, ev kredilerinin (ya da ev kredilerine dayalı türev sözleşmelerinin) bir araya getirilerek yatırımcılara satıldığı bir paketti. CDO, ipotek komisyoncularının hızlı bir şekilde paketlenip yatırımcılara satılan riskli subprime ev kredileri yaratmalarına olanak tanıyan kesintisiz bir montaj hattı oluşturarak konut çöküşünü mümkün kıldı ve bu da ipotek komisyoncularının daha fazla yeni kredi vermesine olanak tanıdı. O dönemde CLO, borç piyasalarının fark edilmeyen üvey çocuğuydu. Sadece 2006 yılında yaklaşık 1,1 trilyon dolarlık yeni CDO ihraç edilmişken, 2008 Küresel Finansal Krizi sırasında sadece 300 milyar dolar değerinde CLO vardı. Ancak CLO'larla ilgili önemli olan şey, CDO'ların uğradığı kayıpların neredeyse hiçbirine uğramamış olmalarıydı.
Wall Street 2010 yılı civarında çöküşün enkazından çıktığında, CLO'lar nispeten güvenli yatırımlar olarak ün kazandı.

Credit Suisse önde gelen bir CLO üreticisiydi. Credit Suisse, 2010 ile 2014'ün ilk yarısı arasında toplam 6,7 milyar dolar değerinde on bir CLO ihraç ederek ülkedeki en büyük üçüncü CLO satıcısı oldu. Robert Hetu kendisini bu yeni borç toplama makinesinin merkez üssünde buldu. O ve ekibi, daha sonra CLO yöneticilerine satabilecekleri yeni kaldıraçlı krediler düzenleme konusunda derin bir uzmanlığa sahipti. Yeni kaldıraçlı krediler yaratmanın önündeki engeller yıkılmıştı.

Ancak bu bariyerin yıkılmasında çok önemli olan bir başka Credit Suisse yöneticisi daha vardı. Çünkü CLO makinesini bu kadar önemli kılan sadece büyüklüğü ve hacmi değil, aynı zamanda anlaşmaların yapılandırılma şekliydi. Kaldıraçlı krediler bir zamanlar Carlyle ve Apollo gibi özel sermaye şirketlerinin alanıydı ve bu şirketler 344 sayfalık bir borç anlaşmasında belirtilen karmaşık ve standartlaştırılmamış şartlarla rahat ediyorlardı. CLO,

kaldıraçlı kredileri hazır bir zincir mağaza ürünü haline getirdi. Bu da Credit Suisse'in CLO biriminin başındaki John Popp gibi insanlar sayesinde oldu.

Popp güvenilir bir adam gibi görünüyor. Her iyi bankacının giydiği ince çizgili takım elbiseyi giyiyor, gri saçları ve yüksek elmacık kemiklerini öne çıkaran melek gibi bir gülümsemesi var. Mayıs 2012'de Popp, insanları emeklilik birikimlerini CLO'lara yatırmaya davet eden bir belge yayınladı. Belgenin adı "white paper" idi ve Credit Suisse'in Kredi Yatırım Grubu tarafından yayınlanmıştı. Beyaz kitap, muhafazakâr kurumsal yatırımcıların karşılaştığı can sıkıcı bir sorunu ele alıyordu: Fed faiz oranlarını sıfırda sabit tutarken nakit havuzlarından nasıl getiri elde edeceklerdi? Bu, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri için bir hayatta kalma meselesiydi. Yüzde 0'lık bir dünyada bu şirketler aniden yetersiz fonlandı. Faiz oranlarının her yıl kendilerine belli bir miktar para ödemesine güveniyorlardı, çünkü onlarca yıldır işler böyle yürüyordu. Popp bu soruna karşı duyarlıydı. Makalesi, biraz ağlamaklı bir şekilde sorduğu bir soruyla başlıyordu: "10 yıllık Hazine tahvillerinin reel getirileri *[sic]* negatif olduğunda yatırımcılar ne yapabilir?" Neyse ki Popp'un bu ikilem için bir çözümü vardı. Makalesinde kibarca kurumsal yatırımcılara, bir zamanlar kaldıraçlı krediler gibi çok gizemli ve opak olarak görülen bir borç türüne yatırım yapmayı düşünmelerini önerdi.
Yatırımcılar biraz daha fazla risk almaya istekli olurlarsa
en güvenli kurumsal borç türlerinin yüzde 1,2'lik faiz getirisine kıyasla yaklaşık yüzde 4,4 faiz ödeyen orta kademe kurumsal borç çeşitlerini keşfedebilir. En riskli kurumsal krediler yaklaşık yüzde 5,6 getiri sağlamıştır.

Emeklilik fonları güvenli şirket tahvillerinden elde edilen düşük getiriye razı olmuşlardı çünkü bu tahviller Model T Ford gibi standartlaştırılmıştı. Tahviller SEC tarafından düzenleniyor ve borsalarda işlem görüyordu. İnsanlar bunları anlıyordu. Ancak kaldıraçlı krediler, şartları büyük ölçüde değişebilen çok karmaşık sözleşmelerdi ve hisse senetleri ve tahvillerle aynı şekilde bir düzenleyici tarafından denetlenmiyordu. CLO bu sorunu çözdü. Kaldıraçlı kredileri, emeklilik fonlarının kendilerini güvende hissetmelerini sağlayacak şekilde standartlaştıracaktı.

CLO'ların en önemli yeniliği kaldıraçlı kredileri içlerinde nasıl standartlaştırdıklarıydı. Bir CLO, kredilerini riske göre üç büyük parçaya ayırdı. Üç grubun riskliliği, tüm borçlular tarafından yapılan faiz ödemelerini tahsil etme zamanı geldiğinde sahiplerin sırada nerede durduğuna göre belirleniyordu. Birinci grup en güvenli olanıydı ve AAA etiketiyle

derecelendirilmişti. Bu AAA kredilere sahip olan kişiler, borçlular tarafından ilk ödenecek olanlardı ve temel krediler iflas ederse paralarını geri almak için ilk sırada yer alacaklardı. Bu AAA yatırımcılar rahat uyuyabiliyorlardı, ancak CLO'daki payları çok güvenli olduğu için küçük faiz oranları ödüyordu. Risk iştahı daha yüksek olan yatırımcılar, CLO'nun mezzanine grubu olarak adlandırılan ikinci en riskli grubu olan bir sonraki parçasını satın alabilirlerdi. Bu kredilere sahip olanlara ikinci olarak ödeme yapılıyordu ve krediler kötü giderse paralarını almak için AAA'ların arkasında sıraya giriyorlardı, yani paralarının tamamını geri alamayabilirlerdi. Bu risk nedeniyle onlara daha yüksek bir faiz oranı ödeniyordu. Son olarak, CLO'nun üçüncü ve en riskli parçası olan özkaynak parçası vardı. Özkaynak sahiplerine en son ödeme yapılırdı ve krediler başarısız olursa tamamen silinip gidebilirlerdi.

Bu, bir emeklilik fonunun CLO parçalarını McDonald's'ta yemek sipariş eden biri gibi sipariş edebileceği, paketin AAA, mezzanine ve öz sermaye dilimleri arasında seçim yapabileceği anlamına geliyordu. Bu, Robert Hetu ve kaldıraçlı kredi veren ekibi için yeni bir boru hattı açtı. Credit Suisse'de ve başka yerlerde CLO'ların çoğalması, aradıkları istikrarlı alıcıyı yarattı. Rexnord'un borcu parçalandı ve Popp'un bölümü tarafından teklif edilen çok çeşitli fonlara dağıtıldı. Alıcılar Credit Suisse'in CLO mağazasına akın etti, umutsuzca getiri arıyordu. Rexnord borcu -ki hala önemsiz borç olarak derecelendiriliyordu, yani büyük kredi derecelendirme kuruluşları borcun yatırım yapılabilir seviyenin altında olacak kadar riskli olduğuna inanıyordu- odun gibi dilimlendi ve bölündü ve ardından yatırımcılara satılan çok çeşitli fonlara istiflendi. Rexnord borçları Credit Suisse Yüksek Getirili Tahvil Fonu, Credit Suisse Varlık Yönetimi Gelir Fonu ve Credit Suisse Değişken Faizli Yüksek Gelir Fonu gibi isimlerle Credit Suisse'in oPerings'inde yer aldı. Tüm bu fonlar, Rexnord gibi ağır kaldıraçlı krediler almış ve şirket tahvilleri ihraç etmiş çok sayıda şirketin borçlarını içeriyordu. CLO'ların çoğunluğu sigorta şirketleri, yatırım fonları ve bankalar gibi büyük kurumsal yatırımcılara aitti. Örneğin Rexnord'un borcu, Güney Carolina, Pennsylvania ve Kentucky'deki kamu çalışanlarının emeklilik gelirlerini ödeyen devlet emeklilik fonlarının portföyüne girdi. Rexnord'un borçları, yatırım fonlarını ve emeklilik hesaplarını yöneten dev yatırım şirketi Franklin Templeton tarafından bile satın alındı. CLO'lar her zamankinden daha fazla kaldıraçlı kredi yaratılmasına yardımcı olurken, bunları finansal sistemde her zamankinden daha geniş bir alana yaydı.

Bu krediler, onları yatırımcılar için güvenli, ancak Rexnord gibi borçlular için daha riskli kılan önemli bir özelliğe sahipti. Kaldıraçlı krediler genellikle değişken faizli oluyordu, yani kredinin vadesi gelmeden önce kredinin faiz oranı değişebiliyordu. Bu, faizlerin yükselmesi durumunda yatırımcıları koruyordu, çünkü riskin daha büyük bir kısmını borçluya kaydırıyordu. Faizler yükselirse, borçlunun faiz ödemeleri önemli ölçüde artıyordu. ZIRP yıllarında bunların hiçbiri sorun gibi görünmüyordu çünkü oranlar çok düşük tutuluyordu.

Credit Suisse, Rexnord'un borcunu birçok kez çevirmesine yardımcı olarak, şirketin tüm tutarı geri ödemesi gereken günden bir adım önde olmasını sağladı. Oranlar Rexnord için düşük kaldı ve Credit Suisse her yeniden finansmandan ücret kazandı. Bu durum tüm Wall Street için geçerliydi. QE parası 1nansal sisteme akarken küresel yatırım bankacılığı ücretleri istikrarlı bir şekilde arttı ve Haziran 2014'te aylık 11,1 milyar dolarlık zirveye ulaşarak bir önceki rekor olan
10.7 milyar dolar, 2007 yazında, çöküşten hemen önce belirlenmiştir.

Tam da bu sıralarda, 2014'te, Vicki Bryan adlı bir junk tahvil analisti, şirket borçları piyasasında önemli bir değişiklik olduğunu fark etti. Eski junk kuralları
borç ve kaldıraçlı krediler artık geçerli görünmüyordu. Bryan, "Piyasa ekonomik gerçeklikten tamamen kopmuştu," diye hatırlıyor. Bir hurda tahvil analisti olarak işi hurda borç alan şirketlerde sahtekarlık ya da beceriksizlik avına çıkmak ve ardından müşterilerini bu konuda uyarmaktı. Tüm iş modeli, analistler önemli bir bilgi açıkladığında bunun piyasayı etkilediği gerçeğine dayanıyordu. Bryan bir şirketteki yanlışları ortaya çıkardığında, o şirketin riskli borcuna sahip olan müşterileri borcu satabiliyor ya da en azından sahip olma riski için daha yüksek bir faiz oranı talep edebiliyordu.

Bryan, kurumsal borç piyasalarının dinamiklerini temelden değiştiren ZIRP'ın şafağına kadar bu şekilde çalıştı. Bryan, 2014 veya 2015 civarında piyasaya yeni açıklamalar getirebileceğini fark etti, ancak artık bunun bir önemi yokmuş gibi görünüyordu. "Bu, Fed'in 2010'da yapmaya başladığı ve daha sonra yapmaya devam ettiği şeyin bir sonucuydu" dedi. "Yapay bir dibiniz var ve bu dibin üst kısmı Fed tarafından belirlendi. Yani bu piyasada kaybedemezsiniz. Ve eğer kaybedemiyorsanız, bu gerçekten bir piyasa değildir," dedi Bryan.

Tüm bu para, kaybetmeyeceğine inanarak, kaldıraçlı krediler ve CLO'lar için yeni piyasaya akmaya başladı. 2010 yılı sonunda Amerika Birleşik Devletleri'nde 300 milyar dolardan biraz daha az değerde CLO vardı. 2014'ün sonunda 400 milyar dolar vardı. 2018'e kadar 617 milyar dolar olacak.

Bu durum Credit Suisse'de çalışan Robert Hetu gibi insanlara çok iş çıkardı. Bankaların satabileceği her kaldıraçlı kredinin peşinde çok fazla nakit vardı. Hetu bunun ne yaptığını görebiliyordu. Her geçen yıl daha fazla kredi satılıyor ve yatırımcılar daha fazla riski kabul etmeye istekli oluyordu.

Hetu bu durumu bir mengeneye sıkışmak olarak tanımladı. Bir tarafta emeklilik fonları gibi yatırımcıların kredi almak için yaptıkları baskı vardı. Diğer tarafta ise bu yeni krediler için en iyi kaynak olan Carlyle Group gibi özel sermaye şirketleri vardı. Özel sermaye şirketlerinin elinde kaldıraç vardı ve bunu kendi çıkarları için kullanmaya başladılar.

Tipik bir kaldıraçlı kredi, the Carlyle Group gibi bir özel sermaye şirketi Rexnord gibi bir şirketi satın almak için anlaşma yaptığında doğdu. Özel sermaye şirketleri sonsuz borcun orijinal kaynağıydı ve şu isimlerle biliniyorlardı
Wall Street'teki kredilerin "sponsorları". Carlyle bir anlaşmaya sponsor olduktan sonra Credit Suisse gibi bir bankaya başvuruyor ve bir grup yatırımcının paraya katkıda bulunmasını sağlayarak bankaya anlaşmayı finanse etme şansı sunuyordu. Hetu bankadaki bu aracıydı ve kaldıraçlı krediler için genellikle sponsorlara bağımlıydı. Zamanla sponsorlar daha talepkar hale geldi. Bankaların daha fazla kaldıraçlı kredi almak için çaresiz olduklarını biliyorlardı. Sponsorlar bazen Credit Suisse'in bir anlaşmayı denetlemesi için hangi hukuk firmasını işe alacağını kendilerinin seçmesi konusunda ısrar etmek gibi rahatsız edici yollarla güçlerini gösteriyorlardı. Hetu sponsorların hangi avukatı kullanacağını dikte etmesinden hoşlanmıyordu ve sponsorların seçtiği avukatların evraklara baktıklarında muhtemelen sponsora sempati duyacaklarından şüpheleniyordu. Ama ne yapabilirdi ki? Carlyle gibi şirketlerin üstünlüğü vardı.

Sponsorlar pazarlık güçlerini daha önemli ve endişe verici şekillerde kullandılar. Yatırımcıları koruyan sözleşme şartları anlamına gelen çok gevşek sözleşmelere sahip kaldıraçlı kredileri satışa sunmaya başladılar.

Tipik bir sözleşme, Rexnord gibi bir borçlunun hemen dışarı çıkıp daha önceki kredilerini geri ödemesini zorlaştıran daha fazla borç alamayacağını belirtebilir. Ya da bir sözleşme, bir borçlunun varlıklarını satmadan önce borç verenden izin alması gerektiğini söyleyebilir. Bu tür taahhütler her zaman yaygındı. Ancak kaldıraçlı kredi sponsorları bunların kesilmesi için ısrar etmeye başladı. Hetu'nun hatırladığına göre, sonunda sponsorlar o kadar cüretkar davrandılar ki, belki yirmi sayfa uzunluğunda ayrıntılı kredi şartları listeleri göndermeye ve bunların anlaşmaya dahil edilmesinde ısrar etmeye başladılar. Bu şartlar borçlulara daha fazla esneklik sağlıyor ve yatırımcıları koruyan taahhütleri ortadan kaldırıyordu. Bu o kadar yaygın hale geldi ki Wall Street, sözleşmelerin çıkarıldığı krediler için bir takma ad buldu ve bunlara Cov-lite kredileri adını verdi.

Cov-lite kredilerini piyasaya sürmek ve birilerinin bunları alıp almayacağını görmek Hetu'nun işi haline geldi. Bazen sponsoruna, bir alıcı bulamazsa yatırımcıları korumak için sözleşmeleri geri ekleyeceği konusunda ısrar ederdi. Ama buna gerek duymadı. Her zaman bir alıcı bulunurdu. 1 milyar dolarlık bir kredinin 2 milyar dolarlık alıcısı olurdu. Bu defalarca oldu. Cov-lite kredilerine olan talep yoğundu ve bu da anlaşma sponsorlarını daha fazla ısrar etmeye teşvik ediyordu. Yatırımcıların yüksek standartlar talep etmesi için getiri arayan çok fazla para vardı.

"Zor bir durum. İnsanların neyi kabul ettiğini görüyorsunuz ve şöyle diyorsunuz: 'Aman Tanrım. Neyi kabul ettiğinin farkında mısın?" diyorsunuz. dedi Hetu. "Bu anlaşmalar gün geçtikçe daha da agresifleşiyor çünkü piyasa yine çok fazla nakitle besleniyor. CLO'lar işe para koymak zorunda. Piyasaya çıkan sınırlı sayıda anlaşma var. Hepsi buna bayılıyor. Satın alıyorlar."

Hetu, kaldıraçlı kredi işinin doğasında var olan risklerin farkındaydı, aynı zamanda faydaları olduğunu da biliyordu. Krediler ülkenin dört bir yanındaki şirketlere gidiyor ve onlara büyümek, işçi almak ya da yeni ürünler icat etmek için kullanabilecekleri krediler veriyordu. Ve kredileri CLO'lar halinde bir araya getirmek, yatırımcıların risklerini çeşitlendirerek ve bir avuç kredinin kötü gitmesi durumunda kayıplarını sınırlandırarak riskleri azaltmaya yardımcı olabilirdi. CLO'ları satın alan kurumsal yatırımcılar sofistikeydi ve Cov-lite piyasasına girdiklerinde ne yaptıklarını biliyorlardı.

Bir zamanlar egzotik bir borçlanma aracı olan Cov-lite kredisi, sektör standardı haline geldi. 2010 yılında kaldıraçlı kredi piyasasının yüzde

10'undan daha azını oluşturuyordu. 2013 yılına gelindiğinde bu oran yüzde 50'nin üzerine çıktı ve 2019 yılına gelindiğinde tüm kaldıraçlı kredilerin yüzde 85'ini oluşturdu. Daha gevşek sözleşmeler yatırımcılara yönelik korumaları ortadan kaldırsa da, bu tür kredilere yönelik talep güçlendi ve bu kredileri vermek için rekabet daha da yoğunlaştı. Carlyle ve Apollo, Bain Capital ve KKR gibi diğer özel sermaye şirketleri, talebi karşılamak için kendi kredi bölümlerini bile kurdular ve Credit Suisse gibi bankalara güvenmek yerine kendi CLO'larını yaratıp yönetmeye başladılar. CLO'lara yönelik iştah kısmen büyüktü çünkü borç paketleri 2008 krizi sırasında çok iyi performans göstermiş ve diğer kredi ürünleri krize girerken değerlerini korumuştu.

Kurumsal borç ihracı için rekabet eden tek şirketler bankacılar ve özel sermaye şirketleri değildi. Onlara, 1980'lerde Kongre tarafından oluşturulan ve iş geliştirme şirketi ya da BDC olarak adlandırılan, bir zamanlar pek bilinmeyen bir yatırım şirketi türü de katıldı. BDC'ler, geleneksel banka kredisi alamayacak kadar riskli olan küçük işletmelere borç para vermek için vergi indirimi aldılar. BDC'ler bu kredileri bir araya topluyor ve halka açık borsada bir BDC'nin parçalarını satın alabilen yatırımcılara satıyordu. BDC'ler, orta ölçekli fırınlara, tıbbi cihaz üreticilerine veya gıda şirketlerine kredi vererek on yıllardır finansın sessiz bir köşesinde faaliyet gösteriyordu. Kredilerin çoğu çok yüksek faiz oranları taşıyordu.

2010'dan sonra BDC'ler tarafından yönetilen para miktarı patladı. 2010'da 27 milyar dolarlık riskli borcu yöneten yaklaşık kırk BDC vardı. 2014 yılına gelindiğinde, 82 milyar $ yöneten yetmiş yedi tane BDC vardı. 2018 yılına gelindiğinde, yaklaşık doksan on beş BDC 101 milyar dolarlık varlığı yönetiyordu.

Şirket borçlarını uzatma, paketleme ve satma telaşı durdurulamazdı. Amerika Birleşik Devletleri'nde kurumsal borçlanma rekor seviyelere yükseldi. 2010 yılı sonunda finans dışı şirketlerin toplam borcu 6 trilyon dolardı. Bu rakam 2013 sonunda 7 trilyon dolar, 2017 sonunda neredeyse 9 trilyon dolar ve 2019'da 10 trilyon dolar oldu.

Şirket borçlarındaki artış, Amerikan finans sistemi içinde derin bir risk kümesi oluşturdu. Risk çift taraflıydı; bir tarafta borç alanlar, diğer tarafta borç verenler vardı. Borç verenler ya da yatırımcılar, yıllar içinde bir kenara atılan tüm o sözleşmeler nedeniyle daha fazla risk taşıyordu. Borçlular temerrüde düşerse, yatırımcılar her zamankinden daha az korunuyordu. Borç alanlara gelince, onlar farklı bir riskle karşı karşıyaydı. Tüm bu şirketler kredi aldıklarında ya da tahvil ihraç ettiklerinde, ayakta kalmayı taahhüt etmişlerdi. Vadesi dolmadan ve tüm tutarı ödemek zorunda kalmadan önce borcu uygun bir fiyattan çevirme yeteneğine bağlıydılar. Fed faiz oranlarını bastırmaya ve finansal sistemi yeni parayla ayakta tutmaya yardımcı olduğu sürece bu işe yaradı. Ancak para geri çekilirse ya da faiz oranları yükselirse, zincirleme etkiler sarsıcı olurdu. Şirketler borçlarını ödemek ya da çok daha yüksek faiz maliyetlerini kabul etmek zorunda kalacaktır. Temerrütler yatırımcılar için daha fazla kayıp anlamına gelecektir.

Hetu tüm bu gelişmeleri izledi ve Vicki Bryan'ın fark ettiği şeyin aynısını o da fark etti. CLO'lar ya da kaldıraçlı krediler dünyasındaki hiç kimse kaybedebileceklerini düşünmüyor gibiydi. 2018'de yirmi yedi yaşında olan bir CLO kredi yöneticisi, finansal kriz sırasında sadece on yedi yaşındaydı. "Bugün CLO'larda 2009'da çocuk olan portföy yöneticileri var. [Çok zorlu bir döngüyle başa çıkma deneyimine sahip değiller," diyor Hetu. Yatırımcılar kötü olduğunu bildikleri kredileri satın alıyorlardı, ancak gerektiğinde satabilecekleri inancıyla hareket ediyorlardı. "Sorun şu ki, işler iyi gitmediğinde... piyasalar donuyor ve satış yapamıyorsunuz."

Yıllar sonra, bu riskli kurumsal borç kulelerini inşa eden ve finanse eden Wall Street anlaşmacılarını suçlamak kolay olacaktır. Ancak 1nansörler sadece Federal Rezerv'in onları yapmaya teşvik ettiği şeyi yapıyorlardı. Bunların

hiçbiri Fed'deki üst düzey liderler için şaşırtıcı olmamalıydı. 2013 yılında, FOMC şimdiye kadarki en büyük niceliksel gevşeme turunu yönetirken, Dallas Fed Başkanı Richard Fisher, politikanın Jay Powell'ın eski işvereni Carlyle Group gibi özel sermaye şirketlerine öncelikle fayda sağlayacağına açıkça işaret etti. Fisher, daha yüksek varlık fiyatlarının çalışan insanlar için daha fazla ücret ve daha fazla işe dönüşmesiyle Bernanke'nin umduğu "zenginlik ePektini" yaratacağı teorisine meydan okudu.

Fisher toplantı sırasında şunları söyledi: "Bence bu durum bir servet artışı yarattı, ancak esas olarak zenginler ve hızlılar için -Bupetts, KKRs, Carlyles, Goldman Sachses, Powell'lar, belki Fisher'lar- karşılıksız borç alabilen ve tahvillerin, hisse senetlerinin ve gayrimenkullerin fiyatlarını yükselten ve kazançları ceplerine gidenler için." Bu durumun istihdam yaratmayacağını ya da ücretleri Fed'in umduğu ölçüde artırmayacağını savundu.

Elbette bu, büyük ölçüde şirketlerin tüm bu borç parayı nasıl harcadıklarına bağlı olacaktır. Örneğin Rexnord, Credit Suisse tarafından finanse edilen çok sayıda borçlanma turuyla milyarlarca dolar borçlandı. Rexnord'da yaşananlar, ucuz borcun çoğu işçinin kaderini ne kadar şekillendireceğini tam olarak gösterecektir.

BÖLÜM 10

IRP REJİMİ

(2014-2018)

Jay Powell Rexnord'un yönetim kurulunda yer aldığında ve Carlyle Group adına şirketin yönetimine yardımcı olduğunda, yönetim ekibi önemli toplantılarını şirketin Milwaukee'nin batısındaki fabrikanın yakınında bulunan genel merkez binasında değil, otellerde ve golf kulüplerinde yapıyordu. 2014 yılına gelindiğinde, Rexnord'un liderlik ekibi ile işgücünün geri kalanı arasındaki ayrım somut ve kalıcı hale geldi. Yönetim ekibi, Milwaukee şehir merkezinde, nehir kenarındaki bir yaya parkının yakınında yeni yenilenmiş bir ofis binasına taşındı. Burası, bir zamanlar boş olan

vitrinlerin şarap barları, mikro bira fabrikaları ve Meksikalı paket servis yerleriyle yeniden doldurulduğu, gelecek vaat eden bölgelerden biriydi. Rexnord yöneticileri öğle tatillerinde caddenin karşısındaki dolambaçlı yaya yolunda gezinebiliyor, şehir merkezinden geçen Menomonee Nehri'ne bakabiliyorlardı. Yeni ofisler, yönetimin orta katmanlarının ve Rexnord'un küresel ağında fabrikalarda çalışan binlerce çalışanın üzerinde yükselen bağımsız bir ortamdı.

Bu fabrikalar birer varlık olarak görülüyordu ve yönetim ekibinin görevi bu varlıklardan mümkün olduğunca fazla kâr elde etmekti. EPort, Rexnord'un nispeten yeni CEO'su Todd A. Adams tarafından yönetiliyordu. Kendisi Rexnord'a 2004 yılında, henüz otuzlu yaşlarının başındayken finans uzmanı olarak katılmıştı. Şirketteki ilk yıllarında Jay Powell'ın altında çalışan Adams, Carlyle Group'un şirkete on beş yıldan daha kısa bir süre sahip olarak nasıl yüz milyonlarca dolar kazandığını ilk elden gözlemleme şansına sahip oldu.

Adams hızla daha yüksek pozisyonlara

ve 2009'da CEO olana kadar Rexnord'da daha yüksek pozisyonlarda çalıştı. Rexnord'un yeni CEO'sunun mühendislik veya üretimden ziyade finans alanında bir geçmişe sahip olması tesadüf değildir. Carlyle şirketi Apollo'ya sattıktan sonra Rexnord borç batağına saplandı ve bu borcu yönetmek şirketin en önemli önceliklerinden biri haline geldi. Adams'ın CEO olduğu ilk tam yıl olan 2010'da Rexnord'un borç yükü 2,1 milyar dolardı ve sadece faiz ödemeleri için 184 milyon dolar ödedi. Şirket o yıl, Büyük Durgunluğun en derin olduğu dönemde 5,6 milyon dolar kaybetmiş, bir önceki yıl ise 394 milyon dolar zarar etmişti. Rexnord 2012 yılına kadar kâra geçemedi ve her yıl milyonlarca dolar faiz masrafı ödedi. Ama Adams yılmadı. Apollo hala Rexnord'un sahibiydi ve özel sermaye dünyasında bir işi yürütmek için kâr etmekten ya da borçsuz olmaktan daha fazlası gerekiyordu. Rexnord, Apollo'nun finansal mühendislik yoluyla periyodik talih kuşu yaratmak için kullandığı stratejik bir araç haline gelmişti. Örneğin Apollo şirketi satın aldıktan hemen sonra Rexnord'a 660 milyon dolarlık yeni borç yükledi ve bu borcu Zurn Industries adlı bir endüstriyel tesisat şirketini satın almak için kullandı. Bu, Rexnord'un yeni pazarlara erişimini genişletti ve daha da fazla borç destekli satın almalar için yeni bir yol yarattı. Adams'ın ana görevlerinden biri, Rexnord'u doğrudan satılabilecek veya en azından yol boyunca paraya çevrilebilecek bir meta haline getirmeye yardımcı olmaktı.

Todd Adams, Rexnord'u yönetmek hakkında halka açık bir şekilde konuştuğunda, şirketin Rexnord İş Sistemi veya RBS olarak adlandırdıkları benzersiz yönetim felsefesinden bahsetti. Hatta bunun için bir logo bile çizmişlerdi. Rexnord ile ilgili bir tanıtım videosunda Adams kamera karşısına geçti ve RBS'nin erdemlerinden bahsetti. "Her işletme bir kez kazanabilir. Her gün ve her pazarda kazanmak, tekrarlanabilir bir süreç gerektirir," dedi Adams. Kel kafası ve kare omuzlarıyla Adams yaşından biraz daha büyük görünüyordu. Beyaz gömlekli koyu renk bir takım elbise giymiş ve kravat takmamıştı; her yerdeki orta düzey yöneticilerin iyi niyetli görünümünü andırıyordu. Rexnord'un gücünün kaynağının RBS'de kodlanmış olan bilgelik ve süreç olduğunu söyledi. Rexnord'un yöneticilerinin ve çalışanlarının bu yönetim teorisinin mantraları ve teknikleri konusunda eğitildikleri doğruydu, ancak RBS Rexnord'u neyin yönlendirdiğini gerçekten açıklamıyordu. Aoor fabrikasında yaşananlar, gerçek anlamda, şirketin kapsayıcı stratejisine neredeyse tesadüfi bir şekilde bağlıydı.

Finansal mühendislik Rexnord'un stratejisinin anahtarıydı. Rexnord, her şirket gibi, içinde faaliyet gösterdiği ortama yanıt verdi. Ve 2012'den itibaren bu ekonomik ortama ZIRP'nin etkisi hakim oldu. Ucuz borç bolluğu, buna bağlı olarak varlık fiyatlarındaki artış ve umutsuz getiri arayışı, şirketleri belirli bir dizi geniş stratejiye doğru itti. Yönetim ekibinin en büyük manevraları, taşıma bantları veya bilyalı rulmanlardan ziyade kaldıraçlı krediler ve yükselen hisse senedi fiyatlarıyla ilgiliydi. Yeni ürünleri araştırmak için para harcama fikri, yeni borçlanmaların ışıltısı içinde kaybolup gitti. Rexnord, 1980'lerden bu yana özel sermaye şirketlerine ait olan ve borç odaklı üretim modelleriyle bu alanda ilk öncülerden biriydi. Ancak şirket kısa süre içinde, niceliksel genişleme ve ZIRP yoluyla sisteme giren ucuz parayla birlikte kurumsal Amerika'da yaşananların tipik bir örneği haline geldi. Bu stratejinin şirket sahipleri ve yöneticileri için son derece kârlı olduğu kanıtlanacaktı. Örneğin Todd Adams, CEO olduktan sonraki ilk tam yılı olan 2010'da 2,5 milyon dolar gibi hatırı sayılır bir para kazandı. Ancak bu sadece bir başlangıçtı. Kendisi için iyi bir yıl olan 2012'de Adams, şirketin halka açıldığı yıl cömertçe dağıtılan hisse senedi opsiyonları sayesinde 8,7 milyon dolar kazandı. Her yıl bu kadar iyi değildi. Ancak Adams'a sürekli olarak yılda 1 milyon dolardan fazla ödeme yapıldı ve özellikle iyi bir yılda 12 milyon dolar kazandı.

Ancak ZIRP'ın kumarı Todd Adams gibi insanları zengin etmesi değildi. Kumar, Rexnord'un çalışanı John Feltner gibi insanlara yardım edecek olmasıydı. Bir noktada, Rexnord'daki bir işin kendisine istikrarlı bir orta sınıf yaşamına giden dar bir yol sağlayabileceğine inanıyordu. ZIRP tarafından teşvik edilen tüm finansal mühendisliğin bu inancı gerçeğe dönüştürmesi gerekiyordu.

John Feltner, Rexnord'da bir fabrika işi için mülakat yapma şansı yakaladığında, arabasına atladı ve mülakata zamanında varabilmek için bir gecede on beş saatten fazla araba kullandı. Büyük şansı 2013 yılında, Rexnord'un Indianapolis'teki fabrikası bir makine operatörü işe aldığında geldi. Feltner orada doğmuş ve büyümüştü ama çağrı geldiğinde Dallas'ta yaşıyordu. Daha önceki bir fabrika işinden çıkarıldıktan sonra Dallas'a taşınmıştı. Rexnord'daki bir pozisyon, verdiği yüksek ücretle olağanüstü değerdeydi.

John Feltner'ın özelliği buydu. O her zaman oyundu. Ailesini geçindirmek için ne gerekiyorsa yapmaya hazırdı. Feltner iyi eğitimli bir adamdı ve modern endüstriyel üretimin karmaşık mekaniği konusunda eğitimliydi. ITT Teknik Enstitüsü'nden ön lisans derecesi almış ve mühendis olarak çeşitli işlerde çalışmış, bir noktada fabrikalarda kullanılan karmaşık boru sistemlerini tasarlamıştı. Daha sonra fabrika işine geçti. Feltner nasıl sıkı çalışılacağını biliyordu ve eşiyle birlikte üç çocuk sahibi olmaları zihnini elindeki işe odaklamasını sağlıyordu. Ne yazık ki Feltner'in yetişkinlik hayatı Amerika'nın imalat sektörünün çöküşüyle aynı döneme denk geldi. Bu, kariyerinin çılgınca istikrarsızlaştırıcı layoP'lar ve dislokasyonlarla noktalandığı anlamına geliyordu. Feltner 1970'lerde Indianapolis'te büyürken, şehrin doğu kısmı fabrikalar ve dağıtım merkezleriyle dolu bir kovan gibiydi. İşgücü için iştah dipsiz görünüyordu. Kasabada, bir kişinin sabah işe girip öğle yemeğinden sonra yeni bir iş bulabileceğine dair eski bir şaka vardı. Ama fabrikalar birbiri ardına kapanıyordu. Eğer biri sabah 1 kızarmışsa orta sınıftan bir daha dönmemek üzere atılabilirdi. Feltner gençliğinde boru sistemleri tasarlayan bir mühendis olarak yılda yaklaşık 60.000 dolar kazanmıştı. Otomobil parçaları üreticisi Navistar'da fabrikada işe girdiğinde ise

Yılda 80.000 ila 90.000 dolar arası. Bu işten 2007 yılında çıkarıldı ve bu da onu Dallas'a taşınarak bir sigorta şirketinde çalışmaya itti. Dallas'ta o kadar para kazanamadı ama Feltner Amerikan ekonomik yaşamının yeni kurallarına uymaya her zaman istekliydi. Yere düştüğünde ayağa kalktı. Bir iş ortadan kalktığında, yeni bir iş bulmak için kendini eğitti. Feltner, "Kendinizi yeniden keşfediyorsunuz - geçmişteki her şeyden biraz kullanıyorsunuz," dedi. "Ben buna hep oyun hamuru modelleme diyorum. Değişiyorsunuz ve artık başka bir şeysiniz."

Bu nedenle Feltner, Rexnord'da bir mülakata girmek için bir gecede on beş saat araba kullanmaya razı oldu. Bu, istikrarlı bir çalışma hayatı için eline geçebilecek son fırsatlardan biriydi. Rexnord fabrikası şehrin en batısında, havaalanının hemen kuzeyinde yer alıyordu. Bina devasa büyüklükteydi, bir şehir bloğu büyüklüğündeydi ve etrafı arabalarla dolu kalabalık bir otoparkla çevriliydi. Feltner sabah 7:00'deki görüşme için tam zamanında geldi. Oturduğunda, Rexnord'dan gelen adam havadan sudan konuşmaya başladı ve Feltner'a o sabah işe gidip gelmesinin ne kadar sürdüğünü sordu. "I
Ciddi olduğunu düşündüm ve 'On beş saat' dedim," diye hatırlıyor Feltner.
"O da 'Affedersiniz' dedi. Ben de 'Bud, farkında mısın bilmiyorum ama ben Dallas, Teksas'ta yaşıyorum' dedim."

Görüşme sırasında Feltner her şeyini toplayıp ertesi Pazartesi işe gelmeye hazır olduğunu söyledi. Ama işi alamadı. Yöneticiler yeterli deneyime sahip olmadığından endişe ediyorlardı. Yine de başka bir mülakat için tekrar çağrıldı. Tüm süreçten ikinci kez geçti ancak yine deneyim eksikliği olduğu söylendi. Bu sefer Feltner karşı çıktı. İri yarı bir adam ve sol omzunu kaplayan büyük bir dövmesi var. Göz korkutucu bir keçi sakalı var ve bileklerinde çok büyük ve biraz korkutucu görünen yüzükler takıyor. Ancak Feltner konuşurken kaba ya da sert değildir. İkna edici ve şaşırtıcı derecede yumuşak huylu. Feltner, Rexnord'un görüşmecisi 'a karakterinin deneyimden daha önemli olduğunu söyledi. "Dedim ki, 'Her gün işe geliyorum. Eğer gelip çalışacak ve her şeyi öğrenebilecek bir adam istiyorsanız... o zaman adamınız benim. Beni işe alın."

Feltner işe alındı. Johnford değirmeni adı verilen ve tüm fabrikadaki en eski ve en kötü bakım yapılan makine olabileceğine inandığı devasa bir imalat makinesinin başına getirildi. Bu makineyi yakından tanımaya başladı ve yedi yıl sonra makinenin numarasını eski bir arkadaşının telefon numarası gibi hatırlayabildi; makine numarası 5898'di. Rexnord fabrikası uçaklarda,

çimento fabrikalarında ve üretim tesislerinde kullanılan son derece uzmanlaşmış ve yüksek mühendislik ürünü bilyalı rulmanlar üretiyordu. Tek bir Rexnord bilyalı rulmanı yaklaşık 1.800 dolara mal olabiliyordu. Bu değer nispeten zorlu bir ortamda yaratılmıştı. Feltner'ın çalışma alanı kışın soğuk, yazın ise sıcaktı. Sıcak aylarda tişört, şort ve çelik burunlu botlar giyerdi. Ama bazı avantajları da vardı. Feltner, Rexnord'daki yerel Birleşik Çelik İşçileri birimine katıldı ve sonunda sendika yetkilisi olmak için seçime girdi. Kazandı ve çalışma koşullarının şekillenmesine yardımcı olacak bir güç elde etti.

Feltner ve eşi Nina, aileyi Indianapolis bölgesine geri taşıdı. Şehrin doğusundaki bir banliyö yerleşimine, küçük Green1eld kasabasına yerleştiler ve burada dev bir mısır tarlasının yanında yeni inşa edilmiş bir ev kümesinde düzenli bir ev kiraladılar. Feltner ve Nina istikrarsızlık ve zorluklarla dolu uzun sezon boyunca birbirlerine destek olmuşlardı. Şimdi memleketlerine geri dönmüşlerdi.

sağlık sigortası ve sendikalı bir işten elde edilen güvenilir bir gelir. Feltner bu ayrıcalık için çok mücadele etmişti.

John ve Nina'nın kiraladıkları ev Mozart ve Silver Spoon Caddelerinin köşesindeydi. Feltner'lar işe başlar başlamaz evi satın almak için para biriktirmeye başladılar.

Rexnord'un Milwaukee'deki merkez ofisinden bakıldığında Indianapolis'teki bilyalı rulman fabrikası şirketin sahip olduğu ve hepsi de karmaşık ve sürekli değişen bir oyun tahtası üzerinde dizilmiş varlıklardan oluşan bir ağın içindeki tek bir varlık olarak görülüyordu. CEO Tom Adams ve ekibi, bu oyun taşlarının şirket sahipleri için en fazla kazancı sağlayacak şekilde nasıl hareket ettirilebileceğini bulmak zorundaydı. Apollo Management halen şirketin yaklaşık yüzde 24'üne sahipken, diğer yüzde 23'lük hisse T. Rowe Price Associates ve JPMorgan Chase arasında paylaştırılmıştı. Şirketin diğer hisseleri ilk halka arzda parçalara ayrılmış ve Wall Street'te satılmıştı. Bu hisselerin satışından 426,3 milyon dolar nakit elde edildi, ancak bu paranın çok az bir kısmı şirketin kendisine gitti. Apollo 15 milyon doları yönetim ücreti olarak aldı ve 300 milyon dolar da borç ödemek için kullanıldı. 2013 yılında şirket, bu kez 1,36 milyar dolar toplamayı amaçlayan yeni bir halka

arz duyurdu. Ne yazık ki, *Milwaukee Journal Sentinel'in* bildirdiği gibi, "Halka arz
Rexnord için gelir sağlamayacaktı."

Adams ve ekibinin karşılaştığı ikilem, Adams ve ekibinin karşılaştığı ikilemden çok da farklı değildi.
herhangi bir kurumsal lider. Kârlarını en üst düzeye çıkarmaları, sahiplerine geri dönüşü artırmaları ve şirketin önümüzdeki yıllarda büyük bir büyüme yoluna sahip olduğunu göstermeleri gerekiyordu. Bunu yapmanın pek çok farklı yolu vardı. Rexnord yeni ürünler icat edebilir, yeni sektörlere girmeye çalışabilir veya halihazırda ürettiği ürünlerin kalitesini artırmak için fabrikalarına yeniden yatırım yapabilirdi. Ancak Rexnord'un liderleri büyük kazançlar ararken özellikle iki şeye odaklanabilirlerdi: şirketin borçları için gelişen piyasa ve şirketin halka açık hisse senetleri için gelişen piyasa. Gerçek paranın döndüğü yer burasıydı.

Borç piyasaları en acil endişe kaynağı gibi görünüyordu. Adams ve ekibinin aldığı her karar Rexnord'un borç yükü bağlamında değerlendirilmeliydi. 2014 yılında şirketin hala 2 milyar dolar borcu vardı. O yıl 109 milyon dolar faiz ödemesi yaparken sadece 30 milyon dolar kâr elde etti. Rexnord'un liderleri zamanlarının çoğunu Hetu ve Credit Suisse ile çalışarak borcu sürekli olarak çevirmek ve yeniden finanse etmek için harcadılar. Rexnord'un borcu hala çöp olarak derecelendiriliyordu ve 2020'ye kadar her yıl kârdan kazandığından daha fazla parayı faiz maliyetlerine ödüyordu. Borcun ödenmesi yıllar alacaktı ve bu süreç acı ödünler ve acı verici maliyetler gerektirecekti. Bu heyecan verici bir kurumsal stratejinin ürünü değildi.

Yükselen borsanın sunduğu daha fazla enerji verici fırsat vardı. ZIRP döneminin garip gerçeklerinden biri, genel ekonomik büyüme anemik olsa da varlık fiyatlarındaki büyümenin olağanüstü olmasıydı. Bu durum Adams gibi yöneticilere, şirket hisselerindeki artıştan para kazanmalarını sağlayan ve bir zamanlar pek bilinmeyen bir finansal taktikten yararlanma fırsatı yarattı. Bu taktik, hisse senedi geri alımı ya da hisse senedi geri alımı olarak adlandırılan bir şeydi. Bu, kurumsal Amerika'nın geri kalanıyla birlikte Rexnord'un da izlemeye başladığı bir stratejiydi.

Hisse geri alımları 1982 yılında yasal hale getirilmiştir ve tam olarak kulağa geldiği gibidir. Bir şirket kendi hisse senetlerini satın almak için nakit kullanır. Geri alımın temel cazibesi, halihazırda şirketin hisselerine sahip

olan kişiler için çok açıktı. Hisseler satın alındığında, piyasadan çekilirler ve bu da var olan toplam hisse miktarını azaltır. Bu durum, satın alınacak daha az hisse olduğu için kalan hisselerin fiyatını artırabilir. Hisse geri alımları aynı zamanda birçok CEO'nun maaş aldığı önemli bir ölçüt olan ve bir şirketin hisse başına ne kadar kâr elde ettiğini ölçen "hisse başına kazanç" ölçütüne de yardımcı olur. Daha fazla hisse alındığında hisse başına kazanç da artar. Bu şekilde, hisse geri alımları, yeni müşteriler kazanmak, yeni ürünler geliştirmek veya operasyonları iyileştirmek gibi şeyler yapmadan hisse başına kazanç hedefini tutturmanın harika bir yoludur. Ayrıca, belki de en bariz olanı, hisse geri alımları zaten hisse senedine sahip olan kişilere para verir, bu kişiler şirketin yönetici ekibini de içerebilir.

Yöneticilere ve hissedarlara sağladığı tüm bu faydalara rağmen, hisse senedi geri alımları 1990'ların büyük bölümünde nispeten nadir kaldı.
Zorlayıcı sebepler vardı
onlardan kaçınmak için nedenler. Geri alımlar neredeyse her zaman bir şirketin borçluluğunu artırır bu da onu zayıflatır .[I] Bu eğilim yalnızca şirketler geri alım yapmak için nakit borçlandıklarında artmıştır. Ancak borç bu kadar ucuzken ve hisse senetleri bu kadar hızlı yükselirken bu strateji neredeyse kaçınılmaz hale geldi.

Amerika'nın en sıkıcı görünen şirketleri, nakit borç alan, kendi hisselerini satın alan, hisse fiyatlarını yükselten ve genellikle yöneticileri için daha yüksek maaş paketlerini haklı çıkaran finans mühendisleri haline geldi. Bu şirketlerin yaptıkları asıl iş, yönetim ekipleri için giderek daha az önemli hale geldi. Daha önemli olan borç piyasalarına erişim ve yükselen hisse fiyatlarıydı. Örneğin McDonald's, *Forbes* dergisinde yer alan kapsamlı bir araştırmaya göre, 2014-2019 yılları arasında 21 milyar dolarlık tahvil ve bono borçlandı. Şirket bu nakdi 35 milyar dolarlık hisse geri alımını finanse etmek için kullandı. Ayrıca doğrudan sahiplerine 19 milyar dolar temettü ödemesi yaparak, şirketin yalnızca 31 milyar dolar kâr elde ettiği bir dönemde sahiplerine 50 milyar dolardan fazla kâr sağladı. Yum! Brands, Taco Bell ve KFC gibi zincirleri işleten fast-food holdingi, 7,2 milyar dolarlık hisse geri alımları ve temettü ödemeleri için 5,2 milyar dolar borçlandı.

Geri alımlar, bu şirketleri borç yüklerini artırarak ve öz sermayelerini azaltarak ekonomik bir gerilemeye karşı daha savunmasız hale getirdi. Örneğin 2014 ve 2020 yılları arasında Yum! Brands net borcunu 2,8 milyar

dolardan 10 milyar dolara çıkardı. Bu, borcunun toplam satışlarının yüzde 42'sinden yüzde 178'ine çıktığı anlamına geliyordu.

Rexnord 2015 yılında bir hisse geri alımı yapmayı düşünüyordu, ancak şirket o kadar borçluydu ki kendi hisselerini borç parayla satın almış olacaktı. Amerikan ekonomik yaşamının çoğu döneminde bu mantıklı olmazdı. Şirketin 1,9 milyar dolar borcu vardı ve 2015 yılında faiz giderleri için 88 milyon dolar ödedi ki bu rakam kazandığı 84 milyon dolardan daha fazlaydı.

Bununla birlikte, 2015 yılında Rexnord'un yönetim kurulu Adams ve ekibine 200 milyon dolarlık hisseyi geri alma yetkisi verdi. Şirket 2016 yılında 40 milyon dolarlık kendi hissesini geri aldı. Şirket 2020 yılında geri alım yetkisini genişletti ve 81 milyon dolarlık hisse senedi daha geri aldı. Pek çok şirkette olduğu gibi, Rexnord'un CEO'su da bu dönemde finansal bir talih kuşunun tadını çıkardı.
dönem. 2016 yılında kendisine 1,5 milyon dolar ödenirken, ertesi yıl çoğu hisse senedi ödülü olmak üzere 12 milyon dolar ve 2018 yılında da 6 milyon dolar kazanmıştır.

Federal Rezerv bu tür faaliyetleri teşvik ediyordu ve teşvik ettiğinin de farkındaydı. Ancak Rexnord'un hisse geri alımları, Fed tarafından bir amaca ulaşmak için bir araç olarak görülüyordu. CEO'ların milyonlarca dolarlık ödeme günlerini tasarlamak için borç kullanmalarında bir sakınca yoktu, yeter ki bu refah eninde sonunda Silver Spoon Drive yakınlarındaki Feltner'larınki gibi mahallelere "servet ePect'i" aracılığıyla dağıtılsın.

Feltner uzun süredir sendika üyesiydi ve çalışma hayatının kurallar ve sözleşmeler tarafından belirlendiğine inanıyordu. Sendika ve yönetim oturup kuralları müzakere eder, bunları yazılı olarak kabul eder ve ardından her iki taraf da bunlara uymak zorundaydı. Bu konuda çok titizdi. Ancak Feltner kuralların giderek çalışanların aleyhine döndüğüne inanıyordu.

Büyük bir değişiklik yıllar önce, 2012 yılında, yerel sendika yeni bir sözleşme için pazarlığa oturduğunda gerçekleşmişti. Yöneticiler o dönemde fabrikanın kapatılabileceğini, dolayısıyla çalışanların işlerini korumak istiyorlarsa daha az ücretle çalışmaları ya da bazı sosyal haklarından vazgeçmeleri gerektiğini söylemişlerdi. Sendika bir uzlaşmaya vardı. İki kademeli bir ücret skalası üzerinde anlaşmaya varıldı; buna göre yeni işe alınanlar yaklaşık 5 dolar veya

Mevcut çalışanlardan saat başına 6 dolar daha az. Feltner bunu öğrendiğinde görevden alındı. Sendikayı bunu kabul ettiği için azarladı. "Yerel yönetimimizi zaten ikiye böldüler. Bölünecek ve fethedilecekler," dedi Feltner.

İş sözleşmesini yeniden müzakere etme zamanı geldiğinde, sendika iki kademeli sistemden kurtulmak için bastırdı. Şaşırtıcı bir şekilde yönetim bunu kabul etti. Ancak bu aslında sendika için rahatsız ediciydi. Yönetim çok kolay pes etmişti. Belki de bunu fabrikanın kapanacağını bildikleri için yapmışlardı.

Mayıs 2016'da Rexnord, kuralların bir kez daha değişeceğini açıkça ortaya koyan bir duyuru yaptı. Ne yazık ki duyuru, kurumsal finans alanında çalışan çok küçük bir grup insan dışında kimsenin anlayabileceği bir şekilde yazılmamıştı. Rexnord, şirketin devralınması halinde ücret ve sosyal hakların nasıl yönetileceğine ilişkin yeni "kontrol değişikliği" politikalarını açıkladı. Şirket birleşmeleri ve finans dünyasında bu, her şeyi ilan eden bir reklamdı: "Biz satılık şirketiz."

Todd Adams ve ekibi, Rexnord'u dışarıdan bir alıcı için daha cazip hale getirecek şeyler yapıyordu. Şirket hala çok borçluydu, ancak 2012'de 2,4 milyar dolar olan borcunu 2016'da 1,9 milyar dolara düşürerek kredilerinin bir kısmını yavaş yavaş döndürüyordu. Ancak Adams aynı zamanda Feltner ve iş arkadaşlarının hayatları üzerinde çok daha büyük bir etkisi olan başka bir önemli girişim başlatmıştı. Bu girişimin oldukça sade bir adı vardı; Tedarik Zinciri Optimizasyonu ve Ayak İzi Yeniden Konumlandırma planı ya da içeridekilerin deyimiyle SCOFR olarak adlandırılıyordu. SCOFR planı kapsamında, Rexnord tüm varlıklarını değerlendirecek, her birinin şirketin hissedarlarına fayda sağlayacak ve mali tablolarını parlatacak şekilde nasıl taşınabileceğini, iyileştirilebileceğini veya tasfiye edilebileceğini değerlendirecekti. SCOFR planı, Rexnord'un üretim ayak izinin yaklaşık yüzde 20'sinin ortadan kaldırılmasını gerektiriyordu. Indianapolis gibi dünyanın yüksek gelirli bölgelerindeki fabrikalar Meksika gibi düşük gelirli bölgelere taşınabilir.

Toplamda, SCOFR'un ilk iki aşaması Rexnord için yılda yaklaşık 40 milyon dolar maliyet tasarrufu sağlayacaktı. Bu dönüşümsel değildi. Rexnord sadece 2016 yılında 91 milyon dolar faiz ödemesi yaptı. Ancak tasarruflar yabancılar için cazip olacaktı. Borcunu azaltmasa bile şirketin kâr marjını artıracaktı.

SCOFR planını uygulayan ekip, Rexnord'un Indianapolis'teki bilyalı rulmanlar tesisini değerlendirdiğinde bir fırsat gördü.

Geriye dönüp baktıklarında, Rexnord çalışanları fark ettikleri ilk şüpheli şeyin şirketin Indianapolis fabrikasına yeni güvenlik kameraları yerleştirmesi olduğunu söyleyecektir. Kameralar bir hafta sonu yerleştirilmişti. Garip görünüyordu. Merak eden çalışanlara bunun sadece bir güvenlik önlemi olduğu söylendi.

Çalışanlara bir duyuru için toplanmaları söylendiğinde Feltner fabrikadaydı. Yine bu konuda da tuhaf bir ayrıntı vardı. Çalışanların yarısından binanın arka tarafındaki yükleme alanına gitmeleri, yarısından da binanın ön tarafındaki bir noktaya gitmeleri istenmişti. Şirketin neden herkesi ayırmak istediğini bilmiyorlardı.

Feltner iş arkadaşlarının yarısına katıldı ve bir Rexnord yöneticisi kısa, duygusal olmayan bir konuşma yapmak için önlerine çıkarken etraflarında

durdular. Rexnord bilyalı rulmanlar fabrikasını kapatmaya ve üretimini Meksika'nın Monterrey kentine taşımaya karar vermişti. Sendika daha sonra Meksika'daki çalışanların saatte yaklaşık 3 dolar kazanacağını ve Amerikan fabrikasının kapatılmasının Rexnord'a yılda yaklaşık 15 milyon dolar tasarruf sağlayacağını öğrendi. Bu haberin etkisi Feltner ve iş arkadaşları için ani ve şiddetli oldu. Onlar, bir kişinin iyi maaşlı bir işten diğerine kolayca geçebildiği bir dünyada yaşamıyorlardı. İşten çıkarılmak daha çok bir uçurumun kenarından düşmeye benziyordu. Nispeten yüksek bir platodaydılar ve bir daha o kadar yüksek olma ihtimalleri çok düşük görünüyordu. Feltner Rexnord'a katılmak için çok mücadele etmişti ve bunun bir nedeni vardı. Bu işin ne kadar nadir ve değerli olduğunu biliyordu. Bir toplantıyla Feltner'in fabrikasındaki üç yüz iş ortadan kalktı. "Dünyanı sarsıyor. Gerçekten sarsıyor. İnsanlar çok kızgındı. Tüm hayatınız alt üst oldu," diyor Feltner.

Çalışanlar karara karşı çıkmak için ellerinden geleni yaptılar. Yerel televizyon haber kameralarına röportajlar verdiler. Hatta siyasi liderlere bir şeyler yapmaları için baskı yapmayı bile denediler, ancak bu çok zordu. İşçi sendikaları bir zamanlar Amerikan yaşamında siyasi güç simsarlarıydı, ancak şimdi medyanın ilgisini dağınık bir şekilde çeken marjinal bir çıkar grubuydular. Ancak umutlanmak için bir neden var gibi görünüyordu: 2016 başkanlık seçim yılıydı. Cumhuriyetçi aday Donald Trump, bir Cumhuriyetçi için garip bir şekilde kampanya yürütüyordu. Trump, on yıllardır - tutkulu, kavgacı, saygısız ve tekrar tekrar - işlerin ABD içinde kalmasının hissedarlar için maksimum kar elde etmekten daha önemli olduğunu savunan ilk büyük parti başkan adayıydı. Trump, Indianapolis'teki başka ve daha büyük bir işten çıkarma vakasına takılmıştı: Carrier adlı bir şirket Indianapolis'teki fabrikasını kapatacağını, yaklaşık 1.400 kişiyi işten çıkaracağını ve bunların 700'ünü Meksika'ya taşıyacağını duyurdu. Trump, Carrier'ı kampanya konuşmalarının kötü adamı haline getirdi ve Carrier'ı ya da işlerini denizaşırı ülkelere taşıyan herhangi bir şirketi vergi ya da gümrük vergisi uygulayarak cezalandırma sözü verdi.

Feltner, Trump'ı ve Indiana valisi olan aday adayı Mike Pence'i destekledi. LayoP'lar konusunda bir şeyler yapabilecek bir siyasi ekip varsa, o da Trump ve Pence gibi görünüyordu. Trump'ın Demokrat rakibi Hillary Clinton böyle bir umut vermedi. Uzun süredir, işlerin emeğin daha ucuz olduğu pazarlara aktarılmasının önünü açan küresel ticaret anlaşmalarıyla tanımlanmış bir

ekonomik sistemi savunuyordu. Feltner ve iş arkadaşları, medyanın daha fazla ilgi göstermesinin Trump'ı kendileri adına daha agresif bir müdahalede bulunmaya ikna edebileceğini umuyorlardı. Aralık ayında, Noel yaklaşırken, Rexnord çalışanları Carrier fabrikasındaki sendika üyesi arkadaşlarıyla birlikte bir kilise ayini düzenlediler. Rexnord fabrikasının güneyinde, havaalanının büyük otoparkının yakınındaki sanayi bölgesinde bulunan Mount Olive Ministries kilisesinde bir araya geldiler. Ayin başlamadan önce katılımcılar mihrabın yanına, üzerinde "TÜM İŞLERİ KURTARIN" yazan, tatil ışıklarından oluşan büyük bir tabela yerleştirdiler. Çalışanlar "O Come, All Ye Faithful" şarkısını söylerken yerel televizyon kameraları içeri davet edildi. Çalışanlar ayağa kalktı ve darülacezede yapılan dualaların kasvetli, cenaze tonuyla kısa konuşmalar yaptı. Tanrı'ya dua ediyorlardı ama aynı zamanda Trump'a ya da dinleyebilecek herhangi birine de dua ediyorlardı. Gerçekten de hiçbir şey çıkmadı. Trump seçimi kazandı, Noel geldi ve geçti ve Rexnord SCOFR operasyonuna etkin bir şekilde devam etti. Trump, Carrier fabrikasında bir basın toplantısına katıldı ve orada kaç işin kurtarılacağını yanlış bir şekilde abarttı ve ardından işçi sendikası liderlerinden biriyle Twitter'da tartışmaya girdi. Trump'ın Indianapolis'teki işlere olan ilgisi hızla dağıldı.

Rexnord, Indianapolis fabrikasındaki üretimi kademeli olarak söktü ve Monterrey'deki yeni tesisini hazırladı. Şirket, Feltner ve iş arkadaşlarına o yaz fabrika tamamen kapanana kadar işte kalmaları halinde ekstra ücret ve kıdem tazminatı teklif etti. Meksika'da işlerini devralacak işgücünün eğitimine yardımcı olmaları istenecekti. Eğitime yardımcı olan çalışanların ücretlerine saat başına 4 dolar zam yapılacaktı. Feltner'in tek karşı koyma eylemi, isyanı, kaydolmayı reddetmek oldu. "Bu adamı işimi alması için eğitmemin hiçbir yolu yok," dedi. Fabrika 2017'de temelli kapandığında ve iş piyasasına geri döndüğünde Feltner'in iddia edebileceği zafer buydu.

Todd Adams, Rexnord ya da ana bölümlerinden herhangi biri için bir alıcı bulmayı asla başaramadı. Ancak yönetici ekibi, Rexnord'un
Şirketin borcu 2016'da 1,9 milyar dolar iken 2018'de 1,4 milyar dolara düştü. Şirket daha fazla SCOFR uyguladıkça kâr marjları da iyileşiyordu. Rexnord 2017 ve 2020 yılları arasında sadece su yönetimi bölümündeki yedi tesisi kapattı.

Rexnord yönetim kurulunun Adams'ın performansından memnun olduğu anlaşılıyor. Indianapolis fabrikasının kapatılacağının duyurulduğu 2016 yılında 1,5 milyon dolar kazanmıştı. Fabrikanın kapatıldığı 2017 yılında ise Adams'a
12 milyon dolar, büyük ölçüde hisse senedi gelirleri. Hisse senedi satışları ve ödüllerle ilgili kamuya açık verileri takip eden finansal veri şirketi Wallmine, Adams'ın net değerinin 2020 yılına kadar en az 40 milyon dolar olacağını tahmin ediyor.

Moody's kredi derecelendirme kuruluşu, şirket maliyetleri düşürdükçe Rexnord'un borç notlarını yıllar içinde istikrarlı bir şekilde yükseltti. Ancak 2020'de borç hala önemsiz olarak derecelendirildi.

John Feltner yine "oyun hamuru" rutinini uygulayarak çalışma hayatını yeniden şekillendirdi. Rexnord'daki son gününden sonra Feltner, kazandığı paraya benzer bir para kazanabileceği bir iş aramaya başladı. Sonunda bir markette bakım işi yapan iyi bir iş buldu, ardından da geçici bakım yüklenicisi olarak çalışmaya başladı. O ve Nina, Silver Spoon Drive yakınlarındaki evi satın alma planlarını askıya aldılar. Bu kesinti stresliydi ama Feltner bundan yılmadı. O ve Nina hala sonunda evlerini satın almak ve çocuklarını üniversiteye göndermek için yeterli birikim yapmayı hedefliyorlardı. Feltner'ın her işi bir öncekinden daha az kazandırıyordu ama hem o hem de Nina çok çalışmaya hazırdı. Bunu başaracaklardı. İşten çıkarılmak acı verici, pahalı ve istikrarı bozucu olsa da, Feltner buna alışmıştı. "Ben buna yeni normal diyorum. Alıştığınız bir şey."

Jay Powell, Rexnord'dan kişisel servetini Powell'ın çoğu şeyi yaptığı gibi, gizlice ve verimli bir şekilde kazanmıştı.

Görünüşe göre Rexnord'un 2016 ve 2017'de ulusal haberlere konu olan layoP'ları sırasında Jay Powell'ın şirketin kaderinde oynadığı rolden kamuoyunda hiç bahsedilmedi. Rexnord'un sahibi olmasının üzerinden on yıl geçmişti ama

Powell'ın şirketi yönetmesi ile şirketin daha sonraki sıkıntıları arasında düz bir çizgi vardı. Powell Rexnord'u devraldığında, şirket içinden asla çıkamayacağı derin bir borç kuyusuna düşmüştü. Bu gerçek, SCOFR'un doğuşu ve Indianapolis fabrikasının kapatılması da dahil olmak üzere daha sonra olan her şeyi şekillendirdi. Ancak Rexnord Powell'ın geçmişinde kalmıştı.

2016 yılı boyunca Powell ve Fed başkanları dikkatle zorlu iç tartışmalara odaklandılar. Fed'in parasal deneylerinin yan etkilerini nasıl kontrol altına alabileceğini ve sınırlayabileceğini bulmaya çalışıyorlardı ama pek başarılı olamıyorlardı. Powell 2013 yılında kaldıraçlı krediler ve diğer borç varlıkları piyasasının Fed'in müdahaleleri nedeniyle aşırı ısındığı konusunda uyarıda bulunmuştu. 2016 yılı sonu itibariyle şirket borçları yüzde 25 artarak 8,5 trilyon dolara ulaşmıştı. Fed'in borç piyasaları daha da aşırı ısınmadan önce müdahalelerini geri çekmesinin son derece zor olduğu kanıtlanıyordu.

Powell bir gece Washington'da bir sosyal etkinlikteyken, Fed'in içinde bulunduğu ikilem hakkında kendisine fikir verebilecek biriyle karşılaştı. Powell, Kansas City Fed'in eski başkanı Tom Hoenig ile tesadüfen karşılaştı. Hoenig'in daha sonra hatırlayacağı üzere, iki adam nazik bir sohbeti paylaştılar, ancak para politikası hakkında çok fazla konuşmadılar. Sohbetleri kısa sürdü.

Hoenig'in o sırada aklında başka şeyler de vardı. Fed'den emekli olduktan sonra Washington, D.C.'ye dönmüş ve devlet hizmetinde başka bir işe girmişti. ABD bankacılık sisteminde istikrarı sağlamakla görevli düzenleyici kurum olan FDIC'nin başkan yardımcısı olmak için geri çekilmişti. Hoenig, niceliksel genişleme ve ZIRP'nin kaynakların büyük ölçüde yanlış tahsisine neden olacağı, finansal riski artıracağı ve öncelikle varlık sahibi zenginlere fayda sağlayacağı konusunda uyarıda bulunalı yıllar olmuştu. Şimdi, bir banka düzenleyicisi olarak Hoenig, bunun gerçekleşmesini en ön sıradan izliyordu. Ayrıca, bu risklerin bir daha ortaya çıkması halinde zararın temizlenmesine yardımcı olma sorumluluğu da vardı.

I. Bu neredeyse her zaman olur çünkü bir şirketin borç seviyesi veya kaldıracı, öz sermayesi ve varlıklarına kıyasla borcunun seviyesi tarafından belirlenir. Hisse senedi geri alımı, bir şirketin öz sermayesini azaltmak için (piyasadan hisse senedi çıkararak) bir varlık (nakit) kullanır ve bu nedenle kaldıraç oranını artırır.

BÖLÜM 11

HOENIG KURALI

(2012-2016)

Thomas Hoenig Federal Rezerv'den ayrıldıktan sonra rahatlatıcı bir emeklilikle ödüllendirilmedi. Bunun yerine, Kansas City'den Washington, D.C.'ye taşınmaya davet edildi, böylece o şehirdeki en zor ve nankör işlerden birini üstlenebilecekti. Artan borçlar ve riskli yatırımlar arasında bile finansal sistemi istikrarlı tutmaya çalışan devlet kurumunu yönetmeye yardımcı olacaktı. İşleri daha da kötüleştirmek için, şehre büyük bankaları parçalamak için oldukça ayrıntılı bir planla geldi.

Her şey Hoenig'in Kansas City Fed Başkanı olduğu dönemde başladı. Cumhuriyetçi çoğunluk lideri Mitch McConnell için çalışan bir ABD Senatosu görevlisinden bir telefon aldı. Görevli Hoenig'e Federal Mevduat Sigorta Kurumu'nda (FDIC) komisyon üyesi olmakla ilgilenebilecek birini tanıyıp tanımadığını sordu. Hoenig bunu düşüneceğini söyledi. Görevli daha sonra tekrar aradı ve Hoenig'in kendisinin ilgilenip ilgilenemeyeceğini sordu. Hoenig, "'İlgilenme ihtimalim her zaman vardır' dedim," diye hatırlıyor. Washington'a yaptığı düzenli seyahatlerden birinde Hoenig, McConnell'ın personeliyle resmi bir iş görüşmesi yapmak üzere Kongre Binası'na uğradı. Hoenig işi kabul edeceğini ama bir siyasi partiye katılmayacağını söyledi. Fed'de onlarca yıl çalıştıktan sonra Hoenig, parti politikalarının dışında kalmak için bağımsız bir kurumun saflarında kalmak istedi. Bu da McConnell'ın işine yaradı. Hoenig aday gösterildi ve Senato tarafından onaylandı.

FDIC, Hoenig için mükemmel bir kurum gibi görünüyordu. Kurum, Büyük Buhran sırasında bankaları düzenlemek ve bankacılık sistemini korumak için kapsamlı bir yetkiyle kuruldu. Kurum en çok sıradan insanların banka hesaplarını sigortalamasıyla tanınıyor - eğer bir banka batarsa, FDIC o bankada 250.000 dolara kadar parası olan herkesin zararını karşılıyor (2016

yılında ortalama bir ABD ailesinin toplam birikimi yaklaşık 40.000 dolardı). Kurum ayrıca yükümlülüklerini yerine getirmek için yeterli paraya sahip olduklarından emin olmak için bankaların defterlerini de inceledi. Kurum, Amerika'nın bankacılık sisteminin ve dolayısıyla tüm sosyal sisteminin şeklinin ve yapısının belirlenmesinde merkezi bir rol oynamıştır.

Hoenig'in bu görevi kabul etmesinin bir nedeni, finansal krizin sona ermesinden yıllar sonra bile Amerika'nın büyük bankalarıyla ilgili yapılması gereken acil işler olmasıydı. Küresel Mali Krizin garip yan etkilerinden biri, krizin yaratılmasına yardımcı olan büyük bankaların gücünü pekiştirmesiydi. 2008'de batamayacak kadar büyük olan bankalar şimdi daha büyük ve batma ihtimalleri daha da düşüktü. En büyük bankalar ülkenin varlıklarının daha önce hiç kontrol etmedikleri kadar büyük bir kısmını kontrol ediyorlardı ve federal hükümet de bu durumu sürdürmeye niyetli görünüyordu. Bu Hoenig'in yıllardır bahsettiği bir konuydu. Amerika'daki topluluk bankalarının sayısı binlerce azalırken, çok büyük bankalardan oluşan küçük bir grubun elindeki varlıklar daha da büyüyordu. Sektör, modern tarihte hiç olmadığı kadar konsolide hale geliyordu. Aynı anda Fed de bu bankaları daha fazla risk almaya teşvik ediyordu. Risk, hedge fonların ve özel sermaye şirketlerinin büyük miktarlarda borç verme gibi banka benzeri işlevler üstlendiği "gölge bankacılık" sistemine de yayılıyordu.

Tom Hoenig'in bu konuda nerede durduğunu herkes biliyordu ve 2012 yılında Washington'a geldiğinde kimseyi şaşırtmadı. Neredeyse hemen bir konuşma turuna çıktı. Başkentin dört bir yanındaki üst düzey bankacılık ve düzenleme seminerlerinde konuşma yapmayı kabul etti. Hoenig 2006 yılında Arizona'nın Tucson kentindeki bir toplantıda yaptığı konuşmayla bir grup bankacıyı şoke ederek sessizliğe büründürmüştü. Aynı şeyi Washington'da da yapmak için bir endüstri oluşturuyor gibi görünüyordu. FDIC için yaptığı konuşmalar geniş bir tema izliyordu. Bankacılık sektörünün karmaşıklık yerine basitlik göz önünde bulundurularak yeniden şekillendirilmesi gerektiğini savundu. Hoenig, banka düzenleyicilerinden oluşan bir kalabalığa yaptığı konuşmada, yıllardır müzakere ettikleri çok karmaşık kuralları yırtıp atmaları gerektiğini söyledi

(Basel III anlaşması olarak adlandırılır). Bir grup banka lobicisi ve gazeteciyle yaptığı konuşmada, onlara bankaların düzenlenmek yerine parçalanması ve yaklaşık 850 sayfa uzunluğundaki yeni Dodd-Frank Yasası kapsamında izlenmesi gerektiğini söyledi.

Bu yaklaşım 2012'nin siyasi ortamında radikal olarak değerlendiriliyordu, ancak Hoenig'in bunu sürdürmesi mantıksız değildi. Görevi için ülkedeki en güçlü Cumhuriyetçilerden biri tarafından seçilmişti ve seçimi görevdeki Demokrat Başkan Barack Obama tarafından onaylanmıştı. Tüm süreç boyunca Hoenig'in görüşleri iyi biliniyordu ve şeffaftı. Sadece büyük bankaların batırılmasını savunmuyordu. Kansas City Fed'in başkanlığını yaptığı dönemde bunun nasıl yapılacağına dair ayrıntılı bir plan hazırlamıştı. Hoenig FDIC'ye geldiğinde, reform için gerçek bir şans olduğuna inanıyordu. Hoenig FDIC'de iki numaralı yetkiliydi. Başkan Martin Gruenberg, büyük bankaları kısıtlama fikrine açık görünen, uzun süredir Demokrat Parti'de siyaset yapan bir isimdi.

Ancak çok erken bir dönemde uyarı işaretleri belirginleşmişti. Hoenig'in onay duruşması sırasında Bob Corker adlı Cumhuriyetçi bir senatör Hoenig'in adaylığının şimdiden gerginliğe neden olduğunu söyledi. Corker Hoenig'in atanmasını destekliyordu ancak Corker, Hoenig'in batamayacak kadar büyük bankalarla ilgili daha önceki yorumlarından haberdar olan "bazı büyük kurumlardan" telefonlar aldığını söyledi. Corker, "Bazıları endişeli" dedi.

Hoenig, Mayıs 2012'de büyük bankaları parçalama planını açıklamak üzere Senato oturumuna çağrıldı. Corker yine de plan konusunda hevesliydi. Buna "Hoenig kuralı" adını verdi.

Muhafazakârlar arasında bile Hoenig kuralına yönelik bir coşku varsa, bu coşku 2008'deki çöküşün ardından banka düzenlemeleri konusunda varılan bir dizi tatmin edici olmayan uzlaşmadan kaynaklanıyordu. Bankaların oldukları gibi kalmalarına izin verilmişti, ancak davranışlarını değiştirecek yeni kurallara tabi olacaklardı. Bu, hükümetin en son karşılaştırılabilir banka krizi olan Buhran sırasında yaptıklarının tam tersiydi. Roosevelt yönetimi ve Kongre, bankacılık sisteminin şeklini yeniden çizen yasalar çıkarmıştı.
bankaların yetkilerini ve oluşturabilecekleri riskleri kısıtlayacak şekilde. Obama yönetimi farklı bir yaklaşım benimsedi. Kongre'nin banka reform

yasalarını geçirdiği ve hatta gerçek bir etkisi olan Tüketici Finansal Koruma Bürosu adında yeni bir düzenleyici kurum oluşturduğu doğrudur. Ancak hükümet, bankacılık sistemini yeniden yapılandırmak yerine, büyük bankaların üzerinde katmanlaşacak, büyük kalmalarına izin verecek ancak onları inceleme ve mikro yönetime tabi tutacak aşırı yoğun bir yeni kurallar ağı oluşturmayı seçti. Bu, ABD'deki yüzlerce sayfalık Dodd-Frank yasasında ve Basel III anlaşması olarak adlandırılan uluslararası bankacılık anlaşmasında belirtilen rejimdi.

Hoenig bunun kaybedilen bir oyun olduğunu savundu. Banka kurallarının amaçları bakımından basit, anlaşılması ve uygulanması kolay olması gerektiğini söyledi. Bankaların Yeni Anlaşma döneminde olduğu gibi yeniden parçalanması gerektiğini savundu. Bankalar bir kez daha işlevlerine göre bölünmeli, ticari bankalar sigortalı müşteri mevduatlarını idare ederken, diğer bankalar türev sözleşmeleri gibi daha riskli işler yapmalıdır. Bu bölünme, vergi mükelleflerinin sadece ticari bankalardaki mevduatları sigortalamakla yükümlü olmalarını (ki bu mevduatlar hala FDIC sigortası kapsamında olacaktır), bunun yerine güvenlik ağını mevduat tutan ve aynı zamanda daha riskli spekülasyonlarla uğraşan mega bankalara genişletmelerini sağlamaya yardımcı olacaktır. Hoenig, bankalar parçalandıktan sonra, acil bir durumda ellerinde ne kadar sermaye tutmaları gerektiğini belirleyen basit kurallara göre yaşamaları gerektiğine inanıyordu.

Hoenig kuralının arkasındaki temel fikir, bankacılığın daha riskli kısımlarını ekonomik açıdan hayati önem taşıyan kısımlardan (işletme kredileri vermek gibi) ayırmaktı; böylece daha riskli bankalar kötü bahisler oynadıkları takdirde sistemin geri kalanını çökertmeden batabileceklerdi. *Fortune* ve *Washington Post*'ta yazan finans yazarı Allan Sloan, Hoenig'in Senato'daki duruşmasının ardından Hoenig kuralının Wall Street'in tam da ihtiyacı olan şey olduğunu söyleyen ve çok okunan bir köşe yazısı yayınladı. Sloan, "O kadar basit ki, dahice," diye yazdı. "Yüksek riskli faaliyetlerin düşük riskli faaliyetlerden akıllıca ayrılmasıdır."

Hoenig bu destekle ilerlemeye devam etti. Eylül 2012'de, banka lobicileri, banka düzenleyicileri ve finans basınının katıldığı Washington'daki seçkin Exchequer Club'a konuşmacı olarak davet edildi. Belli bir görgü kuralı vardı genellikle bu tür etkinliklerde tanınır ve Hoenig de buna bir dereceye kadar saygı duyardı. Konuşması teknik bir dille ve iyi bir finans bürokratının kansız düzyazısıyla doluydu. Ancak söyledikleri yine de şok ediciydi ve üst düzey

finans konuşmalarında nadiren dile getiriliyordu. Sözlerine 2009 ve 2010 yıllarındaki mali reformların yeterince ileri gitmediğini söyleyerek başladı. Bankacılık sistemi Amerikan ekonomisi için hala bir tehditti ve çoğu insan banka reformu döneminin geride kaldığını düşünse bile bu sistemin çökertilmesi gerekiyordu.

Ancak bankaların reforme edilmesi ihtiyacı, finansal istikrar ihtiyacının ötesine geçmiştir. Hoenig, reformun bankacılık sistemine olan güveni yeniden tesis etmek için gerekli olduğunu söyledi. Hoenig, "Bu güven yeniden tesis edilebilir ve hesap verebilirlik sisteme geri kazandırılabilir, böylece bankacılık sektörü geri kalanımız kaybetmeden kazanabilir" dedi. Hoenig, bankacılıkla ilgili bir kalabalığa yaptığı bu konuşma sırasında bile, Hoenig kuralından sadece finansal düzenlemeden daha büyük bir şekilde bahsetti. Kuralın bankaları istikrara kavuşturacağına inanıyordu, ancak bunun ötesinde bir şey başaracağını da savunuyordu. Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması, 2008'deki çöküşün geride bıraktığı daha derin yaraların onarılmasına yönelik çok önemli bir adımdı. Hoenig'in Kansas'taki Çay Partisi gruplarıyla konuşmaya davet edildiğinde ya da eski savaş arkadaşı Jon McKeon ile öğle yemeğinde buluştuğunda ilk elden gördüğü türden bir hasarı onaracaktı. Finansal çöküş Amerikalıların kendi yönetim kurumlarına olan inançlarını tüketmişti. Eğer bu inanç yeniden tesis edilmezse, sonuçları çılgınca istikrarsızlaştırıcı olabilirdi. Exchequer Club'daki konuşmasında McKdyon, "En büyük bankaları kurtardığımız halde onlar hala daha büyük, daha güçlü ve piyasanın disiplininden yalıtılmış durumdayken Amerikalıları atılacak adımların adil olacağına nasıl ikna edebiliriz?" diye sordu.

Bu görüşe iki partiden de destek vardı. Hoenig'in fikirlerine sıcak bakan tek senatör Corker değildi. Hoenig, tüm kariyerini Wall Street için daha sert düzenlemeler üzerine inşa etmiş bir Demokrat olan Massachusetts Senatörü Elizabeth Warren ile iki kez öğle yemeği yedi. Warren, Ohio'dan Demokrat senatör Sherrod Brown gibi Hoenig'in fikirlerini yüksek sesle destekledi.

Hoenig planının uygulanabilir olduğuna inanıyordu. "Ortaya çıktığımda, insanları bunun bir seçenek olduğuna ikna edebileceğimi düşünmüştüm" dedi. Aksini öğrenmesi çok çabuk oldu.

Hoenig, Capitol Hill'de banka reformlarının hayata geçirilmesinde önemli rol oynayabilecek senatörleri ziyaret etti. Hoenig bir senatörle görüştükten sonra

ofisten çıkmak üzereyken, hemen arkasından aynı senatörle görüşmek üzere içeri giren önde gelen bir bankacılık lobicisini gördü. Hoenig, "Ben bir kapıdan çıkıyordum, onu tanıdım ve o diğer kapıdan giriyordu," dedi. Şaşırmamıştı. Banka lobicilerinin de ziyaretlerde bulunacağını biliyordu. "Bu onların hakkı. Benim bir itirazım yok. Sadece biraz güldüm."

Banka lobicileri çok sayıda, ısrarcı ve Capitol Hill'e bağlıydı. Bankacıların bakış açısını desteklemek için yüksek kaliteli çalışmalar ve beyaz kağıtlar üreten Bank Policy Institute adlı kendi düşünce kuruluşlarına sahiptiler. Bu durum, onları aşmayı zorlaştırıyordu. "Bakın. Bir senatörün sadece çok fazla zamanı var," diye hatırlıyor Hoenig. "Bu yüzden konuları ve benzerlerini takip etmeye çalışmak zorundalar. Eğer endüstri için on bir lobiciniz, kamu çıkar grupları için iki lobiciniz ya da [düzenleyici] standardı sıkılaştırmayı öneren kurumunuz varsa, argümanları en çok kim sunacak?"

Hoenig senatörleri ziyaret etti, senatörler kibarca gülümsedi ve banka lobicileri hemen arkasından geldi. Sonunda Hoenig kuralının ölü bir mektup olduğunu anladı. Bu asla gerçekleşmeyecekti. Bu rota 2010 yılında Kongre'nin Dodd-Frank'i geçirdiği zaman seçilmişti ve bu da sert bir siyasi mücadeleye sahne olmuştu. Hoenig, "Kongre bu konu üzerinde çalışmaktan yorulmuştu," diye hatırlıyor. "Bunu tamamen anlıyorum. Dodd-Frank'i tamamlamak büyük bir işti... Ancak [bankaları] parçalama yoluna gitmektense bu yönde ilerlemeye karar verdiler."

Dodd-Frank'in karmaşıklığı bankalar için can sıkıcı olsa da en büyük kurumlara yardımcı oldu. Yasa yaklaşık dört yüz yeni kural ortaya çıkardı ve her kural FDIC gibi kurumlar tarafından nihai hale getirilmek üzere uzun bir süreçten geçerken küçük bir düzenleyici savaş bataklığına dönüştü. Bu da bankalara kuralların her ayrıntısına itiraz etmek için sayısız fırsat verdi. Türev ürünlerin düzenlenmesine ilişkin bir kurala 15.000 kamuoyu yorumu geldi. Bazı kurumlar o kadar bunalmıştı ki yasayı yürürlüğe koymak için son başvuru tarihlerini kaçırdılar. 2013 yılına gelindiğinde yasanın kurallarının sadece üçte biri uygulamaya konulmuştu. Bankacılık lobisi pes etmedi.
Bankacılık için yaklaşık 1,5 milyar dolar harcadı.
Sadece 2010 ve 2013 yılları arasında kayıtlı lobiciler, ki bu rakama kamu kampanyalarına ya da düşünce kuruluşlarına giden para dahil değildir.

Dodd-Frank sistemi bir yandan büyük bankaların içindeki riski yönetmeye çalışırken diğer yandan da bankaların büyümesine izin veriyordu. Bunu yapmanın en önemli yollarından biri, Obama'nın Hazine Bakanı Timothy

Geithner tarafından savunulan "stres testi" adı verilen bir prosedürdü. Stres testleri, bankaların bir krizle karşı karşıyaymış gibi davranmalarını ve daha sonra bu krizden neden kurtulacaklarını yazılı olarak açıklamalarını gerektiriyordu. Stres testini geçmek için bankaların varsayımsal bir kriz sırasında zararlarını karşılamaya yetecek kadar sermayeye sahip olduklarını kanıtlamaları gerekiyordu. Ancak bu, neyin sermaye sayılacağı ve hatta neyin kriz sayılacağı konusunda pek çok tartışmaya yol açtı. Bu, bir CLO gibi bir varlığın değerinin varsayımsal piyasa koşulları altında ne kadar iyi dayanabileceğine dair spekülatif argümanlara dayanan hiç bitmeyen bir müzakere haline geldi. Daha az bilinen ikinci bir prosedür ise "yaşayan vasiyet" adı verilen ve bankaların tüm finansal sistemi kendileriyle birlikte batırmadan gerçekten batabileceklerini kanıtlamak için hazırladıkları bir belgeydi. Kurtarma olmadan ölebileceklerini kanıtlamak zorundaydılar. Bu da sıkıcı bir müzakereye dönüştü ve Tom Hoenig de bu müzakerenin tam ortasındaydı.

2013 yılında büyük bankalar binlerce sayfayı bulan vasiyetnamelerini hem FDIC'ye hem de Federal Rezerv'e sundular. Hoenig ve FDIC'deki diğerleri bundan etkilenmedi. Bankalar vasiyetnamelerinde bir hikaye anlatıyorlardı ve bu hikaye inandırıcı değildi. Hoenig, bankaların belgeleri daha ayrıntılı bir şekilde yeniden hazırlamaları gerektiğini ve hükümet kurtarması olmadan nasıl kapanabileceklerini tam olarak açıklamaları gerektiğini savundu. Düzenleyiciler bankalara bunu yapmaları için daha fazla zaman verdi ve süreç yıllarca uzadı. Bankalar yeni vasiyetnameler sundu ve bu vasiyetnameler Ağustos 2014'te tekrar reddedildi. Temmuz 2015'te bankalar planlarını yeniden sundular. Nisan 2016'da vasiyetnameler bir kez daha reddedildi. Süreç devam etti.

Vasiyetnamelere hiç inançları yokmuş gibi görünen bir grup insan da Wall Street tüccarlarıydı. Bu çevrelerde, yaşayan vasiyetnamelerin siyasi tiyatrodan başka bir şey olmadığına dair hiçbir iddia yokmuş gibi görünüyordu. FDIC'nin Demokrat başkanı Martin Gruenberg, 2012 yılında insanları

FDIC'nin bankaların batmasına gerçekten izin vereceğine ikna etmek için halka açık bir kampanya başlattı. Kimse ona inanmış gibi görünmüyordu. Cornelius Hurley'e bu ihtimal sorulduğunda,

Boston Üniversitesi Finans, Hukuk ve Politika Merkezi Direktörü *American Banker* dergisine verdiği demeçte "piyasalar bir sonraki krizde [batamayacak kadar büyük bankaların] tıpkı bir öncekinde olduğu gibi kurtarılacağına ikna olmuş durumda" dedi.

Bankaların vasiyetnamelerin kabul edilmesi için bu kadar çok mücadele etmelerinin bir nedeni vardı. Vasiyetnameler reddedilirse, FDIC bankalardan yıllardır yapmakta direndikleri bir şeyi yapmalarını isteyebilirdi - kriz zamanında kayıpları karşılamak için kenara daha fazla sermaye koymalarını.

Hoenig, bankaların parçalanmayacağını anladığında bu konuya odaklanmaya başladı. Eğer büyük bankalar daha da büyüyorsa, düzenleyiciler en azından bir gerileme döneminde büyük kayıplara dayanabilecek kadar para ayırmaları konusunda ısrar edebilirlerdi. Bu sorun, adını İsviçre'deki bir şehirden alan banka düzenlemelerine ilişkin uluslararası anlaşma olan Basel III anlaşmasının kabul edilmesiyle sözde çözülmüştü. Dodd-Frank gibi Basel III de karmaşıklığı bankaları parçalamadan ya da yeniden yapılandırmadan daha güvenli hale getirmenin bir yolu olarak kullanmaya çalıştı. Basel bunu, bankaların kayıtlarındaki varlık miktarına kıyasla ellerinde ne kadar sabit sermaye olduğunu raporlayabilecekleri bir muhasebe sistemi oluşturarak yaptı. Bankalar, bir gerileme döneminde varlık değerleri düştüğünde darbeyi hafifletmek için yeterli yedek sermayeye sahip olduklarını göstermek zorundaydı. Bu yeterince basit görünüyordu. Ancak Basel, bankaların düzenleyici amaçlarla varlıklarının değerini belirlemek için "risk ağırlıklı" bir formül kullanmalarına izin verdi. Bu formüle göre, bir banka Yunanistan gibi ülkelerin borçlarına karşı herhangi bir sermaye tutmasına gerek olmadığını söyleyebilirdi, çünkü devlet borçları çok güvenli kabul ediliyordu. Hoenig'e göre Basel'i çalışamaz hale getiren ve bankacılık sisteminin olduğundan daha güvenli görünmesine neden olan bu tür kararlardı.

"Risk temelli sermaye ölçütleri son derece karmaşıktır. *Son derece karmaşık*. Bunları anlayan kimse yok. Şirketlerin kendileri bile - en azından bu şirketlerin CEO'ları - çoğu zaman bunun içinde ne olduğunu anlamıyorlar," diyor Hoenig. "Size gerçek olmayan bir güvenlik hissi veriyorlar."

Hoenig, Basel'in karmaşıklığını kamuya açık bir şekilde aşmaya çalıştı. Küresel Sermaye Endeksi adında bir şey yarattı ve FDIC bunu düzenli olarak

yayınlamaya başladı. Endeks aslında sadece parlak bir elektronik tabloydu, ancak

şok edici bir hikaye. Bir sıra rakam, Basel III standartları kapsamında bankaların ellerinde ne kadar sermaye olduğunu gösteriyordu. Genellikle bu rakamlar güven vericiydi. Örneğin JPMorgan Chase, 2013 yılında Basel III kapsamındaki sermaye oranının yüzde 11,94 gibi etkileyici bir düzeyde olduğunu bildirmişti. Ancak Hoenig'in hesap tablosu, Basel'in risk ağırlığını kullanmayan ve kaldıraç oranı olarak adlandırılan daha geleneksel bir ölçüte göre bankaların elinde ne kadar sermaye olduğunu göstermeye devam etti. Bu standart altında JPMorgan'ın yalnızca yüzde 6.22'lik bir desteği vardı. Uluslararası muhasebe standartları uygulandığında ise durum daha da kötüydü; sadece yüzde 4,22'lik bir yastık vardı.

Hoenig, Küresel Sermaye Endeksi'ni bir tür sürekli tahriş edici olarak kullandı ve herkese bankaların muhtemelen bir başka büyük krizle yüzleşmek için yeterli paraya sahip olmadıklarını hatırlattı. Hoenig daha sert sermaye gerekliliklerini savunduğunda, FDIC'nin eski Cumhuriyetçi başkanı Sheila Bair gibi önemli müttefikleri de ona katıldı. Biraz şaşırtıcı bir şekilde, Hoenig ve Bair tartışmanın kazanan tarafında yer aldılar. Amerika Birleşik Devletleri, Basel III anlaşması tarafından belirlenenlerden daha katı olan kendi sermaye gerekliliklerini yarattı.

Yine de 2016 yılına gelindiğinde Hoenig, ABD bankacılık sisteminin kırılgan ve daha fazla kurtarma gerektirecek çöküşlere açık olduğuna inanıyordu. Hoenig bankaların toplam varlıklarının yaklaşık yüzde 10'u kadar bir ihtiyata ihtiyaç duyduklarına inanıyordu. Banka rezervleri için "maddi sermaye" adı verilen bir ölçüt kullandı, yani bankanın kayıpları ödemek için kullanabileceği sabit sermaye. Bankacılık krizinden önce, 2007 yılında bankalar toplam varlıklarının yaklaşık yüzde 3'ü değerinde maddi sermayeye sahipti. 2016 yılına gelindiğinde, daha sert
ABD standartları bu oranı yaklaşık yüzde 5,5'e çıkararak ABD bankalarını Basel kapsamında daha gevşek bir standarda sahip olan Avrupa bankalarından daha güvenli hale getiren anlamlı bir artış sağladı. Hoenig'in hala endişeli olmasının nedeni, 2008 çöküşünde birçok bankada kayıpların yüzde 5'i aşmış olmasıydı. Ve bankaların kurtarılmaya ihtiyaç duymaları için sermayelerinin tamamını kaybetmeleri gerekmiyordu. Eğer bir banka sadece yüzde 3 zarar ettiyse, yatırımcılar bankanın batmadan önce daha ne kadar zarar edebileceğini sorgulayabilirdi. Bu noktada paralarını çekebilirler ve bu da bir paniğe yol açabilirdi. Hoenig zamanının çoğunu bu konudaki tartışmalarda geçirdi, senatörlere mektuplar gönderdi ve daha fazla

sermayeye sahip olmanın birçok kişinin savunduğu gibi bir bankayı sakat bırakmadığını, aksine daha güçlü kıldığını savundu.

Bu tür tartışmalar Tom Hoenig'in FDIC başkan yardımcısı olarak kariyerini belirledi. Hoenig, bankaların erişim alanlarının sınırlandırılması, daha fazla sermaye bulundurmaları ve vergi mükellefleri tarafından desteklenen bir güvenlik ağına daha az güvence verilmesi gerektiğini savundu. Hoenig, solda Senatör Elizabeth Warren'dan sağda *Wall Street Journal*'ın editoryal sayfasına kadar çeşitli çevrelerden övgüler aldı, ancak görüşleri Washington'da hiçbir zaman fazla ilgi görmedi.

Hoenig ne kadar mücadele etse de, hala bir arka koruma savaşı veriyordu. FDIC bankaları kısıtlamak için çalışırken, Federal Rezerv tam tersi yönde ilerliyordu.

2007 ve 2017 yılları arasında Fed'in bilançosu neredeyse beş katına çıktı, yani bu dönemde varlığının ilk yüz yılında bastığı doların yaklaşık on beş katını bastı. Tüm bu dolarlar, herkesin para biriktirdiği için cezalandırıldığı sıfır faizli bir dünyaya zorlandı. Her bir QE dolarının 3,5 trilyon dolar olarak piyasaya sürülmesinin izini sürmek imkansızdı. Dolarlar, bir yüzme havuzuna eklenen ve anında daha geniş bir bütünle birleşen su damlaları gibiydi. Ancak havuzun seviyesi ölçülebiliyordu. Örneğin McKinsey Global Institute, Fed'in politikalarının şirket tahvillerine daha fazla para aktarılmasını sağlayarak sadece 2007-2012 yılları arasında kurumsal borçlular için yaklaşık 310 milyar dolar değerinde bir sübvansiyon yarattığını tespit etmiştir. Aynı dönemde, para biriktirmeye çalışan hane halkları, faiz oranlarındaki kazanç kaybı nedeniyle yaklaşık 360 milyar dolar cezalandırıldı. Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri bu süre zarfında yaklaşık 270 milyar dolar kaybetti ve bu sadece ZIRP döneminin başlangıcıydı.

Bu para sisteme yayıldı ve tüm büyük finans kuruluşlarını getiri arayışına itti. Birçok Wall Street tüccarı neler olduğunu açıkça gördü ve bunun için bir takma ad geliştirdiler: "her şey balonu".

Fed'in politikaları o kadar yoğun ve geniş tabanlı bir getiri arayışı yarattı ki riskler her yerde birikmeye başladı.

Getiri arayışı, parayı şirket borçlarına ve hisse senetlerine yöneltti.

2018'in sonunda, ABD CLO piyasası yaklaşık 600 milyar dolardı ve bu rakam on yıl önceki seviyenin iki katıydı. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki bankalar yaklaşık 110 milyar dolar tutuyordu. Bankalar yatırımlarının ultra güvenli olduğuna inanıyorlardı çünkü sadece

AAA olarak derecelendirilen en güvenli dilimler. Yüksek talep şirket borçlarını ucuz tuttu ve böylece daha fazla şirket borçlanmaya teşvik edildi.

Kredilere olan talep, bunlara uygulanan incelemeyi azalttı. Tahmin edilebileceği gibi, birçok kurumsal borçlu ne kadar para kazanacaklarını tahmin etme konusunda aşırı iyimserdi. Derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's tarafından daha sonra yapılan bir ankete göre, 2016 yılında verilen tüm yeni kurumsal kredilerin yüzde 90'ı kazanç hedeflerinin altında kalacaktır. Şirketler borçlarının kârlarının (vergi ve diğer maliyetler öncesi) sadece yaklaşık üç katına eşit olacağını tahmin etmişlerdi. Sonuçta bu miktar yaklaşık altı katına çıktı. İyimser varsayımlar göz ardı edildi. Paranın bir yere gitmesi gerekiyordu.

Niceliksel gevşeme, borsa fiyatlarını artırmak gibi özel bir hedefle tasarlanmış ve başlatılmıştır. Plan işe yaradı. Fed'in müdahalelerine gerekçe olarak gösterdiği zayıf genel ekonomik büyüme, geniş tabanlı ücret durgunluğu ve bir dizi uluslararası finansal soruna rağmen, 2010'dan sonraki on yıl boyunca hisse senetlerinin değeri istikrarlı bir şekilde yükseldi. Dow Jones Endüstriyel Ortalamasının değeri 2010 ile 2016 yılları arasında yüzde 77 oranında arttı. Doğası gereği biraz daha yakıcı olan bir hedge fonu tüccarı, 2016'nın köpüklü borsasını *Titanik'*in batarken kalabalık güvertesine benzetti. Güverte kalabalıklaşmıyordu çünkü orası olmak için harika bir yerdi. Kalabalıklaşıyordu çünkü insanların gidecek daha iyi bir yeri yoktu.

Getiri arayışı parayı petrol endüstrisine itti.

Paranın 1. varlıklara ihtiyacı vardı ve Teksas ve Kuzey Dakota'da yeni geliştirilen petrol kaynaklarında yer altından fışkıran varlıklar vardı. Hidrolik çatlatma ya da fracking adı verilen yeni petrol sondaj teknolojisi, enerji sektörü için yepyeni bir çığır açmıştı. Hidrolik çatlatma hayallerini Wall Street'e sunan girişimcilerden yayılan iyimserliğin sınırı yoktu. Para, ucuz şirket borçları şeklinde fracking ülkesine aktı. Bir tahmine göre, petrol endüstrisinin borcu 2005 ile 2015 yılları arasında üç kat artarak 200 milyar dolara yükseldi. Sadece 2017 yılında hidrolik kırma endüstrisi 60 milyar dolar borçlandı.

Bu dönemin temasında, inceleme ve şüphecilik yetersizdi. Frackerlar, borçlanmaları için iyimserlik derecesine varan bir durum sundular.
yanılsama. Bu iyimserlik, her bir kuyunun ne kadar petrol üreteceği ve bunun da kredilerini ne kadar hızlı ödeyebileceklerini belirleyeceği üzerine

odaklanıyordu. *The Wall Street Journal* tarafından yapılan derinlemesine bir araştırmaya göre, 2014-2017 yılları arasında Teksas ve Kuzey Dakota'daki önde gelen hidrolik kırma şirketleri tarafından yapılan üretim tahminlerinin üçte ikisi yanlıştı ve sonuçta teslim edilenden daha fazla petrol vaat ediyordu. Tahminler, ortalama olarak, yaklaşık yüzde 10 fazla yüksekti.

Bunu anlamak için adli muhasebeci olmaya gerek yok. Hidrolik kırıcılar büyük ve aleni bir şekilde para kaybettiler. 2012 ortası ile 2017 ortası arasında, en büyük hidrolik kırma arama ve üretim şirketleri her çeyrekte 9 milyar dolar negatif nakit girişi sağladı. Ve yine de para onlara şirket tahvilleri ve kaldıraçlı krediler şeklinde verildi. Kurumsal önemsiz borçları bir araya getirip satan yeni tür iş geliştirme şirketlerinden biri olan Ares Capital, petrol kuşağındaki şirketler için kredi ayarladı. Bu borçlar, geleneksel bankaların kredi vermekten kaçındığı, mali durumları zayıf şirketlere verildi. Yaklaşık yüzde 10 ya da 11 faiz oranlarıyla milyonlarca dolar borç aldılar.

Wall Street yatırımcıları, yatırımcılar aptal olduğu için ya da gelecekteki üretim vaatlerine yürekten inandıkları için frackerlara para vermedi. Yatırım yaptılar çünkü Fed onları yatırım yapmaya teşvik ediyordu. Ülke genelinde binlerce kuyu açıldı.

Getiri arayışı, parayı ticari gayrimenkule yöneltti.

2013 yılında John Flynn adlı bir tahvil analisti, ipotekli borçların iflası dalgasına hazırlanıyordu. Bu kıyamet anını "Vade Duvarı" olarak adlandırdı. Bahsettiği duvar, 2006'daki emlak balonu sırasında uzatılan milyarlarca dolarlık ticari emlak tahvillerinin vadesinin dolacağı andı. Bu, ticari gayrimenkul sektörü için bir hesaplaşma anı olacak ve kredileri geri ödemenin gerçekçi bir yolu olmadığı halde alışveriş merkezleri, ofis parkları ve fabrikalar inşa etmek için borç alan sorumsuz geliştiriciler için kıyamet anlamına gelecekti. Bu borçlar paketlenmiş ve ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler ya da CMBS adı verilen bir şey olarak satılmıştı. Flynn kariyerinin büyük bölümünde CMBS'ler üzerinde çalışmıştı. Onları yarattı ve sattı.
Bir derecelendirme kuruluşu için bunları değerlendirdi ve sonunda yatırımcılara bunlar hakkında tavsiyelerde bulunmak için kendi şirketini kurdu. Bu yüzden Vade Duvarı'nı biliyordu. 2005 ve 2008 yılları arasında milyarlarca dolar değerinde CMBS'ler kesinlikle korkunç yüklenim standartlarıyla yaratılmıştı. Ev kredisi balonuna çok benziyordu ama henüz

patlamamıştı. Bu durum 2014 ile 2016 yılları arasında tahvillerin vadesi gelip geri ödenmesi ya da takas edilmesi gerektiğinde sürekli olarak yaşanacaktı.

Ama garip bir şey oldu: hiçbir şey. Duvar yoktu. Katliam olmadı. Sadece küçük bir avuç CMBS tahvili battı. Flynn kısa sürede yakalandı. "Piyasada bunu bekleyen tek kişi ben değildim, değil mi?" Flynn hatırlıyor. "Vade temerrütleri saldırısıyla başa çıkmak için kırk kişiyi işe alan dükkanlar biliyorum. Ama bu hiç olmadı."

Bu durum Flynn'i rahatsız ediyordu. CMBS piyasasındaki temel kredilerin çürük olduğunu biliyordu. Ve bu krediler sadece temerrüde düşmekle kalmıyor, kredi verenler *yeni* CMBS tahvillerini paketleyip satıyordu. Flynn, araştırma yapabileceği Minnesota'daki kardeşinin kulübesine gitti. Bir CMBS'nin içindeki kredileri tanımlayan çok yoğun CMBS prospektüslerini indirdi. Belirli bir ofis binasında kaç birimin kiralandığı da dahil olmak üzere borçlular hakkındaki çok ayrıntılı finansal bilgileri okudu. Tüm bu ayrıntılar bir araya getirildiğinde, altta yatan ticari gayrimenkulün pro1tabilitesini ölçüyordu.

Daha sonra Flynn, ticari mülkler için yıllar öncesine dayanan gerçek nakit girişlerini takip eden ayrı bir veri tabanına baktı. Bu verileri indirdi ve CMBS prospektüslerindeki bilgilerle karşılaştırdı. Bu veri setleri kullanıcı dostu olmanın tam tersiydi. Flynn, "Bu yüzden onu elde etmek için çok fazla beyin hasarı aldım," dedi. "Sürekli kesip yapıştırıyor, yeni Excel sayfalarına giriyor ve bunları ... prospektüs bilgileriyle birleştiriyordum." Sonunda, bankaların CMBS prospektüslerinde ilan ettikleri pro1tabilite ile ticari mülklerin gerçek pro1tabilitesini karşılaştıran bir veri tabanı oluşturmayı başardı.

"Çenem düştü," dedi. Rakamlar çarpıtılıyordu. Bankalar CMBS kredilerinde, Flynn'in bağımsız veri tabanlarından elde ettiği rakamlardan sürekli olarak daha yüksek oranlar bildiriyorlardı. Pro1t 1görüleri
CMBS tahviline bağlı olarak yüzde 30'a, hatta yüzde 65'e varan oranlarda değer kaybetmiştir. Flynn bu artış için dolandırıcılıktan başka bir açıklama bulamadı. Avukatlarla temasa geçti, aylarca verilerini geliştirdi ve ardından 2019 yılında Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na on dört büyük kredi vereni, kredileri gerçekte olduğundan daha sağlıklı göstermek için rakamları kasıtlı olarak değiştirmekle suçlayan bir ihbar davası açtı. Flynn'in bulguları daha sonra Teksas Üniversitesi'nden iki araştırmacı tarafından da desteklendi ve bu araştırmacılar 2013-2019 yılları arasında verilen toplam 650 milyar dolar değerindeki yaklaşık 40.000 ticari gayrimenkul kredisini inceledi. Bu

kredilerin neredeyse üçte birinde gelir rakamları yüzde 5 veya daha fazla artırılmıştı. Bu, ekonominin iyi gittiği zamanlarda bile gayrimenkullerin kredi verenin vaat ettiği kadar para kazanmadığı anlamına geliyordu. Ekonominin durması halinde bu mülkler krizden daha fazla etkilenecekti.

2018'de yaklaşık 76 milyar dolarlık CMBS tahvili ihraç edilirken, 2019'da 96,7 milyar dolar daha ihraç edildi. CMBS piyasasının 2020 yılına kadar yaklaşık 1,4 trilyon dolar değerinde olacağı tahmin edilmektedir.

Flynn haklıysa, bankalar CMBS prospektüslerinin içine gömdükleri gelir rakamlarını hileli bir şekilde artırıyorlardı. Ancak sorun bankaların dürüst olmayan davranışlarından daha büyüktü. Sorun, fracking tahvillerinde ve şirket borçlarında yaşananla aynı şeyi yansıtıyordu. Yatırımcılar getiri elde etmek için çaresizdi, bu yüzden soru sormak istemediler. Yatırımcılar bu kadar çaresizdi çünkü Fed onları çaresiz olmaya zorluyordu.

"Bu, faiz oranlarını düşürdüklerinde kendi kendini devam ettiren bir döngüdür, bu yüzden teminatlı bir senetten çok küçük bir getiri elde edersiniz ve yatırımcılar bunu yutmak zorunda kalır. Altında yatan detaylar ne olursa olsun, bunu yutmak zorundalar," diyor Flynn. "Ve aslında bakmamaya teşvik ediliyorlar. Çünkü altında ne olduğunu bilmek istemiyorlar."

Getiri arayışı, parayı gelişmekte olan ülkelerin borçlanmasına itti.

McKinsey Küresel Enstitüsü parasal genişlemenin yarattığı dolar akışını takip etmeye çalıştığında, bu dolarların milyarlarcasının Meksika, Polonya ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere gittiğini keşfetti. Bu ülkeler ABD'den daha büyük bir kredi riski olarak görüldüğü için daha yüksek faiz ödemek zorunda kaldılar.

borç verenleri çekmek için faiz oranları. Türkiye 2009-2012 yılları arasında tahvil ihraç ederek 2005-2008 yılları arasında borçlandığından altı kat daha fazla borçlandı. Bu ülkenin cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan, borç alınan parayı bir inşaat çılgınlığını finanse etmek için kullandı, gücünü sağlamlaştırdı ve ekonomik büyümeyi 2018'e kadar yıllık yüzde 7'ye çıkarmasına yardımcı oldu. Borç alınan parayla İstanbul'da eski alışveriş merkezlerinin yanına yeni alışveriş merkezleri inşa edildi. Yeni apartman daireleri, yeni bir köprü ve Sapphire adında yeni bir gökdelen inşa edildi. İnşaat müteahhitleri döviz cinsinden tahviller sayesinde yaklaşık 56 milyar dolar borçlandı.

Alışveriş merkezleri büyük ölçüde boş kalsa bile, yine de inşa edildiler. Borç alınan para istihdam yarattı. Ancak borçlanma, Türkiye gibi ülkeleri borç piyasalarındaki herhangi bir değişikliğe karşı son derece savunmasız bıraktı. Ben Bernanke 2013 yılında Fed'in parasal genişleme programını azaltabileceğini söylediğinde, piyasa hemen ayarlandı ve yatırımcılar daha riskli devlet borçlarını satmaya başladı. Takip eden üç ay içinde yaklaşık 4,2 milyar dolarlık Türk tahvili satıldı. Yaklaşık 2.4 milyar Aed Polonya. Yabancı yatırımcıların tahvillerini elden çıkarması, bu ülkelerin para birimlerinin değerinin düşmesine neden olarak bu ülkelere zarar verdi. Türkiye, Brezilya, Meksika ve Polonya'nın para birimlerinin değeri 2013'teki Taper Tantrum sırasında yaklaşık yüzde 4 ya da 5 oranında düşmüştür. Elbette para birimlerinin değeri pek çok farklı faktör tarafından etkilenmektedir (Türkiye ve Brezilya zaten bir miktar devalüasyonla karşı karşıyaydı), ancak Fed'in politikasıyla olan bağlantı açıktı. Fed rotayı tersine çevirip azaltıma gitmeyeceğini açıkladığında, lira ve peso gibi para birimlerinin değeri yüzde 2 oranında arttı. Gelişmekte olan dünyada tahvillere olan talep güçlendi ve borçlanma yeniden başladı.

Son olarak, dünya merkez bankaları getiri arayışını daha da ileri götürerek getiri kavramını tersine çevirdi.

Belki de ZIRP döneminde ortaya çıkan en garip yaratık negatif faizli tahvil olmuştur. Negatif *faiz oranı* terimi oksimoronik olmalıdır. Bu, bir yatırımcının borç verene borç verme onuru için para *ödemesi* anlamına gelir.

Negatif faizli borç verme deneyi finansal krizden sonra Avrupa'da başladı. Yaklaşık 1 yıl öncesine kadar dünyada neredeyse hiçbir borçlanma negatif faizli değildi.

2012. Ceza oranına sahip ilk tahviller acil durum önlemi olarak sunuldu. İsveç gibi ülkeler, her yıl sahip olmak için para ödenen tahvillerle piyasaya temkinli bir şekilde girdi. İsveç ilk başta fazla para talep etmedi. 2015 yılında İsveç merkez bankası Riksbank faiz oranını yüzde -0,1'e düşürdü. Almanya ve Danimarka gibi diğer ülkeler de Avrupa Merkez Bankası gibi aynı şeyi yaptı.

Fikir, negatif faizlerin niceliksel genişleme ile aynı etkiye sahip olacağı yönündeydi. Avrupa merkez bankaları, yatırımcıları riskli getirilere ulaşmaya teşvik etmek yerine, para biriktiren yatırımcıları finansal açıdan tam anlamıyla cezalandırdı. Negatif tahvillerin hızlı bir etki yaratması ve ortadan

kaybolması gerekiyordu. Ama sonra çok garip bir şey oldu. Yatırımcılar bu tahvilleri almak için sıraya girmeye başladı. 2016 yılına gelindiğinde bu tahviller tüm küresel borçların yüzde 29'unu oluşturuyordu. Yaklaşık 7 trilyon dolar değerinde tahvil negatif faiz taşıyordu.

Tahvil piyasası genellikle hisse senedi piyasalarının ağırbaşlı büyük kardeşi olarak kabul edilir. Ve 2016'da bu ayık yaşlı piyasa, işlerin normal olmadığını gösteren kırmızı uyarı ışıkları gönderiyordu. Tahvil yatırımcıları paraları için güvenli bir liman bulma konusunda o kadar çaresizdi ki, paralarını korumak için Almanya ve Danimarka gibi hükümetlere ücret ödemeye hazırdılar. *The New York Times* 2016 yılında negatif faizli tahvillerle ilgili bir haber yaptığında, Charles Schwab'da baş stratejist olan Kathy A. Jones ile bir röportaj yaptı. Jones gazeteye "Her şey altüst olmuş durumda" dedi. "Negatif faizi düşünmek bile zor. Tüm finansal sistemimiz tam tersine, pozitif faiz oranları üzerine kurulu. Bu akıl almaz bir durum."

Tom Hoenig vasiyetnameler, stres testleri ve sermaye rezervleri üzerine uzun tartışmalarla boğuşurken bunlar oluyordu. Hoenig'in FDIC genel merkezindeki ofisi büyüktü, seyrek bir şekilde dekore edilmişti ve öğleden sonra saatlerinde güneş ışığıyla yıkanıyordu. Çalışmalarını yürüttüğü büyük bir ahşap masa ve yanında ziyaretçileri kabul etmek için sandalyelerin bulunduğu geniş bir oturma alanı vardı. Ağustos 2016'da Hoenig düşünceli ve iyimser görünüyordu. Ancak Washington'da geçirdiği dört yıl boyunca elde ettiği başarıların sınırı konusunda da hiçbir yanılsaması yok gibiydi. Yaşanan onca sıkıntı ve reform girişiminden sonra, finansal sistem
büyük bir şoku absorbe edemeyecek kadar kırılgan ve bankalar hala batamayacak kadar büyüktü.

Fed finansal piyasaları yeniden şekillendirdiğine göre, desteğini nasıl geri çekebilirdi? Dünya, geri dönüşü acı verici olacak şekilde kendini yeniden düzenlemişti. Hoenig, "Bir düşünün" dedi. "Yedi yıl boyunca faiz oranlarını sıfırladınız. Şimdi, yedi yıl boyunca bir ekonomik sistemde ne olur? Tüm piyasa sistemi sıfır faiz oranı etrafında yeni bir denge geliştirir.

"Bütün bir ekonomik sistem. Sıfır oran etrafında. Sadece ABD'de değil, küresel olarak. Çok büyük. Şimdi, daha yüksek bir oranda *yeni* bir dengeye uyum sürecini düşünün. Bunun maliyetsiz olduğunu mu düşünüyorsunuz? Kimsenin dava açmayacağını mı düşünüyorsunuz? Kazananlar ve

kaybedenler olmayacağını mı düşünüyorsunuz? Asla olmaz. Ekonominizi ve ekonomik sisteminizi aldınız ve onu yapay olarak düşük bir sıfır oranına getirdiniz. Bu temelde yatırım yapan insanlar, bu temelde yatırım yapmayan insanlar, yeni faaliyetlerde spekülasyon yapan insanlar, bunun etrafında türevler üzerinde spekülasyon yapan insanlar oldu ve şimdi bunu geri mi ayarlayacaksınız?

"İyi şanslar. Maliyetsiz olmayacak."

I. Spesifik olmak gerekirse, bankaların, düzenleyicilerin deyimiyle, yeterli "sahiplik sermayesi fonuna" sahip olması gerekiyordu; bu, sahipler veya hissedarlar tarafından sağlanan, banka için kalıcı olan ve zararları karşılamak için kullanılabilen sermaye anlamına geliyordu. Krediler bu tür sermaye olarak sayılmaz çünkü kredilerin geri ödenmesi gerekir.

BÖLÜM 12

TAMAMEN NORMAL

(2014-2019)

Jay Powell'ın Fed başkanlığı kariyerinin büyük bölümünde, merkez bankası işleri yeniden normale döndürmek için çok çalışıyordu. Bu ePort, en azından 2010'un başlarından beri durup durup devam ediyordu. O dönemde FOMC üyeleri Fed'in olağanüstü müdahalelerinin geçici olacağına inanıyordu. Hatta ZIRP ve QE programlarını tersine çevirmek için bir terim bile uydurmuşlardı: "normalleşme". En azından Ocak 2010'a kadar Fed nasıl normalleşeceğini tartışıyordu. Sürecin 2015 yılına kadar tamamlanacağı, yani Fed'in niceliksel genişleme yoluyla satın aldığı varlıkları satmış olacağı ve bankacılık sistemindeki fazla nakit rezervlerinin neredeyse tamamını boşaltmış olacağı yönünde inandırıcı argümanlar ortaya atıldı. Bu hiçbir zaman gerçekleşmedi. Banka bunun yerine *normalin* tanımını yeniden düzenlemeye karar verdi.

Jay Powell bu tartışmaya Tom'a oldukça yakın bir pozisyondan girdi Hoenig'in. Her ikisi de Fed'in Amerika'da ekonomik büyümeyi sağlamak için son derece kusurlu bir motor olduğu fikrini dile getirdi. Hoenig'in eleştirileri

Fed'deki onlarca yıllık deneyiminden kaynaklanıyordu. Powell'ın eleştirileri ise özel sermaye alanında on yıllara dayanan deneyimine dayanıyordu ve QE'ye yönelik eleştirilerini hem spesifik hem de endişe verici hale getirmek için somut verilerden ve sektördeki bağlantılarıyla yaptığı görüşmelerden yararlandı. Her iki adam da Fed'in işgücü piyasasındaki nispeten küçük kazanımları kovalarken varlık balonlarını körüklediği konusunda uyarıda bulundu. Ancak Jay Powell ve Tom Hoenig arasındaki benzerlikler burada sona eriyordu. Powell, tüm eleştirilerine rağmen hiçbir zaman karşı oy kullanmadı.

Hoenig'in aksine Powell eleştirilerini yumuşatmaya başladı ve nihayetinde FOMC'nin kapalı toplantılarında bir zamanlar eleştirdiği politikaları benimsedi. Bu gerçekleştiğinde Powell'ın yıldızı yükselmeye başladı.

Powell'ın Fed içindeki artan nüfuzu, FOMC üyelerinin Ben Bernanke'nin başkan olarak son toplantısı için Washington, D.C.'de toplandığı 28 Ocak 2014'te açıkça ortaya çıktı. Bernanke bankadan iyi koşullarda ayrılıyordu. Görevi savaş zamanı hizmeti gibiydi ve en çok 2008'de yönettiği dramatik kurtarma paketleri ile tanınıyordu. Bernanke'nin son toplantısı başladığında, toplantı sürekli alkışlarla açıldı. Alkışlar Bernanke'nin başkan yardımcısı William Dudley'in "Bunu sadece birkaç saatliğine yapacağımızı düşünmüştük" demesiyle kesildi ve komiteden kahkahalar yükseldi.

Bunun ardından gelenler, tüm orkestrasyonlu şatafatıyla kraliyet törenine benzer bir şeydi. Fed Başkanı Jeremy Stein, ay sonunda Bernanke'nin ayrılmasından bir gün sonra Janet Yellen'i başkanlığa aday gösterdi. Bu sadece bir ritüeldi: ABD Senatosu ayın başında Yellen'ı bu görev için zaten onaylamıştı. Ancak resmi oylama Fed'in iç sürecinin bir parçasıydı.

Stein, "Janet Yellen'ı aday göstermek istiyorum," dedi.

Vali Daniel Tarullo, "Bir saniye var mı?" diye sordu.

Yellen'ın başkanlık rolünü resmileştiren Jay Powell oldu.

Powell, "Bu adaylığı destekliyorum," dedi. Yellen onaylandı.

Yellen'in Fed'in tepesindeki görev süresi pek çok açıdan dikkate değerdi. Bu görevi üstlenen ilk kadındı ve meslektaşlarından neredeyse evrensel bir saygı görüyordu. Zekası tartışılmazdı. Her toplantının başında Fed ekonomistleri tarafından aktarılan karmaşık bilgileri hızlı bir şekilde özümseme gibi taktiksel bir yeteneğin yanı sıra Fed hakkında derin bir bilgiye sahipti.

ABD Hazine Bakanlığı ve Beyaz Saray. Ancak Yellen'in görev süresine getirilen kısıtlamalar da dikkat çekiciydi. Fed'in başında sadece dört yıl görev yapacak ve bu sürenin büyük bir kısmını Bernanke döneminde savunduğu olağanüstü müdahaleleri gevşetmeye çalışarak geçirecekti.

Yellen'in görevdeki ilk yılında, FOMC temel bir soruyu tartışıyordu: Fed normalleşmeye çalışmalı mı? İşsizlik oranı düşüyordu. Ekonomi yavaş da olsa büyüyordu. Öyleyse neden sadece
sonsuza kadar para basmaya devam etmek? Hatta niceliksel gevşeme rejimini genişletip faiz oranlarını sonsuza kadar sıfırda tutma sözü neden verilmesin? Fed havadan para yaratabilirdi, bu da zararsız ve maliyetsiz görünüyordu.

Birçok ekonomistin Fed'in hiç normalleşmemesi gerektiğini savunurken öne sürdüğü büyük ve ikna edici bir neden vardı. Bu neden, gizemli ve neredeyse tamamen yok olan fiyat inAasyonuydu. Fed'in muhafazakâr eleştirmenleri sürekli olarak fiyat artışları konusunda uyarıda bulunuyorlardı ve bunun için iyi bir nedenleri vardı. İşler her zaman böyle yürümüştü. Daha fazla para basmak paranın değerini düşürüyor ve fiyatların yükselmesine neden oluyordu. Ancak ZIRP döneminin belirleyici özelliği inAasyon değildi. *Deflasyonun* şaşırtıcı ve korkutucu hayaletiydi. Deflasyon, fiyatların sürekli olarak düşmesi durumudur ve her ekonomi için can sıkıcı bir ölüm sarmalıdır. İnsanlar fiyatların düşeceğini bildiklerinde bir şey satın almazlar. Şirketler de iyi bir fiyat getirmeyeceğini bildikleri şeyleri üretmezler. DeAation'ın gölgesi artık her şeyin üzerindeydi. Fed dünyanın ekonomik küvetine daha fazla para akıtıyordu, ancak dipte kimsenin tam olarak anlayamadığı bir deAasyon deliği vardı ve bu da tüm bu paranın fiyatların yükselmesine neden olmadan akıp gitmesine neden oluyordu. Hiç kimse bu duruma Fed'den daha fazla şaşırmadı. Üç yıl boyunca Fed, enflasyonun ne kadar yüksek olacağına dair tahminlerini sürekli olarak aşmıştı.

Uzmanlar bu bilmeceyle boğuştu ve buna neyin sebep olabileceğini düşündü.

Hatta
2020, kimse gerçekten emin değildi. Prestijli Brookings Enstitüsü o yıl Janet Yellen ve diğer önde gelen ekonomistlerin katılımıyla konuyla ilgili bir günlük bir seminer düzenledi ve günün tartışmasının son kararı şu olabilirdi: *Kim bilir?* Küreselleşmenin muhtemelen bununla bir ilgisi vardı.

Daha az paraya çalışan, daha ucuz ürünler üreten ve daha fazla nakit tasarrufu sağlayan daha fazla işçi vardı. Fed'in kendi geçmiş başarıları da muhtemelen bir rol oynadı, çünkü gelecekteki enflasyon beklentilerini düşük tuttular, bu

da bankacıları bir şekilde sakinleştirdi ve bu da gerçekten de enflasyonu düşürdü. Fed'in bakış açısına göre bu konudaki önemli bir nokta, fiyat artışının olmamasının varlıklarda meydana gelen abartılı artışı gizlemesiydi. Fiyatlar yükselmediği sürece, Fed'in daha fazla para basarak agresif bir şekilde müdahale etmeye devam etme lisansı vardı, bu da varlık fiyatlarını daha da artırdı.

Jay Powell, 2014 yılında Fed'in eylemlerinin maliyetlerini vurgulamaya kararlıydı. FOMC içindeki herkes gibi o da Fed'in normalleşmesi için baskı yapıyordu. Haziran ayında FOMC üyeleri tartışmak üzere toplandığında, normalleşme için net bir durum ortaya koydu.

Powell sözlerine, "Neredeyse altı yıl süren son derece destekleyici politikanın ardından, riskler ortada ve artmaya devam ediyor," diyerek başladı. Büyük bankaların çöktüğü 2008'de olduğu gibi finansal bir "sistemin çekirdeğinde erime" konusunda endişeli olmadığını söyledi. Bankaların geçmişte olduğundan daha iyi sermayelendirildiğine ve düzenlendiğine inanıyordu. Onu daha çok endişelendiren şey, "piyasalardaki likidite uyumsuzluğu nedeniyle keskin bir düzeltme yaşanması ve bunun hala zayıf olan ekonominin ilerlemesine zarar vermesi ya da durdurması" ihtimaliydi. Birçok tüccar ve hedge fonun tonlarca borç kullanarak riskli pozisyonlar oluşturduğunu söylüyordu. Eğer piyasalar düşerse -çünkü göstermelik varlık fiyatları gerçek değerlerini yansıtmaya başlar- o zaman bu hedge fonlar borçlarını ödemek için ellerinde ne varsa satmaya başlayacaklardı. Ancak böyle bir senaryoda, pek çok insan pek bir şey satın almayacaktır. Ekonomistler buna "likidite uyuşmazlığı" diyebilir. Fed bir piyasa çöküşü için zemin hazırlıyordu ve bu olasılık ZIRP ve QE'nin her geçen ayında daha da artıyordu.

Eğer bu durum Fed'in geri adım atması için yeterli değilse, bir başka önemli neden daha vardı. Faiz oranlarını sıfırda tutarak ve bankacılık sistemini nakitle bu kadar dolu tutarak Fed, ekonomi resesyona girmeye başlarsa kendisine çok az manevra alanı bırakıyordu.

Konuşması açıklığıyla dikkat çekiciydi. Ancak başka bir nedenle daha dikkat çekiciydi. Powell'ın bir FOMC toplantısı sırasında yaptığı bu türden son konuşma olduğu anlaşılıyor. Bundan çok kısa bir süre sonra tavrının değiştiği görüldü.

Jay Powell, uyarısından yaklaşık yedi ay sonra Washington'daki Katolik Üniversitesi'nde merkez bankasını eleştirenleri yatıştırmayı amaçlayan bir konuşma yaptı. Konuşmayı yaptığı Şubat 2015'e gelindiğinde, muhafazakâr ve aşırı sağcı çevrelerde Fed'e karşı muhalefet giderek artıyordu. Bu harekete eski bir kongre üyesi ve başkan adayı olan Ron Paul gibi özgürlükçü liderler öncülük ediyordu. Paul, Fed'in denetlenmesi için bir hareket başlatarak, kamuoyunun
Merkez bankasını daha iyi inceleme ve yönetme şansı. Paul'ün takipçileri uzun süredir devam eden hiperenflasyon ve para biriminin değer kaybetmesi korkularıyla hareket ediyorlardı.

Powell, Fed'e yönelik giderek daha yüksek sesle dile getirilen eleştirilerin yanlış yönlendirildiğini söyledi. "Aslında, Fed'in eylemleri seçici, gerekli, uygun ve Fed'in ve diğer merkez bankalarının geleneksel rolüne çok uygundu" dedi. Diğer bir deyişle Fed'in davranışları tamamen normaldi.

Bu konuşma sırasında, Fed Başkanı olduğu günden bu yana içten içe uyarılarda bulunduğu politikaları savunmak için elinden geleni yaptı. Niceliksel genişleme gibi "geleneksel olmayan politikaların" Amerika'nın ekonomik büyümesinden büyük ölçüde sorumlu olduğunu ve bu programları eleştirenlerin yanıldığının kanıtlandığını söyledi. Powell, "Mayıs 2012'de Federal Rezerv Kurulu'na katıldıktan sonra ben de daha fazla varlık alımının etkinliği ve riskleri konusunda şüphelerimi dile getirdim," dedi. "Ama bırakalım veriler konuşsun: Şu ana kadar elde edilen kanıtlar, bu politikaların faydalarının önemli olduğunu ve risklerin gerçekleşmediğini gösteriyor."

Powell, Haziran ayında niceliksel genişlemenin risklerinin sadece gerçekleşmekle kalmayıp arttığı ve şirket temerrütlerine ve finansal piyasalarda çöküşe yol açabileceği konusunda uyarıda bulunduğundan bahsetmedi. FOMC'de daha önce kendisiyle birlikte tartışan meslektaşları tarafından da bu görüşünden döndüğü kaydedildi. Dallas Fed Başkanı Richard Fisher, "Bir değişim oldu ve bunun kayda değer olduğunu düşünüyorum" dedi. Fisher yıllardır QE ile ilgili endişelerini dile getiriyordu ve Powell'ın bu endişelere daha fazla ağırlık verilmesinde önemli bir rol oynadığına inanıyordu. Powell'ın ofisinin Yellen'ın ofisinin hemen alt katında olması önemliydi. Fisher, "O bir vali olduğu için önemliydi" dedi.

Fisher, Haziran ve Şubat ayları arasında Powell'ın QE veya ZIRP ile ilgili kararının tersine çevrilmesini haklı çıkaracak herhangi bir çalışma veya yeni veri setinden haberdar değildi. Fisher, "2015 yılında bu argümanın

gevşetilmesini gerektirecek ya da buna işaret edecek bir durum yoktu" dedi. Fisher'a göre bu daha ziyade Fed Başkanı olmanın getirdiği bir durumdu. Fisher, "Evrim, orada daha uzun süre bulunmaktan, çok akademik bir yanı ve önyargısı olan parlak bir kadroyla çevrili olmaktan kaynaklanmış olabilir," dedi. "Kapalı bir atmosferde yaşıyorsunuz. O koridordayken farklı bir ortam var. Daha uyumlu oluyorsunuz. Bunda kötü niyetli bir şey olduğunu düşünmüyorum. Sadece sosyal bir dinamik olduğunu düşünüyorum."

Kapalı kapılar ardında yapılan toplantılarda Powell parasal genişlemenin etkinliği konusunda şüphe uyandırmaya devam etti. Eylül 2015'teki FOMC toplantısında "Bence varlık alımlarına hiçbir zaman ikinci en iyi araçtan başka bir şey olarak bakmadık" dedi. "Sanırım en başından beri bu şekilde konuşuluyor; etkisi konusunda belirsiz, kötü etkisi konusunda belirsiz ve politik ekonomi özellikleri konusunda kesinlikle belirsiz" dedi. Ancak Powell'ın sadece 2015 sonuna kadar olan yorumlarına bakıldığında, argümanlarını yumuşattığı ve uyarılarını yaptığı görülüyor. Kullanılan dil daha az canlı ve "büyük ve dinamik" piyasa çöküşlerine daha az odaklanır hale geldi.

Powell'ın söylemi soğumaya başladıkça, Fed daha önce uyardığı riskleri ele alan somut adımlar atmaya başladı. Janet Yellen faiz oranlarını artırma ve parasal genişlemeyi durdurma planında ilerledi. Gerçek anlamda normalleşmek için bastırıyordu.

Aralık 2015'te Fed, dokuz yıl sonra ilk kez faiz oranlarını çok küçük bir oranda artırarak 0'dan yüzde 0,25 ile 0,5 aralığına yükseltti [.I] Sıfır sınırında yaşama dönemi nihayet sona ermiş gibi görünüyordu. Ancak hızlı bir şekilde sona ermiyordu. FOMC üyeleri faiz oranlarını yüzde 0'a kadar yükselteceklerine inanıyorlardı.
2016 yılı sonunda yüzde 1,375'e çıkarılmıştı, ancak bu oran sadece yüzde 0,5'e yükseltildi.

Fed parasal genişlemeye son verme konusunda biraz daha şanslıydı. Banka 2014 yılı sonunda tahvil alımını durdurmuştu. Ancak bazılarının umduğu gibi programı tersine çevirmeyi başaramadı. Wall Street'teki aracı kurumların kasalarında hala yaklaşık 2,4 trilyon dolar fazla banka rezervi bulunuyordu ve Fed'in elinde hala niceliksel genişleme yoluyla satın aldığı 4,5 trilyon dolarlık tahvil vardı. Wall Street'teki nakit okyanusu kalıcı bir

düşük faiz oranına benziyordu. Fed para arzını gerçekten sıkılaştırmak ve getiri arayışı baskısını azaltmak istiyorsa, bu parayı aşağı çekmeye başlaması gerekirdi.

Fed, görevin büyüklüğü nedeniyle kısmen yavaş normalleşiyordu. Fazla banka rezervleri 2008'de olduğundan yaklaşık yüzde 135.000 daha yüksekti. Fed'in bilançosu 4,5 trilyon dolar civarındaydı ve 2008'deki seviyesinin neredeyse 5 katıydı.
2007'de. Faiz oranları yaklaşık yedi yıl boyunca sıfıra sabitlenmişti. Bu değişiklikleri tersine çevirmeye çalışırken Fed'in yol gösterici ilkesi ihtiyat oldu.

Donald Trump'ın başkan seçildiği 2016 yılında Amerikan siyaset kurumu temkinli hareket etmiyordu. Bu, Yellen'in Fed'deki görev süresini sona erdirecek ani ve beklenmedik bir olaydı.

Trump'ın başlıca cazibelerinden biri, Amerika'nın 1scal politika kurumlarından geriye ne kaldıysa söküp atmak için özenle çalışacağıydı. EPA gibi düzenleyici kurumları lağvederken, ekonomi büyürken bile yıllık federal borç miktarını yılda 1 trilyon dolara çıkararak 1scal 1asco'ya dönüşecek bir vergi indirimini geçirmeye başladı.

Trump'ın çoğu devlet kurumuna karşı düşmanlığı şeffaftı. Ancak Federal Rezerv'e karşı tutumu daha az netti. 2016 kampanyası sırasında Trump, Fed'in normalleşme çabalarını destekleyecekmiş gibi görünen garip ve kışkırtıcı yorumlar yaptı. Hillary Clinton ile bir münazara sırasında, orta sınıfın zor durumda olduğuna dair bir yoruma non sequitur gibi görünen bir şeyle karşılık verdi. Federal Rezerv hakkında atıp tutmaya ve varlık balonlarından bahsetmeye başladı. "Bakın, Büyük Buhran'dan bu yana ekonomide en kötü canlanmayı yaşıyoruz. Ve inanın bana, şu anda bir balonun içindeyiz," dedi Trump. "İyi görünen tek şey borsa. Ama faiz oranlarını birazcık bile yükseltirseniz, o da çökecek. Büyük, şişman, çirkin bir balonun içindeyiz.... Ve politik şeyler yapan bir Fed'imiz var.... [Fed faiz oranlarını bu seviyede tutarak siyasi işler yapıyor. Faiz oranlarını yükselttiklerinde çok kötü şeylerin olduğunu göreceksiniz."

Bu yorum kampanya döneminde pek ilgi çekmedi ve Trump bir daha Fed'den nadiren bahsetti. Ancak başkan olduğunda, merkez bankası üzerindeki etkisini gösterme şansına sahip oldu. Janet Yellen'ın Fed Başkanı olarak görev süresi 2018'in başlarında sona erecekti. Yellen'in görev süresinin sonu yaklaşırken Trump, Fed başkanlığı için aralarında Yellen'in de

bulunduğu birkaç adayla görüştü. Yellen ile görüştükten sonra Trump etkilendiğini söyledi.

Jay Powell bu görev için pek de ön sıralarda sayılmazdı. Finans tüccarları ve banka analistleri bir sonraki Fed başkanı hakkında bahis oynadıklarında Powell
uzak bir ihtimal olarak görülüyordu. Ancak Trump'ın Hazine Bakanı Steven Mnuchin bu olasılıkları değiştirdi. Mnuchin yatırım bankacılığı ve hedge fon dünyasından geliyordu, bu da Powell'ın Carlyle Group'taki önceki kariyerini iyi anlamasını sağlayacaktı. Mnuchin Powell'ı doğrudan Trump'a tavsiye etti. Powell da görüşmeler sırasında Trump'ı etkiledi. Yönetim içinde Powell ve Yellen'in para politikası söz konusu olduğunda temelde aynı gündemi destekleyeceklerine dair bir görüş vardı. Dengeyi Powell'dan yana çeviren ise banka düzenlemelerine yaklaşımı oldu. Powell, Obama döneminde uygulanan bazı düzenlemeleri azaltmaya çalışan Trump yönetimine daha yakın görülüyordu. Trump aday olarak Powell'ı seçti. Senato Powell'ı hızla onayladı.

Powell'ın seçimi güvenli bir seçim ve süreklilik için bir oy olarak görüldü. Muhalif biri değildi. Hem Ben Bernanke hem de Janet Yellen tarafından ortaya konan yolu devam ettirecekti. Bu yol, bu durumda, devam eden normalleşme yolu olacaktı. Fed 2015 ve 2016'da yavaş ve duraksamalı bir başlangıç yapmıştı, ancak 2017'de banka gerçek anlamda ilerlemeye başladı.

Powell aynı zamanda bazı çevrelerde Donald Trump'ın önemli bir konuda müttefiki olarak görülüyordu: büyük bankalara getirilen düzenlemelerin kaldırılmasına yardımcı olmak. Dodd- Frank yasası bankacılık denetiminin FDIC ve Fed de dahil olmak üzere çok sayıda kurum arasında paylaştırılmasını sağlamıştı. Bu da merkez bankasına Wall Street'i yöneten kurallar üzerinde muazzam bir nüfuz sağladı. Powell'ın banka denetiminden sorumlu başkan yardımcısı, George H. W. Bush yönetimi sırasında Hazine'de Jay Powell için de çalışmış olan eski bir Carlyle Group çalışanı olan Randal Quarles idi. Quarles, Fed'in Eccles Binası'ndaki yönetim kurulu odasında banka lobicileriyle bir araya gelerek endişelerini dinledi. Fed, stres testlerine ilişkin kuralları yumuşattı ve Volcker kuralının banka müfettişlerine bankaların varlıklarını nasıl değerlendirdiklerini değerlendirmek için daha fazla güç verecek kısımlarını hafifletti.

O sırada Tom Hoenig tam tersi yönde ilerliyordu.

Trump'ın zaferinin bankacılık politikası ve Hoenig'in kariyer yörüngesi açısından ne anlama gelebileceği ilk başta belirsizdi. Trump kendisini işçi sınıfının kahramanı olarak göstermiş ve büyük bankaları eleştirmişti.
Trump'ın seçilmesinin üzerinden bir hafta geçmeden
Wall Street Journal, Tom Hoenig'in FDIC başkanlığına bile getirilebileceğine dair spekülasyonlar olduğunu bildiren kısa bir haber yayınladı. Ayrıca Hoenig'in, Randal Quarles'ın sonunda alacağı görev olan banka denetimini denetleyen başkan yardımcısı olarak Federal Rezerv yönetim kuruluna katılabileceği de tartışılıyordu.

2017'nin sonlarına doğru Trump yönetiminin Hoenig hakkında bir karar vermesi gerekiyordu. FDIC başkan yardımcılığı görevi sona ermek üzereydi. Hoenig Washington'da kalmaya istekli olduğunu, ancak bunu sadece FDIC'nin başkanı ya da Fed'in düzenleyici şefi olarak yapabileceğini söyledi. Hoenig, "Perde arkasında, bu iki pozisyondan herhangi biri için bir süre daha kalmaya istekli olduğumu, ancak sadece orada oturmak istemediğimi açıkça belirttim" dedi. Washington'daki geleceği konusunda iyimser değildi. Geldiğinden beri büyük bankalarla ters düşüyordu ve bu kadar çok 1ght'ın terfi şansını azalttığını biliyordu. Hatta bu konuda uyarılmıştı bile. Hoenig daha sonra şöyle hatırlıyor: "Bana dolaylı olarak, yapmak isteyebileceğim diğer şeyleri yapmak için gerçekten bir fırsatım olmasını bekliyorsam bunu azaltmam önerildi." "Ben bunu görmezden geldim. Çünkü görüşlerimi değiştirmek gibi bir niyetim yoktu. Eğer gereken buysa, buna ihtiyacım yok."

Hoenig, Ocak 2018'de Trump yönetiminden cevabını aldı. Bu cevap, Hoenig'in daha sonra adını hatırlayamadığı bir personelden gelen bir telefonla geldi. Görevli, sıkı çalışması için kendisine teşekkür etti. Hoenig'e ayrıca FDIC'de kalmak istese bile artık böyle bir seçeneğinin olmadığı bilgisi verildi. Beyaz Saray, Hoenig'in yerine Jelena McWilliams adında kıdemli bir bankacılık avukatını aday göstermişti. McWilliams FDIC'nin başkanı olacaktı.

Nisan 2018'de Hoenig FDIC'den ayrıldı ve Kansas City'ye döndü. Hoenig'in ayrılışının büyük bankaların servetleri için ne anlama geleceği konusunda hiç şüphe yoktu. Bloomberg News haberi "Wall Street'in En Sevilmeyen Düzenleyicisi İşi Bırakıyor" başlığıyla duyurdu.

Fed Başkanı olmak Jay Powell'a önemli bir fırsat sundu. Yıllardır Fed'in operasyonlarını normalleştirmesi ve varlık balonlarının aşağı yönlü risklerini sınırlandırması için baskı yapıyordu. Şimdi ePort'a liderlik etme şansına sahipti. Fed'in bir dönemini sona erdiren modern zamanların Paul Volcker'ı gibi bir şey olabilirdi.

Wall Street'te dalgalanmaya neden olsa bile Fed tarihi ve bir başkası başladı. Süreç zaten devam ediyordu. Fed 2017 yılında faiz oranlarını üç kez artırarak hedef oranını yüzde 1,5'e çıkarmıştı. Belki daha da önemlisi, Fed Ekim ayında daha önce satın aldığı tahvilleri satarak parasal genişlemeyi tersine çevirmeye başladı. Fed, 2018 ve sonrasında normalleşmeyi istikrarlı bir şekilde sürdürerek bilançosunun büyüklüğünü 4,5 trilyon dolardan 3 trilyon ila 1,5 trilyon dolar arasında bir yere çekeceğini vaat etti.

Bu ePort'un zorluğu Jay Powell göreve gelir gelmez ortaya çıktı. Fed henüz normalleşmeye başlamıştı ama finansal sistem çoktan çökmeye başlamıştı.

Jay Powell, 5 Şubat 2018 Pazartesi günü Fed Başkanı olarak görevindeki ilk gününe merhaba dedi. Borsa düşüşe geçti. Dow Jones Endüstriyel Ortalaması 1,175 puan düşerek tarihteki en büyük tek günlük düşüşünü yaşadı. Sadece birkaç gün önce, ortalama 666 puan düşerek 2008'den bu yana en büyük tek günlük düşüşü yaşamıştı.

Piyasa çalkantısı bir yan gösteri değildi. Doğrudan Fed'e bağlıydı. Merkez bankası operasyonlarını normalleştirirken, küresel ekonomik düzeni yeniden düzenlemekten başka bir şey yapmıyordu, çünkü artık onun merkezindeydi. Bu gerçeklik, yatırım devi PIMCO'nun CEO'su olan inisiyatif sahibi yatırımcı Mohamed A. El-Erian tarafından 2016 yılında yayınlanan *The Only Game* in *Town* adlı kitapta anlatıldı. El-Erian şehirdeki tek oyundan bahsederken, dünya merkez bankalarından söz ediyordu. Demokratik kurumlar dünya çapında giderek daha fazla işlevsizliğe saplanırken ekonomik kalkınmanın çıpası haline gelmişlerdi. Bu düzenlemedeki sorun, merkez bankalarının bu iş için inşa edilmemiş olmalarıydı. Tek yapabildikleri daha fazla para yaratmaktı. "Her nasılsa, dünya artık bir dizi kuruma bağlıydı -merkez bankaları- ellerindeki görev göz önüne alındığında ellerindeki en dar araç setlerinden biriyle," diye yazdı El-Erian. "Ve böyle bir politika ne kadar uzun süre yürürlükte kalırsa, maliyet ve risklerin faydalardan daha ağır basmaya başlama olasılığı da o kadar artacaktır."

Fed harekete geçtiğinde, eylemleri her şeyi etkiledi. 2018'deki piyasa çalkantısının birçok yüzü vardı ve birçok yerden ortaya çıktı. Ancak bunu yönlendiren tek ve önemli bir güç vardı. Bir dizi ilgisiz gibi görünen
Piyasa panikleri aslında akıllı yatırımcıların Fed'in yaptıklarına rasyonel bir şekilde tepki vermesinin sonucuydu. Bu yatırımcılar Jay Powell'ı dinledi ve onu ciddiye aldı. ZIRP dönemi yavaş yavaş da olsa sona eriyordu. Büyük paranın bu yeni gerçekliğe uyum sağlamak için farklı yönlere hareket etmesi gerekiyordu.

Powell'ın bu konudaki liderliği en başından beri istikrarlıydı. Powell göreve geldiğinde FOMC faiz oranlarını öngörülebilir bir takvimde ve düzenli aralıklarla artırdı. Banka her ay milyarlarca dolarlık tahvil satarak Wall Street'teki fazla nakdi geri çekti ve getiri arayışı için yarattığı çok yüksek baskıyı hafifletti. Powell bunu yapmasının nedeninin ekonominin temelindeki güç olduğunu söyledi. Fed Başkanı olarak yaptığı ilk konuşmada, işsizlik oranının yüzde 4,1'e ulaştığını, bu oranın daha önce anormal kabul edilecek kadar düşük bir seviye olduğunu ve fiyat artışının neredeyse kesin bir habercisi olduğunu belirtti. Amerika Birleşik Devletleri doksan ay üst üste istihdam yaratmıştı. İşsizlik oranı 2000 yılından bu yana, yani dot-com balonunun zirveye ulaştığı dönemden bu yana en düşük seviyedeydi. Fed şimdi normalleşemiyorsa, ne zaman normalleşebilirdi ki?

Haziran ayında Fed faiz oranlarını tekrar artırarak yüzde 1,75 ile yüzde 2 aralığına yükseltti. Bu, kısa vadeli faizlerin son on yılda ulaştığı en yüksek seviyeydi, ancak yine de önümüzdeki uzun yolda erken bir dönüm noktasıydı. Eğer Fed gelecekte bir krizi önleme zamanı geldiğinde faizleri düşürmek için önemli bir güce sahip olmak istiyorsa bankanın faizleri yüzde 3 veya 4'e çekmesi gerekiyordu.

Normalleşme devam ettikçe piyasa oynaklığının artacağına şüphe yoktu. Ancak Powell, Washington'da işler zorlaştığında elini sağlam tutmasına yardımcı olacak ilişkiler kurmaya özen gösterdi. Powell görevdeki ilk sekiz ayında Capitol Hill'de kırk altı milletvekiliyle görüştü ve zamanını neredeyse eşit bir şekilde Cumhuriyetçiler ve Demokratlar arasında paylaştırdı. Buna karşılık Janet Yellen, görev süresinin aynı döneminde sadece on üç milletvekilini ziyaret etmişti. Powell, Fed'in siyasi tartışmaların içine çekilmesi durumunda kendisine destek sağlayacak bağlantılar kurdu.

Powell destek buldukça, FOMC'nin düzenli aralıklarla faiz artırmaya devam etmesiyle normalleşme çabalarını sürdürdü. Fed, her ay yaklaşık 50

milyar dolarlık tahvil satarak QE'yi tersine çevirmeye devam ediyordu. Bir süre boyunca
Powell, Eylül 2018'in sonlarında düzenlediği basın toplantısında Fed'in sıkılaştırmaya devam edeceğinin sinyalini verdi: "Bu oranlar düşük kalmaya devam edecek" dedi. "Bu kademeli normale dönüş, tüm
Amerikalıların uzun vadeli faydası için bu güçlü ekonominin sürdürülmesine yardımcı oluyor."

Ekim ayında Powell bu noktayı bir kez daha sert bir şekilde vurguladı. Halka açık bir ekonomi forumunda, faiz oranlarının nötr seviyeden "çok uzakta" olduğunu, yani ekonomik büyümeye ne yardımcı oldukları ne de zarar verdikleri seviyenin hala çok altında olduklarını söyledi. Bunun anlamı, daha pek çok faiz artırımının yapılacağıdır.

Bunun ardından piyasalar keskin bir düşüş yaşadı ve Dow sadece iki gün içinde yüzde 5 değer kaybetti. En kötü etkilenen hisse senetleri arasında bankalar ve enerji şirketleri vardı.

Powell Washington'da sessizce siyasi ittifaklar kurmuş olabilir, ancak yönetemediği bir ilişki vardı: Donald Trump ile olan ilişkisi. Başkan, tipik Trumpvari bir şekilde, konuya geniş çapta dikkat çekerek ve ardından insanların tam olarak yanlış şey hakkında tartışmasını sağlayarak parasal çiftlere girmeye başladı. Bu örnekte Trump, Jay Powell'a faiz oranlarını düşürmesi için alenen baskı yapmaya başladı. Bu durum, bankanın bağımsız ve siyasi baskıdan uzak olması gerektiğine inanan Fed takipçilerini öfkelendirdi. Powell birdenbire ünlü oldu, ancak sadece Trump'ın kamuoyu önündeki öfke nöbetlerine karşı bir folyo olarak ünlendi. Powell, Trump'ın karalamaya ya da yok etmeye çalıştığı kurumları temsil eden bir başka Washington figürü haline geldi. Normalleşme ihtiyacı, normalleşmenin maliyeti ve normalleşmenin karmaşık yan etkileri gibi daha büyük meselelerin hepsi izleyicilerin görüş alanının gölgeli kenarına düştü. Trump para politikasını bir sirke dönüştürdü ve kendisi de ringin merkezindeydi.

Trump, Powell hakkındaki şikayetlerini televizyon kameraları önünde ve Twitter'da dile getirdi. Temel şikayeti, diğer ülkeler faiz oranlarını düşük tutarken Powell'ın faiz oranlarını yükseltmesiydi. Trump bir zamanlar Fed'in varlık balonlarını körüklediğinden şikayet etmişti. Şimdi ise faizlerin sıfıra yakın kalması ve Fed'in her ay 50 milyar dolarlık tahvil satışını durdurması gerektiğini savundu. Trump Aralık ayında Twitter'da "50 B'yi durdurun" diye

ilan etti. "Piyasayı hissedin, sadece anlamsız rakamlara göre hareket etmeyin. İyi şanslar!"

Trump ve Powell arasındaki kamuoyu önünde yaşanan anlaşmazlık, küresel finans sisteminin yavaş ve kaotik bir şekilde çözülmesini gölgelemeye yardımcı oldu. 2018'in sonunda normalleşmenin gerçekliği kendini ifade etmeye başlamıştı.

Fed'in eylemleri ile piyasadaki dalgalanma arasındaki doğrudan ilişki kısmen gizlendi, çünkü olan biteni açıklamak için her zaman kısa vadeli bir açıklama, günün yeni bir manşeti vardı.

Örneğin teknoloji hisselerinin değeri düşmeye başladığında, manşetlerde Facebook ve Google gibi tekelci teknoloji şirketlerine yönelik artan siyasi denetimden bahsediliyordu. Manşetler doğruydu; gerçekten de teknoloji şirketlerini düzenlemeye yönelik giderek güçlenen bir hareket vardı. Ancak borsadaki düşüşün arkasındaki daha büyük bir güç Fed'in normalleşmesiydi. Fed, yatırımcılara paralarını hisse senetlerine yatırmaları için yaptığı baskıyı azalttığında, yatırımcılar ilk olarak paralarını en aşırı değerlenmiş hisse senetlerinden çektiler. Bunlar arasında ZIRP yıllarında yatırımcıların büyük ilgisini çeken teknoloji hisseleri de vardı.

Küresel ekonomi yavaşlamaya başladığında, manşetler Başkan Trump'ın Çin'e karşı başlattığı ticaret savaşı ve gümrük vergilerinin etkilerini anlatıyordu. Bu başlıklar da doğruydu. Trump'ın eylemleri öngörülemez ve yıkıcıydı, küresel ticareti yavaşlattı ve yatırımcıların tedarik zincirlerini yeniden gözden geçirmelerine ve hatta yeniden düzenlemelerine neden oldu. Ancak bir kez daha, daha büyük güç Fed'in normalleşmesiydi ve bu diğer merkez bankalarının benzer eylemleriyle aynı zamana denk geldi. Aralık 2018'de Avrupa Merkez Bankası Fed'in izinden giderek kendi niceliksel genişleme versiyonunu sona erdirdi. Sıkılaşan finansal koşullar, küresel borç piyasalarında oluşan çürümeyi açığa çıkardı. Çin özellikle öğretici bir örnek oldu. Bir borç krizinden ve hükümetinin ve merkez bankasının yıllar içinde yaratılmasına yardımcı olduğu bir varlık balonu dalgasından muzdaripti. Fed'in 2018 tarihli bir raporu durumu özlü bir şekilde ortaya koyuyordu: "Çin'de ekonomik büyümenin hızı son zamanlarda yavaşlıyor ve yıllarca süren hızlı kredi genişlemesi, kredi verenleri bir yavaşlama durumunda daha savunmasız bıraktı." Çin'de özel sektörün borcu 2008'den bu yana neredeyse

iki katına çıkmış ve Çin'in yıllık ekonomik üretiminin iki katından fazla bir seviyeye ulaşmıştır. Bu muazzam borç seviyesi "olumsuz dinamikleri tetikleyebilir," zira borçlular

ekonomik yavaşlama durumunda geri ödeme yapamayacak duruma geldiler. Ticaret savaşı, Çin'de ucuz para ve yüksek varlık fiyatlarıyla ilgili daha derin bir sorunu gölgede bıraktı.

Aralık ayı çok önemli bir aydı. Her şeyi etkiliyor gibi görünmesi bakımından korkutucu olan geniş çaplı bir küresel gerileme yaşandı. Genellikle farklı varlıkların ve farklı emtiaların piyasaları farklı yönlerde hareket eder. Örneğin hisse senedi fiyatları düştüğünde, yatırımcılar güvenli bir liman arayışına girdiklerinden altın fiyatları yükselir. Aralık ayında bu gerçekleşmedi. Bunun yerine, düşüş Wall Street yatırımcılarını şok edecek şekilde varlık sınıfları arasında geniş ölçüde senkronize oldu. Hisse senetleri yılı yaklaşık yüzde 6 düşüşle kapattı. Yüksek kaliteli şirket tahvilleri bile yüzde 6 düşüşle kapandı. Ham petrol fiyatları ve diğer emtialar yaklaşık yüzde 15 düştü. Bu, riskten küresel bir geri çekilmenin ve ZIRP sonrası ekonomik sistemin yeniden şekillenmesinin başlangıcıydı. İstikrarsızlık bu şekilde devam ederse, küresel bankacılık sistemini tehdit edebilir, küresel ekonomik yavaşlamayı yoğunlaştırabilir ve hatta işsizlik oranının hızla artmasına neden olabilecek başka bir 1nansal krize yol açabilir.

Jay Powell, Aralık ayı ortasında bu riskler karşısında 1rm durma kararı aldı. Normalleşme devam edecekti. Powell 19 Aralık'ta düzenlediği basın toplantısında Fed'in "otomatik pilotta" tahvil satarak niceliksel gevşeme sürecini tersine çevirmeye devam edeceğini söyledi. Fed'in piyasadaki çalkantılardan yılmayacağını söylüyordu. Finansal yatırımcılar Powell'ın sözüne inandılar ve rasyonel bir tepki verdiler. Riskli varlıklarını elden çıkarmaya başladılar.

Normalde sakin bir işlem günü olan Noel arifesinde Dow Jones ortalaması 653 puan, yani yaklaşık yüzde 3 düştü. Bu durum Wall Street tipleri için panik kokuyordu. Dow, Ekim ayından bu yana yaklaşık yüzde 19 düşmüştü; bu da resmi bir "ayı" piyasasına, yani genellikle bir resesyonun habercisi olan bir gerilemeye sadece yüzde 1 puan kalmıştı. Ekonomide korkunç bir tersine dönüş yaşanmak üzereydi.

Bu ekonomik zorbanın tam şekli ve kapsamı ortaya çıktığında, Jay Powell'ın tamamen teslim olması sadece birkaç hafta sürecekti.

---

25 Ocak 2019 tarihinde *The Wall Street Journal*'a bir haber sızdırıldı.

Haberde Fed'in parasal genişlemeyi tersine çevirmesinin sanıldığı kadar "otomatik" olmayabileceği ortaya çıktı.

Jay Powell daha önce söylemişti. Haberde, ismi açıklanmayan üst düzey Fed yetkililerinin, Fed'in bilançosunda başlangıçta beklediğinden daha fazla para tutacağına karar vermeye yakın olduğu belirtildi. Haber üzerine piyasalar yükseldi.

O ayki FOMC toplantısının ardından Powell bir basın toplantısı düzenledi. Yorumlarına bir dizi teknik nokta ve veri ile başladı, ancak ana mesajı gizlemedi. Normalleşme ePectively sona ermişti. Tahvil satışları sona ermişti. Faiz oranı artışları sona ermişti. Sıkılaştırma sona ermişti. Powell, "Faiz oranlarını artırma durumu biraz zayıfladı" dedi.

Powell'ın kullandığı dil renksizdi ama Wall Street'teki yatırımcılar onun mesajını net bir şekilde duydular: Powell'ın dönüşü tam anlamıyla gerçekleşmişti. Bu an yatırım dünyasında bir terim yarattı: Powell Pivotu. Bu ifade, Wall Street'in Fed'in sağlayacağını varsaydığı güvenlik ağını tanımlamanın başka bir yoluydu. Buna "put" diyorlardı, yani bir hisse senedinin çok düşmesi halinde daha düşük bir fiyattan satın alınmasını öngören bir sözleşme. Önce Greenspan Satışı vardı. Sonra Bernanke Satışı. Sonra Yellen Satışı. Şimdi de Powell Put. Fed'in varlık fiyatlarında Aoor yaratacağını ima eden Fed Put fiili bir politika haline gelmişti.

Bu açıklamadan günler sonra, 3 Şubat'a gelindiğinde, hisse senetleri ve tahvillerin değerleri nadiren görülebilecek bir şekilde artmaya başladı.

Ancak kısa süre sonra normalleşmeyi durdurmanın yeterli olmayacağı anlaşıldı. Dünya ekonomisi, duvarlarının arkasında için için yanan kötü kablo tesisatı olan büyük bir bina gibiydi. Bazı odalar dumanlıydı, bazı odalar sadece pusluydu ve açık Aames her an patlak verebilirmiş gibi görünüyordu.

DeAasyon temel bir sorundu. Almanya ve Çin'de talep zayıftı ve sanayi üretimi yavaşlıyordu. Avrupa Birliği genelinde fiyatlar inatla düşük seyrediyordu. Mart ayında Fed, faiz oranlarını sabit tutacağını açıkladı ve Powell, şaşırtıcı inAasyon eksikliğinin büyük bir neden olduğunu kabul etti. "Simetrik bir şekilde yüzde iki görevimizi ikna edici bir şekilde yerine getirdiğimizi düşünmüyorum" dedi. "Enflasyon üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmak çağımızın en büyük zorluklarından biri."

Mart ayına gelindiğinde, bankaların hisse senetleri finansal sistemle ilgili endişeler nedeniyle düşüyor ve küresel durgunluk hayaletleri daha belirgin hale geliyordu. Piyasalar o ay, kısa vadeli tahvillerin faiz oranlarının uzun vadeli tahvillerin faiz oranlarından daha yüksek olmasıyla özellikle sert bir uyarı gönderdi

tahviller. "Ters getiri eğrisi" olarak adlandırılan bu durum, yaklaşmakta olan bir ekonomik gerilemeye işaret etmektedir. Temmuz ayında Avrupa Merkez Bankası, büyük ölçüde enflasyonun endişe verici derecede düşük kalması nedeniyle faiz oranlarını düşüreceğini açıkladı. Başkan Trump bu gelişme üzerine öfke dolu bir tweet attı. Trump, faiz indirimi ve teşvik konusunda ECB'nin değil Fed'in öncülük etmesi gerektiğine inanıyordu.

Temmuz ayında Powell, Federal Rezerv'i olağanüstü bir şeye yönlendirdi. Banka, ekonomi büyümesine rağmen faiz oranlarını düşürecekti. İşsizlik oranı yüzde 3,7 ile son kırk yılın en düşük seviyesindeydi ve ücretler artıyordu. Bu, Fed'in normalde faiz oranlarını yüksek tuttuğu ve ABD ekonomisinin yavaşlamaya başlaması halinde faiz oranlarını düşürme yetkisi verdiği bir ekonomik döngü noktasıydı. Faiz indirimleri bir sigorta poliçesi olarak tanımlanıyordu. Wall Street'teki tüccarlar bu sigorta poliçesinin sadece bir başlangıç olduğundan şüphelendiler. Vadeli işlem piyasaları yıl sonuna kadar üç faiz indirimi daha olacağını fiyatladı. Avrupa'dan Çin'e ve Rusya'ya kadar dünyanın dört bir yanındaki merkez bankaları yeniden gevşemeye başladı. Şehirdeki tek oyun onlardı ve Ağustos ayına gelindiğinde bankalar küresel bir gerileme ile mücadele ediyordu.

Powell durum üzerinde kontrol sahibi olduğunu hissettiyse de bu his 17 Eylül 2019 Salı sabahı yok oldu. FOMC üyeleri o gün düzenli olarak planlanan toplantıları için Washington'da bir araya geldi. Ancak toplantı, New York Fed'deki işlem masalarından gelen acil raporların gölgesinde kaldı. Gecelik krediler için belirsiz ama hayati öneme sahip bir piyasa ele geçirilmişti. Sorun giderek kötüleşiyordu. Müdahale edilmezse, belki de 2008'dekinden daha kötü bir finansal krize yol açabilirdi. Wall Street dışında çok az insan neler olup bittiğini biliyordu.

Ekonomi önümüzdeki yıllarda olabileceği kadar güçlüydü. Ancak finansal sistem o kadar kırılgandı ki çökmek üzereydi.

I. FOMC, Haziran 2006'dan bu yana faiz artırmamış ve 2008'in sonlarından bu yana önceki yedi yıl boyunca faizleri sıfır sınırının üzerine çıkarmamıştı.

BÖLÜM 3

BIRAKIN VARLIKLARINI YESINLER

BÖLÜM 13

GÖRÜNMEZ KURTARMA PAKETI

(2019-2020)

13 Eylül 2019 Cuma sabahı saat 9:05'te, bir grup finans tüccarı ve analisti New York Federal Rezerv Bankası'ndaki günlük olağan toplantıları için bir araya geldi. Bu tüccarların hafta içi her gün, New York Fed'in tüm ticaret alanını denetleyen patronları Lorie Logan'a açıklayabilmeleri için küresel piyasalarda neler olup bittiğini çok iyi kavramaları bekleniyordu. Logan, omuz hizasında kesilmiş koyu renk saçları olan minyon bir kadındı. Yüz hatları keskindi ve kullandığı dil, seçkin bir bürokratın keskin temposuna sahipti. Ekonomi değil, kamu yönetimi alanında yüksek lisans yapmıştı, ancak 1990'ların sonunda bankaya katıldığından beri Fed'in finansal tesisat sistemi hakkında keskin ve son derece ayrıntılı bir görüş geliştirmişti. Eylül ayının o Cuma günü Logan'ın aklı yaklaşan bir seyahatteydi. FOMC'nin bir sonraki Salı günü başlayacak olan düzenli toplantısı için yakında Washington'a gidecekti. Logan ve ekibi, komiteye yapacakları sunumları tamamlamak üzere Pazartesi günü Eccles Binası'na yerleşecekti. Genellikle Logan'ın dikkatinin çoğunu bu iş kaplardı. Ancak New York'taki son gününde analistler sabah toplantısı sırasında bir uyarıda bulundular. Piyasada rahatsız edici işaretler tespit ediyorlardı. Ve Logan'ın yola çıkacağı Pazartesi günü işlerin daha da kötüye gidebileceğine inanıyorlardı.

New York Fed'in konferans salonu ana ticaret salonunun hemen dışında yer alıyordu ve toplantılar sırasında insanların sessizce girip çıkabilmeleri için kapıları açıktı. Odada büyük bir masa ve yanında bir kanepe bulunuyordu.

Çalışanların dizüstü bilgisayarlarını açıp oturmaları ve not almaları için bir duvar. Bir duvarda bir dizi büyük dijital monitör asılıydı ve bunlardan biri Chicago'da, önemli Chicago Ticaret Borsası yakınlarındaki bir Fed uydu ofisinde, ürkütücü bir şekilde aynı odadan canlı video akışı sağlıyordu.

O sabah herkes yerleştikten sonra New Yorklu tüccarlar kendilerini endişelendiren şeyin ne olduğunu anlattılar. Basitçe "para piyasaları" olarak adlandırdıkları muazzam küresel ABD doları piyasasını izliyorlardı. Para piyasaları, dünya çapında dolaşımda olan gerçek, gerçek nakit paranın Aow'unu takip ediyordu. Bankaların defterlerini düzgün tutmak için kullandıkları gecelik krediler ve hedge fonların bahislerini finanse etmek için her gün ödünç aldıkları milyarlarca dolar da dahil olmak üzere bu piyasanın pek çok parçası vardı. New York Fed küresel para piyasalarına kafayı takmıştı. Fed'in birincil görevi paranın fiyatını kontrol etmekti ve bu fiyat bankalar ve hedge fonlar tarafından ödenen kısa vadeli faiz oranlarıyla ifade ediliyordu. Fed'in tüccarları ufukta bir nakit sıkışıklığı olabileceğinden endişe ediyorlardı. Dünyanın nakde boğulduğu doğruydu, belki de tarihin herhangi bir noktasında var olandan daha fazla nakit vardı. Ancak tüccarlar kısa vadeli faiz oranlarının yükseldiğini gösteren piyasa sinyalleri görüyorlardı ve bu yükseliş belki de keskin bir şekilde devam edebilirdi. Bu durum Lorie Logan'ın tüm dikkatini çekti. Öncelikli görevi, faiz oranlarının FOMC tarafından belirlenen dar bandın ötesinde yükselmemesini veya düşmemesini sağlamaktı. Ekibine piyasayı daha yakından takip etmeleri talimatını verdi; bu da finansal işlemcileri aramaya başlayacakları ve paranın kısa vadeli fiyatını yansıtan belirli sözleşmeleri daha yakından izleyecekleri anlamına geliyordu.

Bu durumdan doğrudan Fed'in kendisi sorumluydu. Finansal piyasalar üzerindeki baskı, Jay Powell tarafından denetlenen normalleşme sürecinin doğrudan bir sonucu olarak gerçekleşiyordu. Normalleşme otomatik pilota alınmış ve esasen durdurulmuştu, ancak FOMC yine de Bernanke döneminin bazı olağanüstü müdahalelerini geri çekmişti. Fed parasal genişlemeyi tersine çevirdiğinde, bankacılık sisteminden 1 trilyon dolardan fazla fazla nakit çekmiş oldu. Fazla banka rezervleri - yani bankaların Fed'deki kasalarda tuttukları nakit seviyesi - 2014'te yaklaşık 2,7 trilyon dolar iken Eylül 2019'da yaklaşık 1,3 trilyon dolara çekilmişti. Bu hala yaklaşık yüzde 76,000'di
2008'de var olandan daha fazla fazla banka rezervi. Ancak bu azalma önemliydi.

Logan'ın ekibine göre sorun, 1,3 trilyon dolarlık fazla rezervin bile bankacılık sistemini çalışır durumda tutmak için yeterli olmayabileceğiydi.

Logan'ın ekibine göre uyarı işaretleri, son derece önemli olan nakit "repo" piyasasından geliyordu. Repo piyasası finans dünyasının temelinin bir parçasıydı ve süper güvenli bir borç verme şekli olması gerekiyordu. Bir repo kredisi kısa vadeliydi, belki bir gece kadar kısa. Her zaman aynı şekilde çalışırdı: Borçlu, nakit karşılığında Hazine bonolarını teslim ederdi. Sonra, ertesi gün ya da bir sonraki hafta, borçlu Hazine bonoları karşılığında nakit parayı geri verir ve işlem için çok küçük bir ücret öderdi. Repo kredisinin bütün amacı, ihtiyaç duyduğunuzda ultra güvenli Hazine bonoları karşılığında nakit alabilmekti. Bu Wall Street şirketleri için çok önemliydi - Hazine bonoları gibi çok değerli varlıklara sahiptiler ve gecelik yükümlülüklerini yerine getirmek için bu değeri nakit olarak geri almanın yollarına ihtiyaçları vardı. Bankalar bu kısa vadeli krediyi vermekten çok memnundu çünkü çok güvenliydi; bankalar Hazine bonolarını teminat olarak ellerinde tutuyorlardı, dolayısıyla gerçekten herhangi bir risk yoktu. Borçlu iflas ederse, banka Hazine tahvillerini satabilir ve kredinin toplam değerini telafi edebilirdi. İşte bu yüzden repo kredi piyasası milyarlarca dolarlık bir piyasaydı. Her türden finans kuruluşu her gün Hazine kağıtlarını nakitle takas etmek için bu piyasayı kullanıyordu, böylece günlük işlerini yapmak için ellerinde para oluyordu.

Ancak ayın on üçü Cuma günü repo piyasası sarsıcı sinyaller göndermeye başladı. JPMorgan gibi büyük bankaların repo kredileri için uyguladıkları çok küçük faiz oranlarını artırdıklarına dair ilk işaretler vardı. Logan'ın ekibi, bankaların repo kredisi vermekte tereddüt ettikleri için faiz oranlarını yükseltebileceklerine inanıyordu. Bankalar nakit rezervlerinin çok azaldığını hissediyor gibiydiler. Bir sonraki Pazartesi günü bankaların nakit rezervleri daha da azalacaktı çünkü iki şey aynı anda gerçekleşecekti. Birincisi, büyük şirketler için Vergi Günü'ydü, bu da bankaların vergi faturalarını ödemek için kapıdan çok fazla nakit göndereceği anlamına geliyordu. İkincisi, bu aynı zamanda ABD Hazine bonoları için birçok ihalenin sonuçlanacağı gündü, yani bankalar daha önce satın almayı kabul ettikleri Hazine bonoları için nakit ödemek zorundaydı. Tüm bunlar bankaların
sistemden nakit çekilmesi ve fazla rezerv seviyesinin azaltılması.

Logan bunun bir sorun olabileceğine ikna oldu. Bankalar Pazartesi günü repo kredisi vermekten kaçınmaya başlarlarsa, krediler için daha fazla para talep edebilirler ve repo oranlarını şu anki yaklaşık yüzde 1,5 seviyesinden

yüzde 1,8 hatta yüzde 2 gibi yüksek seviyelere çıkarabilirler. Bu da para piyasalarının her köşesine yayılacak ve her yerde para faizlerini yükseltecektir. Bu nedenle Logan personeline repo piyasalarını daha yakından takip etmeleri talimatını verdi. Logan o gün Washington'a yapacağı geziye ve yaklaşan FOMC toplantısına odaklanarak işten ayrıldı. New York'taki personeli tüm dikkatlerini repo kredilerine odakladı.

Takip eden Pazartesi günü yaşananlar, Fed'in New York ticaret ekibinin ZIRP çağında esasen körlemesine hareket ettiğini gösterdi. Bu, Jay Powell da dahil olmak üzere Fed'in tüm liderlik ekibinin de kör olduğu anlamına geliyordu. Merkez bankası finansal ortamı paraya boğarak dönüştürmüş ve bunu yaparken de bir parasal rejimi yıkıp yerine yenisini getirmişti. Ancak yeni rejimin arazisini ölçecek güvenilir bir araç yoktu. Bu gerçek Pazartesi günü repo piyasasının patlamasıyla apaçık bir şekilde ortaya çıktı. Ortaya çıkan piyasa krizi, piyasaların istikrarlı ve sağlıklı olması gereken bir anda neredeyse tam anlamıyla bir finansal krize dönüştü. Bunun gerçekleşmemesinin tek nedeni, Fed'in neredeyse anında devreye girerek 400 milyar dolarlık bir kurtarma paketi başlatmasıydı. Bu kurtarmanın benzeri görülmemişti ve repo piyasasını ele geçirerek riskli bahisler için bir araç olarak kullanan küçük bir hedge fon grubuna yaradı. Fed onları bu bahislerin sonuçlarından kurtardı. Ancak kurtarmanın belki de en dikkat çekici yanı, Fed'in bunu çok fazla haber vermeden yapmış olmasıdır. 400 milyar dolarlık acil nakit enjeksiyonu artık bir haber değildi. Fed bunu normal bir bakım meselesi olarak tanımladı. Ancak repo piyasası erirken Fed'in içinden bakıldığında durum böyle görünmüyordu.

Logan ve ekibi 16 Eylül Pazartesi sabahı Eccles Binası'na vardı. Her zaman olduğu gibi, binanın üçüncü katındaki büyük bir konferans salonunda geçici bir ofis ayarladılar. Bir masa etrafında toplandılar ve ertesi gün yapacakları bir dizi karmaşık sunum için hazırlanmaya başladılar.

FOMC üyeleri. Bu hazırlık zahmetliydi ve uzun zaman alabilirdi. Ancak Logan'ın ekibinin başlaması için çok az zamanı vardı. Daha piyasalar açılmadan kaos patlak verdi. Üçüncü Kapı konferansı kısa sürede bir savaş odasına ve çılgınca bir iletişim merkezine dönüştü. New York'taki işlem analistleri repo oranlarının yükseldiğini bildirdiler.

Stres dönemlerinde repo oranlarının yaklaşık yüzde 0,3 oranında yükselmesi alışılmadık bir durum değildi [1] Örneğin Aralık 2018'de, Jay Powell'ın normalleşme sürecini tersine çevirmesine neden olan piyasa çalkantısı sırasında repo oranı tehlikeli bir şekilde yükseldi. O dönemde oranlar endişe verici bir şekilde yükselerek yaklaşık yüzde 2,5'ten yüzde 3'ün üzerine çıkmıştı. Piyasaların sakin, işsizliğin düşük ve ekonominin büyümekte olduğu Eylül ayında kimse bu kadar büyük bir hareket beklemiyordu.

New York masası Pazartesi sabahı Logan'ın ekibine endişe verici bir mesaj gönderdi. Repo oranları yükselmeye devam ediyordu. O gün yüzde 5'e ulaşacaklardı.

Kimse ne olup bittiğini bilmiyordu. Bu, piyasada paniğe yol açabilecek türden bir repo faiziydi. Ancak panik için fark edilebilir bir neden yoktu. Hiçbir banka batmamıştı, hiçbir ülke borcunu ödeyememişti ve hiçbir merkez bankasından önemli bir haber gelmemişti. New York'taki analistler faizlerin neden yükseldiğini anlamaya çalışıyordu. Logan'ın iki üst düzey yardımcısı, Patricia Zobel ve Nate WuerPel, Washington'daki konferans odasında onunla birlikteydi ve faizler düşmezse piyasaları sakinleştirecek bir plan üzerinde hızla çalışmaya başladılar. Bir seçenek çok açık görünüyordu: Fed repo piyasalarında kendisi işlem yapmaya başlayabilir, batan bir bankaya acil durum kredisi verdiği gibi ucuz repo kredisi verebilirdi. Bu radikal bir adım olurdu. Fed yaklaşık on yıldır en azından önemli düzeyde repo işlemi yapmamıştı.

Kargaşanın bir Auke olmadığı kısa sürede anlaşıldı. Piyasa kötüye gidiyordu. Logan krizi hızla patronu New York Fed'in yeni atanan başkanı John Williams'a iletti. Williams daha önce San Francisco Fed'in başkanlığını yapmış bir ekonomistti. Geçmişi piyasa operasyonlarına değil, ekonomik araştırmalara dayanıyordu. Kocaman gülümsemesi ve büyük yuvarlak gözlükleriyle cana yakın bir profesör gibi görünüyordu. Jay Powell'ın Fed başkanı olmasından kısa bir süre sonra New York Fed'in başına geçmişti ve iki adam yakın bir çalışma ilişkisi geliştirmişti. O Pazartesi sabahı, Williams Eccles Binası'nın ikinci katında, New York Fed Başkanı için sürekli olarak ayrılmış bir ofisteydi. O da Salı günkü FOMC toplantısına hazırlanıyordu. Dünya, Temmuz ayındaki faiz indiriminin ardından Fed'den bir faiz indirimi daha bekliyordu. Bu tartışmalıydı çünkü ekonomi büyürken faizleri düşürmek alışılmadık bir durumdu ve toplantıya çok şey bağlıydı. Ancak

Williams'ın çalışmaları kesintiye uğradı. Pazartesi öğleden sonra Lorie Logan Williams, Jay Powell ve Başkan Yardımcısı Richard Clarida'ya bir mesaj gönderdi. Repo piyasasının çöktüğünü, durmadığını ve ekibinin aynı anda hem sorunu anlamaya hem de bununla başa çıkmak için bir plan yapmaya çalıştığını bildirdi.

Eğer repo faizleri derhal yüzde 5'ten yüzde 2.25 ile 2.5 arasındaki normal aralığa inmezse, Wall Street'te art arda bir dizi iflas yaşanabilir. Günlük faturalarını ödemek için repo kredisi kullanan tüm bu hedge fonlar, nakit toplamak için başka yollar bulmak ve bunu hızlı bir şekilde yapmak zorunda kalacaklardı. Bu da Hazine bonoları ya da ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi sabit varlıkları satmaya başlayacakları anlamına geliyordu. Çok fazla insan bunu aynı anda yaptığında, bu bir "kaldıraç azaltma" olayı yaratır, yani herkes elindekileri aynı anda tasfiye eder ve bu da fiyatların düşmesine neden olur. Hatta Jay Powell'ın ifadesiyle, "büyük ve dinamik" bir kaldıraç azaltma olayı da yaşanabilir.

Ancak bu risk, ne kadar kötü olursa olsun, sorunun sadece bir parçasıydı. Williams ve Logan daha da temel bir konuda endişeliydi. Repo faizleri düşmezse, bu durum gecelik kredileri ölçen çok önemli Fed Fonları da dahil olmak üzere diğer kısa vadeli faizler üzerinde baskı yaratacaktı. Fed Fonları oranı FOMC'nin hedefinin ötesine yükselirse, dünyanın en güçlü merkez bankası paranın fiyatı üzerindeki kontrolünü kaybetmiş olacaktı.

Buradaki acı ironi, Fed'in repo piyasasını on yıllardır kısa vadeli faizleri kontrol etmenin başlıca yolu olarak kullanmış olmasıydı. New York'taki Fed tüccarları, neredeyse her gün repo sözleşmeleri alıp satarak bankacılık sistemine nakit enjekte ettikleri ya da sistemden nakit çektikleri, son derece iyi ayarlanmış bir sisteme sahipti. Bunlar, FOMC'nin Federal Açık Piyasa Komitesi olan adında geçen "açık piyasa" operasyonlarının ta kendisiydi. Tüccarlar, para arzını yönetmenin bir yolu olarak repo kredileri alıp satmak için açık piyasalara çıktılar.

Bu sistem, Ben Bernanke'nin Fed'i yıllarca süren parasal genişleme ve yüzde 0 faiz oranlarına karar verdiğinde yıkıldı. QE'nin bir yan etkisi de Fed'in açık piyasa işlemlerinin hassas ekosistemini çok fazla nakitle doldurması oldu. Fed'in kendi repo işlemcileri, tıpkı bir piyano akortçusunun telleri tam olarak doğru gerginlik seviyesinde tutmak için sıkıp gevşetmesi gibi, repoları hassasiyetle alıp satıyordu. Tüccarlar, para arzını tam olarak Fed'in istediği yerde tutan çok hedefli işlemlerde sadece 6 milyar dolar kadar

repo kredisi alıyor ya da aynı miktarda repo satıyorlardı. Repo kredilerini satın almak biraz daha fazla nakit enjekte ederken, satmak biraz daha nakit çıkarıyordu. Tüm bu nakitle ilgili önemli olan şey, büyük bankaların rezerv hesaplarında bulunmasıydı. Her rezerv hesabı, zorunlu rezervlerin minimum seviyesini temsil eden kırmızı çizgiye kadar doldurulmuş bir bardak su gibiydi. Bankalar bu kırmızı çizginin üzerinde rezerv bulundurmak istemiyorlardı çünkü bu parayı kâr amacıyla borç olarak verebilirlerdi. Ancak aynı zamanda paranın kırmızı çizginin altında olmasını da istemiyorlardı çünkü o zaman minimum rezerv tutma kurallarını ihlal etmiş olacaklardı. Rezervleri tam kırmızı çizgide tutma ihtiyacı, bankalar arasında gecelik kredilerde neden büyük bir piyasa olduğunu açıklıyor. Günün yoğun faaliyetlerinden sonra, çok fazla parası olan bankalar, çok az parası olan bankalara borç verdiler. Fed tüccarları repo işlemlerini daha fazla bardağa daha fazla su doldurmak, gecelik kredilere olan talebi azaltmak ve dolayısıyla faiz oranlarını düşürmek için kullandılar. Ters repo işlemlerini ise bardaklardaki parayı nazikçe çekerek kredi talebini arttırmak ve faiz oranlarının yükselmesine neden olmak için kullandılar. Bu, banka rezervlerinin kıt olduğu uzun dönemde iyi işledi.

Niceliksel genişleme sadece bardakları fazla rezervlerle doldurmadı. Bardakların tutulduğu odayı da temizledi. Daha sonra bardakları silolarla değiştirdi, böylece trilyonlarca dolarlık yeni likit rezervleri tutabileceklerdi. Bu, 6 milyar dolar değerinde küçük repo işlemleri yapmanın tamamen anlamsız olduğu anlamına geliyordu. Gecelik kredi talebi üzerinde hiçbir etkisi olmadı.

Fed, açık piyasa operasyonlarının 2007 sonlarında mortgage piyasası çökerken gerçekleşen kurtarma operasyonlarının erken bir zayiatı olacağını çok erken fark etmiştir. New York Fed Başkanı William Dudley, 6 Aralık 2007'de acil bir FOMC konferans görüşmesi sırasında bu konuda uyarıda bulundu. "Biz
Federal fon oranını hedefte sabit tutmak istiyorsak sistemdeki rezerv miktarını değiştiremeyiz" dedi.

Fed, kurtarma operasyonlarını durdurmak yerine kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmek için yeni bir yol icat etti. Kongre, Fed'e, Sorunlu Varlık Yardım Programı ya da TARP olarak bilinen 700 milyar dolarlık kurtarma paketine yetki veren Ekim 2008 tarihli acil kurtarma yasasında gömülü yeni yetkiler vererek bu sorunun çözülmesine yardımcı oldu. Gözden

kaçan şey, yasanın aynı zamanda Federal Rezerv Yasası'nı niceliksel genişlemenin önünü açacak şekilde güncellemesiydi. Fed'in ilk kez bankalara Fed rezerv hesaplarında tuttukları nakit için doğrudan faiz ödemesine izin verdi [II] Bu önemsiz görünebilir, ancak Fed'in 1nansal sistemi dönüştürmesini sağlayan şey budur. Artık Fed'in kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmek için repo işlemlerine ihtiyacı yoktu. Artık fazla banka rezervlerinin seviyesi üzerinde bir tavan yoktu. Fed, faizleri repo işlemleri yoluyla kontrol etmek yerine, fazla rezervlere uygulanan faizi ya da IOER oranını yükselterek ya da düşürerek kontrol edecekti.

Bunların hiçbiri uzun yıllar boyunca önemli olmadı çünkü faiz oranları sıfırdı. Sistemde çok fazla dolar olduğu için gecelik kredilere olan talep temelde sıfırdı. Bu sistemin ne kadar iyi çalıştığının gerçek testi ancak Fed faizleri artırmaya çalıştığında ortaya çıkacaktı. Fed 2015 sonunda nihayet faiz artırımına gittiğinde bunu IOER oranını yükselterek yaptı. Her şey gerçek zamanlı olarak yürütülen bir deneydi ve büyük riskler taşıyordu. Lorie Logan'dan önce New York Fed işlem masasını yöneten Simon Potter, 2020'nin başlarında bu riskleri değerlendiren akademik bir çalışma kaleme aldı. Potter, Fed'in normalleşme konusunda gerçekten ciddileşmesi ve fazla banka rezervlerini geri çekmesi halinde neler olabileceğini hesaplamaya çalıştı. Bir noktada, rezervler yeniden gerçekten kıt oldukları bir seviyeye ulaşacaktı. O anda, bankaların gecelik kredi için uyguladıkları faiz oranı muhtemelen istikrarlı ve öngörülebilir bir şekilde yükselmeyecektir. Bankalar on yıl sonra ilk kez rezervlerin kıt olduğunu fark ettiklerinde muhtemelen sarsılacaktır. Öyle olmayana kadar her şey sakin olacak ve sonra faiz oranları yükselecekti. Sorun, kimsenin bu anın tam olarak ne zaman geleceğini bilmemesiydi. Ne kadar düşük çok düşüktü?

Fed bu soruya cevap vermiş gibi görünüyor. Rezervlerin az olduğu ortaya çıkan rakam, Pazartesi günü ulaşılan seviye olan 1,39 trilyon dolardı
Sabah.

Logan ve ekibi repo piyasalarının doğru bir resmini elde etmek için Pazartesi günü akşam saat yediye kadar çalıştı. O gece saat sekiz civarında Logan, Fed yetkililerinin kaldığı D.C.'deki otelin lobisinde Williams ile buluştu. Ona durumun çok kötü olduğunu söyledi. Repo paniği azalmıyordu. Ancak daha da endişe verici olan, Fed Fonları oranının FOMC tarafından belirlenen seviyenin üzerine çıkmak üzere olduğuydu.

Williams bir şeyler yapılması gerektiğine ikna olmuştu. Durum mini bir panik gibi görünüyordu, piyasada hızlı bir şekilde iyileşmeyecek bir çöküş vardı. Williams, Wall Street'teki tüccarların neler olup bittiği konusunda derin bir belirsizlik içinde olduğuna ve Fed'in onların güvenini yeniden kazanmak için hızlı hareket etmesi gerektiğine inanıyordu.

Salı sabahı Williams ve Logan, Powell ve Clarida ile acil bir toplantı yapmak üzere erkenden Eccles Binasına geldiler. Logan ekibinin geliştirdiği planı sundu. Verilerin öngördüğü gibi piyasa koşulları kötüleşirse, Fed harekete geçmeye hazır olacaktı.

O sabah, bir repo kredisinin fiyatı yüzde 9,5'i aştı. Bu, finansal çöküşlere neden olan bölgeydi. O gün Fed repo piyasalarına eşi benzeri görülmemiş bir müdahalede bulunarak gecelik piyasalara 75 milyar dolar pompalamayı teklif etti. Bu sadece daha sonra devasa yeni niceliksel gevşeme turlarını da içerecek olan uzun bir kurtarma paketinin başlangıcıydı. Fed bu önlemleri açıkladığında çok fazla teknik terim kullandı ve her şeyden bir tesisat işiymiş gibi bahsetti. Ancak bu önemli bir gerçeği gizledi. Fed'in serbest bıraktığı para nötr bir güç değildi. Bazı insanlara fayda sağlarken diğerlerini dezavantajlı duruma düşürdü.

Repo faizi yüzde 9'un üzerine çıktığında korkutucu ama soyut bir rakam gibi göründü. Bu rakam aslında bir hikaye anlatıyordu. Rakam, gerçek insanlar arasında devam eden bir mücadeleyi yansıtıyordu. Mücadelenin bir tarafında JPMorgan gibi repo kredisi veren borç verenler vardı. Mücadelenin diğer tarafında ise işini sürdürebilmek için umutsuzca repo kredisine ihtiyaç duyan birileri vardı. Bu mücadelenin yoğunluğu, repo oranı gittikçe yükseldikçe netleşti.

Oran yüzde 9'a ulaştığında, bu, dışarıda birilerinin normalde yüzde 2 ya da daha düşük maliyetli olan tamamen teminatlı bir gecelik krediyi güvence altına almak için yüzde 8'lik tefeci oranlarını ödemeye razı olacak kadar korkunç ve çaresiz olduğu anlamına geliyordu. Ancak bundan daha da şaşırtıcı olanı, mücadelenin diğer tarafındaki kişinin yüzde 8 fiyatla süper güvenli bir gecelik repo kredisi vermeye istekli olmamasıydı. Borç veren yüzde 9 istiyordu.

Bu durum, kredi verenlerin repo kredisi almak isteyen kişiler konusunda çok tedirgin olduklarını gösteriyordu. Banka rezervlerinin azlığı bu tedirginliği ortaya çıkarmış, ancak yaratmamıştır.

ZIRP döneminde repo piyasası dönüşüme uğramıştır. Finansal krizden önce bu piyasa çoğunlukla bankalar tarafından kullanılıyordu. Ancak bankalar artık çok fazla nakitleri olduğu için repo kredilerini çok sık kullanmıyordu. Yeni bir grup finansal oyuncu devreye girdi ve repo kullanmaya başladı: hedge fonlar. Hedge fonlar gibi banka dışı aktörler tarafından kullanılan gecelik repo kredilerinin miktarı 2008 ile 2019 yılları arasında yaklaşık iki katına çıkarak 1 trilyon dolardan 2 trilyon dolara yükseldi. Bu 1gure,
2 trilyon dolar, repo piyasasının hedge fonlar için ne kadar önemli hale geldiğini hafife alıyordu.

Hedge fonlar repo kredilerini çok daha büyük bir borç yapısı inşa etmek için temel taşı olarak kullandılar . Bir repo kredisinden nakit elde ettiler, daha sonra bu nakdi piyasada daha büyük bir bahis yapmak için ödeme olarak kullandılar. Wall Street bu tekniğe kaldıraçlama adını verdi, yani on dolarlık bir bahsi ödemek için bir dolar borç aldınız. Hedge fonlar, piyasada repo kredilerinden çok çok daha büyük pozisyonlar oluşturmak için gecelik repo kredilerinde 2 trilyon dolar kullandı.

Federal Rezerv bile neler olup bittiğinin tam olarak farkında değildi. Hedge fonların eskiye kıyasla çok daha fazla repo kredisi verdiği açıktı, ancak bunun nedeni net değildi. Neyi finanse ediyorlardı? Ve faaliyetleri ne kadar riskliydi? Bu bir gizem olarak kaldı çünkü hedge fonlar bankalar kadar sıkı denetlenmiyordu. FDIC ve tüm Dodd-Frank kuralları tarafından çok fazla incelemeye tabi tutulmayan gölge bankacılık sisteminin bir parçasıydılar. Bunun arkasındaki teori, hedge fonların kendi değerlerine göre başarılı ya da başarısız olabilecek sofistike yatırımcılar olduğuydu.

Repo piyasasının 2019'da çökmesinden aylar sonra bile Hazine Bakanlığı hedge fonların neyin peşinde olduğundan tam olarak emin değildi. Ancak adli tıp analistlerinin bir patlamanın enkazını kazması gibi, bazı ikna edici ipuçları keşfettiler.

Hedge fonlar, "baz riski" ticareti adı verilen çok özel bir ticarete giriyorlardı. Bu taktik, Fed'in niceliksel genişleme ve ZIRP ile yıllar boyunca ürettiği piyasa sakinliği sayesinde mümkün olmuştu. Baz ticareti, yalnızca yatırımcıların Fed'in devreye gireceğini ve herhangi bir şiddetli piyasa

kargaşasını durduracağını bildiği zorunlu bir sükunet ortamında iyi çalıştı. Bu koşul sağlandığında, hedge fonlar piyasa oynaklığı olmadığı sürece neredeyse risksiz olan bir ticaret yapmak için yüz milyarlarca dolar borçlanmakta kendilerini haklı hissediyorlardı.

Tasarım basitti. Bir hedge fonu tüccarı, finans piyasalarında neredeyse her zaman doğal olarak ortaya çıkan küçük bir kırışıklığı araştırdı. Bu pürüz, bir Hazine bonosu ile bu Hazine bonosuna dayalı vadeli işlem sözleşmesi arasındaki çok küçük fiyat farkıydı [.III] Bugün satın aldığınız Hazine bonosu ile Hazine vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı arasındaki bu fiyat farkına baz denir. Serbest yatırım fonu, çok sayıda Hazine bonosu ve bu bonolara dayalı vadeli işlem sözleşmesi satın alarak bu çok küçük bazdan yararlanır. Hedge fonu daha sonra bonoları elinde tutar ve vadesi geldiğinde teslim ederek baz fiyat farkı kadar bir gelir elde eder.

İşte repo piyasası burada devreye giriyor. Bir baz işlemindeki pro1t marjı esasen garantilidir, ancak küçüktür. Bir hedge fonun bu işlemin karşılığını alabilmesi için binlerce kez işlem yapması gerekir. Bunu gerçekleştirmek için repo piyasasını kullandılar. Hedge fonu Hazine bonosunu alır, teminat olarak kullanır ve Hazine vadeli işlem sözleşmelerine yüklenmek için gereken nakdi elde eder. Hedge fonlar bahislerini bire kırk kat artırabiliyorlardı, yani sahip oldukları her dolar, ticaret için kullanmak üzere bire kırk dolar daha borç almalarını sağlıyordu. Sonuçta, hedge fonlar Hazine bonoları, repo kredileri ve Hazine vadeli işlemleri arasında karşılıklı olarak güçlendirilmiş bir borç ve risk üçgeni inşa ettiler. Bu, kaldırımdan milyonlarca bozuk para toplamak gibi kolay bir paraydı. Hedge fonlar böyle bir ticarete ne kadar para yatırdıklarını bildirmek zorunda değildi. Ancak daha sonra yapılan bir Hazine Bakanlığı soruşturması iyi bir tahmin sağladı. 2014 ve 2019 yılları arasında,

Hazine vadeli işlem piyasalarında hedge fonların sahip olduğu "kısa" pozisyonların toplam değeri yaklaşık 200 milyar dolardan yaklaşık 900 milyar dolara yükseldi [.IV] Bu pozisyon, baz ticaretinin işlemesi için kilit önem taşıyordu. Baz işlemleri piyasası, göreceli değer fonları olarak adlandırılan bir grup hedge fon tarafından domine edilmiş görünmektedir. Bunlar arasında LMR Partners ve BlueCrest Capital Management gibi nispeten silik 1rmalar da vardı.

Repo fiyatları düşük ve istikrarlı kaldığı sürece baz ticareti sadece bir kez işe yaradı. Repo kredilerinin fiyatı yükseldiğinde, bu durum baz ticaretinin

kârlılığını anında ortadan kaldırdı. Hedge fonları kendilerini vadeli işlem sözleşmelerinin ödemelerini yapmakla yükümlü buldular ancak repo borcunu devam ettirmek için daha fazla para ödemek zorunda kaldılar. Eylül ortasında repo oranları yükseldiğinde, Wall Street'teki finans analistleri endişe verici hikayeler duymaya başladı. Bazı hedge fonları nakit bulmak ve bunu hızla yapmak için çok ama çok çaresizdi. Bank of America'da analist olan Ralph Axel, aylar sonra yayınladığı bir raporda o anı yakaladı. Verdiği mesaj tüyler ürperticiydi. Hedge fonların repo kredilerine olan bağımlılığının on yıl içinde iki katına çıktığına dikkat çekti. Repo piyasası hedge fonlara kapatılırsa, bu fonlar 2008'de tasfiye edilen miktarın iki katı kadar Hazine bonosu ve ipotekli menkul kıymet tasfiye etmek zorunda kalacaklardı.

Axel her zaman abartısız bir şekilde, "Etkisi çok büyük olabilir," diye yazdı.

Finans dünyası, 2008'deki korkunç çöküşün iki katı büyüklüğünde bir zorunlu tasfiye olayıyla karşı karşıyaydı ve tüm bunlar, piyasaların sadece istikrarlı değil, aynı zamanda yükselişte olduğu bir ekonomik patlamanın görünüşte güneşli havasında gerçekleşiyordu.

Fed 17 Eylül'de repo piyasasına girdiğinde, repo kredisine ihtiyaç duyan tüm hedge fonları kurtarmış oldu. O gün böyle bir kredi için geçerli oran yüzde 9'un üzerindeydi. Fed, anında yaratabileceği parayı kullanarak bu tür kredileri yüzde 2,1'den verdi.

Hedge fonlar nefes alabiliyordu. Repo piyasası bir kez daha onlar için kullanılabilir hale gelmişti. Bunun hedge fonlar için ne kadar para değerinde olduğunu finansal olarak ölçmek zordur. Repo kredisinin kendisinden büyük miktarda para tasarruf ettiler. Ancak aynı zamanda, kötü giden baz riski işlemlerine girmiş olmanın sonuçlarından kaçarak neredeyse hesaplanamaz bir miktar tasarruf ettiler. Fed, hedge fonların ellerindeki varlıkları likide etmelerine gerek kalmamasını sağladı.

Fed ilk gün 75 milyar dolar tutarında gecelik repo kredisi vermişti. Takip eden haftalarda programın hızı arttı. Program açık uçlu hale geldi ve sonbahar boyunca boyutunu artırarak devam etti. Fed 23 Ekim'de gecelik repoların minimum büyüklüğünün 120 milyar dolar olacağını açıkladı. Merkez bankası gecelik ve uzun vadeli repo kredilerinin bir karışımını teklif ediyordu. 29 Ekim'de, kısa vadeli gecelik kredilerin yanı sıra uzun vadeli repolarını günde 35 milyar dolardan 45 milyar dolara çıkaracaktı.

Görünüşe göre bazı hedge fonlar fırsat varken baz işlemlerinin en azından bir kısmını çözme şansını yakaladı. Hazine vadeli işlemlerindeki kısa pozisyonların hacmi sonbahar boyunca ve 2020'nin başlarında kademeli olarak düşerek yaklaşık 900 milyar dolardan 800 milyar doların altına geriledi. Ancak yine de 2014 yılındakinin kabaca dört katına ulaştı.

Fed repo müdahalesini açıkladığında, hedge fonlardan, baz işlemlerinden ya da gecelik kredi faizlerini kontrol etmek için yeni bir sistem geliştirdiğinden bahsetmedi. Repo kurtarma operasyonu haftalar ve aylar boyunca devam ederken Powell, Logan ve Williams gibi Fed yetkilileri sanki rutin bir sistem bakımıymış gibi konuştular.

Fed, repodaki erimenin Fed Fonları oranını nasıl etkilediğine dar bir şekilde odaklandı. Bu oran belirlenen sınırları aştığında, New York Fed'de "daimi direktif" adı verilen bir şey tetiklendi. Daimi direktif, kısa vadeli faiz oranlarını FOMC'nin olmasını istediği yerde tutma emriydi. Eylül ayında o gün hedef oran yüzde 2 ile 2,25 arasındaydı ve bu oran aşıldı. Bu nedenle New York Fed, faiz oranını tekrar hizaya getirmek için repo müdahalesini başlattı. Her şey Silikon Vadisi'nde dolaşan bir fıkrayı anımsatıyordu. Fıkra, basit bir talimatı yerine getirmesi için sınırsız güç verilen yeni bir yapay zeka makinesini anlatıyordu: Spam e-posta miktarını azaltmak. Yapay zeka programı sorunu analiz etti, tüm spam e-postaların insanlar tarafından yaratıldığını fark etti ve böylece insanlığı yok etmek için bir nükleer savaş başlığı dalgası başlattı. Artık spam yok. Kapsamlı güçler tarafından yerine getirilen basit bir direktif.

Repo kurtarma operasyonu başarılı olmuş ve talimatı yerine getirmiştir. Fed Fonları faiz oranı tekrar aralık içine çekildi. Ancak gecelik repo kredileri sadece bir başlangıçtı.

operasyon. Takip eden haftalarda repo kredileri genişlerken Powell planın bir sonraki aşamasını tartışmaya başlamıştı bile. Fed niceliksel genişleme işine geri dönecekti. Normalleşme sırasında Fed banka rezervlerini 1,39 trilyon dolara çekmiş ve yüzme havuzunun dibini keşfetmişti. Fed kalıcı olarak ucuz repo kredileri verse bile, ki bunu düşünüyordu, banka rezervlerinin azlığı gibi yapısal bir sorunla başa çıkması gerekiyordu.

4 Ekim'de, repo krizinden iki hafta sonra, FOMC acil bir video konferans görüşmesi gerçekleştirdi. Toplantı Fed personelinin repo müdahalesinin işe yaradığını ancak asıl sorunun ortadan kalkmadığını gösteren bir sunumuyla başladı. Üç ayda bir vergi zamanı geliyordu ve bankalar bir kez daha nakit sıkıntısı çekebilirdi. Bu gerçekleştiğinde piyasaların nasıl görüneceği belirsizdi. Bu belirsizlikle mücadele etmek için Fed'in sisteme tekrar para pompalaması gerekiyordu. Bunu yapmanın en bariz yolu yeni bir niceliksel genişleme turuydu. Görüşme tutanaklarına göre FOMC'nin her üyesi bu fikre katılıyordu.

Fed planlarını kesinleştirirken Powell bir ekonomi konferansında konuşmak üzere Denver'a gitti. Konuşması sırasında Fed'in ne yapmak üzere olduğunu duyurma fırsatını yakaladı. "Bir noktada, uygun bir rezerv seviyesini korumak için menkul kıymet varlıklarımızı artırmaya başlayacağız. İşte o zaman geldi çattı," dedi Powell. "Rezerv yönetimi amacıyla bilançomuzu büyütmemizin hiçbir şekilde finansal kriz sonrasında uyguladığımız büyük ölçekli varlık alım programlarıyla karıştırılmaması gerektiğini vurgulamak istiyorum."

Powell, Fed'in niceliksel gevşeme gibi görünen ama aslında niceliksel gevşeme olmayan bir şey yapacağını söylüyordu. Aradaki en önemli fark Fed'in niyeti gibi görünüyordu. Fed bu kez ekonomiyi canlandırmak için banka rezerv hesaplarına para pompalamıyordu . Bunu sadece rezerv seviyelerini yüksek tutmak için yapıyordu. Yaklaşık bir hafta sonra Fed, ayda yaklaşık 60 milyar dolar değerinde Hazine bonosu satın alacağını açıkladı. Eylül 2019 ile Şubat 2020 arasında Fed, bilançosundaki artışa bakılırsa, bankacılık sisteminde yaklaşık 413 milyar yeni dolar yarattı. Bu, uzun yıllardır yapılan en büyük finansal müdahalelerden biriydi.

Wall Street'teki tüccarlar yeni programa "non-QE "nin kısaltması olan NQE adını verdiler. Ancak neler olduğu konusunda hiçbir yanılsamaları yoktu. Fed Put genişletiliyor ve piyasalara daha derinlemesine nüfuz ediyordu. Gecelik repo kredilerinin yaygınlaştırılması, Fed'in bu piyasada

tehlikeli Aare- up'lara müsamaha göstermeyeceğini gösterdi. Hedge fonlar bu anlayışla hareket ederek daha fazla borçlandılar ve bunu hisse senedi satın almak için kullandılar. Bir Goldman Sachs endeksi, repo kurtarması ve NQE'nin şafağından sonra borçla beslenen hedge fonu işlemlerinin keskin bir şekilde arttığını gösterdi. Sadece Şubat 2020'de, hedge fonların kaldıraç oranı (yani varlıklarına kıyasla borçları) son yılların en büyük artışı olan yüzde 5 oranında yükseldi.

13 Ocak 2020'de Dow Jones Endüstriyel Ortalaması 29.000 puanın üzerine çıkarak rekor kırdı.

2020 yılının başlarında Thomas Hoenig, Amerikan ekonomik gücünün ve karar alma mekanizmasının merkezinden uzaklaşmıştı. Hoenig'in bankacılık sistemi veya piyasa yapıları hakkındaki siyasi felsefesi için tam olarak gelişen bir pazar yoktu. FDIC'den ayrıldıktan sonra Hoenig Kansas City'deki evinde daha fazla zaman geçirmeye başladı. Finansal sistem üzerine bir dizi akademik konferans verdi ve bankacılık ve para politikası hakkında periyodik görüş yazıları yazdı. Washington, D.C. banliyösündeki George Mason Üniversitesi'nde bulunan özgürlükçü eğilimli bir düşünce kuruluşu olan Mercatus Center'da kıdemli araştırmacı olarak işe başladı.

Hoenig'in Mercatus'taki tüneği, Federal Rezerv hakkındaki parçalanmış kamuoyu tartışmasını yansıtıyordu. FED'i eleştirenlerin çoğu hala muhafazakar olma eğilimindeydi. Bankanın önde gelen savunucularının ve eski yetkililerinin çoğu, Ben Bernanke, Janet Yellen ve diğer eski Fed çalışanlarına burs veren liberal eğilimli düşünce kuruluşu Brookings Enstitüsü'ne göç etti. Bernanke, Brookings'teki koridorunun "Eski Açık Piyasa Komitesi" anlamına gelen yeni FOMC'ye ev sahipliği yaptığına dair şaka yaptı. Brookings şehir merkezinde etkinliklere ev sahipliği yaptı
D.C.'de Jay Powell ve diğer aydınlarla birlikte. Buna karşın Hoenig'in görüşleri nadiren manşetlere taşınıyordu.

Hoenig, 2 Mart Pazartesi günü evinden birkaç dakika uzaklıktaki Brookside olarak bilinen yerel bir alışveriş bölgesine gitti.
Altmış Üçüncü Cadde'nin orta derecede işlek caddesi boyunca satış noktaları. Bir ucuzluk dükkânı, bir dondurmacı ve yıllar önce CVS zinciri tarafından satın alınmış olmasına rağmen mahallelinin hâlâ McDaniel's adını verdiği bir eczane vardı. Hoenig, mahalleye nispeten yeni eklenmiş olan bir Starbucks'a

gitti. Pencere kenarında bir masa kaptı ve paltosunu çıkardı. Fed'in repo müdahalesi hakkında haber yapan bir gazeteciyle buluşmak için oradaydı. Belki Hoenig'in o gün acelesi vardı, belki aşırı meşguldü, belki de kişisel bir şey onu strese sokuyordu. Ama Hoenig her zamanki sakin haline benzemiyordu. Sinirli görünüyordu. Repo kurtarması hakkında konuşmaya başladığında sinirliliği daha da belirginleşti. Bu konudaki can sıkıcı şey sadece boyutu ya da kapsamı ya da modern finansal piyasaların kırılganlığı hakkında söyledikleri değildi. Aynı zamanda kimsenin bunun gerçekleştiğini bilmiyor gibi görünmesiydi. Olağanüstü olan rutin hale gelmişti. Çarpık olan sıradanlaşmıştı. Devasa kurtarma paketi günlük bakımın bir aracı haline gelmişti.

Fed için "Kapana kısıldılar!" dedi. Kastettiği şey, Fed'in kendi geçmiş eylemleri tarafından tuzağa düşürüldüğüydü. Bir zamanlar çılgınca olanaksız görünen bir müdahale ve para yaratma düzeyine kendini adamıştı. Bu, temel piyasaların işlemesini sağlamak için gereken şeydi. Hoenig, 2010 yılında parasal genişlemeye ve yüzde 0 faiz oranına karşı oy kullandığında, anlaşılmaz bir kişi, hatta sofistike olmayan bir kişi olarak tasvir edilmişti. Başlıca uyarılarından biri, niceliksel gevşemenin bir kez başladıktan sonra geri alınmasının çok zor olacağıydı. Neredeyse on yıl sonra, bu zorluk açıkça görüldü.

Bu çiftler durumu, yarattığı çarpıklıklar tarafından gizlendi. 2020'nin başlarında, ucuz borcun göz kamaştırıcı etkileri, yükselen varlık fiyatları ve kurumsal önemsiz tahviller gibi riskli yatırımları destekleyen getiri arayışı sayesinde ekonomi dışarıdan bakıldığında iyi görünüyordu. İşsizlik oranının yüzde 3,5 gibi şaşırtıcı derecede düşük bir oranla son on yılların en düşük seviyesinde olduğu doğruydu. Ancak istihdam patlaması uzun yıllar süren durgunluğun ardından daha yeni yeni yükselmeye başlamıştı. Gerçek refah, varlıkların çoğuna sahip olan insanlar tarafından ekonomik sistemin en yüksek zirvelerinde yaşanıyordu. Hedge fonları borç para alıp borsaya yatırdıklarında, kablolu haberlerde yayınlanan günlük raporlar oldukça neşeli görünüyordu: "Dow bugün rekor seviyeden kapandı..." Kim şikayet edebilir ki?

Geriye dönüp bakıldığında, Tom Hoenig'in Starbucks'a yaptığı yolculuk özellikle dokunaklı bir an gibi görünüyor. O sırada bunu bilmiyordu ama bu, Amerikan ekonomi tarihinin bir döneminin kapanış bölümüydü. Günlük manşetler büyüyen bir viral salgın hakkındaydı. Yeni bir koronavirüs hızla

dünyaya yayılıyordu. Amerika Birleşik Devletleri'nde 4 Mart'ta yüz kırk sekiz koronavirüs enfeksiyonu vakası rapor edilmişti. Bu korkutucuydu ama Hoenig'le birlikte Starbucks'a gelen konuklar serbestçe girip çıkıyorlardı. Kimse yüz maskesi takmıyordu. İnsanların karşılaştıklarında el sıkışmaları hâlâ olağan karşılanıyordu. Her şey normal görünüyordu. Kimse bunun uzun, çok uzun bir süre boyunca her şeyin olabileceği kadar iyi olduğunun farkında görünmüyordu.

I. Bu pasajdaki oranlar, Fed tarafından kullanılan ve piyasada yaygın olarak atıfta bulunulan SOFR repo oranını ifade etmektedir.

II. Fed'e bu yetki ilk olarak 2006 yılında verilmişti, ancak orijinal yasa bu hamleyi 2011 yılına kadar yürürlüğe koymamıştı. 2008 yasası, Fed'in finansal krizle mücadelede daha fazla özgürlüğe sahip olabilmesi için tarihi öne çekti.

III. Vadeli işlem sözleşmesi temel olarak bir Hazine bonosunu gelecekte belirli bir tarihte belirli bir fiyattan birine teslim etme vaadidir. Sözleşmeler genellikle ay olarak tarihlendirilir; üç aylık vadeli işlem sözleşmesi üç ay sonra teslimat sözü verir. Böyle bir şey yapmak için salt spekülasyonun ötesinde pek çok iyi neden vardır. Birçok vadeli işlem sözleşmesi gelecekteki belirli olaylara karşı sigorta poliçesi olarak kullanılır.

IV. Kısa pozisyon, bir şeyin fiyatının düşeceğine dair bir bahistir.

BÖLÜM 14

ENFEKSİYON

(2020)

İlk dalgalanma dalgaları Ocak 2020'de ABD kıyılarına ulaştı ve garip haberler Çin'in sanayi kenti Wuhan'dan geldi. İlk haberlerin bilim kurgu niteliği vardı: Gizemli bir zatürre benzeri hastalık, Komünist yetkililerin 11 milyon nüfuslu şehre giden ve gelen tren seferlerini ve uçak seferlerini durdurmasına neden oldu. Kablolu haber programları, Çin hükümetinin görünüşe göre hastaları barındırmak için yeni hastaneler inşa ettiği bekoların, vinçlerin ve inşaat alanlarının garip görüntülerini taşıdı. Wall Street'teki finans çevreleri bu haberi sindirmeye ve bunun ekonomi için ne anlama

geldiğini anlamaya çalıştı. Chicago'da bir yatırımcı olan Jim Bianco, Ocak ayı başlarında alarma geçti. Virüsün Çin'in devasa imalat sektörünü durdurabileceğinden endişe ediyordu. Çin fabrikalarının aylarca kapalı kalması ilaç, iPad, oyuncak ve televizyon tedarikini sekteye uğratabilirdi. Hatta bir resesyona bile yol açabilirdi. Bianco'yu daha da endişelendiren şey, virüsün sonradan akla gelen bir düşünce gibi ele alındığı Wall Street'teki genel tutumdu. İnsanlar virüsün 2003'teki SARS salgını gibi hızla kontrol altına alınacağına inanıyor gibiydi.

Ardından İtalya'dan çok kötü haberler geldi. Yeni tip koronavirüs ülkenin kuzeyinde tespit edilmişti ve hızla yayılıyordu. 24 Şubat'ta İtalyan hükümeti kuzeydeki insanlara seyahatlerini durdurmalarını ve evlerinde kalmalarını emretti. Buna sokağa çıkma yasağı deniyordu ve bu o zamanlar şok edici bir şeydi. Daha fazla insan virüs hakkında endişelenmeye ve sorunun yayılıp yayılmayacağını merak etmeye başladı.

Çin'in çok dışında. 26 Şubat'ta ABD'li bir sağlık yetkilisi bu endişeyi paniğe dönüştürdü. Adı Nancy Messonnier'di ve ABD Hastalık Kontrol ve Önleme Merkezleri'nde çalışıyordu. Messonnier gazetecilerle yaptığı bir konferans görüşmesinde virüsün hızla yayıldığını, insanların virüse karşı doğal bağışıklığının olmadığını ve aşısının da bulunmadığını söyledi. Amerika Birleşik Devletleri muhtemelen okulları kapatmak ve insanları evde tutmak gibi şeyler yapmak zorunda kalacaktı. Messonnier, "Tüm bu durumun bunaltıcı görünebileceğini ve günlük yaşamda ciddi aksamalar olabileceğini anlıyorum," dedi. "Ancak bunlar insanların şimdiden düşünmeye başlaması gereken şeyler."

Wall Street'teki tüccarlar şimdi onları düşünmeye başladı. Scott Minerd adlı bir yatırımcı, Jim Bianco gibi çok endişeli insanların arasına katıldı. Minerd, yaklaşık 246 milyar dolarlık varlığı yöneten Guggenheim Investments'ın baş yatırım sorumlusuydu. Minerd'in tehlikede olan çok fazla parası vardı ve viral bir salgın karşısında bu parayı nasıl konumlandıracağını bulması gerekiyordu. Minerd ve Bianco gibi insanlar, on yıllık ZIRP ve QE'nin ardından Amerikan ekonomisini incelediklerinde benzer bir tablo gördüler. Kurumsal borç seviyeleri rekor düzeydeydi ve bu da şirketlere bir gerileme karşısında çok az manevra alanı sağlıyordu. Tahvillerden hisse senetlerine ve ticari gayrimenkule kadar tüm varlıklar "mükemmel fiyatlandırılmıştı", yani en iyimser senaryolar altında haklı gösterilebilecek

en üst sınırlarda işlem görüyorlardı. Ve yatırım camiası yıllardır parasını tek bir yöne, riske doğru, getiri eğrisinin ince buzuna doğru itiyordu.

Bu sistem, yaklaşmakta olduğu anlaşılan şey için iyi konumlandırılmamıştı. "Kurumsal Amerika yüksek kaldıraçlı bir yerden başladı ve

çok likit değil," dedi Minerd. Ucuz borcun yükselişi sistemdeki kırılganlığı artırmıştı. "Bir noktada ekonomide dışsal bir şok olması kaçınılmazdı - tamamen beklenmedik bir şey. Bu da kaldıraç oranlarında büyük bir gevşemeye neden olacaktı."

Messonnier'in uyarısını göndermesinden bir gün sonra, 27 Şubat Perşembe günü, Dow Jones Sanayi Ortalaması yaklaşık 1.200 puan ya da yüzde 4 oranında düştü. Bu, 2008'den bu yana borsada yaşanan en kötü gündü.

O gün New York Merkez Bankası'ndaki hava şaşırtıcı derecede sakindi. Lorie Logan için çalışan tüccarlar her zamanki toplantılarını

Öğleden sonra, notları karşılaştırdılar ve Chicago'daki meslektaşlarını video ekranına bağladılar. Kimse paniklemiş görünmüyordu.

Dalgalar, gerçek Aood hasarının başladığı 8 Mart Pazar gününe kadar güç kazanmaya devam etti. O gün öğleden sonra Suudi Arabistan hükümeti, petrol fiyatları düşerken bile petrol üretimini arttıracağını açıkladı. Bu durum, Amerikalı hidrolik kırıcıların ürettiği fazla petrol nedeniyle zaten tıkanmış olan küresel petrol piyasaları için felaket anlamına geliyordu. Petrol fiyatları düştü. Finans dünyasındaki insanlar o gece rahat uyuyamadılar çünkü başlarına gelecekleri biliyorlardı. Chicago'dan Jim Bianco, 2003 SARS salgını ile 2020 koronavirüs salgını arasında büyük farklar olduğunu fark etti. Yeni salgın sadece daha kötü değildi. Piyasaların olağanüstü kırılgan olduğu bir anda ortaya çıkmıştı. "Bu, iğne arayan bir balondu. Ve biz büyük bir iğne bulduk," diyor Bianco.

Pazartesi sabahı borsa açıldı ve derhal o kadar sert düştü ki otomatik kapanmayı tetikledi ve on beş dakika boyunca ticareti durdurdu. Bu, 1997'den bu yana tetikleyicinin ilk kez etkinleştirilmesiydi. Önümüzdeki iki hafta boyunca, kapanma tetikleyicisi üç kez daha etkinleştirilecekti. Borsayla ilgili haberlerin hepsi çok kötüydü, ancak o Pazartesi sabahı güçlenmeye başlayan finansal krizin doğasını tam olarak yansıtmıyordu. Asıl kriz ABD Hazine bonoları piyasasındaydı.

On yıllık Hazine bonoları modern finansın temelini oluşturur. Bu Hazine bonolarının faiz oranları 9 Mart Pazartesi sabahı daha önce düşünülemeyecek şekilde sarsıldı.

Bir önceki Cuma günü 10 yıllık Hazine tahvillerinin getirisi yüzde 0,76 idi. Pazartesi sabahı yüzde 0,31'e kadar düştü. Gün içinde tekrar yüzde 0,6'ya yükseldi. Bu rakamlar dışarıdan bakanlar için çok küçük görünüyor, ancak deprem sırasında bir cadde çöktüğünde, deniz seviyesinden sadece 1,5 metre yukarı doğru kabarması ve ardından günü deniz seviyesinin 10 metre altında çökmüş olarak bitirmesi gibi küçüktü. O caddede yürüyen insanlar için bu değişiklikler son derece belirgindir. Hazine bonosu oynaklığı da finans tüccarlarına aynı şekilde hissettirdi. *Financial Times*'ın daha sonra belirttiği gibi: "Analistler, Hazine piyasasında böyle bir kargaşanın mümkün olmaması gerektiğini söylüyor."

Çalkantı birkaç nedenden ötürü kamuoyunun dikkatinden kaçtı. Hazine piyasası, hisse senedi piyasaları kadar geniş çapta tartışılmadı. Ve Hazine piyasası, Amerikan toplumunun kepenk indirdiği bir anda ele geçirildi. O hafta NBA sezonu askıya aldı ve NCAA Mart Çılgınlığı turnuvasını iptal etti. En önemlisi, okullar kapılarını kapatmaya başladı ve çılgına dönen ebeveynler çocuklarıyla ne yapacaklarını düşünmek zorunda kaldı. Ev ofisleri ve uzak sınıflar ilk kez mutfak masalarına yerleştirildi.

Federal Rezerv'in içinde, Hazine piyasasının çöküşü acil bir endişeydi. Bu durum Eylül ayındaki repo piyasasının ele geçirilmesini sakin bir olay gibi gösteriyordu. Fed analistleri çalkantının ne anlama geldiğini görebiliyordu. Finans dünyası panik içindeydi. Herkes hayal edilebilecek en güvenli, en kolay alınıp satılabilir şeyi, yani nakdi elinde tutmaya çalışıyordu. İnsanlar dünyanın en güvenli yatırımı olarak kabul edilen Hazine tahvillerini bile tutmak istemiyordu. Elde edebilecekleri nakit yığınlarını toplamak için Hazine kağıtları da dahil olmak üzere her şeyi likide etmek istediler. Bu, insanlar tüm sistemin çöküşün eşiğinde olduğuna inandığında gerçekleşir. Bu nakit bulma telaşı her geçen gün daha da yoğunlaştı. Perşembe günü gerçekten akla hayale gelmeyecek bir şey oldu. Bazı Hazine bonolarının fiyatı bile belirlenemedi, yani kimse bunları satın almak ve nakit parasını bunlarla takas etmek istemedi. Bu likidasyonun daha geniş çaplı sonuçları çok büyük ve ani oldu.

Temel ticaret bahislerine yüklenen hedge fonlar tehlikedeydi. Tam da herkesin aynı şeyi yaptığı bir anda nakit toplamak için ellerindeki varlıkları

elden çıkarmaları gerekecekti. Hedge fonlar Eylül ayından bu yana baz ticareti bahislerinin bir kısmını azaltmış gibi görünüyordu, ancak bu tür bahislerin seviyesi hala tarihsel olarak yüksekti. Ve kötü giden tek hedge fon bahisleri bunlar değildi. "Risk paritesi fonları" olarak adlandırılan bir hedge fon sınıfı, tahvil, hisse senedi ve emtia gibi vadeli işlem sözleşmeleri üzerine bahis oynamak için borç para almıştı. Bahislerini, her bir varlığın göreceli riskini yansıtacak şekilde dağıtmışlardı. Ancak hisse senetleri ve Hazine tahvillerindeki eş zamanlı -ve bir zamanlar düşünülemeyen- düşüş, göreceli riskle ilgili tüm denklemleri alt üst etti. Risk-paritesi hedge fonları kendilerini bir sıkışma içinde buldular ve tüm piyasanın nakit biriktirdiği bir anda 1. nakde geçmek zorunda kaldılar.

Powell bu krize Fed'e neredeyse eşi benzeri görülmemiş bir güçle müdahale etme yetkisi vererek yanıt verdi.

Eylül ayında, repo piyasası çöktüğünde, Fed 75 milyar dolarlık repo kredisi vererek piyasaları şok etmişti. Fed, 12 Mart Perşembe günü 500 milyar dolar, ertesi gün de 1 trilyon dolar repo kredisi vereceğini açıkladı. Fed, Wall Street'e 1,5 trilyon dolar acil yardım teklif ediyordu. Yardım etmek için neredeyse hiçbir şey yapmadı. Dow düşüşünü sürdürdü ve günü 2.300 puan ya da yüzde 10 düşüşle kapattı.

Cuma günü Federal Rezerv'de işler telaşlıydı. Eccles Binası yakında kapanacak ve Fed personeli ile yönetim kurulu uzaktan çalışmak üzere evlerine gönderilecekti. Ancak bu gerçekleşmeden önce Jay Powell son bir acil durum toplantısı yapmayı kabul etti. Amerikan finans sistemi bu noktaya kadar belli bir kas hafızası geliştirmişti. Dalgalanma kontrolden çıktığında tüm dikkatler Federal Rezerv'e çevriliyordu. Merkez bankası Pazar günü öğleden sonra toplanarak nasıl tepki vereceğini kararlaştıracaktı.

FOMC toplantıları sırasında Fed'in yönetim kurulu odasının ortasındaki devasa cilalı masa oldukça kalabalık oluyor. Toplantılar sırasında dış duvar boyunca bir sandalyede oturmak yerine masada oturmak bir statü sembolü olarak kabul edilir. Fed yıllar içinde yeni bölümler ve üst düzey pozisyonlar oluşturdukça, yönetim kurulu masasındaki kalabalık da büyüdü ve tüm klasörleri, kağıtları ve kahve fincanlarıyla birlikte birbirlerine yakın bir yere doluştular. Bu durum 15 Mart Pazar günkü toplantıyı daha da çarpıcı hale getirdi. Masa neredeyse boştu. Masanın her iki yanına iki büyük video

monitörü yerleştirilmişti ve toplantı başladığında FOMC yönetim kurulu üyelerinin yüzleri ekranlara yansımaya başladı. Eccles Binası'na ulaşan az sayıdaki yönetim kurulu üyesi büyük masada birbirlerinden birkaç metre uzakta oturuyordu. Bir katılımcı bunun perili bir evde oturmak gibi olduğunu söyledi.

New York Fed Başkanı toplantıyı ekonomik koşullara ilişkin genel bir değerlendirmeyle açtı. Şaşırtıcı olmayan bir şekilde, bu bir korku gösterisiydi. Hazine piyasaları, tahvil piyasaları, petrol piyasaları ve hisse senedi piyasalarının hepsi serbest düşüşteydi. Başkan özellikle sorunlu olan üç piyasaya odaklandı. Bunlardan ilki, işler henüz 2008'deki kadar kötüleşmemiş olmasına rağmen, durma noktasına gelmiş gibi görünen kurumsal borç piyasalarıydı. Bu piyasalarda stres giderek artıyordu.
Ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler ya da CMBS'ler için piyasalar, analist John Flynn'in tüm bu hesap tablolarını incelediğinde aşırı iyimser varsayımlara dayandığını keşfettiği kredi portföyleri. Ele aldıkları ikinci piyasa, alım satım işlemlerinde "keskin bir düşüş" yaşayan Hazine piyasasıydı. Son olarak da kısa vadeli kurumsal krediler ya da genel adıyla kısa vadeli ticari kâğıt piyasalarını ele aldılar. Bu kredilerin neredeyse nakit kadar kolay alınıp satılması gerekiyordu, ancak bu piyasalar da ele geçiriliyordu.

FOMC üyeleri bu konuda ne yapmaları gerektiğini tartışmaya başladı. Viral bir salgınla karşı karşıya kaldığında Fed'in elindeki araçlar çok sınırlıydı. Fed ne hastanelere ne de işten çıkarılan ya da evde kalmaları söylenen kişilere para verebilirdi. Fed virüsün geçişini yavaşlatamaz ya da yüz maskeleri için gerekli malzemelerin üretilmesine yardımcı olamazdı. Bu tür sorunları değerlendirirken, Fed kendi geçmiş eylemlerine bakabilirdi. Fed'in 2008 krizinden aldığı derslerden biri, daha hızlı ve daha büyük hareket etmenin daha iyi olduğuydu. Fed'de eski bir kıdemli ekonomist olan ve banka içinde 2008 müdahalesini inceleyen bir dizi "çıkarılan dersler" çalışmasına katılan Claudia Sahm, "2008'de çok yavaş hareket ettiler" dedi. Fed sıfır sınırını aştığında ve niceliksel genişleme gibi araçları kullandığında, bu durum bunu tekrar yapmayı kolaylaştırdı. Artık Fed'in kullanabileceği bir dizi araç vardı ve bunları kullanma pratiğine sahipti. Ve teori, bu araçlar ne kadar hızlı kullanılırsa işlerin o kadar iyi olacağı yönündeydi. Sahm, "Bir resesyona kısa devre yaptırmak ve onu daha az şiddetli hale getirmek için sahip olduğunuz en iyi fırsat tam da başlangıçta" dedi. Bu düşünce Fed'in

liderlik ekibinde de baskın hale gelmiş görünüyor. Mart ayının o Pazar günü, Jay Powell ve ekibi kapsamlı bir dizi eylem önerdi.

Powell'ın Fed'i, Ben Bernanke'nin 2008 ve 2009'da yaptığı hemen hemen her şeyi yapacaktı, ancak bu kez bunu birkaç ay yerine bir hafta sonunda yaptı. Faiz oranlarını neredeyse sıfıra indirdi. Yabancı merkez bankalarıyla "takas hatlarını" açarak onlara yerel para birimleri karşılığında dolar verdi (bu önemliydi çünkü küresel borçların büyük bir kısmı dolar cinsindendi). Toplam 700 milyar dolar değerinde yeni bir niceliksel gevşeme turu gerçekleştirdi ve tahvilleri eskisinden daha hızlı bir oranda satın aldı. Fed şunları satın alacaktı

Bir sonraki Salı gününden önce 80 milyar dolar değerinde tahvil, yani daha önceki QE turlarında bir ay içinde yaptığı kadar parayı kırk sekiz saat içinde bankacılık sistemine aktardı. Faiz oranlarını gerektiği sürece sıfıra yakın tutma sözü vererek ileriye dönük yönlendirmelerde bulundu. Ve tüm bunları bir gün içinde başlattı.

FOMC acil eylemleri neredeyse oybirliğiyle kabul etti. Bir bölgesel banka başkanı, Cleveland Fed'den Loretta Mester, faiz oranının yüzde 0,1 yerine sadece yüzde 0,5'e kadar düşürülmesi gerektiğini düşündüğü için plana karşı oy kullandı.

Toplantı sona erdiğinde Powell gazeteciler için bir konferans görüşmesi düzenleyerek acil önlemler dizisini duyurdu. Sesi sanki yurtdışından arıyormuş gibi tizdi ve her şey çok dağınık bir havadaydı. Fed'in eylemlerinin ölçeği yatırımcıları yatıştırmayı amaçlıyordu, ancak bunun yerine onları korkuttuğu görüldü. Pazar günü öğleden sonra Powell'ın sesini duymak sinir bozucuydu; FOMC'nin bir sonraki Salı günü toplanacak olması bu korkuyu daha da arttırdı. Fed yaptığı şeyi yapmak için kırk sekiz saat bekleyemiyorsa, o zaman işler gerçekten vahim olmalı. Bir kez daha, bir Pazar akşamı, finansal yatırımcılar adrenalin dalgalanmaları yaşadı ve kötü haberler ışığında varlıklarını yeniden düzenlemek için çılgınca aramalar yapmaya başladı. İşlem haftası başladığında ne olacağını biliyorlardı.

Ertesi sabah piyasalar serbest düşüşle açıldı. Dow yüzde 13 oranında düştü. O Pazartesi, bir hafta önce güç kazanmaya başlayan mali krizin ekonomiyi tamamen sardığı gündü.

16 Mart haftası, Wall Street'teki insanların mümkün olduğunu düşünmedikleri şeylerin gerçekleştiğini gördükleri bir haftaydı. Guggenheim'ın baş yatırım yetkilisi Scott Minerd, Hazine bonosu piyasasının donduğunu gördüğünde hayretler içinde kaldı. Benzer bir çöküş 2008 yılında ipotekli tahvil piyasasında da yaşanmış ve küresel bir paniğe ve çöküşe yol açmıştı. Ancak bunun 20 trilyon dolarlık ultra güvenli Hazine bonosu piyasasında gerçekleştiğini görmek sadece korkutucu değildi. Anlaması da zordu.

Minerd gibi biri bir borç piyasasına baktığında, "spread" denilen bir şeye bakar. Spread, bir satıcının borç için belirlediği fiyat ile
bir şey ve alıcının ödemeye istekli olduğu şey. Bir kişi bir tahvili 10 dolara satmayı teklif ediyorsa, ancak alıcılar yalnızca 9,90 dolar ödemeye istekliyse, fark 10 sent veya yüzde 1'dir. Tipik olarak, bir Hazine bonosundaki spread 1 sentten çok daha azdır. Bunun nedeni çok sayıda alıcı ve satıcının olması ve çok sayıda işlem gerçekleştirmesidir, bu da fiyatını bulmayı nispeten kolaylaştırır.
Bir Hazine spreadi tipik olarak şöyle bir şeydir
Yüzde 0,031 veya yüzde 0,016. Mart krizi sırasında Minerd, bazı Hazine bonolarındaki spread'in yüzde 4'e kadar genişlediğini gördü. Bazı noktalarda, Hazine tahvilleri üzerindeki teklifleri ve alıcıları göstermesi gereken ekran boş kaldı, yani üzerinde anlaşmaya varılmış bir fiyat bulunamadı.

Bu kaotik çöküş her tür borca sirayet etti. Hazine borçlarına kıyasla daha riskli olan şirket borçları üzerindeki spreadler hızla açılmaya başladı. Minerd, "Olayın zirvesindeyken, şirket borçlarında teklif/oPer farkı bazı durumlarda yüzde otuzdu" dedi. "Bu düşünülemez bir şey."

Chicago'da tüccar Jim Bianco, ailesi ve köpekleriyle birlikte evine kapanmıştı. Şehir perili gibiydi. Hafta içi trafiği bir Pazar günü sabahın erken saatlerinde tipik olan bir hıza yavaşladı. Finans piyasaları da benzer şekilde sarsılmış ve içi boşalmış hissediyordu.

Bianco, finansal sistemin çekirdeğini oluşturan büyük bankaların sağlığı konusunda çok endişeliydi. Büyük bankaların hisse senedi değeri, borsanın zirve yaptığı Şubat ayı ile 23 Mart arasında yüzde 48 oranında düştü. Büyük bankaların en büyüğü olan JPMorgan Chase'in hisseleri bu süre zarfında yüzde 43 değer kaybetti. Bianco, "Gerçekten de bankacılık sektöründe belki de '08'den bile daha büyük bir yıkımla karşı karşıyayız" dedi. Bankalar batmamıştı ve rezerv hesaplarında hala çok fazla nakit vardı. Ancak Bianco

ve diğerleri başarısızlıklarının ufukta olduğunu görebiliyorlardı ve ufuk çok uzakta değildi.

16 Mart Pazartesi günü, en büyük sekiz banka ortak bir açıklama yaparak hepsinin Fed'in "iskonto penceresinden" acil kredi almak için adım atacağını duyurdu. Bu bankalar yıllardır vasiyetname ve stres testi tartışmalarını tıkamıştı ama şimdi hızlı hareket ettiler. Geçmişte bankalar Fed'in acil kredi iskonto penceresinden kredi almaktan kaçınıyordu çünkü kredi almak zayıflık sinyali veriyordu. Bankalar hep birlikte adım atarak birbirlerini acil durum borçlanmasının damgalanmasından korumuş oldular. Bankalar paraya hemen ihtiyaç duymadıklarını, ancak bu açıklamayı şu amaçlarla yaptıklarını söylediler

İhtiyaç duymaları halinde bu seçeneği açık tutmak. Bianco, banka hisselerinin yüzde 15 daha düşmesi halinde banka iflaslarının başlayacağını tahmin ediyordu.

Kargaşa, rekor düzeydeki borçların kurumsal Amerika'nın dokusuna işlediği olağanüstü zayıflığı ortaya çıkardı. Büyük şirketler sadece kapanma sırasında kapılarını açık tutmak ve ışıklarını yakmak için nakit bulma konusunda çaresiz değillerdi. Nakit bulma konusunda çaresizdiler çünkü son on yılda rekor bir hızla aldıkları ve Federal Rezerv tarafından her adımda teşvik edilen kaldıraçlı krediler ve şirket tahvilleri için düzenli ödemeler yapmak zorundaydılar. Şirket tahvilleri, Powell'ın Dillon, Read ve Carlyle'daki günlerinde öğrenmiş olacağı affetmeyen bir yapıya sahipti. Bir şirket tahvil ya da kaldıraçlı kredi olarak 1 milyon dolar borç aldığında, vadesi gelen son güne kadar sadece borcun faizini ödüyordu, bu noktada borcun tamamını ödemesi ya da piyasada satıp çevirerek yeniden finanse etmesi gerekiyordu. Ekonomi durduğunda, müşteriler evlerinde kaldı ve nakit akışı durdu. Southwest Havayolları'ndan AT&T'ye ve Ford'a kadar şirketler borç yüklerinin tamamının faiz ödemelerini yapmak ya da temerrüde düşmek zorunda kaldılar.

Kurumsal borç piyasalarının kırılganlığı, bankacılık sistemini çökertmekle tehdit eden, her biri bir zincir gibi birbirine bağlı bir dizi kriz yarattı. İlk ve acil kriz, nakit bulmak için çırpınan borçlu şirketlerden kaynaklandı. Yaşadıkları panikle bu şirketler, belirli bir limite kadar hızlı bir şekilde nakit borç almalarını sağlayan ve döner kredi kolaylığı olarak adlandırılan acil durum borç kaynağına hızla başvurdular. Piyasaların 16 Mart'ta çökmesinin ardından Southwest Havayolları 1 milyar dolarlık döner kredi imkanını

kullandı. Otel işletmecisi Hilton 1.75 milyar dolar çekti. General Motors, bir sonraki hafta

16 milyar dolar çekecekti. Bu durum banka hisselerinin birkaç hafta içinde neden neredeyse yarı yarıya düştüğünü açıklamaya yardımcı oldu. Döner kredi olanakları, piyasadaki dalgalanmayla başa çıkmaya çalışan bankaları bile kan kaybına uğratmakla tehdit ediyordu. Jim Bianco gibi analistler için daha da endişe verici olan şey ise. Kredi vardı hala muhtemelen yetersiz için

Kaydet birçok Sorunlu şirketler, yani şirketler bankalardan nakit çekecek ve daha sonra iflas ettiklerini açıkladıklarında bu parayı da yanlarında götüreceklerdi. Başarısızlıklar zincirinin ikinci halkası, şirketler borç ödemelerini aksatmaya ve kredileri ödeyememeye başladıklarında ortaya çıkacaktır. Bu da borçluları

Standard & Poor's ve Moody's gibi derecelendirme kuruluşları Ford gibi şirketlerin notunu düşürerek birçoğunu çöp borç alanına taşıdı. Bu tür bir not düşürme dalgası kaçınılmaz görünüyordu ve büyük bankalar için ciddi bir sonuç doğuracaktı. Not indirimleri CLO endüstrisinin böğrüne saplanan bir torpido gibi olacaktı. Bankalar kaldıraçlı kredileri CLO paketleri halinde bir araya getiriyor ve bunları emeklilik fonlarına satıyordu, ancak bankalar aynı zamanda kendileri için de CLO satın alıyordu. Sadece 2019 yılında, büyük bankaların elindeki CLO'ların değeri yüzde 12 artarak 99,5 milyar dolara yükseldi. JPMorgan o yıl kendi varlıklarını yüzde 57 oranında artırmıştı. Bu CLO yatırımlarının büyük çoğunluğu üç büyük bankanın elindeydi: JPMorgan, Wells Fargo ve Citigroup, birlikte tüm CLO banka varlıklarının yaklaşık yüzde 81'ine sahipti. Yaklaşan kredi notu düşürme dalgası, CLO'ların değeri için ciddi bir risk oluşturuyordu. CLO'ların çoğu, sadece çok fazla önemsiz borç tutmalarına izin veren bir sözleşme maddesi içeriyordu. Eğer CLO'ların içindeki kaldıraçlı kredilerin daha fazlasının kredi notu düşürülürse, bu durum sözleşmelerdeki standartları ihlal edecek ve CLO'lar ellerindeki önemsiz borçları satıp yerine yenilerini koymak ya da tüm CLO'nun değerini düşürmek zorunda kalacaklardı.

Önemsiz borçları satmaya çalışma olasılığı ayıltıcıydı. Yatırımcılar zaten bir satış izdihamı içinde varlıklarını elden çıkarıyorlardı. Bu dönemde adının açıklanmaması koşuluyla kendisiyle röportaj yapılmasına izin veren bir finans tüccarının iş gününün ardından sesi sarsılmış gibiydi. Kendisi, piyasadaki çalkantılar karşısında duygusal olmamakla övünen, bıkkın, hatta alaycı Wall Street tiplerinden biriydi. Ancak Mart ayının ortalarında sesinde

gerçek bir korku tonu vardı. Büyük yatırımcıların OP varlıklarını ürkütücü bir çaresizlikle sattıklarını söyledi. Bunu, bir apartmanı 100 dolara satan insanları izlemeye benzetti. Bir apartmanı 100 dolara satın almak heyecan verici olsa da işaret ettiği şey nedeniyle tedirgin ediciydi. Kitlesel bir tasfiye başlamıştı ve bu daha da kötü şeylerin habercisiydi.

Federal Rezerv'in çok az başkanı neler olup bittiğini Powell'dan daha iyi anlayabilecek bir konumdaydı. Uzun kariyeri, modern finansal sistem ve eksiklikleri konusunda genişletilmiş bir eğitim kursu olarak düşünülebilir. Kaldıraçlı krediler ve şirket tahvillerinden oluşan büyük yapıların kurulmasına ve satılmasına bizzat yardım etmişti. Hazine Bakanlığı'nın devlet borçlarını açık arttırmaya çıkaran bölümünü denetlemişti. Ve yıllarca sistemik kırılganlık konusunda uyarılarda bulunmuştu.

Fed'in teşvik ettiği bir durumdu. Geçmişe bakıldığında, Powell'ın uyarılarından biri özellikle önem kazanmaktadır. Powell 2013 yılında, varlık fiyatları düzeldiğinde Fed'in zararı kontrol altına almasının ne kadar zor olacağını öngörmüştü. "Her halükarda, politikamız sayesinde giderek daha olası hale gelen büyük, dinamik piyasa olaylarını düzenleyebileceğimize ya da yönetebileceğimize dair düşük düzeyde bir güvene sahip olmalıyız" demişti.

Powell'ın 15 Mart'ta başlattığı acil durum eylemleri, herhangi bir standarda göre ezici bir güç gösterisiydi. Merkez bankası tarafından daha önce yapılan tüm müdahalelerden daha geniş kapsamlı, daha büyük ve daha hızlıydı. Ancak 20 Mart Cuma akşamı, bir haftalık finansal katliam Fed'in eylemlerinin paniği durdurmak için yeterli olmadığını kanıtladı.

Bu noktada Powell, Fed'in kurtarma operasyonunun merkez bankasını daha önce hiç gitmediği alanlara itecek bir sonraki aşamasını tasarlamaya başlamıştı bile. Banka ilk kez şirket tahvillerini, CLO'ları ve hatta kurumsal önemsiz borçları doğrudan satın alacaktı. Bu, Fed'in ekonomik sistemin tamamen yeni alanlarına girmesini sağlayacak ve bu noktadan sonra borç piyasalarını değiştirecekti. Planın bu aşaması, tarih için yazıya dökülen resmi FOMC toplantılarında tartışılmadı. Jay Powell, New York Fed'den John Williams ve Başkan Lael Brainard gibi Fed yetkilileri arasında yapılan bir dizi çılgınca telefon görüşmesi sırasında ele alındı.

Ancak Powell sadece merkez bankası içindeki kişilerle konuşmuyordu. Görüşmelerinin çoğu ABD Hazine Bakanlığı'na yönlendiriliyordu. Eğer Fed ihtiyaç duyduğu yerlerde erişim alanını genişletecekse, Hazine

Bakanlığı'ndan onay alması gerekiyordu. Bu şans eseri oldu. Bakanlık Powell'ın Washington'daki en güçlü müttefiklerinden biri tarafından yönetiliyordu: Steven Mnuchin.

BÖLÜM 15

KAZANANLAR VE KAYBEDENLER

(2020)

Steven Mnuchin, Başkan Trump adayları incelerken Jay Powell'ı bir sonraki Fed başkanı olarak bizzat kendisinin önerdiğini belirtmekte gecikmedi. Böyle bir tavsiye Trump yönetiminde uzun bir yol kat etti. Mnuchin gibi birinden gelen iyi bir söz Trump'ın karar vermesinde belirleyici olabilir; Mnuchin, Trump'ın tüm yönetimi boyunca görev yapan birkaç kabine sekreterinden biriydi. Trump Janet Yellen'dan etkilenmiş olsa da Mnuchin'in Jay Powell ile daha güçlü bir bağı vardı. Her iki adam da özel sermaye ve kaldıraçlı krediler dünyasında uzun bir geçmişe sahipti. Bankacılık ve anlaşma yapma konusunda aynı kelimeleri konuşuyorlardı ve dünya hakkında ortak bir duyarlılıkları vardı. Powell işi aldıktan sonra, Mnuchin ve Powell haftada en az bir kez öğle yemeği yediler.

Powell gibi Mnuchin de piyasalar ve ticaret konusunda ayrıntılı bir anlayışa sahipti. Profesyonel kariyerine babasının da önemli bir ortağı olduğu Goldman Sachs'ta başladı. Şirkette geçirdiği dokuz yılın ardından Mnuchin de ortak oldu. Goldman'dan 2002 yılında yaklaşık 46 milyon dolar değerinde h şirket hissesiyle ayrıldı. Mnuchin daha sonra ESL Investments adlı bir özel sermaye fonuna katıldı, ardından Dune Capital adlı kendi hedge fonunu kurdu. Mnuchin 2008'deki konut piyasası çöküşünden sonra aralarında Michael Dell (bilgisayar şirketinin kurucusu) ve George Soros'un da bulunduğu bir grup yatırımcıyı organize ederek büyük bir vurgun yaptı. Kaliforniya'da batık ev kredilerinin önemli bir sağlayıcısı olan IndyMac adlı batık bir bankayı satın aldılar. Şirketin adını OneWest olarak değiştirdiler ve bir ev haczi çılgınlığına girişti ve sonunda bankayı 2015 yılında 3,4 milyar

dolara sattı. Mnuchin hassas durumları nasıl yöneteceğini ve sorunlu yatırımcılar ve müşterilerle nasıl başa çıkacağını biliyordu. Ayrıca Trump yönetiminin arka planına karışmak ve aynı zamanda nüfuzunu korumak konusunda doğaüstü bir yeteneğe sahipti. Mnuchin bunu kısmen yapabiliyordu çünkü Trump'ın yapmaktan en nefret ettiği şeyi, yani ayrıntılarla uğraşmayı çok iyi beceriyordu.

Koronavirüs salgını Amerikan ekonomisini çökerttiğinde, Beyaz Saray adına Kongre ile müzakerelerde başrolü üstlenen Donald Trump değil Mnuchin oldu. Meclis Demokratların, Senato ise Cumhuriyetçilerin kontrolünde olduğu için bu hassas bir işti. Mnuchin, Demokrat Meclis Başkanı Nancy Pelosi ile sık sık görüşerek Beyaz Saray ile muhalefet partisi arasında bir köprü kurdu. Kongre, Donald Trump yönetimi sırasında fikirlerin, hırsların ve kamusal amaçların mezarlığı haline gelmişti. Vergi indirimi ve ceza adaleti reformu yasasını geçirdikten sonra Kongre başka pek bir şey yapmamıştı. Senato Çoğunluk Lideri Mitch McConnell enerjisinin çoğunu Cumhuriyetçi oyların salt çoğunluğunu gerektiren federal yargıçların atanmasına odaklamıştı. Sıra pandemiyi ele almaya geldiğinde kimsenin Kongre'den büyük umutları yoktu. Trump, Kongre'yi bir tür yardım tasarısı geçirmeye teşvik etti, ancak yol gösterme ya da destek verme konusunda pek bir şey söylemedi. Trump gününün saatlerini televizyon kameraları önünde manik monologlar yaparak geçirdi. 18 Mart'a gelindiğinde Kongre, sorun için tamamen yetersiz olan toplamda yaklaşık 230 milyar dolarlık iki yardım tasarısını kabul etmişti. Umut verici eylem işaretlerinin herhangi bir eylem planının Senato'nun zehirli atmosferine taşındığı ve McConnell'in de bu planların tasfiyesine yardımcı olduğu anda dağılacağı tanıdık bir ritim gelişti.

Bu da Amerika'yı bir kez daha Federal Rezerv'e bağımlı hale getirdi. Ancak Fed, Powell'ın düşündüğü şeyleri yapacaksa tek başına hareket edemezdi. Mart ayının bu döneminde Mnuchin ve Powell günde yaklaşık yirmi kez telefonda konuştular. Powell'ın Hazine Bakanı ile konuşmaya ihtiyaç duymasının yasal bir nedeni vardı. Kongre Fed'in acil durum yetkilerini 2008'deki çöküşün ardından, Fed'in hızlı bir şekilde ve çok az denetimle ayarlanan krediler verdiği zaman sınırlamıştı. Kongre 2010 yılında DoddFrank reform yasasını kabul ettiğinde, Fed'e yeni kısıtlamalar getirerek bankanın

Fed'in tüzüğünde belirtilmeyen acil durum eylemleri için ABD Hazine Bakanlığı. Kongre 1913 yılında Fed'i kurduğunda, kanun koyucular merkez

bankasının yetkilerinin kapsamını belirlerken temkinli davrandılar. Bankanın yapabileceklerini belirlerken olduğu kadar yapamayacaklarına ilişkin katı sınırlar koyarken de dikkatli davrandılar. Fed'in şirketlere doğrudan borç verme ya da kaldıraçlı krediler gibi riskli borçları üstlenme yetkisi reddedildi. Bu kısmen Fed'in bazı sektörleri diğerlerine göre doğrudan sübvanse ederek ekonomide kazananları ve kaybedenleri seçememesi için tasarlanmıştı. Fed, Bear Stearns gibi batmakta olan yatırım şirketlerine kredi sağladığı 2008 yılında tartışmalı bir şekilde bu sınırın dışına çıkmıştı. Ancak Dodd-Frank, Hazine Bakanı'na bu tür eylemler üzerinde açık bir denetim yetkisi verdi.

Bu nedenle Powell Mart ayında evden çalışmaya başladığında masasında Dodd-Frank'in bir kopyası vardı. Powell, 20 Mart hafta sonu boyunca, her biri finansal sistemin farklı bölümlerini hedef alan, birbirine bağlı birkaç kurtarma paketini içerecek karmaşık bir kurtarma paketinin ayrıntılarını belirledi. Bu, Federal Rezerv tarihindeki en büyük, en geniş kapsamlı ve en önemli müdahale olacaktı. Merkez bankasının Amerikan ekonomisindeki rolünü en azından önümüzdeki on yıllar boyunca değiştirecek ve Fed'in 1nansal ayak izini önemli ölçüde artıracaktı. Paket, Powell ile Mnuchin, Fed guvernörleri ve üst düzey Fed çalışanları arasında yapılan telefon görüşmeleri sırasında düzenlendi. Resmi FOMC toplantılarının aksine, bu görüşmeler özeldi ve kamuoyunun incelemesi için yazıya dökülmedi. FOMC'nin tamamı, program nihai hale getirildikten sonra program hakkında oylama yapmamıştır. Program acil bir kredi ePort'u olduğu için, sadece yönetim kurulundaki bir avuç üyenin onayını gerektiriyordu.

Bu tartışmalarda yer alan bir katılımcı süreci yaratıcılığın tam tersi olarak tanımlamıştır. Fed yenilikçi ya da yeni bir şey yapmaya çalışmıyordu. Sadece finans dünyasının hangi köşelerinin Aames tarafından yutulduğunu tespit ediyor ve ardından Fed'in yeni para kaynağını bu yöne yönlendiriyordu. Fed, 2008 finansal krizi sırasında öncülük ettiği ve özel amaçlı araç ya da SPV olarak adlandırılan belirli bir yasal aracı yeniden diriltmeye karar verdi. SPV, temelde Fed'in ABD Hazine Bakanlığı'nı ortak olarak kullanarak kredi verme yetkisine getirilen sınırları aşmasına olanak tanıyan paravan bir şirketti. Mart ayında yapılan telefon görüşmelerinin birçoğu Fed'in Washington'daki avukatları ile

Fed'in New York'taki finans ekibi yeni SPV'leri oluşturacaktı. Her bir SPV temelde Fed ve Hazine Bakanlığı arasında ortaklaşa kurulan bir şirketti. Şirket, yaklaşık on dolarlık bir maliyetle Delaware eyaletinde tescil edildi.

Hazine Bakanlığı her bir SPV'ye vergi mükelleflerinin parasını yatırıyor, ardından Fed bu parayı kredi vermeye başlamak için tohum para olarak kullanıyor ve Hazine tarafından yatırılan her bir dolar için on dolar kadar borç veriyordu. Bu vergi mükellefi parası, Fed'in olağan sınırlarının dışına çıkmasına ve riskli borç satın almaya ve ekonominin yeni bölümlerine kredi vermeye başlamasına izin veren şeydi. Eğer herhangi bir zarar olursa, bu zarar ilk olarak vergi mükellefleri tarafından karşılanacaktı ki bu da Fed'in aslında riskli krediler vermediğine dair yasal bir argüman oluşturmasına yardımcı oldu. Powell bu gerçeği programlar için bir gerekçe olarak gösterecekti. Fed daha fazla risk üstleniyor ve misyonunu genişletiyor olabilirdi, ancak Hazine Bakanlığı her şeyi denetliyordu, bu da bir düzeyde demokratik gözetim olduğu anlamına geliyordu.

Fed o hafta sonuna kadar üç önemli SPV oluşturdu.

İlk iki SPV, Fed'in şirket borçlarını satın almasına izin verecekti. Bunun arkasındaki motivasyon açıktı. Fed, şirketler kredilerinde temerrüde düştükçe, bankalara zarar verdikçe ve CLO'ların değerini düşürdükçe başarısızlıklar zincirinde neyin gelmekte olduğunu gördü. Bu felaketi önlemek için Fed, Fed Put'u tamamen yeni bir finans alanına genişletti. Hisse senedi ticareti yapan insanlar artık borsanın çökmesi halinde Fed'in bir kurtarma paketiyle devreye gireceğini varsayıyordu. Artık şirket tahvilleri ve kaldıraçlı kredilerle işlem yapan insanlar da aynı güvenceye sahip olacaktı. Bu durum, şirket borçları alım satım masalarının çok ötesinde yankılanan sonuçlar doğurdu. Şirket borçlarının faiz oranlarının, bu borcun altında yatan riski ölçmesi gerekiyordu. Riskli şirketler çok yüksek faiz oranları ödemek zorunda kalırken, güvenli şirketler düşük oranlar ödüyordu. Fed'in devreye girip şirket borçlarının büyük bir alıcısı haline gelmesi ve piyasa için bir dayanak noktası oluşturması, borç faiz oranlarının doğasını değiştirdi. Bu oranlar sadece şirketin riskini değil, aynı zamanda Fed'in tahvil satın alma iştahını da yansıtıyordu. Kritik olarak, Fed şirket tahvillerini bir kez satın aldığında, bu işlemi asla geri alamazdı. Wall Street'teki hevesli gözler gördüklerini her zaman hatırlayacaklardı. Fed her müdahale ettiğinde, gelecekte de müdahale edeceği varsayılırdı.

Belki de en çığır açıcı SPV, kaldıraçlı kredi veya şirket tahvili alamayacak kadar küçük olan orta ölçekli işletmelerin borçlarını satın alan üçüncü SPV idi. Bu program son derece deneyseldi. Programı oluşturan Fed avukatları, program açıklandığında yalnızca ana hatları belirlemişti. Ayrıntılara daha

sonra girmeyi planlıyorlardı. Programın yol gösterici ilkesi, Fed'in erişimini Wall Street'in sınırlarının ötesine taşıyacak olmasıydı. Fed bu planı uygulamak için piyasa yapıcıları kullanmak yerine bölgesel bankaları kanal olarak kullanacaktı. Bankalar küçük işletmelere kredi verecek, Fed kredinin yüzde 95'ini satın alacak ve geri kalanını bölgesel bankanın elinde tutmasına izin verecekti. Fed bu programa Ana Cadde Kredilendirme Programı adını verdi.

Kurtarma planının son parçası yeni bir SPV değil, büyük ölçekli, neredeyse kalıcı bir niceliksel genişleme programı şeklinde devasa bir para girişiydi. Bu yeni QE turunun parametreleri kasıtlı olarak belirsiz bırakılacaktı. Fed gerekli olduğuna karar verdiği kadar parayı, ihtiyaç duyulduğu sürece yaratacaktı. Ölçeğin eşi benzeri görülmemişti. Fed bir hafta içinde 625 milyar dolarlık tahvil satın aldı ki bu rakam Tom Hoenig'in karşı oy kullandığı tüm program boyunca satın aldığından daha fazlaydı.

Plan, 22 Mart Pazar akşamına kadar büyük ölçüde tamamlanmıştı. Ancak küçük bir sorun vardı. Plan, Hazine Bakanlığı'nın yeni SPV'lere yaklaşık 454 milyar dolar yatırım yapmasını öngörüyordu ki bu da Fed'in yaklaşık
4 trilyon dolarlık yeni borç. Ancak Kongre, vergi mükelleflerinin 454 milyar dolarının kullanılmasına izin verecek bir yardım tasarısını henüz kabul etmemişti.

Powell ve ekibi Kongre'yi beklememeye karar verdi. Yeni SPV'leri 23 Mart Pazartesi sabahı piyasalar açılmadan önce açıklayacaklardı.

Fed'in o sabah yaptığı açıklama radikaldi ve paniği durdurmaya yetti. Yaklaşık doksan gün içinde Fed 3 trilyon dolar yaratacaktı. Bu, Fed'in 2008 finansal krizinden önce normal hızında yaklaşık üç yüz yılda basacağı kadar paraydı.

Fed'in eylemlerine karşı neredeyse hiç kamuoyu muhalefeti yoktu ve Powell Fed'in ePortlarını genişletti. İlk kurtarma operasyonundan sonraki üç haftadan kısa bir süre içinde
paketinde, Fed daha önce yaptıklarının üzerine inşa edilen yeni eylemler açıkladı. Bir kez daha, plan FOMC'nin tamamı tarafından oylanmadı ve bazı bölümleri 8 Nisan'da kapalı kapılar ardında yapılan oylamada oybirliğiyle kabul edilen yeni girişimlerin arkasındaki düşünceyi belirlemek için herhangi bir tutanak mevcut değil [I]

Fed 9 Nisan'da sadece kurumsal tahvilleri satın almakla kalmayacağını, aynı zamanda önemsiz borç olarak derecelendirilen daha riskli tahvilleri de satın alacağını açıkladı. Önemsiz tahvil alımları sınırsız olmayacaktı. Fed sadece pandemiden önce yatırım yapılabilir olarak derecelendirilmiş borçları satın alacaktı. Bu tahviller Wall Street'te düşmüş melekler olarak adlandırılıyordu ve Ford Motor Co. gibi şirketlerin borçlarını da içeriyordu. Fed, düşmüş meleklerin borçlarını satın alarak, Rexnord'unki gibi çok daha riskli kurumsal hurdaların zaten var olan çok daha büyük havuzlarına da yardım ediyordu. Düşmüş meleklerin borcu derecelendirme skalasında aşağıya düştüğünde, bu diğer kredilerin yerini alacak ve onları satın almak için çok daha az cazip hale getirecekti. Fed bu potansiyel çağlayanı durdurmuştu.

Yine o gün Fed, kaldıraçlı kredilerden oluşan CLO borçlarının büyük bir kısmını ilk kez doğrudan satın alabilmek için ayrı bir yeni programı ("vadeli varlığa dayalı menkul kıymet kredi tesisi" anlamına gelen TALF olarak adlandırıldı) güncelledi. Bu, Fed'in güvenlik ağının önemli ölçüde genişletilmesiydi ve kredi zararları ve standart üst sınırlarının ihlaliyle karşı karşıya kalan yüz milyarlarca dolar değerindeki CLO'larla ilgili endişenin giderilmesinde büyük bir rol oynadı. Ayrıca milyarlarca CLO borcuna sahip olan büyük bankalara da yardımcı oldu.

Tüm bunlar kamusal konuşmalara ya da kablolu haber ortamına neredeyse hiç nüfuz etmedi. Sebepler tahmin edilebilirdi: Her şey karmaşık ve anlaşılmaz bir dille gizlenmişti. Fed'in ifade ettiği gibi: SMCC [FII] değiştirildi ve genişletildi, TALF ise hane halklarına ve işletmelere kredi verilmesini desteklemek üzere yeni bir varlık sınıfı ekledi. Heyecan verici bir durum değil. Üstelik 35.000 yeni koronavirüs vakasının rapor edildiği (bir önceki ayın aynı gününde 201 vakaya kıyasla) ve eyaletlerin restoran ve mağazaları kapattığı bir günde daha da az ikna edici.

Ancak tahvil ticareti yapan ve bunları paketleyip satan insanlar için bu haber şok ediciydi. Bu 'un tarihi böldüğü şeylerden biriydi: SPV'ler oluşturulmadan önce işlerin nasıl yürüdüğü ve sonrasında işlerin nasıl yürüdüğü.

"Temelde artık kredi riskini toplumsallaştırdık. Ve ekonomimizin işleyiş biçimini sonsuza dek değiştirdik," diyor Fed danışmanı ve Guggenheim Investments'da kıdemli trader olan Scott Minerd. "Fed, ihtiyatlı yatırımlara müsamaha gösterilmeyeceğini açıkça ortaya koydu."

Fed'in programının açıklanması bile tahvil satıcılarını ve CLO operatörlerini yatıştırmaya yetti. Fed, mevcut şirket tahvillerinin sadece küçük bir kısmını satın aldı, tüm piyasayı desteklemeye yetecek kadar değil, ancak sorun yeniden başlarsa orada olacağını ve cüzdanının dipsiz olduğunu telgrafla bildirmişti. Bu, programın yaratıcılarının gözünde programın başarısının bir kanıtıydı. Hazine'den Steven Mnuchin özellikle memnundu.

"Bu işlemi birlikte duyurduğumuz gün - ve bu işlem için verdiğimiz taahhüt -Bu da tüm kurumsal tahvil piyasasının kilidini açtı," dedi Mnuchin daha sonra.

Bu eylemler, ne kadar dramatik olsalar da, yalnızca küçük bir grup insana doğrudan fayda sağladı: varlık sahibi olanlar ya da bu varlıkların ticaretini yaparak geçimini sağlayanlar. Ancak Fed'in mücadele ettiği finansal kriz, koronavirüs pandemisinin çok daha geniş çaplı krizinden farklı bir şeydi. Virüs, Amerikan toplumunda Fed'in ele alamayacağı alanlarda hesaplanamaz hasara yol açıyordu. Hastane sistemi bunalmıştı. Acil servis hemşireleri çöp torbalarından yapılmış doğaçlama koruyucu giysiler giyiyordu. Virüs daha hızlı yayıldı çünkü hastalanan pek çok işçinin ücretli hastalık izni yoktu, bu yüzden işte kaldılar ve başkalarına bulaştırdılar. Eyalet valileri viral test kitleri gibi gerekli malzemeleri temin etmek için birbirleriyle yarışmak zorunda kaldı. Maryland Valisi Larry Hogan, Güney Kore'den bir uçak dolusu test kiti getirtti ve bu kitler ülkeye ulaştıklarında silahlı koruma altında tutuldu. Enfeksiyonu yavaşlatmak amacıyla restoranlar, tiyatrolar, mağazalar ve okullar kapatıldı. Ancak bunlar kapalıyken, federal hükümet virüse karşı herhangi bir ortak müdahale uygulamakta tamamen başarısız oldu. Bu başarısızlık işletmeleri ve okulları baharın sonlarında korkunç bir seçimle karşı karşıya bıraktı: Ya salgın eskisinden daha kötü bir şekilde yeniden açılacak ya da kapalı kalmaya devam edeceklerdi. Bu dönemde yaklaşık 22 milyon Amerikan işi yok oldu ve Büyük Buhran'dan bu yana en kötü istihdam krizini yarattı. Merkez bankası bunları ele alamazdı ve merkez bankası liderleri uzun yıllar boyunca Kongre'deki mevkidaşlarının birçok derin sorunu ele almak için yeterince çaba göstermediğinden şikayet etmişti ekonomiyi etkiledi. Jay Powell da bu düşünceleri yinelemiş ve Mart ayındaki kurtarma paketinin önemli kısımlarını Kongre'yi beklemeden uygulamaya koymuştu.

Ancak Fed'in çığır açan SPV'lerinin açıklanmasından sadece birkaç gün sonra Kongre devreye girecekti. CARES Yasası adı verilen modern tarihin en büyük ve en pahalı yasa tasarılarından birini geçirecekti. Bu, Mnuchin,

Trump, Pelosi ve McConnell için büyük sorunları çözebileceklerini ve ABD hükümetinin ihtiyaç duyulduğunda yardım eli uzatabileceğini gösterme şansıydı.

CARES Yasası, Fed'in SPV'lerini finanse etmek için 454 milyar dolar vergi mükellefi parası da dahil olmak üzere, pandemiyle mücadele etmek için 2 trilyon dolarlık harcama yetkisi verdi. CARES Yasası'nın en çok dikkat çeken kısmı, harcamaların doğrudan insanlara giden yaklaşık 292 milyar dolarlık kısmıydı. Bu harcamanın bu kadar dikkat çekmesinin iyi bir nedeni vardı. Bu harcamadan yararlanan milyonlarca insan için etkisi anında ve faydalı oldu. Ve hükümet daha önce hiç böyle bir şey yapmamıştı; insanlara önceki vergi ödeme düzeylerine ve hatta mevcut ihtiyaç düzeylerine bakılmaksızın doğrudan ödemeler gönderiyordu. Bu doğrudan yardımlar, sokağa çıkma yasaklarından doğrudan etkilenenler için daha fazla yardımla birleştirildi. Eyaletler tarafından yönetilen işsizlik sigortası yardımları Temmuz ayına kadar haftada 600 dolar artırıldı. Bu yardım, daha düşük bir seviyede olsa da, o yaz kısmen uzatıldı.

Doğrudan insanların banka hesaplarına aktarılan harcamalar CARES Yasası'nın en görünür kısmıydı. Ancak bu, CARES Yasası ve üç küçük yasa tasarısını içeren ve Kongre tarafından onaylanan genel yardım harcamalarının nispeten küçük bir parçasıydı. *Washington Post*'un Sorumlu Federal Bütçe
Komitesi'nin verilerine dayanarak yaptığı bir analize göre, bu paranın yarısından fazlası işletmelere yönelikti. Pandeminin yarattığı halk sağlığı krizini ele almak ya da virüsün yayılmasını yavaşlatmak için 4 trilyon doların çok küçük bir kısmı tahsis edildi.

Paranın 670 milyar dolar tutarındaki en büyük kısmı Maaş Çeki Koruma Programı ya da PPP adı verilen acil durum kredi programını finanse etti. Buradaki fikir, işletmelerin PPP kredisi alması, çalışanlarını tutması ve ardından işletmeler yeniden açılıp herkes işine geri döndüğünde kredinin affedilmesiydi.

çalışmak. Bu para, uzun ve cezalandırıcı karantina dönemlerinde büyük sıkıntılar çeken çok sayıda ve çeşitlilikte işletme sahibine potansiyel olarak yardımcı olabilirdi. Ve milyonlarca işletmeye yardımcı oldu. Ancak tüm PPP parasının yarısından fazlası kredi alan şirketlerin sadece yüzde 5'ine gitti. Bu rakam bile etkinin darlığını hafife alıyordu. Tüm PPP'nin yüzde 25'i şirketlerin yüzde 1'ine gitti. Bunlar büyük hukuk firmaları ve ulusal gıda zincirleriydi ve en yüksek KÖİ miktarı olan 10 milyon doları aldılar. Bu faydalanıcılar arasında Boston Market restoran zinciri ve Boies Schiller Flexner'in yüksek güçlü hukuk şirketi yer aldı. Federal Rezerv ve diğerleri tarafından yapılan bir analiz, PPP programının yaklaşık 2.3 milyon işi şu maliyetle kurtardığını ortaya koymuştur

Başkan Trump'ın 50 milyon işi kurtaracağını ya da destekleyeceğini iddia etmesinin ardından iş başına 286.000 dolar.

CARES Yasası'nın yaklaşık 651 milyar dolarlık kısmı, işletmeler için elde edilmesi genellikle karmaşık olan vergi indirimleri şeklindeydi. Bu da vergi avantajlarının büyük ölçüde en iyi vergi avukatlarını tutabilen büyük şirketlere gittiği anlamına geliyordu. Örneğin Cheesecake Factory restoran zinciri, aşağıdaki tutarda bir vergi indirimi talep etmiştir

41.000 kişiyi işten çıkarmasına rağmen 50 milyon dolar. Vergi indirimlerinin yaklaşık 250 milyar doları, pandemiden ne kadar zarar görmüş olabileceklerine bakılmaksızın, herhangi bir sektördeki herhangi bir işletmeye verildi. İşletme sahibi olan kişilere 135 milyar dolar değerinde vergi indirimi sağlandı, yani yılda 1 milyon dolardan fazla kazanan yaklaşık 43.000 kişinin her biri 1,6 milyon dolar değerinde bir yardım aldı. Genel olarak, bu milyarlarca dolar sessizce şirket kasalarına ve ülkenin dört bir yanındaki kişisel banka hesaplarına aktarıldı. Paranın çılgınca eşitsiz dağılımı, aylar sonra *Washington Post'un* bilgileri kamuya açık hale getiren bir açık kayıt davasını kazanmasının ardından kamuoyuna açıklanmadı.

Hem Kongre'den hem de Federal Rezerv'den gelen federal yardımın eşitsiz dağılımı, 2020 yılında Amerika'nın ekonomik sisteminin altında yatan yapıyı ortaya çıkardı. Dolarlar ülkenin finansal tesisatından geçerken, bu sistemin hangi kısımlarının oldukça iyi çalıştığını, hangilerinin çalışmadığını aydınlattı. Örneğin Fed'in parayı piyasa yapıcılara ulaştırmak için kullandığı sistem, hipermodern ve bakımlı bir ağın hızı, pürüzsüzlüğü ve verimliliği ile çalıştı. Diğer herkes için para, reklamı yapılan rahatlamayı sağlamada başarısız olan ihmal edilmiş, sızdıran bir ağ üzerinden taşındı. Bir

PPP kredilerinin ihtiyacı olan küçük işletmelere ulaşamamasının nedeni, kredilerin katılımcı bankalarla çalışması gereken Küçük İşletmeler İdaresi aracılığıyla işleme konmasıydı. SBA, bu ölçekte bir acil durum programını daha önce hiç yönetmemiş uykulu bir kurumdu. Şaşırtıcı olmayan bir şekilde, bu sistemde en iyi durumda olan şirketler, karmaşık ve bunalmış bir bürokrasiyi en iyi şekilde yönlendirebilen şirketlerdi.

Trump yönetimi içinde müdahale bir başarı olarak görüldü. Örneğin Steven Mnuchin, bir kısmı ihtiyacı olmayan şirketlere ya da kişilere gitse bile acil durum parasını hızla kapıdan çıkarmak istedi. İdeal olarak mükemmel olan programın gerçekçi olarak iyi olanın düşmanı olmasını istemiyordu. Mnuchin paranın bir kısmının yanlış yönlendirildiğini biliyordu - Los Angeles Lakers'ı 4,6 milyon dolar kredi aldığı için kamuoyu önünde "çirkin" diyerek azarladı. Ancak Mnuchin, 1skal harcamaları parasal teşvikle birleştiren hızlı müdahalenin daha kötü bir felaketi önleyen tek şey olduğuna inanıyordu.

"Fed tarihinde hiçbir zaman o yılın Mart ve Nisan aylarında olduğu gibi Hazine ve Fed ile koordineli hareket edilmemişti. Finansal krizdeki hiçbir şey bunun yanına bile yaklaşamaz," diye hatırlıyor Mnuchin daha sonra. "Bence toplu olarak yaptıklarımızı yapmamış olsaydık - birlikte yaptığımız bazı eylemler ve [Fed'in] bağımsız olarak yaptığı bazı eylemler - sanırım bir Büyük Buhran yaşardık."

Merkez Bankası'nın kamuoyundaki imajı konusunda Federal Rezerv içinde giderek artan bir hassasiyet vardı. Jay Powell, bankayı orta sınıfa yardım eden bir araç olarak göstermek için bir ePort'a öncülük etti. Pandemiden önce 2019'da Powell, çalışan insanların endişelerini ve fikirlerini dinlemek ve bankanın onlara nasıl yardımcı olabileceğini tartışmak için bir "dinleme turuna" çıkmıştı. Bunun stratejik bir nedeni vardı. Fed'deki üst düzey liderler, diğer herkes sıkıntı çekerken çok zenginlere yardım etmenin popüler olmadığını biliyorlardı. Fed'in 2008 ve 2009'daki kurtarmaları hem sağdaki Çay Partisi hareketini hem de soldaki Wall Street'i İşgal Et hareketini canlandırmada biçimlendirici bir rol oynadı. Muhafazakarların tepkisi özellikle yoğundu ve Fed'in denetlenmesi ve daha sıkı bir şekilde düzenlenmesi yönünde sert çağrılara yol açtı,

hatta tamamen dağıtıldı. Bu durum, aralarında eski kıdemli ekonomist Claudia Sahm'ın da bulunduğu Fed'in kurum içi "çıkarılan dersler" oturumlarına katılanlar tarafından da kabul edilmiştir. "Fed her zaman eleştirilir. Çünkü bu kolay. Kimse onların ne halt olduğunu anlamıyor. Wall Street'i önemsiyor gibi görünüyorlar. Bu yüzden de darbe alacaklar," diyor Sahm. Fed'in Mart sonunda yeni programlarını açıklamasının ardından Sahm ve diğerleri tepkilerden endişelendi. "Yani, dört yıl içinde 'Fed'e Son' hareketinin neye benzeyeceğini düşünmek bile istemiyorum" dedi.

Önemsiz tahvil ve CLO'ların satın alınmasının işsiz kalan bir Starbucks baristasına yardımcı olacağını iddia etmek zordu. Ancak Fed'in Wall Street dışındaki insanlara yardım etmek için çok çalıştığını anlatırken gösterebileceği bir programı vardı. Bu program Ana Cadde Kredilendirme Programı'ydı. Program, CARES Yasası kapsamında insanlara adresinden gönderilen çeklere benziyordu. Çok ilgi gördü. Yeniydi ve hatta Fed'in tarihini takip eden insanlar için şok ediciydi. Fed'i Amerika'nın her yerinde tahvil piyasasına girebilecek şirketlere doğrudan kredi verme alanına itecekti. Fed engelleri aşıyor, erişim alanını genişletiyor ve tüm bunları küçük işletmelere yardım etmek için yapıyordu.

Main Street programı, Fed'in sadece varlık sahiplerini, hedge fonları ve Wall Street bankalarını kurtarmadığını iddia etmesini sağladı. Nisan ayında muhafazakar ve etkili ekonomist Glenn Hubbard *Wall Street Journal'a verdiği demeçte* Main Street programının başarısının önemli olduğunu söyledi. Bu, Fed'in yaratıcı enerjisini Wall Street dışındaki insanlara yardım etmek için kullanabileceğini gösterecekti.

> Hubbard gazeteye verdiği demeçte, "İşe yaramayacağından gerçekten endişeliyim," dedi.

İşe yaramadı. Main Street programı hantal, karmaşık ve kullanımı zordu. Yerel ve bölgesel bankaların önce küçük işletmelere kredi vermesine ve daha sonra Fed'in bu kredileri satın almasına dayanıyordu. Ancak Fed aynı zamanda yerel bankaların kredi değerinin yüzde 5'ini ellerinde tutmalarında ısrar ediyordu, yani bankalar bir miktar risk üstlenmek zorundaydı. Bankalar ayrıca, çok zor durumda olan ve hayatta kalma şansı çok az olan çok sayıda şirkete kredi vermenin gerektirdiği masraf ve çalışma nedeniyle de caydırıldı. Ana Cadde programı, bankalar tarafından
600 milyar dolar kadar kredi satın aldı. Kapatıldığı Aralık ayına kadar 17 milyar dolardan biraz daha fazla kredi satın almıştı.

Bu, Fed'in kurtarma programlarının etkisiz olduğu anlamına gelmiyordu. Sadece sadece belirli insanlar için etkiliydi. Gerçek kurtarma, başarılı kurtarma, şok edici derecede güçlü ve hızlıydı. Bu, varlık sahibi olan insanlar için bir kurtarma paketiydi. Hisse senedi sahipleri pandemi çöküşünden sonraki yaklaşık dokuz ay içinde tamamen kurtarıldı. Kurumsal borç sahipleri de öyle. Fed'in müdahalede bulunduğu Mart ayından itibaren borsa, tarihinin en büyük ve en hızlı yükselişlerinden birini yaşadı ve Dow Jones Endüstriyel Ortalaması değer patlaması yaşadı. Hazine piyasasının çöktüğü Mart ayı ortasında piyasa en düşük noktasına ulaştı. Ancak o gün ile Haziran ortası arasında - sadece üç ay içinde - piyasanın değeri yüzde 35 arttı. Bundan sonraki üç ayda ise yüzde 7 daha yükseldi. O zamana kadar hisse senetleri, restoranlar, sinema salonları, oteller ve yolcu gemileri tam kapasite çalışırken sahip oldukları değerden işlem görüyordu. Kaldıraçlı kredilerin ortalama aylık getirileri Nisan ayı gibi erken bir tarihte eski haline döndü. Ağustos ayına gelindiğinde, o kadar çok yeni yatırım yapılabilir tahvil ihraç edildi ki, 2017'de kırılan bir önceki rekor kırıldı.

Her zaman olduğu gibi, varlık fiyatlarındaki artış medyada bir patlama olarak tasvir edildi. Ve bu kez patlama o kadar yoğundu ki neredeyse gerçeküstüydü. Milyonlarca insan işsizdi, milyonlarcası evden atılma tehlikesiyle karşı karşıyaydı, restoranlar kapanıyordu ve yüz binlerce insan ölüyordu. Ama borç ve hisse senedi piyasaları 1re'deydi.

2020 yazında borsa, büyük ve boş bir odada tek başına oturup düşüncelerini canlı yayınlayan bir bilgisayar kamerasına bağıran David Portnoy adında kırklı yaşlarının ortalarında aşırı heyecanlı bir adam tarafından kişileştirildi. Portnoy, dikkat çekmeyi ve bunu sürdürmeyi çok iyi bilen internet ünlülerinden biriydi. 2003 yılında Boston'da *Barstool Sports* adında ücretsiz bir gazete çıkarmış ve bu gazete yıllar içinde çok ziyaret edilen bir web sitesine dönüşmüştü. *Barstool Sports* ilgi çekmek ve öfke yaratmak için zengin bir yemdi. Bir yazı dizisi, öğrencilerini taciz etmekten tutuklanan kadın öğretmenlere harf notu veriyordu. (Bir öğretmene sert bir not verildi. C'nin müstehcen fotoğraflarını paylaşmadığı için). Tüm bunlar insanların Portnoy hakkında konuşmasını sağladı ve karşılığında o da insanlara hakkında konuşacakları şeyler vermeye devam etti. 2020'nin ilkbaharında ve yaz başında Portnoy borsa hakkında konuşmaya başladı ve "Davey Day

Trader Global" adlı bir program başlattı. Web kamerasının önüne oturdu ve radyo sunucularının beyzbol istatistiklerinden bahsettiği gibi hisse senetleri hakkında konuştu. Hisse senedi fiyatları önce yükselip sonra tekrar yükseldiği için borsada kumar oynamak bağımlılık yaratan bir hal aldı. Portnoy, programını yayınlarken arayanları kabul ediyordu; bunlar arasında "Balls" adını kullanan ve Portnoy'a Shake Shack adlı fast-food zincirinden hisse senedi almasını söyleyen bir adam da vardı.

"Balls dedi ki: 'Uzağa git.' Uzağa gidiyorum! Shake Shack'te yarım milyon daha" diye bağırdı Portnoy bir videoda. Portnoy başarılarıyla övünüyor ve tüm bunların heyecanının reklamını yapıyordu.

Eğlenceye katılmak isteyen izleyiciler, 2013 yılında kurulan Robinhood adlı hisse senedi alım satım platformunda bir hesap oluşturarak bunu yapabiliyorlardı. Robinhood hisse senedi alım satımı için hiçbir ücret talep etmiyor ve insanları 2019 sonuna kadar platformunda 10 milyon hesap açmaya ikna ediyordu. Bunlar, hisse senedi alım satımlarını kredi kartlarına yatıran ya da ev kredileriyle ödeyen ortalama insanlardı. Bu durum Robinhood'un platformunu, hisse senedi ticaretinin zenginliğini Wall Street'ten aile oturma odasına taşıyarak yüksek finansmanı demokratikleştiren bir şey gibi gösterdi. Ancak Robinhood'un iş modeline, halihazırda finansal gücün zirvesinde faaliyet gösteren aynı büyük oyuncular hakim oldu. Robinhood'da işlem yapan insanlar şirketin gerçek müşterileri değildi. Gerçek müşterileri büyük hedge fonları ve Citadel Securities gibi alım satım şirketleriydi. Robinhood tüm alım satımları kendi uygulaması üzerinden organize etmiş olabilir, ancak alım satımlar aslında Citadel gibi şirketler tarafından gerçekleştiriliyordu. Bu 1rmalar Robinhood'a bu ayrıcalık için milyonlarca dolar ödedi çünkü bu sayede insanların ne satın aldığını görebiliyor, sonra da bu bilgilere dayanarak emirleri yerine getirirken alım satım yapabiliyorlardı. Buna Aow emri için ödeme yapmak deniyordu. Robinhood, normal bir perakende yatırımcının hesabında bulunan her bir dolar için 1rms ticaretinden yaklaşık 19.000 dolar kazandı. Robinhood'un Aow siparişinden elde ettiği nakit, 2020'nin başından 2021'in aynı dönemine kadar üç kattan fazla arttı. Citadel'in anlaşmadan ne kadar para kazandığı belli değil, çünkü özel olarak tutuluyor.

Piyasadaki dalgalanmaları tahmin etmek zordu ama Citadel, Federal Rezerv'de işlerin nasıl yürüdüğüne dair iyi bir görüşe sahipti. Şirket 2015 yılında Ben Bernanke'yi kıdemli danışman olarak işe aldı. Bernanke Citadel için genellikle yılda sadece birkaç gün çalıştığını, ekonomi hakkındaki görüşlerini paylaştığını ya da ara sıra müşteri etkinliklerine katılarak röportaj yaptığını söyledi. Bu tür etkinlikler için ne kadar kazandığını söylemeyi reddetti, ancak Citadel'in iyi ödeme yaptığı görüldü. Mali açıklama formlarına göre şirket Janet Yellen'a 2019 ve 2020 yıllarında konuşma yapması için 710.000 ila 760.000 dolar arasında ödeme yaptı.

Citadel gibi firmalar, Portnoy gibi medya kişiliklerinin de yardımıyla, 2020 yazında olduğu gibi alım satım faaliyeti hararetlendiğinde kazançlı çıktı. Bir video sırasında Portnoy, bazı insanların borsaya para yatırılmaması konusunda uyarıda bulunmasına gerçekten kızmış görünüyordu.

"Nefret edenler şimdi nerede?" diye bağırdı. "Şimdi iki elim de direksiyonda. Ve bu şeyi lanet olası *aya* götüreceğim. Tüm nefret edenlerin üzerinden geçeceğiz. Ve insanlar kızgın. Sen neden kızgınsın? Gelin. SATIN ALIN! Herkes para kazanıyor. Herkes para kazanıyor. Satın alın. Satın alın. Satın alın. Para kazanıyoruz. Neden nefret ediyorsunuz? Neden piyasayı kısaltıyorsunuz? Yanıldığınız ve modanız geçtiği için mi? İki ay içinde aptal olduğunuzu kanıtladığım için mi? Açın şu makineleri."

Makineleri çalıştırdılar. Robinhood 2020'de 3 milyon yeni hesap ekledi.

Tüm bunların çılgınlığı Jay Powell'ın dünyasından uzak görünüyordu. Konuşmalar yapmaya ve artık sanal olan dinleme turlarına katılmaya devam etti. Kongre önünde ifade verdi ve kararlı bir lider imajı çizdi. Jay Powell genel olarak bir kahraman olarak selamlandı.

2020'deki kriz müdahalesi Powell'ın kariyerinde en yüksek noktaya işaret ediyordu. Hazine Bakanlığı, Carlyle Group ve Fed gibi çok güçlü kurumlarda arka planda sessizce hizmet etmişti. Ama şimdi dünyanın en güçlü merkez bankasının baş aktörüydü. Sıkıntılı zamanlarda Fed'de agresif davranmanın hiçbir siyasi dezavantajı yoktu. Fed'in 4,5 trilyon dolar olduğu zaman endişe kaynağı olan bilançosu büyüyecekti
7.4 trilyon $'a ulaştı ve hiçbir durma belirtisi göstermedi. Ben Bernanke'nin sıfırın altına inmek için uyguladığı tartışmalı programlar artık standart uygulama olarak kullanılan arka plan operasyonlarıydı. Asıl dikkatler yeni

deneysel eylemler ve bundan sonra neler olabileceği üzerindeydi. Neredeyse hiç kimse Fed'in işinin bittiğine inanmıyordu.

Powell'ın selefleri -ve bankacılık, para politikası ya da yönetim dünyasında güçlü konumda olan hemen herkes- Powell'ı yaptıklarından dolayı övdü. Ayrıca Fed'in birkaç ay içinde attığı adımları geri almanın on yıllar olmasa bile yıllar alacağını da kabul ettiler. Ancak bu sorun yarına bırakılacaktı.

Ben Bernanke, Nisan 2020'de verdiği bir röportaja talep edilmeyen bir yorumla başladı: "Jay Powell zor bir durumda mükemmel bir iş çıkardı" dedi. Janet Yellen, Fed'in son eylemleri sorulduğunda daha da ileri gitti. "Kahramanca olduklarını düşünüyorum ve gerçekten destekliyorum. Yaptıklarından gerçekten etkilendim." Powell'ın eylemlerini desteklerken Yellen, Fed'in gücüne ve Amerika'daki rolüne ilişkin geniş bir görüş ortaya koydu.

Fed'in sadece istikrarlı bir para arzını sürdürmesi ve sorunlu zamanlarda bankalara son çare olarak borç vermesi gerekmiyordu. Bu görüşün modası geçmişti, çünkü kısmen finansal sistem hedge fonları, özel sermaye şirketleri veya bazen "gölge" bankacılık sistemi olarak adlandırılan diğer kuruluşlar tarafından domine edilmişti. Fed, kriz zamanlarında hepsini desteklemek için oradaydı. Yellen, "Fed bu yüzden icat edildi ve şu anda yaptıkları da bu," dedi.

Koronavirüs pandemisini, bankaların ötesine geçen ve tüm Amerikan ekonomisini etkileyen bir banka paniği gibi tasvir etti. Fed artık herkes için son çare merciiydi. "[Koronavirüs] ortaya çıktığında ve insanlar bunun ne kadar ciddi bir durum olduğunu anladıklarında, her türden riskli varlıktan büyük ve geniş tabanlı bir kaçış oldu. Bu da modern zamanların banka kaçışı gibi bir şey. Neyse ki bankalar, yani ana bankacılık sistemi iyi durumda. Yine bu olay gölge bankacılık sisteminde yoğunlaştı. İnsanlar kayıplardan korkuyorlar ve borç vermekten kaçıyorlar ve nakit paranın güvende olmasını istiyorlar. Merkez bankasının rolü, başka kimse risk almadığında ekonomiye zarar gelmesini önlemek için risk almaktır. Yellen bunu yapmaya istekli" dedi.

İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana Amerikan kamu kaynaklarının en büyük harcaması olan 2020 kurtarma paketi, önceki on yıl boyunca büyük ölçüde Federal Rezerv tarafından sessizce ve istikrarlı bir şekilde inşa edilen bir ekonomik rejimi sağlamlaştırdı ve kökleştirdi. Bu kurtarma paketinden

elde edilen kaynaklar büyük ölçüde ZIRP ve QE politikalarıyla güçlendirilen kuruluşlara gitti. Rakiplerini satın almak için borç para kullanan büyük şirketlere gitti; varlıkların büyük çoğunluğuna sahip olan en zengin Amerikalılara gitti; küresel piyasalarda kırılgan pozisyonlar oluşturmak için borç para kullanan Wall Street'teki en riskli finansal spekülatörlere gitti; ve büyüklükleri ve başarısız olamayacakları artık bir inanç maddesi haline gelen en büyük ABD bankalarına gitti.

Ve tüm bunlar, Amerikalıların modern tarihte hiç olmadığı kadar dikkatlerinin dağınık, kuşatılmış ve mali açıdan sıkıntılı olduğu bir anda gerçekleşti. Olanların etkisini kavramak bile zordu. Ancak bu etki önümüzdeki aylar, yıllar ve muhtemelen on yıllar içinde kendini gösterecekti.

I.Oylama Powell, Başkan Yardımcısı Richard Clarida ve Guvernörler Randal Quarles, Lael Brainard ve Michelle Bowman tarafından yapıldı.

II. İkincil Piyasa Kurumsal Kredi Kolaylığı, Fed'in kurumsal tahvil alım programlarından birine verdiği isimdir.

BÖLÜM 16

UZUN ÇÖKÜŞ

(2020-2021)

Rexnord'dan çıkarıldıktan sonra John Feltner hayatını yoluna koymaya kararlıydı. O ve Nina uzun süredir Silver Spoon Drive yakınlarında kiraladıkları evi satın almak için yeterli parayı biriktirmeyi planlıyorlardı. Çift bu hedeften vazgeçmeye niyetli görünmüyordu. Fabrikadaki işini kaybettikten sonraki ilk birkaç ay içinde Feltner geçici işler arasında gidip geldi. Bir markette bakım işi bulmuş. Daha sonra yine bakım alanında bir müteahhitlik işi aldı. Rexnord'daki sendikalı pozisyonu kadar maaş veren düzenli bir iş bulamayacağından şüpheleniyordu. Haklıydı da. Ama ısrarını sürdürdü ve sonunda büyük bir hastanenin bakım bölümünde tam zamanlı bir iş buldu. Rexnord'dan daha az kazanıyordu ama güvenilirdi. Nina evde akıl

sağlığı hizmeti veren bir şirketin insan kaynakları bölümünde çalışıyordu. Biraz zaman aldı ama para biriktirdiler ve evlerini satın aldılar. Ayrıca, şansları sayesinde, koronavirüs pandemisi nedeniyle kapanmayan veya kesintiye uğramayan birkaç sektörden biri olan sağlık hizmetlerinde çalışıyorlardı.

2020'nin sonunda Feltner'ın iş günü öğleden sonra geç saatlerde başlıyordu. Öğleden sonra saat 2:00'den biraz sonra hazırlanmaya başladı ve garaj yolundan çıkıp uzun işe gidip gelme yolculuğuna başladı. İşe gitmenin en hızlı yolu yaklaşık kırk dakika sürüyordu. Güzergâhın ilk kısmı Interstate 70 boyunca Indianapolis'e doğru, uzun kış ayları boyunca açık ve boş olan monoton bir tarım arazisinin yanından geçiyordu. Oradan, rota kuzeye doğru Şehrin kenarındaki büyük otoyol döngüsü, bağımsız bir ofis parkına benzeyen büyük bir tıbbi kompleks olan Community North Hastanesi'ne. Feltner'ın vardiyası, kompleksin çoğunlukla sessiz olduğu öğleden sonra 3:30'dan gece 11:30'a kadar sürüyordu. Indiana'daki ilk COVID-19 vakası 6 Mart'ta Community North'ta teşhis edildi. Kasım ayına kadar eyalette yaklaşık 200.000 vaka ve 5.000 ölüm gerçekleşti. Takip eden birkaç ay içinde eyalette 5.000 kişi daha ölecekti. Tüm bunlar Feltner gibi insanlar için hayatı gerçeküstü hale getirdi. Hastane sonunda virüs için arabada test yapmak üzere bir otoparkta geçici bir çadır tesisi kurdu ve acil durum barakaları hissi yarattı. Feltner tüm vardiyası boyunca yüz maskesi taktı. Sosyal hayatı durma noktasına geldi ve Nina üst kattaki yatak odasında bir ev ofisi kurdu. Çiftin kızı evde yaşıyordu, ancak sağlık hizmeti işi onu evden uzaklaştırdı. Feltner'lar arkadaşlarıyla görüşmeyi bıraktı ve komşuları hastalandığında dedikodu değirmeninden haber aldılar. Feltner işinde çok meşguldü ve bu da kendi açısından bir nimetti. Restoran ve otel işletmelerindeki insanlar aylarca işsiz kalabilirdi. Feltner "temel" olarak kabul edilen çalışanlar grubuna dahildi, yani evden, diğerlerinden güvenli bir mesafede çalışma seçeneği yoktu.

Amerika'nın 2020'deki temel çalışanları çok uzun saatler çalıştılar ve büyük ölçüde terk edilmiş bir araziyi geçerek yiyecek dağıttılar, market kasalarında çalıştılar, arabalarını kullandılar, hastanelerde personel çalıştırdılar ve fabrikaları ve depoları günün her saati çalışır halde tuttular. Bunu genellikle büyük kişisel riskler alarak yaptılar ve evde kalan işçilerden çok daha yüksek oranda COVID-19'dan hastalandılar. Feltner ve Nina şanslı olanlar arasındaydı; koronavirüse hiç yakalanmadılar ya da en azından

yakalansalar bile herhangi bir belirti göstermediler. İşi gereği virüsü taşıyan insanlara ev ziyaretleri yapmasına rağmen kızları da virüse yakalanmadı. Federal kurtarma paketlerinin bu temel çalışanlar üzerinde önemli bir etkisi oldu. Evden çıkarılmaları engellendi ve acil durum ödemeleri faturalarını karşılamalarına yardımcı oldu. Ancak hükümetin cömertliğinin büyük kısmı Feltner'ların mahallesi gibi yerleri atladı. 2020'deki ekonomik toparlanma, paranın seçilmiş, özel posta kodlarına aktığı kapılı bir toparlanmaydı. İşi iyi gidenler çok iyi gitti ama geri kalanlar gidemedi. Fed, bin yüzden az çalışanı olan işletmeleri araştırdı ve bunların yüzde 90'ının hala sorun yaşadığını tespit etti.
yıl sonuna kadar satışlarındaki düşüşten etkilenecek. Bu şirketlerin yaklaşık yüzde 30'u daha fazla federal yardım alamazlarsa muhtemelen iflas edeceklerini söyledi.

Feltner için kurtarma paketleri marjinal bir konuydu, günlük hayatında çok da önemli olmayan bir şeydi. Herkese postayla gönderilen bir kerelik ödemeler, Feltner'in çalışma hayatının onlarca yılını belirleyen çok daha uzun süreli düşüşü durdurmak için hiçbir şey yapmadı. 1nansal krizden önce, otomobil parçaları üreticisi Navistar'da çalışırken, Feltner yılda yaklaşık 80.000 $ ya da fazla mesai ücreti dahil edildiğinde daha fazla kazanıyordu. Rexnord'da ise yaklaşık 60.000 dolar kazanıyordu. Hastanede ise yaklaşık 46.000 dolar kazandı. Ve her işinde sosyal yardımları azaltılmış ve sağlık masrafları artmıştı. Bu konuda yalnız değildi. Orta sınıf, kazanma gücünde, pazarlık gücünde ve ücretlerinde çok uzun ve derin bir düşüş yaşamıştı. Bu gidişatı 2010 ile 2020 arasındaki on yıl boyunca neredeyse hiçbir şey değiştirmemişti. Ekonomi büyümüştü ama bu büyüme nüfusun giderek daha küçük bir kesimi tarafından yakalanıyordu. Feltner ve komşuları sadece 2020 kurtarma paketinin aslan payından dışlanmamıştı. ZIRP ve QE'nin faydalarından ve bu politikaların yarattığı varlık fiyatlarındaki artıştan da dışlanmışlardı. Ekonominin alt yarısının tamamı
ABD nüfusu ülkedeki tüm varlıkların yaklaşık yüzde 2'sine sahipti. Nüfusun en üstteki yüzde 1'lik kesimi ise yüzde 31'ine sahipti. Bu durum, Amerika'nın gelir skalasının tam ortasında yer alan hanelerin, yani orta yüzde 20'lik kesimin, 1989-2016 yılları arasında medyan net değerlerinin neden sadece yüzde 4 oranında arttığını açıklamaya yardımcı oldu. Aynı dönemde en üstteki yüzde 20'lik kesimin net serveti iki kattan fazla artmıştır. En üstteki yüzde 1'lik kesimin serveti ise neredeyse üç katına çıktı. Orta sınıftaki

milyonlarca insan geride kalıyordu. Bu gerçeği telafi etmek için, en azından yerlerinde kaldıklarını hissetmelerine yardımcı olan bir sürü ucuz borç aldılar. Tüketici borcu 2019'un sonlarında 14 trilyon dolara ulaştı ki bu, enflasyona göre ayarlandıktan sonra bile rekor bir seviyeydi. Tek iyi haber, borç faiz oranlarının daha düşük olması gibi görünüyordu. Hane halkları 2019 yılında harcanabilir gelirlerinin yaklaşık yüzde 10'unu borç servisi için harcıyordu ki bu oran Küresel Finansal Kriz'den hemen önce yüzde 13'tü.

Feltner doğası gereği iyimser bir adamdı. İnşaat sektöründe 2020'de başlayacak gibi görünen yerel patlamadan ve vasıflı ticaretin
işçiler bu kadar çok talep görüyordu. Kızı evde sağlık yardımcısı olarak iş buldu ve iki oğlu da yerel bir okul bölgesi için araçların bakımını yaparak tam zamanlı iş buldu. Günün sonunda işler oldukça iyiydi. Feltner'in oğullarından biri pandemi sırasında yeni bir bebek dünyaya getirmiş, bu da herkesin zihnini olup bitenlerin daha kasvetli gerçeklerinden uzak tutmaya yardımcı olmuştu. Ancak Feltner aynı zamanda çocuklarının geleceği hakkında da endişe duyuyordu. Hepsi de gençken çalışmaya başlamıştı ve nasıl sıkı çalışacaklarını ve güvenilir olacaklarını biliyorlardı. Ancak çok çalışmanın güvenilir bir yaşama ya da istikrarlı bir hayata giden yol olduğu artık net değildi. Feltner, çocuklarının kendisinin kazandığı kadar bile kazanmayı bekleyip bekleyemeyeceğini bilmiyordu. "Bu beni çok korkutuyor. Gerçekten korkutuyor," dedi. "Neredeyse kendimiz meta haline gelmiş gibiyiz, anlıyor musunuz?" dedi Feltner.

İşçilerin değeri düşmüştü ama diğer emtiaların değeri yükseliyordu. Fed bundan emin oluyordu.

Jay Powell, Aralık 2020 itibariyle Oz Büyücüsü gibi bir figür haline gelmişti. Çoğu insan için Powell, büyük bir ekranda beliren ve yukarıdan bildiriler sunan bedensiz bir yüzdü. Fed'in basın konferansları artık her FOMC toplantısından sonra video konferans yoluyla düzenleniyordu. Koreografisi yapılan etkinlikler, Powell'ın büyük mavi bir perdenin önünde duran ve senaryolaştırılmış yorumları okuyan görüntüsüyle başlıyordu. Powell sözlerini tamamladığında, ekranda aniden beliren ve her biri ekran boyunca büyük bir ızgara şeklinde düzenlenmiş kareler içinde çerçevelenmiş küçük bir yüz olan muhabirlerin sorularını yanıtladı. Muhabirler çeşitli ev

ofislerinde ve apartman dairelerinde oturuyorlardı ve garip açılı kameralara konuşuyorlardı.

16 Aralık'ta Powell büyük bir duyuru yaptı. Fed'in bahar aylarında uygulamaya koyduğu en önemli acil durum önlemlerinden bazıları artık yarı kalıcı hale getirilecekti. Ana Cadde Kredilendirme Programı sessiz sedasız sona ererken, kurtarma paketinin diğer kısımları devam edecekti. Fed faiz oranlarını sıfırda tutacak ve öngörülebilir bir gelecek için her ay 120 milyar dolarlık niceliksel gevşeme yapacaktı. Bu, tarihi oranlarda her otuz günde bir yapılan yaklaşık on yıllık bir para yaratımı anlamına geliyordu.

Powell, ekonominin iyileşmesine yönelik "önemli ilerleme kaydedilene" kadar devam edeceğini söyledi. Bunun ne zaman gerçekleşeceğini kimse tahmin edemez.

Powell, fiyat artışları uzun bir süre boyunca yüzde 2'nin üzerine çıkmadığı sürece Fed'in müdahalede bulunmaya devam edeceğini ve bunun yakın gelecekte olası olmadığını söyledi. Bazı ürünlerin fiyatları arz kesintileri nedeniyle yükselmişti, ancak zayıf büyüme ve zayıf talep genel olarak fiyatları baskılıyordu. Varlık fiyatlarındaki artış ise herhangi bir kısıtlama olmaksızın hızlanıyordu.

Borsa Aralık ayında o kadar iyi gidiyordu ki, bundan para kazanan insanlar için bile bir anlam ifade etmiyordu. DoorDash adlı web tabanlı bir yemek dağıtım şirketi o ay halka açıldı ve hisseleri anında neredeyse iki katına çıktı. Online kiralama şirketi Airbnb halka açıldı ve hisseleri iki kattan fazla arttı. Bu durum söz konusu şirketler için kulağa harika gelebilir, ancak hisse fiyatları bu kadar hızlı arttığında, 1rm'nin asıl sahipleri hisselerini çok düşük fiyatlandırdıkları için çok para kaybetmiş demektir. *The Wall Street Journal*'a göre Roblox adlı bir video oyunu şirketi, "piyasayı anlamaya çalışırken" Aralık ayında ilk halka arzını askıya aldı. Borsa hisselerinin değeri, gerçek şirket geliriyle karşılaştırıldığında, dot-com patlamasından bu yana herhangi bir zaman kadar yüksekti. Eğer bu insanlar için bir anlam ifade etmiyorsa, o zaman işler uzun bir süre daha anlam ifade etmeyecekti. Piyasa rekorlar kırdı ve sonraki aylarda da kırmaya devam etti.

Kurumsal borç piyasası da bir o kadar güçlüydü. Şirketler 2020 yılı sonunda 1,9 trilyon dolardan fazla yeni şirket borcu ihraç ederek 2017'de kırılan bir önceki rekoru geride bıraktı. Kaldıraçlı krediler ve CLO'lar için iş patlaması yaşanıyordu. Amerikan şirketleri, yapılandırılma şekli nedeniyle bu borcu uzun yıllar taşıyacaktı. Şirketler ya borcu tekrar satarak çevirmek

ya da kredinin süresi dolduğunda tamamını ödemek zorundaydı. Şirketlerin borç batağı, Amerika'nın kurumsal sözlüğüne yeni ve rahatsız edici bir terim kazandırdı: "zombi şirket". Zombi şirket, gelirleri kredi maliyetlerini karşılamaya yetmeyecek kadar çok borç taşıyan bir şirketti. Zombi şirketleri iflastan uzak tutan tek şey, borçlarını sürekli olarak çevirebilme yeteneğiydi. Bloomberg tarafından yapılan bir analize göre, 2020 yılı boyunca yaklaşık iki yüz büyük halka açık şirket zombi ordusunun saflarına katıldı
Haberler. Bunlar sadece marjinal ya da riskli şirketler değildi; Boeing, ExxonMobil, Macy's ve Delta Airlines gibi tanınmış şirketler de vardı. Bloomberg üç bin büyük, halka açık şirketi analiz ettiğinde, bunların yaklaşık yüzde 20'sinin zombi olduğunu tespit etti. Bu şirketler kendi finansal istikrarlarının ötesinde bir risk oluşturuyordu. Varlıkları ekonomik üretkenliği baskılıyordu çünkü yeni şirketlere ya da girişimcilere gidebilecek yatırımları ve kaynakları tüketiyorlardı.

Powell'ın Washington'daki siyasi konumu hiç bu kadar yüksek olmamıştı. Kasım ayında Başkan Trump'ın yeniden seçilme şansını eski başkan yardımcısı Demokrat Joe Biden'a karşı kaybetmesiyle Powell'ın şansı daha da artmış görünüyordu. Biden'ın Hazine sekreterliği için Powell'ın eski patronu ve meslektaşı Janet Yellen'ı seçtiği kısa sürede duyuldu. Başkentteki uzmanlar Fed ve Beyaz Saray'ın yakın geçmişteki en işbirlikçi ilişkilerden birine sahip olmasını bekliyordu. Trump yönetimi görevden ayrılırken Fed ile son bir tartışma yaşadı. Powell ile çok yakın çalışan Mnuchin, Hazine ve Fed'in birlikte oluşturduğu özel amaçlı araçlara (kurumsal hurda borç satın alan program gibi) Hazine'nin artık destek vermeyeceğini açıkladı. Bu araçlar yıl sonunda kapatılacaktı. Federal Rezerv bu hamleye karşı çıktı ve bunu belirten bir açıklama yayınladı. Ancak Mnuchin gerekçesinin basit olduğunu söyledi. CARES Yasası özellikle Fed'in acil durum SPV'lerinin 2020 sonunda kapanması gerektiğini söylüyordu. Hisse senedi ve şirket tahvili piyasaları canlanırken bu programları uzatmak için çok az neden var gibi görünüyordu. Mnuchin daha sonra "Yasanın açık yorumu olarak gördüğüm şeyi takip etme niyetim vardı" dedi.

Fed, Mnuchin'e piyasaların tersine dönmesi ihtimaline karşı tesisleri açık tutması için baskı yaptı, ancak Mnuchin bunu yapmanın bir maliyeti olacağını düşündü. "Dezavantajı, gelecekteki bir Hazine güvenliğinin önümüzdeki yüz yıl içinde bir noktada Kongre'ye geri dönmesi ve bunları [bu tür acil durum programlarını] istemesi gerekecek. Bence bu konuda iyi

bir idareci olmam ve sermayeyi yasada yazıldığı şekilde geri vermem, gelecekteki Hazine bakanları için iyi bir emsal teşkil edecektir."

Mnuchin programların kapatılacağını açıkladığında, bu durum şirket borçları ya da hisse senetleri için gelişen piyasayı bozmadı. Yatırımcılar Fed'in onlar adına müdahale edeceğini düşünüyordu ve görünüşe göre bu onları iyimser kılmaya yetiyordu.

---

6 Ocak 2021'de binlerce şiddet yanlısı aşırılık yanlısı Birleşik Devletler Kongre Binası'nı kuşattı. Binanın içinde Kongre üyeleri, eyaletler tarafından sunulan seçim oylarının sayılmasıyla ilgili bir zamanlar resmi olan süreci yürütüyordu. Biden seçimi büyük bir farkla kazanmıştı ama Başkan Trump bunu kabul etmedi. Trump, geniş kapsamlı ve sürekli değişen bir suç komplosunun seçimi kendisinden çaldığını iddia etti. Trump'ın yandaşları camları kırdı, kapıları kırdı, polis memurlarına ayı kovucu sprey sıktı ve Temsilciler Meclisi ve Senato salonlarına zorla girerek yetki devrini durdurdu. Yaklaşık altı uzun saat boyunca ABD siyasi sistemi askıya alınmış bir durumda kaldı. O gece polisin binanın kontrolünü yeniden ele geçirmesi ve isyancıların otellerine geri dönmelerine izin verilmesinin ardından yetki devri yeniden başladı. Bu, İç Savaş'tan bu yana Amerikan demokrasisine yönelik en etkili saldırıydı ve Amerikan toplumunda tamamen yeni bir istikrarsızlık seviyesine işaret ediyordu.

Ertesi gün, Dow Jones Sanayi Ortalaması yüzde 1,4'lük bir sıçrama yaparak rekor bir seviyeden kapandı.

O ay, perakende platformu Robinhood'daki milyonlarca yatırımcı GameStop adlı bir video oyunu kiralama şirketinin hisselerinin yükselmesine yardımcı oldu. Şirketin yükselen hisse değeri, temel ekonomik sağlığıyla karşılaştırıldığında şaşırtıcıydı - mağaza işletmesi, koronavirüs kilitlenmeleri sırasında büyük müşteri trafiği kayıplarına maruz kalıyordu ve tartışmalı bir şekilde İnternet akışı tarafından teknolojik olarak modası geçmiş hale getiriliyordu. Hisse senetleri çift haneli rakamlarla yükseliyordu.

Ocak ayı sonundaki bir basın toplantısı sırasında Jay Powell'a defalarca Fed'in bir varlık balonunu körüklediği ihtimali soruldu. FOMC

toplantılarında Fed'in kendi uzmanları, niceliksel genişlemenin borsayla birlikte tüm varlık fiyatlarını nasıl artırdığını defalarca anlattılar. Powell Fed'in varlık fiyatlarını izlediğini, ancak aşırı endişe duymadığını söyledi. Konu kendisine sorulduğunda ise neredeyse bıkkın görünüyordu.

"Düşük faiz oranları ile varlık değerleri arasındaki bağlantının muhtemelen insanların düşündüğü kadar sıkı olmadığını düşünüyorum çünkü herhangi bir zamanda varlık fiyatlarını birçok farklı faktör yönlendiriyor" dedi.

Tom Hoenig 2020-2021 yıllarının uzun kışını pek çok insan gibi yalnız geçirdi. Torunlarını ziyaret etmek yerine onları FaceTime sohbetleri aracılığıyla gördü. Kansas City'de havalar soğuduktan sonra Tom ve Cynthia evin etrafında çok zaman geçirdiler ve arkadaşlarını nadiren gördüler. Yeni dünyada hayatta kalmanın küçük numaralarını buldular; örneğin market alışverişi yapmak için en uygun zamanın Çarşamba öğleden sonra saat 3:00 gibi kimsenin markette olmadığı bir saat olduğunu belirlediler. Artık "Tek Yön" olarak işaretlenmiş olan market reyonlarında yürürken çift katmanlı yüz maskeleri taktılar ve kasada plastik bir siperlik takan kasiyerden saygılı bir mesafede durdular.

Tom Hoenig'i ayakta tutan şeylerden biri de faydalı işler yapabileceği hissiydi. Sabahları erken kalkıyor ve iPad'inden haberleri okuyordu. Diğer yayınların yanı sıra *Financial Times, The Wall Street Journal* ve *The Washington Post'*taki haberler aracılığıyla Fed'in eylemlerini takip etti. Evindeki ofisinde, Fed'in ve banka düzenleyicilerinin ne yapması gerektiğine dair en iyi bakış açısını sunan denemeler ve fikir yazıları yazarak çok zaman geçirdi. Bu makalelerden bazılarını kıdemli araştırmacı olduğu Mercatus Center düşünce kuruluşunun çevrimiçi yayını *Discourse*'da yayınladı. Mayıs 2020'de Hoenig, insanları Fed'in kriz sırasındaki eylemlerinin uzun vadede ne anlama gelebileceğini düşünmeye çağıran bir makale yayınladı. Acil durum harcamalarının pandemiyle mücadele için hayati önem taşıdığını yazdı. "Bu politikalar kısa vadede gerekli olsa da, ulusun gelecekteki gelirine giderek daha büyük bir ipotek koyuyor; ve bunları kriz döneminin ötesine uzatmak önemli olumsuz istenmeyen sonuçlara yol açabilir."

Hoenig 2010 yılında da benzer bir argüman ileri sürmüştü. Birleşik Devletler'in

Devletlerin acil kriz durumlarında ne yapacaklarını düşünmeleri gerekiyordu. sona ermişti. Ülke sorunlarıyla yüzleşmek için demokratik olarak seçilmiş kurumları mı kullanacaktı, yoksa bir kez daha merkez bankasına mı güvenecekti? Hoenig 2010'da uzun süren muhalif oy serisine başladığında, Fed'in bilançosu
2.3 trilyon dolar. Bu miktar tarihsel standartlara göre son derece yüksekti ve 2008 finansal krizinden önceki bilanço büyüklüğünün iki katından fazlaydı. Mayıs 2020'de Fed'in bilançosu 7 trilyon dolardı ve niceliksel genişlemenin neredeyse kalıcı Aow'u altında büyümeye devam ediyordu.

Hoenig'in 2020'deki uyarıları, on yıl önceki uyarılarından önemli bir şekilde farklıydı. Artık tarihsel kayıtlara işaret edebiliyordu. Hoenig makalesinde 2010-2018 yılları arasındaki ekonomik büyüme dönemini, on yıl önceki 1992-2000 yılları arasındaki dönemle karşılaştırdı. Hoenig'e göre bu dönemler karşılaştırılabilirdi çünkü her ikisi de bir durgunluğun ardından gelen uzun ekonomik istikrar dönemleriydi. 1990'larda Amerika Birleşik Devletleri'nde işgücü verimliliği yıllık ortalama yüzde 2,3 oranında artmıştır. ZIRP'ın uygulandığı on yıl boyunca ise sadece yüzde 1,1 oranında artmıştır. Ücretli ve maaşlı çalışanlar için reel medyan haftalık kazançlar 1990'larda yıllık ortalama yüzde 0,7 artarken, 2010'larda sadece yüzde 0,26 artmıştır. Genel ekonominin bir ölçüsü olan ortalama reel GSYİH büyümesi 1990'larda yılda ortalama yüzde 3,8 artarken, son on yılda sadece yüzde 2,3 artmıştır. ZIRP altında ekonominin fayda sağlamış görünen tek bölümü varlık piyasasıydı. Borsa 2010'lu yıllarda değerini iki kattan fazla artırdı. Piyasalar, 2020'deki çöküşten sonra bile mükemmel büyüme ve getirilerini sürdürdü.

Hoenig, zayıf büyüme, ücretlerde durgunluk ve öncelikle zenginlerin yararına olan varlık değerlerinin arttığı bir on yılın ardından Amerikan yaşamının neye benzeyebileceği konusunda iyimser değildi. Bu konu hakkında hem kamuoyu önünde hem de özel olarak çok konuşurdu. Ona göre ekonomi ve bankacılık sistemi Amerikan toplumuyla sıkı sıkıya iç içe geçmiş durumdaydı. Bir şey diğerini etkiliyordu. Finansal sistem sadece bir avuç insana fayda sağladığında, ortalama insanlar bir bütün olarak topluma olan inançlarını kaybetmeye başladılar. Orta sınıfın ücretleri düşerken en büyük bankaların kurtarıldığını gördüklerinde, insanlar sistemin hileli olduğu hissine kapıldılar. Hoenig halka açık konuşmalarında bunun banka reformu için iyi bir neden olduğunu savundu. Hoenig, 2019 yılında Washington şehir

merkezindeki bir fırında kahve içerken, ZIRP kapsamında kaynakların yanlış tahsisinin büyük olasılıkla
Amerikan toplumunu parçalayan alt akımlar. "Sizce bu büyük bölünme yaratılmamış olsaydı, 2016'da yaşadığımız siyasi kargaşa, devrim diyebilir miyiz? Sıfır faiz oranlarının bazılarına diğerlerinden çok daha fazla fayda sağlayan etkileri olmasaydı?" diye sordu Hoenig. "Bilmiyorum. Bu bir karşı olgusal durum. Ama sormak istediğim bir soru bu."

2021 yılında Kansas City'deki evinde otururken Hoenig, her şeyden önce bir konu hakkında konuşmakla ilgileniyor gibiydi. Bu, uzun vadeli düşünme ihtiyacıydı. Bir zamanlar İsviçreli bir merkez bankacısından aldığı ve aklından hiç çıkmayan bir tavsiyeyi hatırladı. Merkez bankacısı, "Biz uzun vadeden sorumluyuz, dolayısıyla kısa vade kendi başının çaresine bakabilir," demişti. Fed'in uzun vadeli düşünmek için ideal bir kurum olması gerekiyordu çünkü seçmenlerden ve seçimlerden izole edilmişti. Ancak Hoenig, 2010 ve sonrasındaki kararlarda uzun vadeli düşüncenin hakim olduğuna inanmıyordu. "Odak noktası kısa vadeydi" dedi. Bu sadece merkez bankacılarını endişelendiren bir sorun değildi. Şirketlerin, devlet kurumlarının ve ortalama vatandaşların düşüncelerine de giderek daha fazla hakim oluyor gibi görünüyordu. Hoenig, "Herkesin uzun vadeye bakmayı imkansız kılan kısa vadeli bir ihtiyacı vardı" dedi.

Bu çok önemliydi, çünkü uzun vadeli düşünmek 2021'de Amerika'nın ekonomik sorunlarıyla yüzleşmek için vazgeçilmez olacaktı. 2020 baharında meydana gelen finansal çöküş, Fed'den gelen o kadar çok yeni parayla o kadar hızlı bir şekilde bastırıldı ki, çoğu insan bunun olduğunu bilmiyordu. Ancak çöküşün sonuçları korkunçtu.

Hoenig, 11 Mart 2021 sabahı *Wall Street Journal*'ı okurken özellikle endişe verici bir haberle karşılaştı. Amerika'nın parası ve borcuyla ilgili önemli haberlerin çoğu gibi, bu makale de görünüşte iyi niyetli bir başlık taşıyordu: "Yeni Borç Dalgası Hazine Piyasasını Test Edecek." Haber, sorunsuz bir şekilde büyüyor gibi görünen finansal sistemin yüzeyinin altında yatan derin kırılganlığı açıklıyordu. Bu kırılganlık yeni değildi ve finansal risk tahterevallisindeki çok hassas dengeyle ilgiliydi. Tahterevallinin güvenli tarafında Hazine bonoları gibi güvenilir varlıklar yer alıyordu. Tahterevallinin diğer tarafında ise hisse senetleri ve şirket borçları gibi riskli varlıklar yer alıyordu. Fed, Hazine bonosu satın alarak tahterevallinin

güvenli tarafına ayda 80 milyar dolar pompalıyor, bu da bonoların faiz oranlarını ya da getirisini düşürüyordu.

On yıldır olduğu gibi, bu durum yatırımcıları getiri arayışıyla paralarını riskli tarafa itmeye zorladı. Mart ayında endişe verici bir şey olmaya başladı. Hazine faiz oranları Fed'in müdahalesine rağmen yükselmeye başlamıştı. Faizlerin yükselmesinin pek çok nedeni vardı - örneğin yatırımcılar ekonominin büyümesini bekliyordu, bu da faizleri yükseltiyordu - ancak *Journal* makalesi potansiyel olarak daha tehlikeli bir başka nedenin altını çiziyordu: ABD hükümetinin ihraç ettiği borç miktarı. Başkan Trump ve Kongre'deki Cumhuriyetçiler 2017'de, ekonomi 2019'da zirvedeyken bile hükümeti ayakta tutmak için her yıl 1 trilyon dolar borçlanmaya zorlayan bir vergi indirimini kabul etmişti. Pandemi patlak verdiğinde, Kongre sadece CARES Yasası kapsamında 2 trilyon dolardan fazla harcamayı onayladı ve bunların tamamı de1cit harcamaları ile finanse edildi. Mart ayında Başkan Biden 1,9 trilyon dolarlık yeni bir kurtarma paketi imzaladı. Bu, harcamalarının çoğunu yoksul ve işçi sınıfından insanlara yönlendiren on yıllardır ilk büyük kurtarma tasarısı olarak müjdelendi. Tüm bunlar, ABD Hazinesi'nin 2021 yılı boyunca yaklaşık 2,8 trilyon dolarlık Hazine bonosu satacağı anlamına geliyordu. *Journal'*ın makalesi, bu kadar borca, Hazine faiz oranlarını Fed'in zorladığı düşük seviyelerde tutmaya yetecek kadar talep olmayabileceği yönündeki rahatsız edici gerçeği belgeledi. O ay yapılan birkaç Hazine bonosu ihalesinde talep endişe verici derecede zayıftı. Analistler, bazı Hazine bonoları için "alıcı grevi" olabileceğine ve bunun da hükümetin alıcıları ikna etmek için daha yüksek faiz oranları ödemesini gerektireceğine inanıyordu. Hazine faizleri yükselirse, Wall Street'teki tüm yatırım parası tahterevallinin güvenli ucuna doğru hareket etmeye ve uzun süredir reddedilen daha yüksek, daha güvenli getirilere sığınmaya ikna olacaktı. Bu da kaldıraçlı krediler, hisse senetleri, CLO'lar ve Wall Street'in yıllardır yoğun bir şekilde inşa ettiği tüm riskli yapılar için piyasadan nakit çekilmesine neden olacaktır. Powell ve ekibi o zaman tanıdık bir seçimle karşı karşıya kalacaktır. Ya riskli yapıların çökmesine izin verecekler ya da daha fazla parasal genişleme ve acil durum programlarıyla bir kez daha müdahale edeceklerdi. Powell, 2018'in sonlarında para riskli varlıklardan kaçtığında da benzer bir seçimle karşı karşıya kalmış ve piyasaları yatıştırmak için daha fazla para yaratma yolunu seçmişti. Bu da daha fazla spekülasyonu ve varlık girişini teşvik etti. Hoenig, borç fiyatlarının

yükselmesi ve piyasaların dalgalanması halinde Fed'in neredeyse kesinlikle bir kez daha para yaratma yolunu seçeceğine inanıyordu. Hoenig, "İleriye dönük olarak kendimiz için yarattığımız komplikasyonları görüyorsunuz," dedi.

Hoenig makalelerini ve beyaz kitaplarını yayınlamaya devam etti. Yetmiş dört yaşındaydı ve kariyerinin sonunda fikirleri eskisinden çok daha popüler görünmüyordu. Makaleleri çok okunmuyordu. Nadiren kablolu haber programlarına konuşmacı olarak davet ediliyordu. Ancak Hoenig'in argümanları 2021 yılında da on yıl öncesinde olduğu kadar geçerliydi. Bu, görüşlerinin tutarlılığından çok Amerika'nın uzun vadeli sorunlarının çözümsüzlüğünü yansıtıyordu.

2008'deki finansal çöküş birçok önemli açıdan hiç sona ermemişti. Bu, ekonomiyi yıllarca felç eden uzun bir çöküştü. Buna neden olan sorunlar neredeyse tamamen çözümsüz kaldı. Ve bu finansal çöküş, Amerika'nın demokratik kurumlarının gücündeki uzun bir çöküşle birleşti. Amerika, ekonomik sorunlarını çözmek için Federal Rezerv'e bel bağladığında, son derece Aawed bir araca bel bağlamış oldu. Fed'in tüm parası sadece Amerika'nın kazananları ve kaybedenleri arasındaki mesafeyi genişletti ve daha fazla istikrarsızlığın temelini attı. Bu kırılgan 1nansal sistem pandemi tarafından yıkıma uğratıldı ve buna karşılık Fed daha fazla yeni para yaratarak önceki çarpıklıkları artırdı.

2008'in uzun çöküşü 2020'nin uzun çöküşüne dönüşmüştü. Faturalar henüz ödenmemişti.

I. Fed, 80 milyar doları Hazine tahvillerine ve 40 milyar doları ipoteğe dayalı menkul kıymetlere olmak üzere, niceliksel gevşeme için ayda 120 milyar dolar harcıyordu.

TEŞEKKÜRLER

Beni bu kitabı yazmaya teşvik ettiği için özellikle bir kişiye teşekkür borçluyum. Onunla 2016 yılında tanıştım. Kendisi daha önceki bir raporlama projesi için kaynaktı ve benimle isminin gizli kalması koşuluyla konuştuğu için burada ismini veremiyorum. Bu kaynak çok zeki ve büyüleyiciydi. Onunla çalışan herkes muhtemelen bir dahi olduğu konusunda hemfikirdi. İlk görüşmemiz on bir saat sürdü. İlk dört ya da on beş saat boyunca daha önceki projemin konusu hakkında konuştuk. Ancak gün ilerledikçe, bu kaynak çok daha önemli olduğunu düşündüğü başka şeyler hakkında konuşmak istedi. Varlık fiyatları hakkında konuşmak istedi. Bazen isminin baş harflerini Z.C. olarak kullanan bu beyefendi, sonraki yıllarda zamanını

ve görüşlerini bana aktarma konusunda son derece cömert davrandı. Yardımlarınız için minnettarım efendim.

Thomas Hoenig, hikayesini takip ettiğim birkaç yıl boyunca bana zaman ayırarak son derece cömert davrandı. Hoenig muhabirlerle bugünlerde nadir olduğuna inandığım bir şekilde ilgileniyor. İlgi çekmeye çalışmıyor ama kendisine yönelttiğim tüm sorulara cevap verdi, hatta bu sorular muhalif ve tartışmacı olsa bile. Hoenig'in bir muhabirin sorularını yanıtlama zorunluluğu hissettiğini düşünüyorum çünkü bu kamu görevlisi olmanın bir parçası. Açık sözlülüğü için kendisine minnettarım.

Ayrıca, bu kitap için benimle hem kayıt içi hem de kayıt dışı konuşmayı kabul eden Federal Rezerv'in mevcut ve eski her bir yetkilisine ve çalışanına son derece minnettarım. Bir muhabirin bu tür kaynaklar olmadan bir şey öğrenmesi imkansızdır ve samimi umudum, tüm bu görüşmeleri gerçeğin mevcut en iyi versiyonu olarak sentezleyebilmiş olmamdır.

Bu kitap, kitap fikirlerini satmaya çalışmak gibi çok zor bir işi olan menajerim Lauren Sharp olmasaydı mümkün olmazdı. Niceliksel gevşeme konusuna kafayı taktığımı ve bu konuda bir kitap yazmak istediğimi söylediğimde Lauren pek heyecanlanmamıştı. Ama beni dinledi ve ilk günlerden itibaren araştırmaya devam etmem için beni cesaretlendirdi. Fikri kitap haline getirme zamanı geldiğinde

Lauren, kitap teklifini şekillendirmeme ve düzenlememe yardımcı olmak için fazla mesai yaptı. Yolun her adımında sadık bir destekçi oldu ve bunun için çok minnettarım.

Her zaman olduğu gibi, yazdığım her kitabı şekillendiren ve yönlendiren Simon & Schuster'daki editörüm Priscilla Painton'a derinden minnettarım. Priscilla, kesinlikle kusursuz etik ve muhakeme yeteneğine sahip istikrarlı bir liderdir. Amerikan gazeteciliğinin en iyi okulunu temsil ediyor ve ondan bir şeyler öğrendiğim için her gün minnettarım. Simon & Schuster'ın başkanı ve CEO'su Jonathan Karp'a da çok şey borçluyum.

Time dergisinde kıdemli bir editör olan Lucas Wittmann, Federal Rezerv hakkındaki ilk ve tek dergi öykümün editörlüğünü yaptı. Lucas, hikayeyi çalkantılı bir evrimden geçirirken son derece destekleyici, düşünceli ve zekiydi. Ocak 2020'nin parlak günlerinde, 2019 repo piyasası müdahalesinin bir pro1le'si olarak başladı. Fed bankasını ziyaret etmek için New York'a gittiğimde insanlar yüz maskeleri takmaya yeni başlamıştı ve borsa çökmeye başlamıştı. Lucas hikayeye sadık kaldı ve hikayenin Jay Powell ve Fed'in COVID-19 krizi sırasındaki eşi benzeri görülmemiş müdahalelerini anlatan bir pro1le dönüşmesine yardımcı oldu. Lucas gibi gerçek bir profesyonelle ve *Time'*daki tüm ekiple çalışma fırsatı bulduğum için çok minnettarım. Bana bu şansı verdiğiniz için teşekkür ederim.

Bu kitabı yazarken ve haberleştirirken, kurumsal evim Missouri Üniversitesi Gazetecilik Okulu'nda bulunan ve kâr amacı gütmeyen bir gazetecilik enstitüsü olan Watchdog Writers Group idi. WWG'nin Schmidt Aile Vakfı'nın 11. Saat Projesi'nden aldığı cömert destek için her gün minnettarım. Özellikle Wendy Schmidt, Sarah Bell, Joe Sciortino, Amy Rao ve Ellyn Peabody'ye ve 11th Hour'daki tüm ekibe yorulmak bilmeyen çalışmaları ve destekleri için minnettarım. Ayrıca Kansas City'deki William T. Kemper Vakfı tarafından WWG'ye sağlanan destek ve Jonathan Kemper, Charlotte Kemper ve Sarah Fox'un yardımları için de minnettarım. WWG tam bir editoryal bağımsızlıkla çalışmaktadır ve grubun fon sağlayıcıları bu kitabın veya gazeteciliğimin şekillendirilmesinde, yönlendirilmesinde veya herhangi bir şekilde girdi sağlanmasında hiçbir şekilde yer almamıştır. WWG'nin Reynolds Gazetecilik Enstitüsü'nde, program için harika bir akıl hocası ve lider olan Randy Picht'in rehberliğinde faaliyet gösterdiği için çok müteşekkirim. Dekan David Kurpius, Mark

Horvit, Randall Smith, Katie Swon, Alison Young, Ron Stodghill ve Gazetecilik Okulu'ndaki diğer pek çok kişi programın yürütülmesinde çok değerli katkılarda bulundular.

Kelly Dereuck, bu kitabın 11. bölümü için Tom Hoenig'in FDIC'deki görev süresini araştırmama yardımcı olmak üzere 2020 yazında WWG'ye katıldı. Kelly'nin haftalık notları ve raporları, Hoenig'in kurumdaki ePortları ile birlikte FDIC'nin kendisini anlamak için vazgeçilmezdi. Kelly ayrıca 1980'lerdeki bankacılık krizinin aydınlatılmasına da yardımcı oldu ve o olmasaydı bu süreci takip edemezdim.

2020 yılının başlarında Alexander Holt, olağanüstü zekasını bu ePort'a ödünç vererek bana bir iyilik yaptı. Alex, Fed ile ilgili haberimin ilk aşamalarında, 2019'daki repo piyasası kurtarmasını araştırmaya başladığımda bana yardımcı oldu. Alex, akademik makalelerden finansal analist raporlarına ve haber makalelerine kadar repo piyasası ve Fed hakkındaki tüm bilgileri çevik bir şekilde inceledi. O olmasaydı araziyi asla anlayamazdım. Silver Spring'deki Panera'da repoların, ters repoların ve belki de en önemlisi banka rezervleri için talep eğrisindeki korkunç bükülmenin mekaniğini anlamama yardımcı olmak için birçok saat harcadı. Bu konuda konuştuğumuz tüm saatleri tam olarak saymak imkansız olurdu ve tek söyleyebileceğim, onunla çalışma şansına sahip olduğum için çok minnettar olduğumdur.

Ayrıca bu kitabı kontrol eden araştırmacı Susan Bencuya ile çalıştığım için çok minnettarım. Sue, hataları ve yanlışlıkları lazer güdümlü bir doğrulukla tespit edebiliyor ve kitabı baştan sona geliştirdi. Söylemeye gerek yok, geriye kalan hatalar sadece ve sadece bana aittir.

Bu kitap, ülkemizin önde gelen gazetelerinde Federal Rezerv hakkında yapılan olağanüstü haberlere erişim olmadan mümkün olamazdı: *The Wall Street Journal, The New York Times* ve The *Washington Post*. Çalışmalarını en çok borçlu olduğum muhabirler arasında *Journal'da* John Hilsenrath, Nick Timiraos ve Greg Ip; *Post*'ta Heather Long; *Times'*ta Matt Phillips, Neil Irwin, Jeanna Smialek ve Peter S. Goodman yer almaktadır. Bu muhabirlerin hepsi her gün ülkemizin finansal kurumlarında ve piyasalarında neler olup bittiğini belgelemek için kahramanca bir iş yapıyor ve Fed'in ne yaptığını anlamaya çalışırken onların çalışmalarına güvenebildiğim için çok minnettarım

Son on yıldır. Çalıştığım her ofis yavaş yavaş üzerlerine notlar karalanmış gazete yığınlarına gömülüyor ve bu gazetelerin kapıma kadar gelme lüksü için derin bir minnettarlık duyuyorum.

Her zaman olduğu gibi Simon & Schuster'daki tüm ekibe son derece minnettarım. Hana Park başından sonuna kadar tam bir maestroydu ve tüm projenin olumsuz koşullar altında ilerlemesine yardımcı oldu. Samantha Hoback ve ekibi taslağı düzenlemek ve geliştirmek için olağanüstü bir iş çıkardı. Robert Messenger zamanı, anlayışı ve düzenleme yeteneği konusunda olağanüstü cömert davrandı ve onun ilgisi kitabı çok daha iyi hale getirdi. Larry Hughes, her zaman olduğu gibi, kitabın duyurulmasında vazgeçilmez bir rol oynadı; bu, gün geçtikçe daha da kakofonik hale gelen medya ortamında çok zor bir iş.

Muriel Hesler ve Michael Whitney, pandeminin sancıları içinde bu kitabı bitirirken bana çalışabileceğim bir yer sağlayarak kelimenin tam anlamıyla fırtınadan korunmamı sağladılar. Cömertliğiniz için çok teşekkür ederim ve bunu gerçekleştirdikleri için Kimberly ve Eric Springer'a teşekkür ederim. Jane ve Paul Molloy aileme o sıcak günlerde bir kaçamak yapma şansı verdikleri için çok naziktiler ve bu anılar için minnettarız.

Sokağa çıkma yasağı sırasında akıl sağlığım için tek köprüm, her şey aniden durduğunda 1rebowl ekibine dönüşen otobüs durağı ekibiydi. Kevin ve Kate Gunthert, Damian ve Rachel Rintelmann, Andy ve Emily Prugar ile Andy Sousa ve Caroline Broder'a mahalleyi bir arada tuttukları için çok teşekkür ederim. Jerry Hovis, Kristy Walmo, Rob ve Deb Levy, Lars ve Lucy Volz ve Dave ve Carly Flanigan Silver Spring'i evleri haline getirdiler: Yıllar boyunca verdiğiniz tüm destek için teşekkür ederiz. Jerry ve Kristyhepimiz Will Gibi Yürümeyi unutmayacağız!

David Givens ve Stacey Ricci harika arkadaşlardı ve Silver Spring'de geçirdiğim yıllar boyunca siyasi fikirlerimi dinlediler. David, Fed ile ilgili çalışmalarımı gözden geçirme nezaketini gösterdi ve bana çok düşünceli geri bildirimler vererek bazı şeyleri daha net görmeme yardımcı oldu. Zaman ayırdığınız ve keskin görüşleriniz için çok teşekkür ederim.

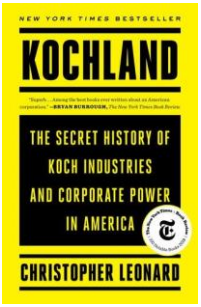
Steve LeVine ve Nuri Nurlybayeva yol boyunca harika dostlar ve büyük destekçiler oldular. Teşekkür ederim. Her zaman olduğu gibi, sonsuza dek minnettarım

Andrés Martinez ve Steve Coll'a 2012 yılında bana hayatımın şansını verdikleri ve yazdığım her kitabın önünü açtıkları için teşekkür ederim.

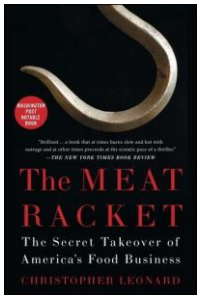
Umarım bu kitap Kansas City'de büyürken büyüklerim tarafından bana aktarılan bazı değerleri yeniden yansıtır. 2020'de onlardan birçoğunu kaybettik. Sevgili amcam David Launder benim için harika bir rol modeldi ve bunun için ona teşekkür ediyorum. Ayrıca John ve Linda Robertson'a da bizlere dolu dolu ve iyi bir hayatın nasıl yaşanacağı konusunda verdikleri örnek için teşekkür ediyorum. Teşekkür ederim. Her zaman olduğu gibi, annem, David ve Blythe gerçekten rehberliğe ihtiyacım olduğunda başvurduğum kişilerdi. Her zaman yanımda olduğunuz için teşekkür ederim.

Kitaplarımı okuyan ilk kişi, hayatımdaki en önemli kişi olan eşim Josie Leonard'dır. Bu sefer ona yeni bir editör, kızım Sophia Leonard da katıldı. Her ikisi de bu kitabı çok daha iyi, çok daha keskin ve çok daha temiz hale getirdi. Kızımın evin içinde Paul Volcker hakkında bir şeyler haykırarak dolaştığını duymak çok keyifliydi. George ve Margot bu kitabı yazdığım yoğun dönem boyunca uzun süreli yokluğuma ve dalgınlığıma karşı olağanüstü hoşgörülü davrandılar. En önemlisi, hepiniz bana ilk etapta neden kitap yazdığımı hatırlatıyorsunuz ve beni doğru yolda tutmaya yardımcı oluyorsunuz. Teşekkür ederim.

Yazardan daha fazlası



Kochland



Et Raketleri

YAZAR HAKKINDA



© MARIANNE KILROY

CHRISTOPHER LEONARD, çalışmaları *New York Times, Bloomberg Businessweek, Time* ve diğer yayın organlarında yer alan bir muhabirdir. *The Meat Racket* ve J. Anthony Lukas Work-in-Progress Ödülü'nü kazanan *New York Times'ın* çok satan kitabı *Kochland'*in yazarıdır. Missouri Üniversitesi Gazetecilik Okulu'nda araştırmacı gazetecilik programı olan Watchdog Writers Group'un direktörüdür.

SimonandSchuster.com
www.SimonandSchuster.com/Authors/Christopher-Leonard
@simonbooks

AYRICA CHRISTOPHER LEONARD TARAFINDAN

Kochland:
Koch Industries ve Amerika'daki Kurumsal Gücün Gizli Tarihleri

Et Raketi:
Amerika'nın Gıda Sektörünün Gizli Ele Geçirilişi

Umarız bu Simon & Schuster e-kitabını okumaktan keyif almışsınızdır.

E-posta listemize katıldığınızda ÜCRETSİZ bir e-kitap alın. Ayrıca, Simon & Schuster'dan yeni çıkan kitaplar, fırsatlar, önerilen okumalar ve daha fazlası hakkında güncellemeler alın. Kaydolmak için aşağıya tıklayın ve şartlar ve koşullara bakın.

KAYDOLMAK IÇIN BURAYA TIKLAYIN

Zaten abone misiniz? Bu e-kitabı kaydedebilmemiz ve okumaktan hoşlandığınız şeyleri size daha fazla gönderebilmemiz için e-postanızı tekrar sağlayın. Gelen kutunuzda özel teklifler almaya devam edeceksiniz.

BU KİTAPTAKİ ÖNEMLİ TERİMLERİN YALIN İNGİLİZCE SÖZLÜĞÜ

BİLANÇO:

Bilanço, iki bölüme ayrılmış bir defterdir: Bir bölüm bir banka veya şirketin nelere *sahip* olduğunu gösterirken, diğer bölüm nelere *borçlu olduğunu* gösterir. Bir banka söz konusu olduğunda, bilanço bankanın varlıklarını (neye sahip olduğunu) ve yükümlülüklerini (neye borçlu olduğunu) gösterir. Federal Rezerv'in bilançosu da Fed'in ekonomiye ne kadar müdahale ettiğini gösterir. Bilanço büyük olduğunda, Fed çok fazla müdahale ediyor ve çok fazla para yaratıyor demektir. Bilanço küçük olduğunda (en azından tarihsel olarak), Fed para yaratımını azaltıyor demektir. Nedeni basittir: Fed, havadan yarattığı dolarlarla varlıkları satın alarak ve daha sonra bu varlıkları bilançosunda depolayarak para yaratır. Wall Street jargonunu kullanmak gerekirse, Fed'in bilançosu 2008'deki çöküşten önce yaklaşık 900 milyar dolardı. Daha sonra ZIRP çağında 4,5 trilyon dolara yükseldi. Bilanço büyüklüğü 2020'deki kurtarmalardan sonra 8 trilyon dolar ve artmaya devam ediyor.

CDO:

Temel olarak bir ev kredisi demetidir. En çok 2008 piyasa çöküşünün merkezinde yer almasıyla bilinen teminatlandırılmış borç yükümlülüğü, Wall Street'te satılan bir finansal üründür. Bir CDO, bir grup kredinin bir araya getirilmesiyle oluşturulur. Yatırımcılar CDO'nun bir kısmını satın alabilir ve daha sonra temel krediler üzerinden yapılan ödemeleri tahsil edebilirler. Krediler temerrüde düşerse, yatırımcılar paralarını kaybedebilir. CDO'lar genellikle 2000'li yıllardaki konut balonu sırasında bir araya getirilen ev kredilerine atıfta bulunur.

CLO:

Teminatlı kredi yükümlülüğü ya da CLO, temelde bir kaldıraçlı krediler demetidir. Bir CLO, Wall Street'teki kuzenine benzer bir şekilde bir grup kaldıraçlı kredinin bir araya getirilmesiyle oluşturulur. Yatırımcılar CLO'nun bir kısmını satın alabilir ve daha sonra temel krediler üzerinden yapılan ödemeleri tahsil edebilirler. Krediler temerrüde düşerse, yatırımcılar paralarını kaybedebilir. CLO'lar 2008'deki çöküş sırasında çok daha iyi performans gösterdi ve bu da onları 2010'larda cazip bir yatırım haline getirdi.

GETIRI EĞRISINI SIKIŞTIRIR:

Bu, Fed'in niceliksel gevşeme yoluyla yaptığı şeydir ve ABD Hazine bonoları üzerindeki verim eğrisini ifade eder (temelde diğer her şeyin verim eğrisini yansıtır). Normal zamanlarda, Fed Hazine tahvilleri geleceğe doğru uzadıkça getiri eğrisi yükselir, yani Hazine tahvillerinin faizleri geleceğe doğru daha yüksektir. On yıl vadeli bir Hazine, üç ay vadeli bir Hazine'den daha yüksek bir oran ya da getiri öder. Fed, uzun ve kısa vadeli Hazine tahvillerinin getirileri arasındaki farkı "sıkıştırdı". Fed bunu insanlara borç vermeleri için baskı yapmak amacıyla yaptı. Uzun vadeli Hazine tahvilleri Wall Street için büyük bir tasarruf hesabı gibiydi. Fed, getiriyi sıkıştırarak tasarruf etme güdüsünü azalttı. Gelecekten gelen tüm parayı, tıpkı tüpten çıkan diş macunu gibi bugüne sıkıştırdı.

KURUMSAL TAHVIL:

Bu, Wall Street'te satılan ve yaygın olarak kullanılan bir borçlanma şeklidir. Şirketler, belirli bir faiz oranı ödemeyi kabul ederken şirket tahvili ihraç ederek borç para alırlar. Tahvil daha sonra Wall Street'te yatırımcılara satılır. Şirket tahvilleri katı bir şekilde yapılandırılmıştır, yani büyük ölçüde standartlaştırılmışlardır, bu da alım satımlarını kolaylaştırır. Bir şirket tahvilinin mali

yapısı, önemli bir yönden ev kredisi veya kredi kartı kredisine benzemez: Şirketler yol boyunca borçlarını ödemezler. Bunun yerine, sadece tahvilin faizini öderler ve en sonunda tüm senedin vadesi geldiğinde tutarın tamamını öderler. Uygulamada, şirketler şirket tahvillerini tamamen ödemezler. Faizi öderler ve sonra borcu "çevirirler", yani yeni bir şirket tahvili satarlar ve parayı mevcut tahvili ödemek için kullanırlar. Şirketler borçlarını sonsuza kadar çevirebilirler, ancak bu onları faiz oranı riskine maruz bırakır. Faizler yükselirse, yeni borçları çok daha pahalı olacaktır. Yüksek faiz oranları bazı şirket borçlarını ödenemez hale getirerek iflasa yol açabilir.

MALİYET İTME:

Bu, enflasyonun neden gerçekleştiğini açıklamaya yardımcı olan bir teoridir. Bir şeylerin maliyetini artıran ve böylece fiyatların yükselmesine neden olan güçlere odaklanır. Örneğin, 1970'lerin başında OPEC petrol ambargosu uygulayarak petrol fiyatlarını artırırken aynı zamanda işçi sendikaları da daha yüksek ücret seviyeleri için pazarlık yaparak işgücü fiyatlarını artırıyordu. Farklı bir inAasyon teorisi, merkez bankası eylemlerine daha fazla vurgu yapan talep çekişi olarak adlandırılır.

TALEP ÇEKME:

Bu, inAasyonun neden gerçekleştiğini açıklamaya yardımcı olan bir teoridir. Bu teoriye göre, merkez bankaları daha fazla para bastığında ve düşük faizli kredi şeklinde daha kolay elde edilebilir hale getirdiğinde mallara olan talebi artırır. Bunu en iyi anlatan ifade, çok az malın peşinden koşan çok fazla dolar yaratması ve dolayısıyla bu malların fiyatını artırmasıdır. Alternatif bir inAasyon teorisi maliyet itişi olarak tanımlanmaktadır.

TÜREV:

Özünde bir türev, başka bir şeyin değerine dayanan herhangi bir 1nansal üründür. Örneğin vadeli işlem sözleşmesi, fiyatı petrol gibi emtiaların gelecekteki değerine dayanan bir sözleşmedir. Bu durumda petrol varlık, vadeli işlem sözleşmesi ise türevdir. Yıllar geçtikçe *türev* kelimesi, CDO'lar ve faiz oranlarına ilişkin riskten korunma sözleşmeleri de dahil olmak üzere sonsuz sayıda egzotik finansal aracı tanımlamak için kullanılan genel bir terim haline gelmiştir.

INDIRIM PENCERESI:

Federal Rezerv'in bankalara acil kredi verme programını tanımlamak için kullanılan bir terimdir. Bu, Fed'in temel görevlerinden biridir ve varlığının temel nedenidir. Finansal panik dönemlerinde, sağlıklı bankalar bile batabilir çünkü insanlar anlamsız bir izdihamla paralarını bankadan çekerler. İskonto penceresi bu tür panikleri durdurmak için tasarlanmıştır. Panik zamanlarında, sağlıklı bankalar Fed'in iskonto penceresinden piyasa faizinin altında bir faiz oranıyla acil kredi alabilirler. Bu düşük oran "iskonto" oranıdır, yani piyasadaki panik kaynaklı yüksek oranlardan daha ucuzdur. Ve hayır, gerçek bir pencere yoktur.

ECB:

Avrupa Merkez Bankası. Banka 1998 yılında Avrupa Birliği üyelerinin merkez bankası olmak üzere kurulmuştur. Federal Rezerv gibi, ECB de üye ülkeleri için para politikasını yönetmektedir. bazı banka denetimleri ile.

FDIC:

Federal Mevduat Sigorta Kurumu, Büyük Buhran'ın hemen ardından kurulmuş bir düzenleyici kurumdur. En çok normal insanların perakende banka mevduatlarına 250.000 $ değerine kadar sigorta sağlamasıyla bilinir. FDIC aynı zamanda tüm bankacılık sisteminin kilit bir düzenleyicisidir. Bankaların ne kadar kredi verdiklerine kıyasla ellerinde ne kadar para olduğunu inceleyerek sistemin mali sağlığını denetler. FDIC'nin başarısız bankaları feshedebileceği bilinmektedir.

FED FON ORANI:

Özünde bu, Fed'in FOMC'si tarafından kontrol edilen kısa vadeli faiz oranıdır. FOMC faiz oranlarını "belirlediğinde", komitenin gerçekte yaptığı şey Fed Fonları oranı için bir hedef oran belirlemektir. Bu, bankaların bir gecelik kredi için birbirlerinden talep ettikleri faiz oranıdır, dolayısıyla diğer tüm faiz oranlarına yayılan temel bir faiz oranıdır. Fed Fonları oranını yükselttiğinizde, temelde paranın maliyetini yükseltmiş olursunuz. Düşürdüğünüzde ise paranın maliyetini düşürmüş olursunuz.

FED PUT:

Wall Street argosunda, Federal Rezerv'in varlık fiyatlarını belirli bir seviyenin üzerinde tutmak için her zaman müdahale edeceği yönündeki yaygın inanç. Terminoloji, piyasa fiyatı daha düşük olsa bile, bir varlığın belirli bir fiyattan satın alınmasını kabul eden bir "satım" sözleşmesini ifade eder. Satım sözleşmesi, sözleşme sahibi için söz konusu varlık fiyatının altına bir Aoor koyar. Yatırımcılar, Fed'in piyasalar çöktüğünde devreye girdiği ve dalgalanmayı yatıştırmak için daha fazla para yarattığı gözlemlerine dayanarak bir Fed Satışı olduğuna inanırlar. Greenspan Put, Bernanke Put, Yellen Put ve Powell Put olarak da bilinir.

MALİ POLİTİKA:

Bu, vergi toplamak ve devlet parasını (ödünç alınan devlet parası dahil) harcamakla ilgili olan hükümet politikasıdır. Bu kitabın amaçları doğrultusunda, devlet politikası, Federal Rezerv tarafından kontrol edilen para politikasının aksine, eyalet veya federal yasama organları gibi demokratik olarak kontrol edilen hükümet organları tarafından kabul edilen neredeyse tüm ekonomi politikalarını ifade eder.

FOMC:

Federal Açık Piyasa Komitesi, Fed'de kısa vadeli faiz oranları için bir hedef belirleyen politika komitesidir. FOMC her altı haftada bir toplanarak kısa vadeli faiz oranlarının nerede belirlenmesi gerektiğini ve Fed'in parasal genişleme gibi uygulayabileceği diğer politikaları tartışır. FOMC'nin on iki üyesi vardır ve bu üyeler her zaman Fed'in yönetim kurulunun yedi üyesini de içerir. Buna en önemli guvernör olan Fed Başkanı için daimi bir koltuk da dahildir. Bir diğer koltuk da New York Merkez Bankası Başkanı için kalıcı olarak ayrılmıştır. (New York Fed başkanı özel muamele görüyor çünkü bu banka Fed'in on iki bölgesel bankası arasında en önemlisi. New York Fed faiz oranlarını kontrol eden açık piyasa işlemlerini yürütür ve en önemli Wall Street bankalarına yakındır). Komitedeki diğer dört koltuk ise Fed'in bölgesel banka başkanları tarafından dönüşümlü olarak doldurulmaktadır. Bu yöneticiler her seferinde bir yıllığına oy hakkı olan üyeler olarak FOMC'ye girip çıkmaktadır. Bölgesel başkanlar FOMC'nin en az güçlü üyeleridir. Blok olarak oy kullansalar bile, yedi guvernör tarafından her zaman oyları geçilebilir.

VADELI IŞLEMLER PIYASASI:

Vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı piyasa. Vadeli işlem sözleşmeleri, mısır, petrol ve hatta hisse senedi gibi çok çeşitli ürünler için belirli bir gelecek tarihte ödenecek bir fiyat taşıyan türevlerdir.

ŞAHINLER VE GÜVERCINLER:

Bu terimler, Fed'in FOMC'sinde oy kullanan herhangi bir üyenin temel siyasi yönelimini tanımlamak için kullanılır. Şahinler Fed'in müdahalelerini kısıtlamaya ve kolay para politikalarını sınırlandırmaya çalışır. Güvercinler ise daha büyük müdahaleler ve faiz oranlarını daha uzun süre düşük tutma konusunda daha rahattır. Şahinler Amerika'nın muhafazakar siyasi hareketleriyle ilişkilendirilirken, güvercinler liberal siyasi hareketlerle ilişkilendirilir hale gelmiştir.

FAIZ ORANLARI:

Faiz oranı temel olarak bir kredinin maliyetidir. Krediye bağlı periyodik ödemedir ve her zaman kredi tutarının yüzdesi olarak ölçülür. Bir kredinin altında yatan riski ölçmenin çok önemli bir yoludur. Eğer bir kredi güvenli ise, faiz oranı daha düşüktür. Kredi riskli ise faiz oranı daha yüksektir. Bunu, birinin borç para alma ayrıcalığı için ödemesi gereken ücret olarak düşünebilirsiniz. Eğer ben çok riskli bir borç alıcısıysam, bana borç vermeye ikna etmek için birine yüzde 19 faiz ödemem gerekebilir. Eğer ben ABD hükümetiysem, birini bana borç vermeye ikna etmek için sadece yüzde 1.1 oranında borç vermem gerekebilir.

TERS GETIRI EĞRISI:

Borç piyasalarının, uzun vadeli borçlar için ödenen faiz oranlarının (ya da getiri olarak adlandırılır) kısa vadeli borçlar için ödenen faiz oranlarından daha düşük olduğu nadir bir duruma girdiği bir durumdur. Çoğu insan tersine dönmüş bir getiri eğrisini resesyonun yaklaştığına dair bir sinyal olarak yorumlar.

ÖNEMSIZ TAHVIL BORCU:

"Önemsiz" olarak kabul edilecek kadar riskli bir şirket tahvili türü. Önemsiz borç, borç vermenin yüksek riskini telafi etmek için yüksek faiz oranları taşır. Moody's gibi derecelendirme kuruluşları, borca düşük bir not vererek esasen neyin önemsiz borç olduğunu belirler.

KEYNESIAN:

Adını ünlü ekonomist John Maynard Keynes'ten alan ekonomi politikası düşünce ekolü. Bu kitabın amaçları doğrultusunda, "Keynesyen" Keynes'in görüşünün çok basitleştirilmiş bir tanımı için kullanılan kısa bir terimdir. Bu görüşe göre hükümet, ekonomik sıkıntı dönemlerinde devreye girmeli ve özel sektördeki talep kaybını telafi etmek için para harcamalıdır. Amaç, kaçınılmaz gerileme dönemlerinin darbesini hafifletmek ve gereksiz yere uzamasını ya da derinleşmesini önlemektir. Fed açısından bakıldığında, merkez bankası bir gerileme döneminde bankacılık sistemini canlandırmak için Keynesyen bir araç haline gelir, borç vermeyi veya yatırımı teşvik etmek için ucuz kredi veya ekstra nakit sağlar.

KALDIRAÇLI KREDI:

Şirket tahviline çok benzeyen bir kurumsal borç türüdür. Temel fark, kaldıraçlı kredilerin standartlaştırılmamış olması ve bir şirket tahvilinin işlem gördüğü şekilde açık borsalarda işlem görmemesidir. Kaldıraçlı krediler, her birinin borç veren ve borç alan arasında tek bir sözleşme veya kredi anlaşması olması anlamında daha "ısmarlama" kredilerdir. Ancak kaldıraçlı krediler, tahviller kadar standartlaştırılmamış olsalar da Wall Street'teki tüccarlar tarafından alınıp satılmaktadır.

PARA POLITIKASI:

Bu, Federal Rezerv Bankası tarafından uygulanan ve para arzını etkileyen politikaları ifade eder. Demokratik yollarla seçilmiş politikacılar tarafından kontrol edilen ve vergilendirme ve harcamaları içeren ölçek politikalarından farklıdır. Para politikası, temelde paranın maliyetini ve arzını kontrol eden faiz oranlarının kontrolünü içerir.

NEGATIF FAIZ ORANLI BORÇ:

Bu bir oksimoron olmalı. Negatif faiz oranlı borçla, borç veren aslında birisine kendisinden borç para alması için *ödeme* yapmaktadır. Birinin parasını ödünç almak için size para ödeyeceği bir dünya hayal etmek zor, ancak yaklaşık 2012'den beri böyle bir dünyada yaşıyoruz. Avrupa merkez bankaları negatif faizli borçlanmayı denemeye o zaman başladı. Amaç, insanları paralarını biriktirdikleri için cezalandıracak radikal bir politika uygulamaktı. Şaşırtıcı bir şekilde, birçok borç veren cezalandırıldıklarını umursamadı ve paralarını ödünç almak için hükümetlere veya diğer kuruluşlara ödeme yapma fırsatına koştular, tıpkı birisine yatağının altında para saklaması için ödeme yapmak gibi. 2019 itibariyle, tüm küresel borcun yaklaşık yüzde 29'u negatif orana sahipti.

YENİ ANLAŞMA:

Bu terim, Büyük Buhran'ın hemen ardından çıkarılan ve 1930'lar ile ABD hükümetinin Yeni Düzen'in önemli kısımlarını yürürlükten kaldırmaya başladığı 1970'lerin sonları arasında Amerikan ekonomik hayatını belirleyen, birbirine kenetlenmiş yasalar ve düzenleyici kurumlardan oluşan kapsamlı bir koleksiyonu ifade etmektedir. Yeni Anlaşma üç önemli şey yaptı: Wall Street'e sıkı bir tasma taktı, işçileri ve sendikaları güçlendirdi ve tekelci şirketlerin gücünü azalttı. Yeni Düzen'in büyük bir kısmı doğrudan Wall Street'i ve büyük bankaları hedef alıyordu. Yeni anlaşma FDIC ve Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nu (hisse senedi alım satımını düzenleyen) kurdu ve Amerikan bankacılığını mevduat tutan ticari bankalar ve riskli bahisler yapan yatırım bankaları olarak ikiye ayıran çok önemli Glass-Steagall Yasası'nı içeriyordu.

AÇIK PIYASA IŞLEMLERI:

Fed'in faiz oranlarını fiilen kontrol ettiği veya niceliksel genişleme gibi diğer politika hedeflerine ulaştığı alım satım işlemleri. Bu işlemler, New York Federal Rezerv Bankası'nda bulunan ve açık piyasada ABD Hazine bonoları gibi varlıkları alıp satan bir ticaret grubu tarafından yürütülür. Buradaki kilit nokta, Fed tüccarlarının havadan para yaratarak bir şeyler satın alabilmeleri ve böylece para arzını artırabilmeleridir. Fed parayı ucuzlatmak istediğinde, yeni yaratılan dolarları kullanarak bir şeyler satın alır ve sistemi nakitle doldurur. Fed parayı daha pahalı hale getirmek istediğinde (ki bu faiz oranlarını yükseltmek istediğini söylemenin başka bir yoludur), varlıkları satabilir ve daha sonra bu parayı bilançosuna alarak dolaşımın dışında tutabilir.

OPERASYON TWIST:

Temelde niceliksel genişlemenin "hafif" bir versiyonu olan bir Fed programı. Twist Operasyonu, "getiri eğrisini sıkıştırmak" tanımında belirtilen nedenlerle uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi amaçlamaktadır, ancak bunu 1nansal sisteme milyarlarca yeni dolar enjekte etmeden yapmaktadır. Fed bunu uzun vadeli borç satın alarak yapar, bu da borcun getirisini sıkıştırır. Ancak, en önemlisi, Fed aynı anda eşit miktarda kısa vadeli borç satıyor. Bu da Fed'in uzun vadeli borcu satın aldığında piyasaya nakit enjekte ettiği ancak daha sonra kısa vadeli borcu satarak piyasadan nakit çektiği anlamına geliyor. Amaç, sistemdeki toplam yeni nakit miktarını artırmadan getirileri düşürmektir.

BIRINCIL SATICI:

Bu, doğrudan Fed ile iş yapabilen, özel olarak belirlenmiş yirmi dört finansal kurumdan oluşan bir grubu ifade eder. Fed açık piyasa işlemleri yaptığında, bunu bir veya daha fazla birincil dealer ile yapar. Piyasa yapıcılar arasında J. P. Morgan Securities gibi tanınmış bankalar ve Mizuho Securities gibi daha tanınmamış şirketler bulunmaktadır. Hangi şirketlerin listede yer almaya uygun olduğuna Fed karar verir ve periyodik olarak dealerları listeden çıkarır ya da listeye ekler.

QE:

Niceliksel genişleme için kullanılan argo terim.

NICELIKSEL GENIŞLEME:

Fed'in ilk kez 2008'deki çöküş sırasında uyguladığı deneysel bir programdır. Niceliksel gevşemenin amacı, faiz oranlarının düşük olduğu bir dönemde Wall Street'i yeni nakitle besleyerek yeni kredileri teşvik etmek ve ekonomik büyümeyi canlandıracağı umuduyla varlık fiyatlarını artırmaktır. Bunu yapmak için New York Fed'deki tüccarlar, birincil satıcılardan Hazine bonoları veya ipotekli tahviller gibi varlıklar satın alırlar. Fed bu varlıkları yeni yaratılan dolarlarla satın alır, ardından varlıkları bilançosunda tutar. Sonuç olarak, piyasa yapıcıların Fed'deki rezerv hesaplarına yeni dolarlar yatırılır. QE'nin dört büyük turu olmuştur. İlk tur 2008 Küresel Finansal Krizi sırasında acil bir önlemdi. Ardından, 2010 yılının sonlarında Fed, QE2 olarak bilinen ve anemik toparlanma sırasında ekonomik büyümeyi teşvik etmek amacıyla Wall Street'e 600 milyar

dolar pompalayan başka bir QE turu başlattı. 2012 yılında Fed, QE3 olarak bilinen ve bugüne kadarki en büyük çaplı üçüncü QE turunu başlatmıştır.

1,6 trilyon dolar. Fed, 2019'un sonlarından itibaren repo piyasasının donmasının ardından yaklaşık 400 milyar dolarlık QE yapmıştır. Mart 2020'de Fed, Wall Street'e ilk etapta kabaca 2 trilyon dolar pompalayan neredeyse kalıcı bir QE programı başlattı ve ardından 2021 boyunca ayda yaklaşık 120 milyar dolarlık bir aylık Aow'a karar verdi. Toplamda, 2010'da QE2 ile başlayan QE programları, Fed'in bilanço büyüklüğünü 2,3 trilyon dolardan 8,2 trilyon dolara çıkarmış ve 2021'in ortalarında bu rakam daha da yükselmiştir.

NICELIKSEL SIKILAŞTIRMA:

Bu, niceliksel genişlemenin etkisini ortadan kaldırmanın tek yoludur. Bu program kapsamında Fed varlıkları satar ve dolarları bilançosuna çekerek dolaşımdan çıkarır. Niceliksel sıkılaştırma sadece bir kez denendi ve başarısız oldu. Fed 2017'nin sonlarında yavaş yavaş OP varlıklarını satmaya başladı ve 2018'de satışları hızlandırdı. Fed, bilançosundaki (QE yoluyla satın aldığı) varlıkların değerini neredeyse 4,5 trilyon dolardan 3,8 trilyon doların biraz altına çekebildi. Ardından finansal sistem kısa devre yaptı. Fed sıkılaştırmayı durdurdu ve nihayetinde niceliksel gevşemeye devam ederek bilançosunu 8 trilyon doların üzerine çıkardı.

REZERV HESABI:

Bankaların Federal Rezerv'de tuttukları hesap. Bu kitapta tartışılan rezerv hesapları, Fed'e varlık satabilen ve rezerv hesaplarında yeni dolarlar toplayabilen birincil satıcıların hesapları olma eğilimindedir.

REZERV PARA BIRIMI:

ABD doları, İkinci Dünya Savaşı'nın sonundan bu yana küresel rezerv para birimi olmuştur, yani ulusların ve ulusal bankaların birbirleriyle uluslararası işlemler yapmak için kullandıkları para birimidir. Dolara küresel ekonomik sistemdeki üstün yerini veren de budur. Stres zamanlarında herkesin dolara ihtiyacı vardır çünkü çok fazla borç ve ticaret dolar cinsindendir. Rezerv para birimi olmak, doları diğer ulusal para birimlerinin karşılaştığı piyasa baskılarından korumaya yardımcı olur,

Diğer uluslar ya da bankalar artık bu para birimine sahip olmak istemediklerine karar verirlerse değerlerinin düştüğünü görebilirler.

VERIM ARAMAK:

Federal Rezerv'in faiz oranlarını neredeyse on yıl boyunca sıfıra sabitlerken, Wall Street'i QE'den gelen trilyonlarca yeni dolarla beslemesinin ekonomi genelinde yol açtığı fenomen. Bu politikaların net sonucu, bankaların ya da diğer şirketlerin bir zamanlar paralarını güvenle saklamak için kullandıkları 10 yıllık Hazine bonolarının getirisini düşürmek oldu. Sonuç olarak, büyük kurumsal yatırımcılar kendilerine para kazandırabilecek her şeyi aramak için piyasaya çıktılar. Başka bir deyişle, yatırımcıları daha riskli krediler vermeye ve daha riskli varlıklar satın almaya itmenin bir yoluydu.

GÖLGE BANKASI:

Bu, büyük kurumlara kredi sağlamak gibi "banka benzeri" işlevler gören 1nansal kurumları ifade eden geniş bir terimdir. Örneğin bir gölge banka, opak finansal araçların teminatına dayalı olarak büyük bir nakit kredi sağlayan bir hedge fon olabilir. Gölge bankacılık, Kongre'nin bankaları daha sıkı düzenleyen Dodd-Frank Yasası'nı kabul etmesinden sonra gerçekten büyük bir iş haline geldi. Gölge bankalar aynı iş kollarında daha az düzenleyici baş ağrısı ile faaliyet gösterebilirler.

SPV:

Özel amaçlı araç, ekonominin farklı bölümlerine para enjekte etmek amacıyla Fed tarafından başlatılan bir dizi acil durum programını ifade eder. Bunlar çok çeşitli karmaşık isimler taşır, ancak

temelde aynı yapıdadırlar. Fed'in belediye borcu veya şirket tahvilleri gibi menkul kıymetleri satın almasına veya satmasına izin veren kurumsal bir varlık oluştururlar.

SWAP LINE:

Merkez bankalarının yabancı bir merkez bankası ile o bankanın para birimi karşılığında 1 kat kur üzerinden dolar ticareti yapmayı kabul ettiği bir Federal Rezerv programı. Bu program temelde ekonomik panik dönemlerinde yabancı ülkelere dolar sağlamanın bir yoludur. Bu önemli çünkü küresel borçların büyük bir kısmı dolar cinsinden, dolayısıyla kriz zamanlarında dolara ihtiyaç duyuluyor. Takas hatları, yabancı merkez bankalarının dolara piyasadan çok daha ucuz bir döviz kuru üzerinden erişebilmelerini sağlamaktadır.

T-BILL:

Hazine bonosu için argo terim.

HAZİNE FATURASI:

ABD hükümeti tarafından ihraç edilen borç. Hazine bonosu küresel finans sisteminin temelidir ve büyük ölçüde var olan en güvenli yatırım olarak görülür. Borcun ödenmesinin ne kadar süreceğine bağlı olarak birkaç çeşit Hazine bonosu vardır. Bir ay içinde ödenen gerçekten kısa vadeli bonolar vardır. Daha sonra iki aylık, üç aylık, bir yıllık, on beş yıllık ve on yıllık bonolar ve otuz yıllık Hazine de dahil olmak üzere aşağıya doğru devam eder. Daha uzun vadeli borçlar, paranızın bu kadar uzun süre bağlı kalmasının yarattığı sıkıntıyı telafi etmek için genellikle daha yüksek faiz oranları öder. Hazine bonoları şirket tahvilleri gibi çalışır. ABD hükümeti bonoyu (ya da bazılarının dediği gibi tahvili) çıkarır ve tüm parayı peşin alır. Daha sonra hükümet, tahvilin vadesi dolana kadar tahvile periyodik faiz ödemeleri yapar, bu noktada hükümet ya tutarın tamamını öder ya da yeni borç alarak ve bu satıştan elde edilen nakitle mevcut borcu ödeyerek tahvili "çevirir". İşte bu yüzden

Faiz oranları yükselirse ABD hükümetinin borç yükü artabilir - Hazine'nin mevcut borcunu daha yüksek faizli borca çevirmesi gerekecektir.

VERİM

: Bu kitabın amaçları doğrultusunda, *getiri* terimi her türlü borç veya yatırım için yapılan faiz ödemelerini ifade eder. Örneğin, bir Hazine bonosu yüzde 1 ödüyorsa, yüzde 1 getirisi olduğu söylenir. Getiri, yatırımcıların belirli borç veya varlık türlerini satın alarak ne kadar para kazanabilecekleri hakkında konuşmak için her zaman kullandıkları bir terimdir.

VERİM EĞRİSİ:

Bu, farklı borç türlerinin getirilerini karşılaştıran bir gösterimdir. Örneğin, şirket tahvilleri açısından, getiri eğrisi soldan sağa doğru yükselir ve güvenli şirket borçlarının çok düşük getirilerinden riskli önemsiz borçların çok yüksek getirilerine doğru gider.

ZERO BOUND:

Bu terim bir zamanlar Fed'in gücünün teorik sınırını ifade ediyordu. Sıfır Sınırı, Fed'in ulaşabileceği en düşük seviye olduğu düşünülen sıfır faiz oranına atıfta bulunuyordu. Niceliksel genişleme, sıfır sınırına ulaşıldıktan sonra finansal sisteme yeni dolarlar pompalayarak para politikasını sıfır sınırının ötesine itmenin bir yolu olarak görülüyordu. Sıfır sınırını aşmanın bir diğer yolu da negatif faizli borç ihraç etmektir ki Fed bunu yapmaktan kaçınmıştır.

ZIRP:

Bu terim spesifik olarak Federal Rezerv'in sıfır faiz politikasını ifade etmektedir. Daha geniş anlamda ise 1nancılar bu terimi Fed'in 2008 ile kabaca 2017 yılları arasında faiz oranlarını sıfırda ya da sıfıra çok yakın bir seviyede sabit tutarken parasal genişleme yoluyla 1nansal sisteme daha

fazla nakit pompaladığı politikasını tanımlamak için kullanmaktadır. Bunlar merkez bankası tarihindeki en aşırı kolay para politikalarıydı.

NOTLAR

Bu kitaptaki bilgilerin bir kısmı, ABD ekonomisi hakkında on yılı aşkın bir süre yazdıktan sonra edindiğim bilgilerden oluşmaktadır. Örneğin 2008'deki Küresel Finansal Kriz'in genel tanımları gibi bazı arka plan gerçekleri, yıllar boyunca yaptığım kişisel haberlerden gelmektedir. Bu notlar, bu raporları kanıtlamak için yazdığım her makaleyi listelememektedir.

BÖLÜM 1: \ERO'NUN ALTINA İNMEK

Thomas Hoenig 3 Kasım'da erken uyandı: Thomas Hoenig, yazar tarafından yapılan röportajlar, 2016-2021; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantısının transkripti, 2-3 Kasım 2010.

Hoenig bir yıldır hayır oyu veriyordu: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanakları, Ocak, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Ağustos, Eylül, Ekim ve Kasım 2010; Hoenig, yazarla mülakatlar, 20162021; Ben Bernanke, yazarla mülakat, 2020; Sewell Chan, "Fed's Contrarian Has a Wary Eye on the Past," *New York Times,* 13 Aralık 2010; Ben Bernanke, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath* (New York: Norton, 2015).

1913 ve 2008 yılları arasında Fed para arzını kademeli olarak artırmıştır: Para arzı rakamları veya "M1 Para Stoku", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veritabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/M1NS.

Sadece yaklaşık yirmi dört özel banka: List of Primary Dealers, Federal Reserve Bank of New York, erişim tarihi 10 Haziran 2021.

Bankacılık sistemindeki fazla para miktarı artmıştır: Fazla rezerv rakamları veya "Mevduat Kurumlarının Fazla Rezervleri", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veritabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/EXCSRESNS.

Paranın siyaseti eskiden yüklü bir siyasi meseleydi: Roger Lowenstein, *America's Bank: The Epic Struggle to Create the Federal Reserve*, 23 (New York: Penguin Press, 2016).

Hoenig'i rahatsız eden şeyler: Hoenig, yazarla yapılan röportajlar, 2016-2020.

Fed'in bölgesel banka başkanları şehre geldiğinde: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2021; Hotel Fairmont'a ilişkin tüm açıklamalar yazarın notlarından, 2020 yılında otelde çekilen video ve fotoğraflardan ve otelin https://www.fairmont.com/washington/ adresindeki pazarlama fotoğraflarından alınmıştır.

Banka başkanları arasında derin bir meslektaşlık duygusu vardı: Janet Yellen, Richard Fisher, JePrey Lacker, Jerome Powell, Ben Bernanke, Thomas Hoenig, Betsy Duke ve Sarah Bloom Raskin ile yapılan yazar röportajlarından alınan bölgesel banka başkanı ve FOMC kültürüne ilişkin izlenimler ve anlayış, 2020-2021; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarının seçilmiş tutanakları, 1991-2015.

Bir önceki gün Amerika genelinde Seçim Günü idi: Peter Baker, "In Republican Victories, Tide Turns Starkly," *New York Times,* 2 Kasım 2010; Kate Zernike, "Tea Party Comes to Power on an Unclear Mandate," *New York Times,* 2 Kasım 2010.

The Wall Street Journal*'da bir köşe yazarı düzenli bir köşe yazısı yazdı*: Sudeep Reddy, "The Lone Dissenter: Kansas City's Hoenig Stands Firm," *Wall Street Journal*, 16 Mart 2010; Sudeep Reddy, "The Lone Dissenter: Kansas City's Hoenig Goes Four for Four," *Wall Street Journal,* 23 Haziran 2010; Sudeep Reddy, "The Lone Dissenter: Thomas Hoenig Yediye Vurdu," *Wall Street Journal*, 3 Kasım 2010; Sudeep Reddy, "The Lone Dissenter: Kansas City's Hoenig Goes Out with a Record," *Wall Street Journal,* 14 Aralık 2010.

Emin olup *olmadığını sordular*: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2021.

Arabalar geldiğinde: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2021; Fairmont Oteli ile Eccles Binası arasındaki sürüş rotasına dair tüm açıklamalar yazarın notlarından, video ve fotoğraflardan alınmıştır, 2020.

Federal Rezerv'in temel politikaları bile kafa karıştırıcıdır: Mevcut ve eski Federal Rezerv yetkilileri ve ekonomistlerle yapılan görüşmelerden elde edilen Federal Rezerv politikalarına ilişkin gözlemler;

Christopher
Leonard, "How Jay Powell's Coronavirus Response Is Changing the Fed Forever," *Time,* 11 Haziran 2020.

Tarihsel kayıtlar bu anlatının tamamen yanlış olduğunu göstermektedir: Federal Açık Piyasa Komitesi'nin Ocak, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Ağustos, Eylül, Ekim ve Kasım 2010 toplantı tutanakları; Mary Anastasia O'Grady, "The Fed's Monetary Dissident," *Wall Street Journal,* 15 Mayıs
2010; Thomas Hoenig konuşması, Anderson Chandler Lecture Series, Kansas Üniversitesi İşletme Fakültesi, 26 Ekim 2010, https://kansaspublicradio.org/kpr-news/thomas-hoenig; Thomas Hoenig konuşması, "Hard Choices," Town Hall Meeting, Lincoln, Nebraska, 13 Ağustos 2010.

Hoenig tahsisat etkileri hakkında konuştuğunda: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2021.

Hoenig'in aracı güneye, Fed merkezine doğru devam etti: Hotel Fairmont ve Eccles Binası arasındaki sürüş rotasının açıklamaları yazarın notlarından, video ve fotoğraflardan alınmıştır, 2020.

Ben Bernanke bir anı kitabı yayınladığında: Ben Bernanke, yazarla röportaj, 2020. Bernanke, *Harekete Geçme Cesareti.*

Bernanke bu kavram üzerine makaleler yayınlamıştır: Laurence M. Ball, "Ben Bernanke and the Zero Bound,"
Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu Çalışma Belgesi 17835 (Şubat 2012).

FOMC üyeleri bu konuda endişeliydi: Federal Açık Piyasa Komitesi'nin Ocak, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Ağustos, Eylül, Ekim ve Kasım 2010 toplantı tutanakları.

Artan endişelerini açıkladı: Federal Açık Piyasa Komitesi Toplantı Tutanağı, 10 Ağustos 2010, 119-20.

Ağustos ayında Bernanke halka açık bir kampanya başlatmıştır: Sewell Chan, "Fed Ready to Diger Deeper to Aid Growth, Chief Says," *New York Times,* 27 Ağustos 2010; "The Economic Outlook and Monetary Policy," Federal Rezerv Sistemi Yönetim Kurulu Başkanı Ben S. Bernanke'nin Kansas City Federal Rezerv Bankası Ekonomi Sempozyumunda yaptığı konuşma, Jackson Hole, Wyoming, 27 Ağustos 2010.

Niceliksel genişlemenin temel mekaniği ve hedefleri: Niceliksel genişlemenin bu tanımı, yazarın mevcut ve eski Federal Rezerv yetkilileri, finansal işlemciler, finansal analistler ve programı tasarlayan ve uygulayan New York Federal Rezerv Bankası'nın kıdemli üyeleriyle yaptığı görüşmelere dayanmaktadır, 2016-2020; Brett W. Fawley ve Christopher J. Neely, "Four Stories of Quantitative Easing," Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, Ocak/Şubat 2013; Stephen Williamson, "Quantitative Easing: Does This Tool Work?", St. Louis Federal Reserve Bank, *The Regional Economist*, Third Quarter 2017; *Quantitative Easing Explained,* Economic Information Newsletter, Research Library of the Federal Reserve Bank of St. Louis, Nisan 2011; *QE and Ultra-Low Interest Rates: Distributional Effects and Risks*, McKinsey Global Institute tartışma raporu, Kasım
2013.

Eylül ayındaki FOMC toplantısı sırasında: Federal Açık Piyasa Toplantı Tutanağı Komitesi,
21 Eylül 2010, 105-107.

Bu yorumlar Ben Bernanke'yi rahatsız etmiştir: Bernanke, *The Courage to Act* (New York: Norton, 2017), 485- 92.

Fed Kasım ayında niceliksel genişleme planını oylamak üzere toplandığında: Federal Açık Piyasa Komitesi'nin 2-3 Kasım 2010 tarihli toplantı tutanağı.

"Herkese günaydın," dedi Bernanke: Ibid.

BÖLÜM 2: CİDDİ RAKAMLAR

Thomas Hoenig dokuz yaşındayken: Thomas Hoenig, yazarla röportaj, 2020; Kathleen Kelley, yazarla röportaj, 2020; Arlene M. Hoenig ölüm ilanı, Ocak 2011; Scott Lanman, "Thomas Hoenig Is Fed Up," *Bloomberg Businessweek*, 23 Eylül 2010; Sewell Chan, "Fed's Contrarian Has a Wary Eye on the Past," *New York Times*, 13 Aralık 2010.

Tom üniversiteye gitmeye karar verdi: Hoenig, yazarla röportaj, 2020; Kathleen Kelley, yazarla röportaj, 2020.

Hoenig ve McKeon küçük bir sığınakta birlikte çalıştılar: Jon McKeon, yazarla söyleşi, 2020. Vietnam dönemi 1re-kontrol üsleri ve FADAC bilgisayarlarının görüntüleri, Vietnam gazilerinin ve askeri tarihçilerin çevrimiçi günlüklerinden ve bloglarından alınmıştır.

Yangın kontrol uzmanları olarak Hoenig ve McKeon bir komitede yer aldılar: Hoenig ve McKeon, yazarla yapılan görüşmeler, 2020.

Fort Madison'daki evine döndüğünde: Hoenig, yazarla röportajlar, 2020.

Hoenig'in yeni bir hayata doğru ilerlemesine yardımcı oldu: Cynthia Hoenig, yazarla söyleşi, 2020.

Tom Hoenig Iowa State'te ekonomi okuduğunda: Hoenig, yazarla görüşmeler, 2020; Thomas M. Hoenig, "Anticipating State Revenue for Iowa Through Regression on Personal Income," Iowa State University Capstones, Theses and Dissertations, 1972; Thomas M. Hoenig, "Commercial Banking: Competition and the Personal Loan Market," Iowa State University Capstones, Theses and Dissertations, 1974.

ABD Anayasası'nda bir merkez bankası talep eden hiçbir şey yoktur: Roger Lowenstein, *America's Bank: The Epic Struggle to Create the Federal Reserve* (New York: Penguin Press, 2016); William Greider, *Secrets of the Temple: Federal Rezerv Ülkeyi Nasıl Yönetiyor* (New York: Simon & Schuster, 1987).

Bu gerilim Fed'in yapısına da kodlanmıştı: Peter Conti-Brown, *The Power and Independence of the Federal Reserve* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2016).

Hoenig'in işi pek çok tartışmayı içeriyordu: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020-2021.

BÖLÜM 3: BÜYÜK ENFLASYON(LAR)

Hoenig, banka soygunu gerçekleştiğinde otuz üç yaşındaydı: Thomas Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 20162021.

Varlık, bir kişinin satın alabileceği herhangi bir şeydir: Finans tüccarları, arka planda konuşma, 2016-2021; John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929* (New York: Mariner Books, 1997), 1-23. *Tom Hoenig izlendi*: Hoenig, yazarla röportajlar, 2020.

Volcker bunu mücadele ederken fark etti: Paul Volker, *Keeping At It: The Quest for Sound Money and Good Government* (New York: Public APairs, 2018), 220-40; William Greider, *Secrets of the Temple,* 75-123; Tim Barker, "Other People's Blood," *n+1,* Bahar 2019; Bill Medley, "Volcker's Announcement of Anti-InAation Measures October 1979," *Federal Reserve History*, 22 Kasım 2013.

Muhabirler Volcker'ı sıkıştırdı: Federal Rezerv Sistemi Yönetim Kurulu Başkanı Paul A. Volcker ile 6 Ekim 1979 tarihinde Washington, D.C.'deki Federal Rezerv Binası'nın toplantı salonunda yapılan basın toplantısının metni.

Tarım arazilerinin fiyatı yüzde 27 oranında düşmüştür: Alex J. Pollock, "A Bubble to Remember-and Anticipate?", American Enterprise Institute for Public Policy Research, Kasım 2012.

Hoenig'in ekibi 1980'lerin başlarını tek bir şey yaparak geçirdi: John Yorke ve Hoenig, yazarla röportajlar, 2020.

1982'de gerçek bir banka paniği patlak verdi: "Seksenlerin Tarihi: Gelecek için Dersler. Cilt 1. An

Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s," Federal Deposit Insurance Corporation tarafından hazırlanan rapor, 1997, 14-15; Yorke ve Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020.

Federal Rezerv'in nasıl kurulduğuna dair belki de en detaylı açıklama: Allan H. Meltzer, *A History of the Federal Reserve, Cilt 2, Kitap 2, 1970-1985* (Chicago: University of Chicago Press, 2014), 843-1007.

Sorunu yaratan esas olarak Fed tarafından belirlenen para politikası olmuştur: A.*g.e.*, 864.

Ancak sorun daha temeldi: Edward Nelson, "The Great InAation of the Seventies: What Really Happened?", Federal Reserve Bank of St. Louis Research Division, Working Paper 2004-001, Ocak 2004.

Bankacılık krizinden çıkarılan bu ders Tom Hoenig'in aklından çıkmadı: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-
2021.

Penn Meydanı Bill adında biri tarafından yönetiliyordu: Phillip L. Zweig, *Belly Up: The Collapse of the Penn Square Bank* (New York: Crown, 1985); Robert A. Bennett, "Penn Square's Failed Concept," *New York Times*, 16 Ağustos 1982; Yorke ve Hoenig, yazarla yapılan röportajlar, 2020.

Ama başarısızlıkla ilgili asıl önemli şey: Sebastian Mallaby, *The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan* (New York: Penguin Press, 2016), 297-301; Renee Haltom, "Failure of Continental Illinois," *Federal Reserve History*, 22 Kasım 2013.

Paul Volcker'ın başkan olarak kariyeri hoş bir şekilde sona ermedi: Volker, *Keeping At It*; Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Associated Press, "President of Federal Reserve Bank of Kansas City to Retire," 18 Mart 1991.

BÖLÜM 4: FEDSPEAK

1 Ekim 1991'de Tom Hoenig yürüdü: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2021; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 1 Ekim 1991; FOMC yönetim kurulu odası ve genel merkez binasının arşiv haber fotoğrafları ve videolarından alınan tasvirleri.

Hoenig FOMC'ye çok garip bir dönüm noktasında katılmıştır: Stephen K. McNees, "The 1990-91 Recession in Historical Perspective," *New England Economic Review,* Ocak/Şubat 1992; Jennifer M. Gardner, "The 1990-91 Recession: How Bad Was the Labor Market?", *Monthly Labor Review*, Haziran 1994; Carl E. Walsh, "What Caused the 1990-91 Recession?" *Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco*, 1993, Sayı 2; Natalia Kolesnikova ve Yang Liu, "Jobless Recoveries: Causes and Consequences," *The Regional Economist*, 2011; Mallaby, *The Man Who Knew*, 391-445.

Greenspan'in karşılaştığı bulmaca buydu: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 1 Ekim 1991.

1993 yılında, genç bir Princeton ekonomisti: Ben S. Bernanke, "Credit in the Macroeconomy," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review,* Bahar 1992-93.

Greenspan'in bile kafası karışmıştı: James Sterngold, "Fed Chief Says Economy Is Resisting Remedies," *New York Times,* 15 Ekim 1992.

Eğer ekonomi geçmişteki kalıpları kırmış olsaydı: Hoenig, yazarla yapılan röportajlar; Mallaby, *The Man Who Knew*, 391-445; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarının seçilmiş tutanakları, 1991-94.

Tipik bir oturum 10 Haziran'da gerçekleşti: Başkan Alan Greenspan'ın ifadesi: Birleşik Devletler'deki ekonomik koşullara ilişkin bir güncelleme, ABD Kongresi, Karma Ekonomik Komite önünde, 10 Haziran 1998; etkinliğin görüntüleri arşivlenmiş C-SPAN yayınından alınmıştır, https://www.cspan.org/video/?107135- 1/monetary-policy-economic-outlook.

En büyük mali eylem patlaması: David M. Kennedy, *Freedom from Fear: The American People in Depression and War, 1929-1945* (New York: Oxford University Press, 1999).

Federal Rezerv seçilmiş politikacıları sundu: Nicholas Lemann, *Transaction Man: The Rise of the Deal and the Decline of the American Dream* (New York: Farrar, Straus and Giroux, 2019), 57-64.

1989 yılında faiz oranları yüzde 10'a yakındı: Faiz oranları rakamları veya "EPective Federal Funds Rate", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS; Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2020; Federal Açık Piyasa Komitesi'nin seçili toplantı tutanaklarından alınan oy sayıları, 1991-2006.

Fedspeak bulutunun ardında... anlaşmazlıklar vardı: Mallaby, *The Man Who Knew*; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanaklarından seçmeler, 1991-2000; Hoenig, yazarla röportajlar, 20162020; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 5-6 Temmuz 1995.

Greenspan'in sağlam bir gerekçesi vardı: Mallaby, *The Man Who Knew,* 432; Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2020; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarının seçilmiş tutanakları, 19912000.

Hoenig bu yüzden endişeliydi: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 17 Kasım 1998.

1999 yılında hisse senetleri: Floyd Norris, "The Year in the Markets, 1999: Extraordinary Winners and More Losers," *New York Times*, 3 Ocak 2000; Chris Gaither ve Dawn C. Chmielewski, "Fears of Dot- Com Crash, Version 2.0," *Los Angeles Times,* 16 Temmuz 2006; David Kleinbard, "The $1.7 Trillion Dot.com Lesson," CNNMoney, 9 Kasım 2000; Alex Berenson, "Market Paying Price for Valuing

New-Economy Hope Over Pro1ts," *New York Times,* 21 Aralık 2000; Elizabeth Douglass, "Qualcomm Stock May Need Reality Check," *Los Angeles Times*, 18 Kasım 1999.

FOMC faiz oranlarını keskin bir şekilde artırdı: Gretchen Morgenson, "Piyasalar: Market Place; Shift in Stance by Federal Reserve Deals Blow to Wall Street," *New York Times*, 21 Aralık 2000; "EPective Federal Funds Rate," Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veritabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS.

2000'deki temizlik işi: Federal Açık Piyasa Komitesi'nin 15 Mayıs ve 11 Aralık 2001 tarihli toplantı tutanakları; Mallaby, *The Man Who Knew,* 569-614; Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2020.

BÖLÜM 5: KUDRETLİ CITI\EN

2001 yılında başladı: "World Markets Shatter; Terrorist Attack Near Wall Street Spreads Consequences Around World," CNNMoney, 11 Eylül 2001; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 20 Mart 2001.

Önümüzdeki birkaç yıl boyunca: Mallaby, *The Man Who Knew*, 569-671; Paul Krugman, "Running Out of Bubbles," *New York Times,* 27 Mayıs 2005; Hoenig, yazarla yapılan röportaj, 2020.

2005 yılında Alan Greenspan emekli olmuştur: Bernanke ve Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Bernanke, *The Courage to Act*; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 28-29 Haziran 2006.

2005 yılına gelindiğinde Hoenig'in tutarlı bir görüşü vardı: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2020.

Ekim ayı sonlarında Hoenig davet edildi: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; toplantı gündemi, *2006* Batı Eyaletleri Yönetici Eğitim Vakfı Sempozyumu, 29-31 Ekim 2006; Tucson Starr Pass otelinin tatil köyünün web sitesinden alınan resimleri; Thomas Hoenig'in konuşmasının transkripti, "This Time It's DiPerent (Or Is It?)," Kansas City Federal Reserve Bank'tan alınmıştır.

Birkaç ay sonra Bernanke davet edildi: Başkan Ben S. Bernanke'nin ifade metni, "Ekonomik Görünüm", ABD Kongresi, Karma Ekonomik Komite önünde, 28 Mart 2007.

Sorunlar kontrol altına alınamadı: Alan S. Blinder, *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead* (New York: Penguin Press, 2013); Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System-and Themselves* (New York: Viking, 2009); Sheryl Gay Stolberg, "Obama and Republicans Clash over Stimulus Bill, One Year Later," *New York Times,* 17 Şubat 2010; Renae Merle, "A Guide to the Financial Crisis-10 Years Later," *Washington Post*, 10 Eylül 2018.

Bu mali programlar cüce kaldı: Adam Tooze, *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World* (New York: Viking, 2018), 153-219; Bernanke, *The Courage to Act.*

Fed'in ölçeğini kavramak en kolay yoldur: Para arzı ya da "M1 Para Stoku" rakamları Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/M1NS; Hoenig'in oylama çetelesi FOMC toplantı tutanaklarından alınmıştır, 2008-2009.

2008'deki çöküş sona erdiğinde: "UCLA Anderson Tahmini: National Recovery Linked to Global Solutions," States News Service, 25 Mart 2009; transkript, House Committee Hearing on Economic Budget Challenges, 27 Ocak 2009; Sheryl Gay Stolberg, "Obama and Republicans Clash Over Stimulus Bill, One Year Later," *New York Times,* 17 Şubat 2010.

Tüm bunlar merkez bankaları üzerindeki baskıyı daha da artırdı: Paul Tucker, *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2018).

FOMC üyesi olarak geçirdiği yaklaşık yirmi yılda: Daniel L. Thornton ve David C. Wheelock, "Making Sense of Dissents: A History of FOMC Dissents," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Üçüncü Çeyrek 2014; Sudeep Reddy, "The Lone Dissenter: Kansas City's Hoenig Goes Out with a Record," *Wall Street Journal*, 14 Aralık 2010; Thomas Hoenig'in muhalif kaldığı FOMC toplantılarının transkriptleri: Temmuz 1995, Mayıs 2001, Aralık 2001 ve Ekim 2007. *Hoenig odadaki tedirginliği hissedebiliyordu:* Hoenig, yazarla röportaj, 2020.

BÖLÜM 6: PARA BOMBASI

Oyunu kullandıktan sonra: Thomas ve Cynthia Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020.

Fed'in politikaları bir takıntıydı: Carola Binder, "Federal Reserve Communication and the Media," *Journal of Media Economics*, Ekim 2017; Carola Binder, yazarla mülakat, 2020.

Hoenig'in muhalefet şerhini yazdığı gece: "Americans Spending More Time Following the News," Pew Research Center, 12 Eylül 2010; "Political Polarization & Media Habits," Pew Research Center, 21 Ekim 2014. Glenn Beck monologu, "Devaluing the Dollar," 2010, YouTube'a yüklenmiştir: https://www.youtube.com/watch?v=-QmPJAIbTwI; archive.org adresindeki Internet Archive'dan alınan Drudge Report ve Huffington Post haberlerinin incelenmesi.

Fed aslında devalüasyon yapmaya çalışıyordu: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 2-3 Kasım 2010.

Ben Bernanke sağlamlaştırmaya yardımcı oldu: Ben Bernanke'nin *50 Dakika programına katılımının* videosu ve transkripti. Bernanke'nin 2009'daki konuşması: https://www.youtube.com/watch?v=QWJC mz1Pc; Bernanke'nin 2010'daki konuşması: https://www.youtube.com/watch?v=CMeB9sqWZqc; Bernanke, *The Courage to Act*.

Amerikan finans sistemi 4 Kasım 2010 tarihinden itibaren: Yazarın New York Federal Rezerv Bankası trading Aoor turundan notlar, Şubat 2020; yazarın New York Federal Rezerv Bankası'ndaki altı mevcut ve eski üst düzey yetkiliyle yaptığı görüşmeler, 2020-2021, arka planda konuşma. Bu yetkililerden üçü niceliksel genişleme programını doğrudan uygulamıştır.

ZIRP'in etkilerini anlamak için: Yazarın finans tüccarlarıyla arka planda yaptığı görüşmeler, 2016-2020. Yazar, ismini vermek istemeyen ve piyasaların nasıl işlediğine dair keskin bir kavrayışa sahip olan bir trader'a özellikle teşekkür borçludur. Getiri arayışını belgeleyen pek çok kaynak arasında *QE ve Ultra Düşük Faiz Oranları* da yer almaktadır: *Distributional Effects and Risks,* McKinsey Global Institute tartışma raporu, Kasım 2013. Céline Choulet, "QE ve Banka Bilançoları: The American Experience," *Conjoncture,* Temmuz-Ağustos 2015.

2011 yılının başlarında Hoenig emekli oldu: Frank Morris, "Fed Muhalifi Thomas Hoenig Retires," *All Things Considered,* 28 Eylül 2011; Thomas Hoenig'in 5 Ocak 2011 tarihinde Central Exchange'de yaptığı "Monetary Policy and the Role of Dissent" başlıklı konuşmanın metni.

Kasım 2010 ve Haziran 2011 arasında: Para arzı rakamları ya da "M1 Para Stoku", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/M1NS; 1gures fazla rezerv ya da "Mevduat Kurumlarının Fazla Rezervleri", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/EXCSRESNS.

Bernanke'nin en güçlü muhalefeti: Jerome H. Powell ve Betsy Duke, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Bernanke, *The Courage to Act*, 531-63; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarının seçilmiş tutanakları, 2012-2014.

ŞAFTÖR y: NİTELİKSEL KIYASLAMA

Jerome Powell Fed yönetim kuruluna katıldığında: Jerome H. Powell ve Elizabeth "Betsy" Ashburn Duke, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; eski Fed yetkilisi, yazarla yapılan arka plan mülakatları, 2020; Bernanke, *The Courage to Act,* 502-533; Federal Açık Piyasa Komitesi'nin Ocak, Mart, Nisan, Haziran, Temmuz ve Eylül 2012 toplantı tutanakları.

Fed zaten iki tane kullanmıştı: "Large-Scale Asset Purchases" timeline, Federal Reserve Bank of New

York, erişim tarihi 2020; "Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications; Timelines of Policy Actions and Communications: Bilanço Politikaları," Federal Rezerv Kurulu, erişim tarihi 2020; Nick Timiraos, "Fed Releases Transcripts of 2012 Policy Meetings," *Wall Street Journal*, 5 Ocak 2018.

Powell yakın çalışmaya başladı: Duke, yazarla röportajlar, 2020; Jon Hilsenrath, "How Bernanke Pulled the Fed His Way," *Wall Street Journal,* 28 Eylül 2012; Ocak, Mart, Nisan, Haziran, Temmuz ve Eylül 2012 Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanakları; Bernanke, *The Courage to Act,* 502-533.

Bernanke Fed guvernörlerine lobi yaptığında: Duke, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; iki eski FOMC üyesi, yazarın arka planda yaptığı mülakatlar, 2020; Richard Fisher, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; Jon Hilsenrath, "How Bernanke Pulled the Fed His Way," *Wall Street Journal*, 28 Eylül 2012.

FOMC'deki ilk toplantısında Powell: Duke, yazarla yapılan röportajlar, 2020; iki eski FOMC üyesi, yazarın arka planda yaptığı röportajlar, 2020; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 1920 Haziran 2012; Christopher Leonard, "How Jay Powell's Coronavirus Response Is Changing the Fed Forever," *Time*, 11 Haziran 2020.

Bernanke'nin gizli silahlarından biri: Duke ve Yellen, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanakları, Ocak, Mart, Nisan, Haziran, Temmuz ve Eylül 2012.

Fisher öyle olduğunu söyledi: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 31 Temmuz-1 Ağustos 2012; Fisher, yazarla röportaj, 2020; Peter Conti-Brown, *The Power and the Independence of the Federal Reserve* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2017), 91.

Temmuz toplantısı sırasında: Powell ve Duke, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 31 Temmuz-1 Ağustos 2012.

Hava çok güzeldi: Jackson Hole sempozyumunun arşivlenmiş televizyon ve fotoğraf yayınları; Jon Hilsenrath, "Fed Sets Stage for Stimulus," *Wall Street Journal*, 31 Ağustos 2012; Martin Feldstein, FoxBusiness ile Ağustos 2012 röportajı, YouTube'a yüklendi, https://video.foxbusiness.com/v/1816772227001#sp=show-clips.

Bernanke'nin o yıl yaptığı konuşma: "Krizin Başlangıcından Bu Yana Para Politikası", Ben Bernanke'nin konuşmasının transkripti

S. Bernanke, Başkan, Federal Rezerv Sistemi Yönetim Kurulu, Kansas City Federal Rezerv Bankası Ekonomi Sempozyumunda, Jackson Hole, Wyoming, 31 Ağustos 2012; Jon Hilsenrath, "Fed Sets Stage for Stimulus," *Wall Street Journal,* 31 Ağustos 2012; Bernanke, *The Courage to Act,* 531-33.

Avrupa'da 2008 mali krizi: Tooze, *Crashed*, 396-421, 91-117; Jackie Calmes, "Next on the Agenda for Washington: Fight over Debt," *New York Times*, 9 Nisan 2011; Binyamin Appelbaum, "Debt Ceiling Has Some Give, Until Roof Falls In," *New York Times,* 4 Mayıs 2011; Jackie Calmes, "Demystifying the Fiscal Impasse That Is Vexing Washington," *New York Times,* 15 Kasım 2012.

12 Eylül: Duke, Bernanke, Fisher ve Powell, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; iki eski FOMC yetkilisi, yazarla yapılan arka plan mülakatları, 2020; Federal Açık Piyasa Komitesi Toplantı Tutanağı, 1213 Eylül 2012.

Sunum Seth Carpenter tarafından yazılmıştır: Seth Carpenter, yazarla görüşme, 2020; Seth B. Carpenter ve Michelle Ezer, "Material for Brie1ng on Potential EPects of a Large-Scale Asset-Purchase Program," 12 Eylül 2012; Faiz oranlarına ilişkin rakamlar veya "EPective Federal Funds Rate," gelen Ekonomik Araştırma Federal Rezerv Banka . St. Louis veritabanı, https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS; 30 yıllık konut kredisi oranlarına ilişkin rakamlar veya "Amerika Birleşik Devletleri'nde 30 Yıllık Sabit Faizli Mortgage Ortalaması", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veritabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/MORTGAGE30US; New York ticaret

hesabındaki Fed tahvillerinin değerine ilişkin rakamlar "System Open Market Account Portfolio,"

---

https://www.newyorkfed.org/data-and-statistics/data-visualization/system-open-market-account-portföyünden alınmıştır; fiyat artışına ilişkin rakamlar "Median PCE InAation," Federal Reserve Bank of Cleveland, https://www.clevelandfed.org/our-research/indicators-anddata/median-pce-inAation.aspx adresinden alınmıştır; tüm verilere 2020 yılında erişilmiştir.

Bu tahmin hataları münferit bir olay değildir: Brian Fabo, Martina Jancokova, Elisabeth Kempf ve Lubos Pastor, "Fifty Shades of QE: ConAicts of Interest in Economic Research," National Bureau of Economic Research Working Paper No. 27849, 28 Eylül 2020.

Bu argümanlar uysaldı: Federal Açık Piyasa Komitesi'nin 12-13 Eylül 2012 tarihli toplantı tutanağı.

Fed QE'sini açıkladığında: Duke, Fisher, Powell ve Bernanke, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; FOMC, "Monetary Policy Alternatives," FOMC üyelerine Tealbook sunumu, 6 Eylül 2012; "Options for an Additional LSAP Program," Federal Reserve Board of Governors ve Federal Reserve Bank of New York'tan staP raporu, 28 Ağustos 2012; Bernanke, *The Courage to Act*, 502-563; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 19-20 Mart 2013.

Haziran toplantısından sonra: Başkan Bernanke'nin basın toplantısı metni, 19 Haziran 2013; basın toplantısının arşivlenmiş haber görüntüleri; Bernanke, *The Courage to Act*, 498.

Sonrasında yaşanan ise bir tür piyasa şoku oldu: Duke, Bernanke ve Powell, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; iki eski FOMC yetkilisi, yazarla yapılan arka plan mülakatları, 2020; yazarla arka planda konuşan bir finansal tüccar, 2016-2021; Nick Summers, "Market's 'Taper' Tantrum Extends to Fourth Day," Bloomberg News, 24 Haziran 2013; Anusha Chari, Karlye Dilts Stedman ve Christian Lundblad, "Taper Tantrums: QE, Its Aftermath and Emerging Market Capital Flows," National Bureau of Economic Research Working Paper 23474, Haziran 2017.

Basın toplantısından birkaç saat sonra bile: Duke, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; FOMC "Monetary Policy Alternatives," FOMC üyelerine Tealbook sunumu, 6 Eylül 2012; "Options for an Additional LSAP Program," Federal Reserve Board of Governors ve Federal Reserve Bank of New York'tan staP raporu, 28 Ağustos 2012.

Fed'in kendi ekonomistlerinden biri: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 12-13 Eylül 2012, 16;

Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 19-20 Mart 2013, 22-24; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 29-30 Ocak 2013.

ŞAFTÖR 8: DÜZELTİCİ

Jay Powell son sınıftayken: Powell, yazarla röportaj, 2020; "Notable Alumni," Georgetown Preparatory School; yazarın notlarından alınan Georgetown Prep açıklamaları, 2020 ve okulun web sitesinden kampüs haritası; Patricia H. Powell ölüm ilanı, 2010; Jerome Powell (kıdemli) ölüm ilanı, 2007; "Elissa Leonard to Wed Jerome H. Powell," *New York Times,* 15 Eylül 1985.

Jay Powell bir yetişkin olarak şunları biliyordu: Josh Boak ve Christopher Rugaber, "As Fed Chief, Powell Would Bring a Knack for Forging Consensus," Associated Press, 5 Kasım 2017; Gary Siegel, "Market Sees Powell Nomination as Continuation of Policy," Bondbuyer.com, 2 Kasım 2017; "Jerome Powell, Trump's Multi-Millionaire Pick for Fed Chief," Agence France Presse, 2 Kasım 2017; "Jay Powell: From Warren BuPett to Fed Chair," AFR Online, 3 Kasım 2017; "Jerome Powell's Nomination as Fed Chair Means 'More of the Same,' and Markets Love It," *Washington Post*, 2 Kasım 2017; "Trump's Fed Chair Choice Largely Down to Powell or Taylor," *Washington Post,* 26 Ekim 2017; Neil Irwin, "Experts Rate the Odds on Trump's Choice to Lead the Fed," *New York Times,* 23 Eylül 2017; Zachary A. Goldfarb, "Obama Makes Bipartisan Fed Picks," *Washington Post,* 28 Aralık 2011; "GEF Adds to Investment Team," Business Wire, 8 Temmuz 2008.

Gazeteciler Dillon, Read'i tanımlarken: "Banker Joins Dillon Read," *New York Times*, 17 Şubat 1995; Anthony Bianco, "The Wonder Woman of Muni Bonds," *Bloomberg Businessweek,* 23 Şubat 1987; Catherine Austin Fitts, "Dillon Read & Co. Inc. and the Aristocracy of Prison Pro1ts," 2006, http://www.jamlab.us/downloads/Documents/DillonRead_1.112506as.pdf.

Bir avukatın: Catherine Austin Fitts, yazarla söyleşi, 2020.

İki temel kurumsal borç türü vardır: Greg Nini, Vicki Bryan ve Austin Fitts, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Drexel Üniversitesi Yardımcı Doçenti Dr. Greg Nini'nin ABD Temsilciler Meclisi Finansal Hizmetler Alt Komitesi önünde verdiği ifade, 4 Haziran 2019.

1988 yılında şirketin yönetim kurulu başkanı: Austin Fitts, yazarla mülakat, 2020; David E. Rosenbaum, "The Treasury's 'Mr. Diffident,'" *New York Times,* 19 Kasım 1989.

Sorun büyük bürokrasinin içinde başlamıştır: Kurt Eichenwald, "Salomon Is Punished by Treasury, Which Partly Relents Hours Later," *New York Times*, 19 Ağustos 1991; Stephen Labaton, "Salomon Inquiry Widened," *New York Times,* 4 Eylül 1991; Robert A. Rosenblatt, "Salomon Cornered Market," *Los Angeles Times,* 5 Eylül 1991; Diana B. Henriques, "Treasury's Troubled Auctions," *New York Times*, 15 Eylül 1991; "Former Salomon Chief Fined in Bond Scandal," *Chicago Tribune,* 4 Aralık 1992; Keith Bradsher, "Former Salomon Trader to Pay $1.1 Million Fine," *New York Times*, 15 Temmuz 1994; Mike Dorning, "Former Salomon Chief Fined in Bond Scandal," *Chicago Tribune,* 4 Aralık 1992; Keith Bradsher, "Former Salomon Trader to Pay $1.1 Million Fine," *New York Times*, 15 Temmuz 1994.

Powell'ın patronu: Steve Bell, yazarla röportaj, 2020.

Washington'daki bağlantılardan ve nüfuzdan yararlanmak: Üst düzey Carlyle Group yöneticisi, yazarla arka planda yapılan görüşme, 2020; David Rubenstein'ın CNBC'nin *Power Lunch programına verdiği* röportajın metni, 18 Temmuz 2018; Thomas Heath, "Now in Their Own Orbits, Carlyle's Stars Keep Rising," *Washington Post,* 24 Temmuz 2007; "The Carlyle Group Alumni," *Washington Post,* 24 Temmuz 2007; Dan Freed, "Carlyle Tightens Its Focus on Consumer Products," *Corporate Financing Week,* 21 Mart 2004; Christa Fanelli, "Carlyle Picks Up Trio of Heavy Hitters," *Private Equity Week,* 7 Mayıs 2001; Irene Cherkassky, "Adventures in Venture Capitalism," *Beverage World,* 15 Eylül 2000; Dan Briody, *Demir Üçgen: Inside the Secret World of the Carlyle Group* (Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, 2003).

Ofislerimiz çok sıkıcıydı: Christopher Ullman, yazarla röportaj, 2020.

Rexnord'un genel merkezi yer alıyordu: Rexnord genel merkezinin Google Maps ve Google Street View'dan alınan görüntüleri, 2020.

Tom Jansen çalışmaya başladı: Tom Jansen, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; "REG-Invensys PLC Strategy Review," 19 Şubat 2002; Thomas Content, "Rexnord Corp. Again Up for Sale," *Milwaukee Journal Sentinel*, 23 Şubat 2002; "Carlyle to Buy Rexnord," *Washington Post,* 30 Eylül 2002; "The Carlyle Group Completes Rexnord Acquisition," Business Wire, 25 Kasım 2002; Nicola Hobday, "Carlyle Buys Invensys Power Unit for $880M," *Daily Deal,* 30 Eylül 2002; Thomas Content, "Rexnord Is Acquired by Carlyle Group," *Milwaukee Journal Sentinel*, 27 Kasım 2002; "Rexnord Corp. Reports Fourth Quarter and Full Year Results," *Business Wire,* 15 Haziran 2005; Paul Sharke, "Big Hold from Small Screws," *Mechanical Engineering*, 1 Kasım 2001.

Borç Rexnord üzerinde baskı yarattı: Jansen, yazarla röportaj, 2020; Rick Romell, "Rexnord to Close Plant in West Milwaukee for Week; Union Agrees to Shutdown to Help Save Money, Jobs," *Milwaukee Journal Sentinel,* 27 Temmuz 2006.

Powell Rexnord'un yönetim kuruluna katıldıktan sonra: Jansen, yazarla mülakat, 2020; Carlyle Group'un bir mevcut ve bir eski üst düzey çalışanıyla yazarın arka planda yaptığı mülakat, 2020; Doral Country Club'ın görselleri otelin web sitesinden alınmıştır.

2005 yılının başlarında Rexnord hala Rexnord'un mali rakamları Rexnord Form 10-K'dan alınmıştır. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, 2003-2009; Rexnord ile ilgili seçili Moody's Borç Derecelendirme raporları.

İlk olarak, Rexnord halka açılma fikriyle oynadı: Jansen, yazarla röportaj, 2020; "Apollo Management to Buy Rexnord in $1.83 Billion Deal," *Wall Street Journal,* 25 Mayıs 2006; "Carlyle Flips Parts Maker to Apollo for $1.8 Billion," *New York Times,* 25 Mayıs 2006; "Rexnord to Be Acquired from Carlyle by Apollo Management for $1.8 Billion," *Machinery and Equipment MRO,* 1 Haziran 2006.

Jay Powell ve ekibine yapılan ödeme muazzamdı: Eski üst düzey Carlyle Group çalışanı, yazarla arka planda yapılan görüşme, 2020; "Jerome Powell, Trump's Multi-Millionaire Pick for Fed Chief," Agence France Presse, 2 Kasım 2017; Rexnord satışına ilişkin 1nancial 1gures yukarıdaki notta yer alan kaynaklardan alınmıştır; Rexnord Form 10-K 1lings, 2003-2012; Rexnord hakkında belirli Moody's borç derecelendirme raporları.

Finansmana yardımcı olan bir kişi: Rexnord Artan Varsayım ve Borç Anlaşması, 21 Ağustos 2013.

ŞUBE 9: RİSK MAKİNESİ

En kârlı ürünlerden bazıları: Robert Hetu, yazarla röportajlar, 2020; çeşitli Rexnord borç finansmanı ve borç derecelendirme belgeleri: Rexnord Artan Varsayım ve Borç Anlaşması, 21 Ağustos 2013; RBS Global, Inc. ve Rexnord LLC Form 8-K, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu ile yapılan, 17 Nisan 2012; Rexnord Corp, Form 8-K 1ling, 2 Kasım 2016; Rexnord Form 10-K 1lings with SEC, 2010-2020; Moody's Investors Service Credit Opinion on Rexnord Corp., 10 Aralık 2003; Moody's Investors Service Credit Opinion on Rexnord Corp., 5 Ağustos 2016; Moody's Investors Service Credit Opinion on Rexnord Corp., 18 Ağustos 2020.

Hetu'nun ofisi gözden kaçmış: Hetu, yazarla görüşmeler, 2020; Credit Suisse ofisinin Google Maps ve Street View'dan alınan tasvirleri ve Hetu'nun ofis içi tasvirleri.

Bu isim, CLO, tanıdık gelebilir: Hetu ve Greg Nini, yazarla röportajlar, 2020; yazar, 2020 kışında CLO'ların tarihi, yapısı ve finansmanı hakkında ayrıntılı bir portföy geliştiren ve ayrıca konuyla ilgili saatler süren çok değerli tartışmalar sağlayan bağımsız bir araştırmacı olan Alexander Holt'a derinden borçludur; Sally Bakewell, "CLOs: Corporate Loans Sliced, Diced and Worrisome," *Bloomberg Businessweek,* 29 Mart 2019; Tom Metcalf, Tom Maloney, Sally Bakewell ve Christopher Cannon, "Wall Street's Billionaire Machine, Where Almost Everyone Gets Rich," Bloomberg News, 20 Aralık 2018; Lisa Lee, "Battered CLO Investors Are About to Get a Look at Their Losses," Bloomberg News, 20 Nisan 2020; Sunny Oh, "Here's Why the Fed and Global Regulators Are Ringing the Alarm over Leveraged Loans and CLOs," *MarketWatch,* 12 Mart 2019; Kelsey Butler, "Shadow Bank Lending Vehicles on Pace for Worst Quarter on Record," Bloomberg News, 25 Mart 2020; Jane Baird, "CDO Market Seen Shrinking by Half in Long Term," Reuters, 1 Ekim 2007.

Credit Suisse, CLO'ların önde gelen üreticilerinden biriydi: Hetu, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Glen Fest, "Banks' Warehouse Loans Play Big Role in CLO Resurgence," *American Banker*, 11 Ağustos 2014; Matthew Toole, "Records Broken in Global Capital Markets During Q3," *Refinitiv Deals Intelligence,* 2 Kasım 2020; "CLO Asset Manager Handbook," *Fitch Ratings,* Nisan 2017.

Popp güvenilir bir adama benziyor: John Popp, "Beyond the Core: Preparing Portfolios for a Post-Treasury- Rally World," Credit Suisse Asset Management raporu, Mayıs 2012; Popp'un görünüşüne ilişkin açıklamalar raporda ve diğer Credit Suisse pazarlama materyallerinde yer alan portresinden alınmıştır.

CLO'ların temel yeniliği: Nini, Hetu ve Holt, yazarla yapılan görüşmeler, 2003; a.g.e., Not 3'teki kaynaklar.

Credit Suisse, Rexnord'un borcunu çevirmesine yardımcı olmuştur: Hetu, yazarla yapılan görüşmeler; Rexnord borç ödemelerine ilişkin notlar, a.g.e., Not 1.

Bu sıralardaydı: Vicky Bryan, yazarla röportaj, 2020.

Bütün bu para: CLO Yearbook 2018, Credit Flux, erişim tarihi 2020: https://www.creditAux.com/CLOYearbook2018; Sally Bakewell, "CLOs: Corporate Loans Sliced, Diced and Worrisome," *Bloomberg Businessweek,* 29 Mart 2019.

Hetu bu durumu anlattı: Hetu, yazarla yapılan görüşmeler, 2020.

Cov-lite kredisi, bir zamanlar egzotik bir borçlanma aracıydı: Jim Edwards, "Riskli 'Kaldıraçlı Kredi' Market Just Sunk to a Whole New Low," *BusinessInsider*, 17 Şubat 2019; Sean Collins, "A Quick Look at the Future for Business Development Companies," Deloitte *Perspectives*, 20 Mart 2019.

Yıllar sonra parmakla göstermek kolay olacaktır: Federal Açık Piyasa Komitesi'nin 12-13 Eylül 2012 tarihli toplantı tutanağı.

ŞUBAT 10: \IRF REJİMİ

Jay Powell Rexnord'un yönetim kurulundayken: Tom Jansen, yazarla röportaj, 2020; Tom Daykin, "Rexnord Moving into City; Executives Will Work at Global Water Center," *Milwaukee Journal Sentinel,* 1 Nisan 2014; Rexnord'un genel merkezinin Google Maps ve Street View'dan alınan tanımı, 2020.

Bu fabrikalar varlık olarak görülüyordu: Jansen, yazarla röportaj, 2020; Borç derecelendirme analisti, yazarla arka plan röportajı, 2020; Rexnord Corp., ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu ile 10-K 1lings, 2013-2020; Moody's Investors Service Credit Opinion on Rexnord Corp., 18 Ağustos 2020; "Rexnord Announces President & Chief Executive Officer's Appointment," Business Wire haber bülteni, 14 Eylül 2009; Rexnord Corp. 14A Proxy 1lings with SEC, 2012-2020.

Todd Adams halka açık konuştuğunda: Todd Adams, Rexnord pazarlama videosu, "A Message from CEO Todd Adams", şirketin web sitesinden erişilmiştir, https://rexnordcorporation.com/enUS/Rexnord-Business- System; tazminat rakamları Rexnord 10-K ve 14A Proxy 1lings'den alınmıştır.

John Feltner röportaj yapma şansı bulduğunda: John Feltner, yazarla röportajlar, 2020-2021; Rick Barrett, "Rexnord Workers Stuck in Middle," *Milwaukee Journal Sentinel,* 9 Aralık 2016; Robert King, "Rexnord Worker Feels Pain of Coming Closure; Indiana Plant Shifts Positions to Mexico," *Milwaukee Journal Sentinel*, 1 Mart 2017; Farah Stockman, "Becoming a Steelworker Liberated Her. Sonra İşi Meksika'ya Taşındı," *New York Times*, 14 Ekim 2017.

Rexnord'un genel merkez ofisinden bir görünüm: Borç rakamları Rexnord Corp. 10-K 1lings'den alınmıştır.

U.S. Securities and Exchange Commission, 2013-2020; sahiplik payları Rexnord 14A 1ling, 2014'ten alınmıştır; Rick Barrett, "Rexnord Stock Gains 11% in Debut; Shares Close at $20 a Day After IPO Priced at $18," *Milwaukee Journal Sentinel,* 30 Mart 2012.

Hisse senedi geri alımları 1982 yılında yasal hale getirilmiştir: William Lazonick, "Pro1ts Without Prosperity," *Harvard*

Business Review, Eylül 2014; Liyu Zeng ve Priscilla Luk, "Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market," *S&P Dow Jones Indices,* Mart 2020; Sirio Aramonte, "Mind the Buybacks, *Beware* of the Leverage," *BIS Quarterly Review,* Eylül 2020.

Amerika'nın en sıkıcı görünen şirketleri: Antoine Gara ve Nathan Vardi, "Inside the $2.5 Trillion Debt Binge That Has Takeen S&P 500 Titans Including Boeing and AT&T from Blue Chips to Junk," *Forbes,* Temmuz 2020.

Rexnord 2015 yılında hisse geri alımı yapmayı düşünüyordu: Rexnord 10-K ve 14A Proxy 1lings, 2013-2020.

Feltner uzun süredir sendika üyesiydi: Feltner, yazarla yapılan görüşmeler, 2020-2021; James Briggs, "Manufacturer Rexnord Plans to Move 300 High-Paying Jobs to Mexico," *Indianapolis Star,* 14 Ekim 2016; King, "Rexnord Worker Feels Pain of Coming Closure"; Robert King, "Laid OP from Rexnord, Once-Bitter Worker Settles into a 'New Norm,'" *Indianapolis Star,* 9 Şubat 2018. Tüm Rexnord borç rakamları Rexnord Corp. 10-K 1lings with SEC, 2015-2020'den alınmıştır; Moody's Investors Service Credit Opinions on Rexnord Corp., 2015-2020.

Mayıs 2015'te Rexnord satış yaptı: Brooke Sutherland, "Toilet Maker May Suit Buyer Flush with Cash; With Industrials Desperate for Deals, a Rexnord Sale Makes Sense," Bloomberg News, 25 Mayıs.

Rexnord çalışanları geriye dönüp baktıklarında şunu söyleyecektir: Feltner, yazarla röportajlar, 2020-2021; Stockman, "Çelik İşçisi Olmak Onu Özgürleştirdi"; Briggs, "Manufacturer Rexnord Plans to Move 300 High- Paying Jobs to Mexico"; King, "Rexnord Worker Feels Pain of Coming Closure"; King, "Laid OP from Rexnord, Once-Bitter Worker Settles into a 'New Norm'."

Mount Olive Ministries kilisesinde bir araya geldiler: "Carrier and Rexnord Workers Pray to Save Their Jobs in Indianapolis," WRATV Indianapolis, YouTube'a yüklendi, https://www.youtube.com/watch?v=7bk1QNTXqpA.

Todd Adams hiçbir zaman bir alıcı bulmayı başaramadı: Tüm Rexnord borç, gelir ve tazminat rakamları Rexnord Corp. 10-K ve 14A Proxy 1lings with SEC'den alınmıştır. *John Feltner "Oyun Hamuru" rutinini yaptı*: Feltner, yazarla röportajlar, 2020-2021.

Jay Powell kişisel servetini kazanmıştı: Şirket borçlarına ilişkin rakamlar veya "Non1nancial Corporate Business; Debt Securities and Loans; Liability, Level," Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/BCNSDODNS. *Hoenig'in aklında başka şeyler de vardı*: Hoenig, yazarla röportaj, 2020.

ŞUBAT 11: HENİK KURALI

Thomas Hoenig ayrıldıktan sonra: Thomas Hoenig, yazarla yapılan röportajlar, 2016-2021. Yazar, Missouri Üniversitesi Gazetecilik Okulu'nda kâr amacı gütmeyen bir gazetecilik enstitüsü olan Watchdog Writers Group'un 2020 öğrenci muhabiri Kelly Kullman'a teşekkürü borç bilir. Kullman, Tom Hoenig'in Federal Mevduat Sigorta Kurumu'ndaki görev süresini ve bu kurumun Büyük Buhran'a kadar uzanan tarihini araştırmak için aylar harcadı. Kullman'ın raporları ve görüşleri bu bölümün yazılmasında çok değerli olmuştur.

Herkes Tom Hoenig'in nerede durduğunu biliyordu: Thomas Hoenig'in konuşma metni, "Back to Basics: A Better Alternative to Basel Capital Rules", American Banker Regulatory Symposium, 14 Eylül 2012; Hoenig'in "Financial Stability Through Properly Aligned Incentives", Exchequer Club, 19 Eylül 2012 konuşmasının metni; Barbara A. Rehm, "For Megabanks, It's Time to Shape Up or Break Up," *American Banker*, 26 Temmuz 2012.

Ama çok erken uyarı işaretleri: Transkript, ABD Senatosu Bankacılık, Konut ve Şehircilik Komitesi Bekleyen Adaylarla İlgili Oturum, 17 Kasım 2011.

Hoenig bir Senato oturumuna çağrılmıştır: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; transkript, ABD Senatosu Finansal Kurumlara Federal Desteğin Sınırlandırılması Oturumu, Panel 2-Komite Oturumu, 9 Mayıs 2012; Allan Sloan, "Taking Stock Five Years After the Meltdown," *Washington Post*, 17 Haziran 2012.

Bu destekle Hoenig zorlamaya devam etti: Thomas Hoenig'in Exchequer Club'da yaptığı "Financial Stability Through Properly Aligned Incentives" başlıklı konuşmanın metni, 19 Eylül 2012; Scott Lanman, "Thomas Hoenig Is Fed Up," *Bloomberg Businessweek*, 23 Eylül 2010.

Hoenig Capitol Hill'de temaslarda bulundu: Hoenig, yazarla röportaj, 2020; Ryan Tracy, "FDIC's Hoenig Keeps Wall Street on Edge," Dow Jones Newswires, 25 Eylül 2014.

Dodd-Frank'in karmaşıklığı: Haley Sweetland Edwards, "He Who Makes the Rules," *Washington Monthly,* Mart/Nisan 2013; Gina Chon, "FDIC Is Last Defense Against Dodd-Frank Rollbacks," Reuters News, 22 Eylül 2017.

2013 yılında büyük bankalar vasiyetnamelerini sunmuşlardır: Thomas Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Alan Zibel, "FDIC to OPer Guidance to Banks, Online Lenders," Dow Jones Newswires, 26 Eylül 2013; Ronald Orol, "Hoenig: Banks Get One Year to Fix Wills or Face Divestitures," *The Deal,* 23 Eylül 2014; Barney Jopson, "Regulators Reject 'Living Wills' of 5 Big US Banks," *Financial Times,* 13 Nisan 2016; Ronald Orol, "FDIC's Hoenig Urges More Public Disclosure of Big Bank 'Living Wills,'" *The Deal,* 2 Mart 2015; Ronald Orol, "Republicans Take Issue with Big Bank Living Wills," *The Deal,* 16 Temmuz 2014; Gina Chon ve Tom Braithwaite, "Living Wills Raise Liquidity Fears," *Financial Times,* 3 Kasım 2014.

Sıfıra sahip gibi görünen bir grup insan: Rob Blackwell ve Donna Borak, "Gruenberg Confronts Doubts That FDIC Will End TBTF," *American Banker,* 11 Mayıs 2012.

Bankaların bir nedeni vardı: Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2016-2020; FDIC'nin Küresel Sermaye Endeksi, dördüncü çeyrek, 2013; Simon Johnson, "The Fed in Denial," *Project Syndicate*, 22 Temmuz 2014; "FDIC Başkan Yardımcısı Hoenig Issues Statement on Global Capital Index," Targeted News Service, 13 Nisan 2017.

2007 ve 2017 yılları arasında Fed'in bilançosu: Fed'in bilançosuna veya "Toplam Varlıklara" ilişkin rakamlar, Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır,

https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL; *QE ve Ultra Düşük Faiz Oranları: Distributional Effects and Risks,* McKinsey Global Institute tartışma raporu, Kasım 2013.

Getiri arayışı... şirket borçları ve hisse senetleri: "Who Owns U.S. CLO Securities?" *FEDS Notes*, 19 Temmuz 2019; Paul J. Davies, "Tense Time for Buyers of Riskier Corporate Loans," *Wall Street Journal,* 6 Ocak 2020; Olen Honeyman, Hanna Zhang, Tejaswini Tungare ve Ramki Muthukrishnan, "When the Cycle Turns: The Continued Attack of the EBITDA Add-Back," S&P Global Ratings, 19 Eylül 2019; Frank Partnoy, "The Looming Bank Collapse," *The Atlantic*, Temmuz/Ağustos 2020.

Verim arayışı... petrol endüstrisi: Bethany McLean, "The Next Financial Crisis Lurks Underground," *New York Times*, 1 Eylül 2018; Bradley Olson, Rebecca Elliott ve Christopher M. Matthews, "Fracking's Secret Problem-Oil Wells Aren't Producing as Much as Forecast," *Wall Street Journal*, 2 Ocak 2019; Rebecca Elliott ve Christopher M. Matthews, "As Shale Wells Age, Gap Between Forecasts and Performance Grows," *Wall Street Journal,* 29 Aralık 2019; Ryan Dezember, "Energy Industry Faces Reckoning After Oil Prices Crash," *Wall Street Journal*, 10 Mart 2020; Sam Goldfarb ve Matt Wirz, "Borrowing Binge Reaches Riskiest Companies," *Wall Street Journal*, 15 Şubat 2021; Lukas Ross, Alan Zibel, Dan Wagner ve Chris Kuveke, "Big Oil's $100 Billion Bender," Bailout Watch, Friends of the Earth ve Public Citizen tarafından hazırlanan ortak rapor, 1 Eylül 2020; Ares Capital 10-K 1ling with Securities and Exchange Commission, 31 Aralık 2017.

Getiri arayışı... ticari gayrimenkule: John Flynn, yazarla röportaj, 2020; Heather Vogell, "Whistleblower: Wall Street Has Engaged in Widespread Manipulation of Mortgage Funds," *ProPublica*, 15 Mayıs 2020; Cezary Podkul, "Commercial Properties' Ability to Repay Mortgages Was Overstated, Study Finds," *Wall Street Journal,* 11 Ağustos 2020; David Dayen, "Look at That, Fraud in Mortgage Markets!" *American Prospect*, 19 Mayıs 2020.

Getiri arayışı... gelişmekte olan ülkelerin devlet borçları: David J. Lynch, "Turkey's Woes Could Be Just the Start as Record Global Debt Bills Come Due," *Washington Post,* 3 Eylül 2018; David J. Lynch, "Turkey Went on a Building Spree as Its Economy Boomed. Now the Frenzy Is Crashing to a Halt," *Washington Post,* 25 Eylül 2018; Matt Phillips ve Karl Russell, "The Next Financial Calamity Is Coming. Here's What to Watch," *New York Times,* 12 Eylül 2018; Peter S. Goodman, "For Erdogan, the Bill for Turkey's Debt-Fueled Growth Comes Due," *New York Times,* 24 Haziran 2019; Anusha Chari, Karlye Dilts Stedman, and Christian Lundblad, "Taper Tantrums: QE, Its Aftermath and Emerging Market Capital Flows," National Bureau of Economic Research, Working Paper 23474, Haziran 2017; *QE and Ultra-Low Interest Rates: Distributional Effects and Risks,* McKinsey Global Institute tartışma raporu, Kasım 2013.

Sonunda, dünya merkez bankaları... baş aşağı getiri sağlıyor: Financial trader, yazarla arka planda yapılan görüşmeler, 2016-2020; Daniel Kruger, "Negative Yields Mount Along with Europe's Problems," *Wall Street Journal*, 18 Şubat 2019; JeP Sommer, "In the Bizarro World of Negative Interest Rates, Saving Will Cost You," *New York Times,* 5 Mart 2016; Brian Blackstone, "Negative Rates, Designed as a Short-Term Jolt, Have Become an Addiction," *Wall Street Journal*, 20 Mayıs 2019.

Tom Hoenig: Thomas Hoeing, yazarla FDIC merkezinde yapılan görüşme, 2016.

ŞUBE 12: GENEL OLARAK NORMAL

Jay Powell'ın kariyerinin büyük bölümünde: Jay Powell, yazarla mülakat, 2020; Federal Açık Piyasa

Komitesi toplantı tutanağı, 28-29 Ocak 2014; Christopher Leonard, "How Jay Powell's Coronavirus Response Is Changing the Fed Forever," *Time,* 11 Haziran 2020.

Yellen'ın görevdeki ilk yılı boyunca: Janet Yellen, yazarla mülakat, 2020; Federal Açık Piyasa Komitesi'nin Ocak, Mart, Nisan, Haziran, Temmuz, Eylül, Ekim ve Aralık 2014 toplantı tutanakları; Federal Reserve Board, "Timelines of Policy Actions and Communications: Policy Normalization Principles and Plans," 22 Şubat 2019; Jon Hilsenrath, "Fed Sets Stage for Rate Hikes in 2015," *Wall Street Journal,* 17 Aralık 2014; "Policy Normalization Principles and Plans,"

Federal Reserve basın açıklaması, 17 Eylül 2014; Neil Irwin, "Quantitative Easing Is Ending. Here's What It Did, in Charts," *New York Times,* 29 Ekim 2014; Michael S. Derby ve Jon Hilsenrath, "Fed's Dudley: Still Likely on Track for 2015 Rate Rise," *Wall Street Journal*, 28 Eylül 2015.

Uzmanlar bu bilmeceyle boğuştu: Brookings Enstitüsü etkinliği 2020'ye https://www.brookings.edu/events/whats-not-up-with-inAation/ adresinden erişti.

Jay Powell, 2014 yılında kararlıydı: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 17-18 Haziran 2014.

Teslimattan yaklaşık yedi ay sonra: Richard Fisher, yazarla mülakat, 2020; eski FOMC üyesi, yazarla arka plan mülakatı, 2020; Jerome H. Powell'ın Amerika Katolik Üniversitesi Columbus Hukuk Fakültesi'nde yaptığı "'Fed'i Denetleyin' ve Diğer Teklifler" başlıklı konuşmanın metni, 9 Şubat 2015.

Kapalı kapılar ardındaki toplantılarda: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 16-17 Eylül 2015.

Aralık 2015'te Fed faiz oranlarını artırmıştır: Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanağı, 15-16 Aralık 2015; Jon Hilsenrath ve Ben Leubsdorf, "Fed Raises Rates After Seven Years Near Zero, Expects 'Gradual' Tightening Path," *Wall Street Journal*, 16 Aralık 2015; Nick Timiraos, "Fed Raised Interest Rates in 2015 Despite Concerns over Growth," *Wall Street Journal*, 8 Ocak 2021.

Fed yavaş yavaş normalleşiyordu: Fazla rezerv rakamları veya "Mevduat Kurumlarının Fazla Rezervleri", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/EXCSRESNS; Fed'in bilançosundaki 1gures veya "Toplam Varlıklar", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL.

Trump'ın çoğu hükümete karşı düşmanlığı: Trump'ın 2020'de "balon" hakkındaki tartışma yorumlarına YouTube üzerinden https://www.youtube.com/watch?v=4xn9jLy_TB4 adresinden erişilebilir.

Jay Powell pek de önde gelen bir aday olarak görülmüyordu: Steven Mnuchin, yazarla röportaj, 2020; "Jerome Powell's Nomination as Fed Chair Means 'More of the Same,' and Markets Love It," *Washington Post,* 2 Kasım 2017; "Trump's Fed Chair Choice Largely Down to Powell or Taylor," *Washington Post*, 26 Ekim 2017; "US Federal Reserve Calls Historic End to Quantitative Easing," *Financial Times,* 20 Eylül 2017.

Trump'ın zaferinin ne anlama geldiği ilk başta belirsizdi: Thomas Hoenig, yazarla yapılan görüşmeler, 2020-2021; Ryan Tracy, "FDIC'den Thomas Hoenig Trump Yönetimindeki İşle İlgilendiğini Söyledi," *Wall Street*

Journal, 14 Kasım 2016; Robert Schmidt ve Jesse Hamilton, "Ten Years After the Crisis, Banks Win Big in Trump's Washington," *Bloomberg Businessweek*, 9 Şubat 2018.

Hoenig Nisan 2018'de FDIC'den ayrıldı: Jesse Hamilton, "Wall Street'*in* En Az Sevilen Düzenleyicisi İstifa Ediyor," Bloomberg News, 27 Nisan 2018.

Fed Başkanı Jay Powell'ı takdim etti: "Timelines of Policy Actions and Communications: Policy Normalization Principles and Plans," Federal Reserve Board, 22 Şubat 2019; "US Federal Reserve Calls Historic End to Quantitative Easing," *Financial Times,* 20 Eylül 2017; JeP Cox, "Janet Yellen Calls Stock Market, Real Estate 'High' in Last Interview Before Exit as Fed Chief," CNBC.com, 4 Şubat 2018; Ben Casselman ve Jim Tankersley, "More Jobs, Faster Growth and Now, the Threat of a Trade War," *New York Times,* 6 Nisan 2018; 1gures faiz oranları ya da "EPective Federal

Funds Rate," Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veri tabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS.

Pazartesi, 5 Şubat 2018: Akane Otani, "Dow Drops More Than 1,100 Points in Stock-Market Route," *Wall Street Journal,* 5 Şubat 2018; Corrie Driebusch, Riva Gold ve Daniel Kruger, "Dow Drops More Than 650 Points on Worries About InAation," *Wall Street Journal,* 2 Şubat 2018; Ben Leubsdorf, "U.S. Gained 200,000 Jobs in January as Wages Picked Up," Wall *Street Journal*, 2 Şubat 2018; Nick Timiraos, "Market Turmoil Greets New Federal Reserve Chairman," Wall *Street Journal,* 5 Şubat 2018; Gunjan Banerji ve Alexander Osipovich, "Market Rout Shatters Lull in Volatility," *Wall Street Journal,* 5 Şubat 2018; Matt Phillips, "Dow Jones and S.&P. Slide Again, Dropping by More Than 4%," *New York Times,* 5 Şubat 2018; James Mackintosh, "What Should We Make of the Stock-Price Drop?" *Wall Street Journal,* 5 Şubat 2018; Akane Otani, Riva Gold, and Michael Wursthorn, "U.S. Stocks End Worst Week in Years," *Wall Street Journal,* 23 Mart 2018.

Piyasa türbülansı bir yan gösteri değildi: Mohamed A. El-Erian, *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse* (New York: Random House, 2016).

Powell'ın bu cephedeki liderliği istikrarlıydı: A.g.e., Not 13. Nick Timiraos, "President Trump Bashes the Fed. This Is How the Fed Chief Responds," *Wall Street Journal,* 30 Kasım 2018; Christopher Condon, "Key Trump Quotes on Powell as Fed Remains in the Firing Line," Bloomberg News, 17 Aralık 2019.

Powell destek buldukça: Jim Tankersley ve Neil Irwin, "Fed Raises Interest Rates and Signals 2 More Increases Are Coming," *New York Times*, 13 Haziran 2018; Nick Timiraos, "Fed Raises Interest Rates, Signals One More Increase This Year," *Wall Street Journal*, 26 Eylül 2018; Matt Phillips, "The Hot Topic in Markets Right Now: 'Quantitative Tightening,'" *New York Times*, 30 Ocak 2019; Amrith Ramkumar ve Nick Timiraos, "Fed Chairman's Remarks Spark Market Rally," *Wall Street Journal,* 28 Kasım 2018; Nick Timiraos, "Fed Weighs Wait-and-See Approach on Future Rate Increases," *Wall Street Journal*, 6 Aralık 2018.

Fed'in eylemleri arasındaki doğrudan ilişki: Jack Ewing, "Europe's Central Bank Ends One of the Biggest Money-Printing Programs Ever," *New York Times*, 13 Aralık 2018; Federal Reserve Board of Governors, Financial Stability Report, Kasım 2018; Corrie Driebusch, Akane Otani ve Jessica Menton, "Jittery Investors Deepen Stock Fall," *Wall Street Journal,* 11 Ekim 2018.

Aralık ayı çok önemli bir aydı: Jay Powell, yazarla mülakat, 2020; Başkan Powell'ın basın toplantısı metni, 19 Aralık 2018; Matt Phillips, "Investors Have Nowhere to Hide as Stocks, Bonds and Commodities All Tumble," *New York Times,* 15 Aralık 2018; Matt Phillips, "The Hot Topic in Markets Right Now: 'Quantitative Tightening,'" *New York Times,* 30 Ocak 2019.

Noel arifesinde, normalde sakin olan: Janna Herron, "Dow, Stocks End Sharply Lower on Christmas Eve After Weekend of Washington, D.C., Turmoil," *USA Today,* 24 Aralık 2018.

25 Ocak 2019 tarihinde bir haber sızdırılmıştır: Nick Timiraos, "Fed Officials Weigh Earlier-ThanExpected End to Bond Portfolio RunoP," *Wall Street Journal,* 25 Ocak 2019; Nick Timiraos, "Fed Signals Hold on Interest Rate Increases," *Wall Street Journal,* 30 Ocak 2018.

O ayki FOMC toplantısından sonra: Jim Bianco ve Scott Minerd, yazarla yapılan röportajlar, 2020; 1nancial trader, yazarla yapılan röportajlar, 2019-2020; Akane Otani, "Bond Rally Suggests the Stock Market Honeymoon Is on Borrowed Time," *Wall Street Journal*, 3 Şubat 2019; Nick Timiraos, "Fed Keeps Interest Rates Unchanged; Signals No More Increases Likely This Year," *Wall Street Journal*, 20 Mart 2019.

Deflasyon merkezi bir sorundu: Arka planda konuşan finans tüccarı, yazarla yapılan görüşmeler, 2019-

2020; Akane Otani ve Georgi Kantchev, "Stocks, Bond Yields Fall Amid Anxiety over World Economy," *Wall Street Journal,* 22 Mart 2019; Akane Otani ve Joe Wallace, "Stock Market Rally Trips on Global Growth Fears," *Wall Street Journal,* 24 Mart 2019; Jon Hilsenrath, "The World Braces for Slower Growth," *Wall Street Journal*, 21 Ocak 2019; Nick Timiraos, Tom Fairless ve Brian Blackstone, "Slow Growth Prods Central Banks," *Wall Street Journal*, 7 Mart 2019; Greg Ip, "For a Change, It's the World That Is Pulling Down the U. S. Economy," Wall Street Journal, 24 Mart 2019.S. Economy," *Wall Street Journal*, 2 Ekim 2019; Greg Ip, "Powell's Critics Miss the Mark," Wall *Street Journal,* 27 Mart 2019; Nick Timiraos, "Fed Keeps Interest Rates Unchanged; Signals No More Increases Likely This Year," *Wall Street Journal,* 20 Mart 2019.

Temmuz ayında Powell... olağanüstü bir şeye öncülük etti: Heather Long, "With the Economy on the Line, the Fed Prepares to Take Its Biggest Gamble Yet," *Washington Post*, 29 Temmuz 2019; Nick Timiraos, "Fed Chief Wedged Between a Slowing Economy and an Angry President," *Wall Street Journal,* 18 Ağustos 2019; Greg Ip, "The Era of Fed Power Is Over. Prepare for a More Perilous Road Ahead," *Wall Street Journal*, 15 Ocak 2020; Corrie Driebusch, Britton O'Daly, and Paul J. Davies, "Dow Sheds 800 in Biggest Drop of Year," *Wall Street Journal,* 14 Ağustos 2019; Josh Mitchell ve Jon Hilsenrath, "Warning Signs Point to a Global Slowdown," *Wall Street Journal*, 14 Ağustos 2019; Damian Paletta, Thomas Heath ve Taylor Telford, "Stocks Losses Deepen as a Key Recession Warning Surfaces," *Washington Post,* 14 Ağustos 2019; Sarah Chaney, "Modest August Job Growth Shows Economy Expanding, But Slowly," *Wall Street Journal*, 6 Eylül 2019; Paul Vigna, "U.ABD Hisse Senetleri Büyüme Endişesiyle Düştü," *Wall Street Journal,* 2 Ekim 2019.

Powell kontrolün kendisinde olduğunu hissetseydi: New York Merkez Bankası'ndaki üst düzey ticaret yetkilileri, yazarla arka planda yapılan görüşmeler, 2020.

---

13. ŞUBE: GÖRÜNMEZ BÜTÇE

Kaynaklar hakkında bir not:

New York Federal Rezerv Bankası'nın halkla ilişkiler ofisinin muhabirler için bankanın üst düzey yetkilileriyle arka plan röportajları ayarlaması yaygın bir uygulamadır. Bu röportajlar, muhabirlerin yetkililerden doğrudan alıntı yapmamayı kabul etmeleri halinde sağlanmaktadır. 14 Şubat 2020 tarihinde, halkla ilişkiler ofisi, yazar için New York Federal Rezerv Bankası Piyasalar Grubu'nda bu bölümde anlatılan olaylarla doğrudan ilgili olan iki üst düzey yetkiliyle bir arka plan röportajı ayarlamıştır.

27 Şubat 2020 tarihinde halkla ilişkiler ekibi, yazarın New York Fed Başkanı John Williams ve bankanın Piyasalar Grubu Başkan Yardımcısı Lorie Logan ile bir röportaj yapmasını sağlamıştır. Röportaj tamamen bu bölümde anlatılan olaylara odaklanmıştır. Yazar o sırada *Time* dergisi için New York Fed'in 2019'da repo piyasalarına müdahalesi hakkında bir haber hazırlıyordu ve bu haber daha sonra Fed'in COVID-19 kurtarması hakkında bir habere dönüştü. Bu röportaj için, yazarın röportajdan alıntılar kullanabileceği, ancak halkla ilişkiler ekibinin alıntıların doğruluğunu kontrol etmesine izin verdikten sonra kabul edildi. Röportajlar dijital olarak kaydedilmiştir ve bu kitaptaki alıntılar röportajın doğrudan transkriptinden alınmıştır.

Yazar ayrıca New York Federal Rezerv Bankası'nda bankanın alım satım operasyonlarının yürütülmesinde doğrudan görev almış üç eski üst düzey yetkili ile bağımsız arka plan görüşmeleri gerçekleştirmiştir. Bu görüşmeler bu bölüm için arka plan bağlamı ve bilgisi sağlamıştır ve aşağıdaki notlarda her zaman doğrudan atıfta bulunulmamıştır.

Yazar özellikle Fed'in repo müdahalesinin doğası, kökenleri ve etkilerini araştırmak için haftalarını harcayan Alexander Holt'a teşekkür borçludur. Holt, diğer pek çok başarısının yanı sıra, aşağıda alıntılanan "Monetary Policy Implementation with an Ample Supply of Reserves" başlıklı akademik

makaleyi keşfetmiş ve bir yandan kağıt üzerine grafikler çizerken bir yandan da makalenin sade bir İngilizceye çevrilmesine yardımcı olmuştur. Onun içgörüleri ve açıklamaları vazgeçilmezdi.

Eylül Cuma sabahı saat 9:05'te: Lorie Logan, yazarla mülakat, 2020; iki üst düzey New York Fed Piyasalar Grubu yetkilisi, yazarla arka planda yapılan mülakatlar, 2020; Piyasalar Grubu işlem salonları ve ofislerine ilişkin açıklamalar, yazarın Piyasalar Grubu'na yaptığı tur sırasındaki notlardan alınmıştır, 27 Şubat 2020.

Fed'in kendisi doğrudan sorumludur: Gara Afonso, Kyungmin Kim, Antoine Martin, Ed Nosal, Simon Potter ve Sam Schulhofer-Wohl, "Monetary Policy Implementation with an Ample Supply of Reserves," Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series 2020-2 (Ocak 2020); Lorie Logan ve Ulrich Bindseil başkanlığındaki Bank for International Settlements Study Group, "Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning," Bank for International Settlements Markets Committee raporu, Ekim 2019; Todd Keister ve James J. McAndrews, "Bankalar Neden Bu Kadar Çok Fazla Rezerv Tutuyor?" New York Federal Reserve Bank of New York *Current Issues in Economics and Finance,* Aralık 2009; Scott A. Wolla, "A New Frontier: Monetary Policy with Ample Reserves," Federal Reserve Bank of St. Louis *Page One Economics*, Mayıs 2019.

Bir sonraki Pazartesi günü: Federal Rezerv yetkilileri, yazarla yapılan arka plan röportajları, 2020; Sriya Anbil, Alyssa Anderson ve Zeynep Şenyüz, "What Happened in Money Markets in September 2019?", *FEDS Notes,* 27 Şubat 2020; Nick Timiraos, "'Why Were They Surprised? Repo Piyasasındaki Kargaşa New York Fed Başkanını Test Ediyor," *Wall Street Journal*, 29 Eylül 2019; Alex Harris, "'This Is Çılgınlık!': Wall Street Scurries to Protect Itself in Repo Surge," Bloomberg News, 17 Eylül 2019; Emily Barrett ve Jesse Hamilton, "Why the U.S. Repo Market Blew Up and How to Fix It," Bloomberg News, 6 Ocak 2020.

Pazartesi sabahı, 15 Eylül: Logan John Williams, yazarla mülakat, 2020; Federal Rezerv yetkilileri, yazarla arka plan mülakatları, 2020; diğer kaynaklar, a.g.e., Not 3.

Ben Bernanke'nin Fed'i bu sistemi yıkmıştır: Fed yetkilileri, yazarla arka planda yapılan görüşmeler, 2020; a.g.e., Not 2; "Politika Araçları: Interest on Required Reserve Balances and Excess Balances," Federal Reserve Board of Governors web sitesi, Ocak 2021'de güncellenmiştir.

Williams ikna edildi: Williams ve Logan, yazarla mülakat, 2020; Federal Rezerv basın açıklaması, 18 Eylül 2019.

Hedge fonlar repo kredilerini temel taş olarak kullandı: Stephen Spratt, "How a Little Known Trade Upended the U.S. Treasury Market," Bloomberg News, 17 Mart 2020; Daniel Barth ve Jay Kahn, "Basis Trades and Treasury Market Illiquidity," Office of Financial Research Brief Series, 16 Temmuz 2020; Jeanna Smialek ve Deborah B. Solomon, "A Hedge Fund Bailout Highlights How Regulators Ignored Big Risks," *New York Times,* 23 Temmuz 2020; Nishant Kumar, "LMR Raises Capital After Hedge Fund Drops 12.5," Bloomberg News, 19 Mart 2020; Gregory Zuckerman, JuliaAmbra Verlaine ve Paul J. Davies, "Traders Caught in Market Downdraft Are Forced to Unwind Leveraged Strategies," *Wall Street Journal, 12 Mart* 2020; "Hedging Repo Exposure in the Treasury Basis with One- Month SOFR Futures," CME Group, 7 Mart 2019.

Temel ticaret gayet iyi işledi: Ralph Axel, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; "Liquid Insight: Fed'in Alım Programının Maliyetleri Olabilir," Bank of America Merrill Lynch analist raporu, 13 Kasım 2019.

Fed reposunu açıkladığında: Federal Rezerv basın açıklaması, 18 Eylül 2019; Federal Rezerv yetkilileri, yazarla arka planda yapılan görüşmeler, 2020.

4 Ekim'de, iki hafta sonra: Federal Açık Piyasa Komitesi Tutanakları, 29-30 Ekim 2019.

Fed planlarına son şeklini verirken: Rich Miller ve Steve Matthews, "Powell Sees Fed Resuming Balance-

Sheet Growth, But It's Not QE," Bloomberg News, 8 Ekim 2019; Rich Miller ve Christopher Condon, "Fed to Start Buying $60 Billion of Treasury Bills a Month from October 15," Bloomberg News, 11 Ekim 2019; Federal Reserve Statement Regarding Monetary Policy Implementation, 11 Ekim 2019.

2020'nin başlarında Thomas Hoenig göç etmişti: Thomas Hoenig, yazarla mülakat, 2 Mart 2020; Thomas Hoenig, "Emergency COVID-19 Stimulus Programs Are a Short-Term Solution," Mercatus Center white paper, 20 Mayıs 2020.

ŞUBE 14: BİLGİ

İlk dalgalanma dalgaları: Sui-Lee Wee ve Vivian Wang, "China Grapples with Mystery Pneumonia-Like Illness," *New York Times,* 6 Ocak 2020; Fanfan Wang, "China Reports First Death from New Coronavirus," *Wall Street Journal,* 11 Ocak 2020; Michael Levenson, "Scale of China's Wuhan Shutdown Is Believed to Be Without Precedent," *New York Times,* 22 Ocak 2020; Jason Horowitz, "Italy Locks Down Much of the Country's North over the Coronavirus," *New York Times,* 7 Mart 2020; CDC Telebrie1ng Update on COVID-19 transkripti, 26 Şubat 2020.

Wall Street'teki tüccarlar düşünmeye başladı: Jim Bianco ve Scott Minerd, yazarla röportajlar, 2020.

Perşembe, 27 Şubat: Catherine Thorbecke, "Dow Jones Plunges Most Since 2008 on Coronavirus Fears," ABC News, 27 Şubat 2020.

New York Federal Rezerv'in içindeki ruh hali: Yazar notları ve New York Merkez Bankası içinde yapılan röportajlar, 27 Şubat 2020.

Dalgalar güç kazanmaya devam etti: Bianco, yazarla röportaj, 2020; CliPord Krauss ve Stanley Reed, "Oil Prices Dive as Saudi Arabia Takes Aim at Russian Production," *New York Times*, 8 Mart 2020.

Pazartesi sabahı, borsa: Liz HoPman, "Diary of a Crazy Week in the Markets," *Wall Street Journal,* 14 Mart 2020.

On yıllık Hazine bonoları temel dayanaktır: Bianco ve Miner, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; 1nancial trader, yazarla yapılan arka plan mülakatları, 2020; Colby Smith ve Robin Wigglesworth, "US Treasuries: The Lessons from March's Market Meltdown," *Financial Times*, 29 Temmuz 2020.

Federal Rezerv'in içinde: Jay Powell, yazarla röportaj, 2020; üst düzey Federal Rezerv yetkilisi, arka planda konuşma, 2020.

Yüklü hedge fonları: Stephen Spratt, "How a Little Known Trade Upended the U.S. Treasury Market," Bloomberg News, 17 Mart 2020; Daniel Barth ve Jay Kahn, "Basis Trades and Treasury Market Illiquidity," Office of Financial Research Brief Series, 16 Temmuz 2020; Jeanna Smialek ve Deborah B. Solomon, "A Hedge Fund Bailout Highlights How Regulators Ignored Big Risks," *New York Times,* 23 Temmuz 2020; Nishant Kumar, "LMR Raises Capital After Hedge Fund Drops 12.5%," Bloomberg News, 19 Mart 2020; Gregory Zuckerman, Julia-Ambra Verlaine ve Paul J. Davies, "Traders Caught in Market Downdraft Are Forced to Unwind Leveraged Strategies," *Wall Street Journal,* 12 Mart 2020.

Eylül ayında, repo piyasası: Hazine Rezerv Yönetimine İlişkin Federal Rezerv Açıklaması Purchases and Repurchase Operations, 12 Mart 2020; Alex Harris, "Fed Pledges More Than $500 Billion to Keep Funding Markets Calm," Bloomberg News, 11 Mart 2020; Pippa Stevens, Maggie Fitzgerald, and Fred Imbert, "Stock Market Live Thursday: Dow Tanks 2,300 in Worst Day Since Black Monday," CNBC.com, 12 Mart 2020.

Merkezdeki büyük cilalı masa: Toplantıda hazır bulunan üst düzey Federal Rezerv yetkilisi, yazarla arka planda yapılan görüşme, 2020; Claudia Sahm, yazarla yapılan görüşme, 2020; Federal Açık Piyasa Komitesi toplantı tutanakları, 15 Mart 2020; Federal Rezerv basın açıklaması, 15 Mart 2020.

15 Mart haftasıydı: Minerd ve Bianco, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; 1nancial trader, yazarla yapılan arka plan mülakatı, 2020.

15 Mart Pazartesi: David Benoit, "JPMorgan's Jamie Dimon and His Brush with Death: 'You Don't Have Time for an Ambulance,'" *Wall Street Journal*, 24 Aralık 2020.

Şirket borçlarının kırılganlığı: Greg Nini, yazarla mülakat, 2020; 1nancial trader, yazarla arka planda mülakat, 2020; Lisa Lee, "Battered CLO Investors Are About to Get a Look at Their Losses," Bloomberg News, 20 Nisan 2020; Amelia Lucas, "General Motors Will Draw Down $16 Billion in Credit, Suspends 2020 Outlook," CNBC.com, 24 Mart 2020; "Big Firms Draw Down Billion Dollar Credit Lines," Pymnts.com, 17 Mart 2020; "Europe's Leveraged Loan Issuers Draw on Revolving Credits to Preserve Liquidity," S&P Global *Market Intelligence,* 24 Mart 2020.

Bu noktaya gelindiğinde *Powell zaten* Powell, yazarla mülakat, 2020; üst düzey Federal Rezerv yetkilisi, yazarla arka planda mülakat, 2020; Christopher Leonard, "How Jay Powell's Coronavirus Response Is Changing the Fed Forever," *Time*, 11 Haziran 2020.

ŞUBAT 15: KAZANANLAR VE KAYBEDENLER

Steven Mnuchin bu konuya dikkat çekmekte gecikmedi: Steven Mnuchin, yazarla röportaj, 2020; Sheelah Kolhatkar, "The High-Finance Mogul in Charge of Our Economic Recovery," *The New Yorker,* 13 Temmuz 2020; Christopher Leonard, "How Jay Powell's Coronavirus Response Is Changing the Fed Forever," *Time*, 11 Haziran 2020.

Bu tartışmalara katılanlardan biri: Kıdemli Federal Rezerv yetkilisi, yazarla arka planda yapılan görüşme, 2020.

Fed üç önemli SPV oluşturdu: Powell ve arka planda konuşan üst düzey bir Fed yetkilisi, yazarla yapılan görüşmeler, 2020; Federal Reserve basın açıklaması, 23 Mart 2020; Nick Timiraos, "Fed Unveils Major Expansion of Market Intervention," *Wall Street Journal*, 23 Mart 2020.

Fed'in o sabahki açıklaması: Fed'in bilançosuna veya "Toplam Varlıklara" ilişkin rakamlar, Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veritabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL.

Fed 9 Nisan'da açıkladı: Federal Reserve basın açıklaması, "Federal Reserve Takes Additional Actions to Provide up to $2.3 Trillion in Loans to Support the Economy," 9 Nisan 2020; Federal Reserve Board Vote Tally, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/boardvotes2020.htm, erişim tarihi 2021; Nick Timiraos, "Fed Expands Corporate-Debt Backstops, Unveils New Programs to Aid States, Cities and Small Businesses," *Wall Street Journal,* 9 Nisan 2020; Olivia Raimonde ve Molly Smith, "Ford Becomes Largest Fallen Angel After S&P Downgrade to Junk," Bloomberg News, 25 Mart 2020.

Ama gerçekten ticaret yapan insanlar için: Minerd ve Mnuchin, yazarla yapılan mülakatlar, 2020; 1nansal tüccar, yazarla yapılan arka plan mülakatı, 2020.

Bu eylemler, her ne kadar dramatik olsalar da: Steve Thompson, "Hogan's First Batch of Coronavirus Tests from South Korea Were Flawed, Never Used," *Washington Post,* 20 Kasım 2020; Jeanna Smialek, Ben Casselman ve Gillian Friedman, "Workers Face Permanent Job Losses as the Virus Persists," *New York Times,* 3 Ekim 2020.

CARES Yasası 2 trilyon dolar yetki vermiştir: Emily Cochrane ve Sheryl Gay Stolberg, "$2 Trillion Coronavirus Stimulus Bill Is Signed into Law," *New York Times*, 27 Mart 2020.

Doğrudan insanlara giden harcamalar: Steven Mnuchin, yazarla röportaj, 2021; Peter Whoriskey, Douglas MacMillan ve Jonathan O'Connell, "'Doomed to Fail': Why a $4 Trillion Bailout Couldn't Revive the American Economy," *Washington Post*, 5 Ekim 2020; Jonathan O'Connell, Andrew Van Dam, Aaron Gregg ve Alyssa Fowers, "More Than Half of Emergency Small-Business Funds Went to Larger Businesses, New Data Shows," New *York Times*, 1 Aralık 2020; Stacy Cowley ve Ella Koeze, "1 Percent of P.P.P. Borrowers Got Over One-Quarter of the Loan Money," *New York Times,* 2 Aralık 2020; Sydney Lake, "These 16 Va. Companies Received $10M PPP Loans," *Virginia Business,* 2 Aralık 2020; Fred Imbert, "Treasury Secretary Mnuchin Says It Was 'Outrageous' for the LA Lakers to Take a Small Business Loan," CNBC.com, 28 Nisan 2020.

Federal Rezerv içinde artan bir hassasiyet vardı: Claudia Sahm, yazarla röportaj 2020; Heather Long, "'It Doesn't Feel Like a Boom Yet': Birçok Amerikalı Federal Rezerv'i Ekonomiyi Canlandırmaya Çağırıyor," *Washington Post*, 29 Ekim 2019.

Main Street programı izin verdi: Nick Timiraos, "Fed'in Covid'den Zarar Gören Orta Ölçekli Firmalar İçin Bir Kredi Planı Vardı. It Found Few Takers," *Wall Street Journal,* 4 Ocak 2021; Nick

Timiraos ve Jon Hilsenrath, "The Federal Reserve Is Changing What It Means to Be a Central Bank," *Wall Street Journal*, 27 Nisan 2020; Jeanna Smialek ve Peter Eavis, "With $2.3 Trillion Injection, Fed's Plan Far Exceeds Its 2008 Rescue," *New York Times*, 9 Nisan 2020; Jeanna Smialek, "The Fed's $4 Trillion Lifeline Never Materialized. İşte Nedeni," *New York Times*, 21 Ekim 2020.

Bu, Fed'in kurtarma paketi anlamına gelmiyordu: Peter Brennan, "Fed Keeps Corporate Bond Market Purring After COVID-19 Drove Record Issuance," S&P Global *Market Intelligence,* 9 Aralık 2020; Marina Lukatsky, "US Leveraged Loans Gain 1.35% in December 2020, 3.12," S&P Global *Market Intelligence,* 4 Ocak 2021; Joy Wiltermuth, "U.S. Corporations Make Final Borrowing Push in a Record Breaking 2020," *MarketWatch,* 10 Kasım 2020; Dow Jones ortalama değeri Yahoo!Finance veri tabanından alınmıştır, https://1nance.yahoo.com/quote/%5EDJI?p=%5EDJI.

2020 yazı boyunca: "WELL WELL WELL WHAT DID I TELL YOU by Davey Day Trader Global," YouTube'a yüklenen video, https://www.youtube.com/watch?v=od6fxCD4KsM; "Davey Day Trader-March 23rd, 2020," YouTube'a yüklenen video, https://www.youtube.com/watch?v=MLIk_oHPCQQ; Bar Stool Sports'tan alınan materyal Internet Archive.

Eğlenceye katılmak isteyen izleyiciler: Nathaniel Popper, "Robinhood Has Lured Young Traders, Sometimes with Devastating Results," *New York Times,* 8 Temmuz 2020; Sheelah Kolhatkar, "Robinhood's Big Gamble," *The New Yorker*, 10 Mayıs 2020.

Piyasa dalgalanmalarını tahmin etmek zordu: Ben Bernanke, yazara e-posta açıklaması, 2021; Rob Copeland, "Former Fed Chief Ben Bernanke to Advise Hedge Fund Citadel," *Wall Street Journal,* 16 Nisan 2015; Andrew Ross Sorkin ve Alexandra Stevenson, "Ben Bernanke Will Work with Citadel, a Hedge Fund, as an Adviser," *New York Times,* 16 Nisan 2015; Josh Zumbrun, "How Citadel and the Fed Crossed Paths Before the Hedge Fund Hired Ben Bernanke," *Wall Street Journal*, 16 Nisan 2015; Tom Maloney, "Citadel Securities Gets the Spotlight," Bloomberg News, 6 Nisan 2021; Edward Ongweso Jr., "Robinhood'un Müşterileri Citadel Gibi Hedge Fonlar. Its Users Are the Product," Vice.com, 28 Ocak 2021; Douglas MacMillan ve Yeganeh Torbati, "Robinhood and Citadel's Relationship Comes into Focus as Washington Vows to Examine StockMarket Moves," *Washington Post,* 29 Ocak 2021.

Tüm bunların çılgınlığı uzak görünüyordu: Powell, Bernanke ve Janet Yellen, yazarla yapılan görüşmeler, 2021; 1Fed'in bilançosundaki rakamlar veya "Toplam Varlıklar", Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis veritabanından alınmıştır, https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL.

ŞUBAT 16: LONC ÇARPMASI

İşten çıkarıldıktan sonra: John Feltner, yazarla röportaj, 2021; Feltner'ın işe gidip geldiği güzergahın Google Maps ve Street View'dan alınan açıklamaları; Community Health Network haber bülteni, "COVID-19 Tent Testing Information 1," 2021; Eric Pointer, "1 Year Since Indiana's First Documented COVID-19 Case: Hoosiers ReAect on How Their Lives Were Impacted," Fox59 News, 4 Mart 2021.

Amerika'nın 2020'deki temel çalışanları: Michael S. Derby, "Business at Most Small Firms Below PrePandemic Levels, Fed Survey Finds," *Wall Street Journal,* 3 Şubat 2021; Justin Baer ve Eric Morath, "On the Wrong Side of the Split Recovery: 'I Just Have to Keep Myself Going,'" *Wall Street Journal,* 18 Ekim 2020.

Feltner için kurtarma paketleri: Feltner, yazarla yapılan görüşmeler, 2020-2021; AnnaMaria Andriotis, Ken Brown ve Shane ShiAett, "Families Go Deep in Debt to Stay in the Middle Class," *Wall Street Journal,* 1 Ağustos 2019.

Jay Powell bir figür haline gelmişti: Jay Powell basın toplantısı videosu, 16 Aralık 2020, Federal Reserve Board of Governors web sitesine yüklendi, https://www.federalreserve.gov/videos.htm.

Borsa çok iyi gidiyordu: Finans tüccarları, yazarla arka planda yapılan görüşmeler, 2021; Eliot Brown ve Maureen Farrell, "Sizzling Tech IPO Market Leaves Investors Befuddled," *Wall Street Journal,* 13 Aralık 2020.

Kurumsal borç piyasası: Steven Mnuchin, yazarla röportaj, 2021; Joe Rennison, "US Corporate Bond Issuance Hits $1.919tn in 2020, Beating Full-Year Record," *Financial Times,* 2 Eylül 2020; Ruchir Sharma, "The Rescues Ruining Capitalism," *Wall Street Journal,* 24 Temmuz 2020; Lisa Lee ve Tom Contiliano, "America's 'Zombie' Companies Have Racked Up $1.4 Trilyon Dolar Borç," Bloomberg News, 17 Kasım 2020; Jim Reid, John Tierney, Luke Templeman ve Sahil Mahtani, "The Persistence of Zombie Firms in a Low Yield World," Deutsche Bank analist raporu, 1 Mart 2018; Dion Rabouin, "'Zombie' Companies May Soon Represent 20% of U.S. Firms," Axios, 15 Haziran 2020; JeP Stein ve Rachel Siegel, "Treasury's Mnuchin Defends Ending Lending Programs, Fires Back at Federal Reserve," *Washington Post,* 20 Kasım 2020.

5 Ocak 2021'de binlerce şiddet yanlısı: Nicholas Fandos ve Emily Cochrane, "After Pro-Trump Mob Storms Capitol, Congress Con1rms Biden's Win," *New York Times,* 6 Ocak 2021; "Stock Market News for January 7, 2021," Zacks Equity Research, via Yahoo!Finance, 7 Ocak 2021.

O ay, milyonlarca tüccar: Matt Phillips, Taylor Lorenz, Tara Siegel Bernard ve Gillian Friedman, "The Hopes That Rose and Fell with GameStop," *New York Times,* 7 Şubat 2021; Federal Reserve basın toplantısının videosu, 27 Ocak 2021, Federal Reserve Board of Governors web sitesine yüklenmiştir: https://www.federalreserve.gov/videos.htm.

Tom Hoenig uzun bir kış geçirdi: Thomas Hoenig, yazarla yapılan röportajlar, 2016-2021; Thomas Hoenig, "Emergency COVID-19 Stimulus Programs Are a Short-Term Solution," Mercatus Center white paper, 20 Mayıs 2020; Sam Goldfarb, "Flood of New Debt Tests Bond Market," *Wall Street Journal,* 10 Mart 2021.

İNDEKS

Dizin hakkında bir not: Bu dizinde atıfta bulunulan sayfalar basılı baskıdaki sayfa numaralarını ifade etmektedir. Bir sayfa numarasına tıklamak sizi basılı baskıda o sayfanın başlangıcına karşılık gelen ekitap konumuna götürecektir. Herhangi bir kelime veya cümlenin konumlarının kapsamlı bir listesi için okuma sisteminizin arama işlevini kullanın.

Adams, Todd A., 186-88, 191, 192, 194, 195, 198
AIG, 23
Airbnb, 297 paranın tahsisi, 19, 20 tahsis edici beklentiler niceliksel genişleme, 27, 28 sıfır sınırı, 19, 20, 27
American Banker, 209
American Enterprise Institute, 18 duyuru
ePect, 134

Apollo Management, 168-70, 172-74, 180, 186, 191 Ares Capital, 213 varlık balonları, 20, 29, 54-56, 63, 69, 82, 83, 85, 88-89, 91-93, 95, 105, 134, 142, 148, 222, 228, 231, 234, 300
Çin ve, 235
Florida gayrimenkulleri, 54-55, 86 varlık fiyatları ve değeri, 53-55, 57-59, 68, 81, 82, 86-87, 98, 237, 259, 262 koronavirüs yardımı ve, 288
inAasyon ve, 50, 68-69, 81-84, 87, 95, 119, 148, 182, 224, 295, 297, 305 faiz oranları ve, 300 krediler ve, 49-51, 57-60
niceliksel genişleme ve, 119, 132, 148, 182, 300
ZIRP ve, 119, 192 varlıklar, 235 koronavirüs kurtarmaları ve, 287 tanımlanmış, 54 mülkiyet, 119, 287 AT&T, 270
otomobil işçileri, 74 Axel, Ralph, 254
kurtarma paketleri, 87, 208-11, 248-49, 302 koronavirüs, *bkz.* koronavirüs yardım ve kurtarma programları repo piyasası, 243-58
2008 ve 2009'da, 10, 23, 100-102, 206, 249, 286
Bain Capital, 180
Bair, Sheila, 210
Baker, James, III, 162
bilançolar bankaların, 50-51, 57-58 de1ned, 343
Fed, 102, 138, 147, 211, 227, 231, 236, 256, 257, 290-91, 301-2, 343, 349
banka iflasları, 45-46, 48, 66, 67, 68, 73, 96n, 98, 100
Illinois Kıtası, 65-66, 68-69, 97, 98, 100
koronavirüs ve, 269-70
FDIC ve, 208-9
Fed'in bankalara verdiği krediler, 46, 58, 63
1873, 46 yabancı bankaların, 101
iflas eden bankaların tasfiyesi, 64
yaşayan vasiyetler ve, 208-9, 269
1980'ler, 53, 58-59, 96
Penn Meydanı, 63-65, 67-69, 97, 98
"batmak için çok büyük" bankalar, 66-67, 97, 202, 203, 209, 219

Banka Politikası Enstitüsü, 206-7 bankalar, 43 kurtarma operasyonları, *bkz.* kurtarma operasyonları bilançoları, 50-51, 57-58
Basel III anlaşması ve, 203, 204, 209-10 büyük, Hoenig'in parçalama planı (Hoenig kuralı), 203-7, 209 kriz zamanları için ayrılan sermaye, 209-11 merkezi, 103-4, 112, 139-40, 217-18, 232, 235, 237-38, 345 merkezi, ABD'nin kuruluşu, 44-47 topluluk, 202
koronavirüs ve, 269
ticari ve yatırım olarak ikiye ayrılır, 80, 348
Dodd-Frank kuralları ve 203, 204, 207, 209, 229, 252, 277, 350

erken dönem Amerikan sistemi, 45 ekonomi ve, 302 Avrupa, 134, 210
FDIC'nin tasfiyesi, 64
FDIC'nin tüketici mevduatlarını koruması, 80, 202, 345 FDR ve, 79, 100, 204 serbest bankacılık dönemi, 45
Küresel Finansal Krizin Etkileri, 202, 206
Hoenig'in bankacılarla olan anlaşmazlıkları, 49-50, 55, 58-59, 65
Hoenig'in görüşleri, 43-44 eyaletler arası bankacılık yasaları, 96-97 lobiciler için, 206-7 birleşmeler ve konsolidasyon, 43, 202 Yeni Anlaşma ve, 79-80, 204 gecelik krediler arasında, 114, 248, 249
bölgesel, 279
düzenlenmesi, 48, 79, 80, 97, 100, 203, 204, 207, 209 rezervleri, 121, 221, 244, 248-49, 251, 256
rezervleri, fazlalık, 227, 243, 244, 248-50 gölge, 202, 252, 291, 350 stok değeri, 269, 270 için stres testleri, 207-8, 229, 269 direktörler sempozyumu, 96-99 *ayrıca bkz.* krediler
Barstool Sports, 288
Basel III anlaşması, 203, 204, 209-10
baz risk işlemleri, 252-55, 265
BDC'ler (iş geliştirme şirketleri), 181 ayı piyasası, 236
Bear Stearns, 277
Beck, Glenn, 109-11
Bell, Steve, 158-60
Göbek Yukarı (Zweig), 64
Bernanke, Ben, 10, 22-26, 31, 73, 93-94, 96, 102, 105, 108, 132, 136, 146, 217, 222, 223, 229, 243, 258, 267, 291 Kale ve, 289-90
Kongre ifadesi, 99, 109 Fed başkanı olarak son toplantı, 222 Fisher ve, 131
Hoenig ve, 15, 29, 93-94, 104 inAasyon ve, 93 anısı, 22, 34 basın toplantıları, 144-45 niceliksel genişleme ve, 10, 25-34, 105, 112-13, 118n, 121, 126-30, 132-34, 136, 140-46, 148, 182, 247
Yellen ve, 130
Bianco, Jim, 261-63, 269-70
Biden, Joe, 298-99, 304
Binder, Carola, 108, 109, 144
Bloomberg News, 101, 109, 231, 298
BlueCrest Capital Management, 254 BNP Paribas, 99-100
Boehne, Edward, 72
Boeing, 298
Boies Schiller Flexner, 284 tahviller, 119, 134, 142, 147, 155-56, 170, 211, 218, 235, 237, 262, 270, 272, 279, 347 koronavirüs yardım ve, 288
tanımlanmış, 344 gelişmekte olan ülkeler ve, 216-17

Fed'in alımları, 101, 110, 139, 227, 267, 279, 280, 282 Fed'in satışı, 231-34, 236 junk, *bkz. junk tahviller* negatif faiz oranı, 217-18 Twist Operasyonu ve, 127
Hazine, *bkz* Hazine bonoları
Boston Market, 284
Bowman, Michelle, 280n
Brady, Nicholas F., 156-58, 160-61
Brainard, Lael, 272, 280n
Brezilya, 217
Brookings Enstitüsü, 224, 257-58
Brown, Sherrod, 206
Bryan, Vicki, 177-78, 182
Bryan, William Jennings, 9, 46
BuPett, Warren, 159-60
Bullard, Jim, 34
Burns, Arthur, 22
Bush, George H. W., 126, 156, 161, 162, 229 Bush, George W., 93 iş geliştirme şirketleri (BDC'ler), 181
Cantor Fitzgerald, 115
Capitol kuşatması, 299-300
CARES Yasası, 283-87, 299, 304
Carlucci, Frank, 162
Carlyle Grubu, 126, 161-63, 174, 178-80, 182
Powell, 126, 161-63, 165-69, 185, 186, 229, 290
Rexnord ve, 163, 165-69, 185, 186
Carpenter, Seth, 137-39, 147
Carrier, 197, 198
Carter, Jimmy, 161
Katolik Üniversitesi, 225-26
CDO (teminatlandırılmış borç yükümlülüğü), 149, 174, 345
de1ned, 343
Hastalık Kontrol ve Önleme Merkezleri, ABD, 262
Cheesecake Factory, 284
Chicago, Federal Reserve Bank of, 65-66
Çin, 111, 235, 237, 238 koronavirüs, 261, 262 Trump ve, 235
Citadel Menkul Değerler, 289-90
Citigroup, 115, 271
Clarida, Richard, 247, 250, 280n
Clinton, Hillary, 197, 228
CLO (teminatlandırılmış kredi yükümlülüğü), 149, 170, 173-78, 180, 182, 212, 271, 279, 281, 282, 286, 298, 305 de1ned, 343-44
CMBS'ler (ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler), 214-16, 247, 254, 266, 268, 304

CNBC, 144 CNN,
109
teminatlandırılmış borç yükümlülüğü (CDO), 149, 174, 345
de1ned, 343
teminatlandırılmış kredi yükümlülüğü, *bkz* CLO
ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler (CMBS'ler), 214-16, 247, 254, 266, 268, 304
Sorumlu Federal Bütçe Komitesi, 284
Kongre, 13-15, 79, 80, 100, 101, 103, 104, 134-36, 140, 204, 207, 290,
304 Bernanke'nin daha önce verdiği ifade, 99, 109
koronavirüsün rahatlatılması ve, 276-77, 283-85, 299, 304
Fed ve, 47, 48, 58, 75-78 Fed'in acil
durum yetkilerinin sınırlandırılması, 277
Greenspan ile duruşmalar, 75-78, 83, 86
eyaletler arası bankacılık yasalarının
gevşetilmesi, 96-97
Salomon Brothers ve 160 muhafazakarlar,
16, 80, 108-12, 225, 257, 286, 346 *Ayrıca bkz.*
Cumhuriyetçi Parti Anayasası, ABD, 44 tüketici
borcu, 296
Tüketici Finansal Koruma Bürosu, 204
Conti-Brown, Peter, 132
Continental Illinois National Bank and Trust Co., 65-66, 68-69, 97, 98, 100
Corker, Bob, 203-4, 206 koronavirüs, 54, 259, 261-73, 276, 281-83, 293-95,
301, 304, 305 temel çalışanlar ve, 294
GameStop ve, 300 inAasyon ve, 297
koronavirüs yardım ve kurtarma programları, 276-92, 295, 297, 304,
343 CARES Yasası, 283-87, 299, 304 uzun vadeli etkileri, 301
Main Street Kredi Programı, 279, 286-87, 297
Mnuchin ve, 273, 276-77, 283, 285-86, 299
Maaş Çeki Koruma Programı, 284, 285
Powell ve, 265, 267, 268, 272-73, 277-78, 280, 280n, 283, 290, 291, 296-
97 niceliksel genişleme ve, 267, 279-80, 297 özel amaçlı araçlar
(SPV'ler), 278-83, 299, 350 borsa ve, 287-90, 297-98
Trump ve, 276, 283-85 yardımların eşitsiz
dağılımı, 284-85, 287, 292, 295
kurumsal borç, 73, 145, 149, 153-56, 163, 175, 181-82, 266, 270, 304
piyasasındaki değişim, 177-78 CLO'lar ve, 170, 173-78, 180, 182
koronavirüsle mücadele ve, 287, 299 Fed'in satın alması, 279
fracking ve, 213-14, 216 yüksek seviyeler, 262 artış, 181, 199-200
faiz oranları, 279 kaldıraçlı krediler, *bkz.* kaldıraçlı krediler piyasası,
298 yuvarlanma, 155, 298 ve getiri arayışı, 212-13 spreadler, 269
ayrıca bkz. tahviller yaşam maliyeti, 50
maliyet baskısı, 61, 344, 345
Courage to Act, The (Bernanke), 22, 34
COVID-19, *bkz.* koronavirüs
Cov-lite kredileri, 179-81
Credit Suisse, 115, 170, 171-80, 183, 191-
92 para birimleri, 45, 112, 217, 225, 350
Kur Savaşları (Rickards), 111

deAation, 96n, 223-24, 237 kaldıraç
azaltma olayları, 247 Dell, Michael, 276
Delta Havayolları, 298 talep çekişi, 61-
62, 344-45 demokratik kurumlar, 103-4,
231-32, 305 medya ve, 108
Demokrat Parti, 13, 21, 79, 100, 135, 203, 206, 233, 276
ayrıca bkz. liberaller
Danimarka, 218 depresyonlar,
96n
Büyük Buhran, 17-18, 23, 49, 58, 64, 79, 89, 100, 202, 204, 228, 283, 286, 345,
348 türevler, 42, 157, 160, 174, 204, 207, 219 de1ned, 345
gelişmekte olan ülkeler, 216-17
Dillon, Read & Co., 153-56, 161, 270
indirim penceresi, 46, 58, 64, 269
de1ned, 345
Söylem, 301
Dodd-Frank Yasası, 203, 204, 207, 209, 229, 252, 277,
350
dolar yaratılması, 4, 6
Fed'in devalüasyon için
ePort'u, 111 küresel piyasa,
242
kelime kullanımı, 4
ayrıca bkz. para kıyamet
döngüsü, 135 DoorDash, 297
Doral Country Club, 166 dot-
com balonu, 20, 54, 232, 298
güvercinler, 16-19, 152 de1ned,
346
Dow Jones Endüstriyel Ortalaması, 24, 85, 146, 212, 231, 233, 236, 257, 259, 263, 265, 268, 300
koronavirüsle mücadele ve,
287 Drudge Report, 110
Dudley, William, 34, 222, 248-49
Duke, Elizabeth "Betsy," 34, 125, 127-30, 132, 141-44, 147, 148
Dune Capital, 276

Eccles Binası, 21-22, 31, 56, 69, 71, 125, 241, 265-66
ekonomi, 42
Hoenig'in çalışması ve görüşleri, 5, 36-37, 41-42, 302
Keynesyen, 81, 100-101, 347 ekonomistler, 131-33,
136, 223
ekonomi, küresel, *bkz.* küresel ekonomi ekonomi,
ABD, 8, 24, 27-28, 50, 88, 133, 170, 238, 259, 304

döngüler ve örüntüler, 72-74, 95,
238 depresyonlar, *bkz.* depresyonlar
borç yükü ve, 73-75, 102, 126
Politika oluşturmanın merkezi itici gücü olarak Fed, 15, 75, 114-16, 120-21
GSYİH'da, 302
Greenspan'in algılanan rolü, 76-77, 87, 93 büyümesi, 72-74, 76, 78, 86, 99, 105, 121, 126, 136, 140, 212, 221, 225, 233, 238, 246, 295, 302 faiz oranları ve, 7

Yeni Anlaşma ve,
79
durgunluklar, 8, 22, 24, 50, 56, 60, 72, 73, 75, 80, 81, 136, 186, 225, 236, 302, 347

ZIRP ve, 121 seçimler, 14,
228, 230, 298-99 El-Erian,
Mohamed A., 231-32
English, Bill, 30
Erdoğan, Recep Tayyip, 216-17
ESL Yatırımları, 276
Avrupa, 24, 134-35, 210, 238 negatif
faiz oranlı tahviller, 217-18
Avrupa Merkez Bankası (ECB),
134-35, 218, 235, 237-38, 345
Avrupa Birliği, 237, 345
Evans, Charles, 12 her
şey balon, 212
Exchequer Club, 205-6
ExxonMobil, 298
Ezer, Michelle, 137, 138

Falk Corporation, 168
tarım arazileri, 50-51, 55, 57, 92, 98
Farr, Michael, 152-53
Federal İletişim Komisyonu (FCC), 162
Federal Mevduat Sigorta Kurumu (FDIC), 64, 207, 229, 252 banka
iflasları ve 208-9 tasfiye edilen bankalar, 64 bankaların
vasiyetnameleri ve,
208
tarafından korunan tüketici banka hesapları, 80, 202,
345 Continental Illinois ve 66 yaratılması, 64, 80, 202,
345, 348 de1ned, 345
Küresel Sermaye Endeksi tarafından yayınlanan,
210 Hoenig, 200, 201-11, 218-
19, 230-31, 257
Penn Meydanı ve, 64, 65
Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC), 3-4, 7-13, 15, 20-21, 24-25, 50, 60, 68, 69, 72, 91-93, 95,
104, 221, 222, 241, 244, 246, 272, 297
fikir birliği, 12-13, 15, 29, 31, 104,
108 koronavirüs ve, 265-68, 278, 280

de1ned, 346 ve doların devalüasyonu,
111 ekonomistler, 131-32 valiler, 48
Hoenig'in üyeliği, 71-72, 81
Hoenig, 22, 74, 75, 81, 87, 88, 92, 102, 104, 105
Hoenig'in karşı oyları, 3-5, 8-13, 15, 18, 19, 24-25, 29, 32, 34, 75, 82, 84, 88, 104, 107-9, 112, 120, 301
Hoenig'in ilişkileri, 11-12, 15 medya
ve, 108-9, 144 üyeleri, 4, 9-12, 15,
31, 48, 60, 62, 120

açık piyasa işlemleri ve, 247-48 siyasi anlaşmazlıklar, 81 niceliksel genişleme tartışmaları, 9, 10, 16, 27-34, 112, 121, 126-30, 132, 134, 137, 140, 142, 143 niceliksel genişleme sunumu, 136-39
niceliksel gevşeme oylaması, 3, 8-11, 18, 21, 29, 32-34, 105, 107-9, 112, 113, 134, 136-37, 141, 148 Volcker ve, 67 oy verme ve kültür, 82-83
Federal Rezerv (ABD Federal Rezerv Sistemi; Fed), 4, 5, 44, 47-48

bilançosu, 102, 138, 147, 211, 227, 231, 236, 256, 257, 290-91, 301-2, 343, 349
yönetim kurulu, 48, 120, 125, 127-29, 230 tüzüğü, 48 yaratılması, 9, 47, 75, 277

eleştiriler, 225, 257, 286
kararlarda veri hataları, 61
Eccles Building ofisleri, 21-22, 31, 56, 69, 71, 125, 241, 265-66 ekonomistler, 131-32, 136, 223 acil durum yetkileri, 277 1nansal ayak izi, 277 hesap verebilirlik eksikliği, 75, 78
"alınan dersler" oturumları, 286 uzun vadeli düşünme ve, 303 denetime doğru hareket, 225, 286 politikaları, 16-19
tescilli ticaret sistemi, 115
hakkında kamuoyu tartışması, 257 kamuoyu imajı, 78, 286
bölgesel bankalar, 5, 48

ekonomi ve politika yapımındaki rolü, 15, 75, 114-16, 120-21, 277, 291
ayrıca bkz Federal Açık Piyasa Komitesi
Federal Rezerv Yasası, 249
Chicago Federal Rezerv Bankası, 65-66
Federal Reserve Bank of Kansas City, 57, 67, 98, 140
Hoenig, 3, 5, 44, 48-51, 53, 55, 58-59, 63, 67, 201, 203

Hoenig'in başkan olması, 5, 67-68

Hoenig'in emekliliği, 34, 120, 200, 201
Jackson Hole sempozyumu, 25, 27, 28, 132-34, 136
Penn Meydanı ve, 64, 65

Federal Reserve Bank of New York, 23, 113-14, 118, 241-42, 246, 263, 272, 348, 349 koronavirüs ve, 266 küresel para piyasaları ve, 242 Salomon Brothers ve, 157-61 daimi yönerge, 255
Federal Rezerv banknotları, 4

Fed Fonları oranı, 247, 250, 255, 256
de1ned, 345
Fed Put, 237, 257, 272, 279
de1ned, 345-46
Fedspeak, 77-78, 81, 101, 133
FedTrade, 115
Feldstein, Martin, 133
Feltner, John, 188-91, 196-99, 293-96
Feltner, Nina, 190, 199, 293-95
1nansal çöküşler, 19, 23, 32, 33, 345 *ayrıca bakınız* banka iflasları; Küresel Mali Kriz; borsa çöküşleri
Financial Times, 264
1scal cliP, 136
1scal politika, 79
de1ned, 346
para politikası ve, 78-79, 346, 347
Fisher, Richard, 12, 17, 27, 30-31, 111, 112, 128, 130-31, 140, 182, 226
Fitts, Catherine Austin, 154, 156
Flynn, John, 214-16, 266
Florida gayrimenkulleri, 54-55, 86
Forbes, 193
Ford, Gerald, 67
Ford Motor Company, 270, 271, 281
Fort Madison, Iowa, 35-36
Fortune, 205
Fox Business, 133 Fox News, 109 hidrolik kırılma, 213-14, 216
Franklin Templeton Yatırımları, 177
FRB/ABD modeli, 139
vadeli işlem sözleşmeleri, 252-53, 345, 346
vadeli işlemler piyasası, 346

Galbraith, John Kenneth, 54, 86
GameStop, 300
benzin fiyatları, 17, 50, 54, 72, 73, 83, 84
GSYİH, 302
Geithner, Timothy, 23, 100, 207
General Motors, 270
George, Esther, 140
George Mason Üniversitesi, 257
Georgetown Hazırlık Okulu, 151-52
Almanya, 68, 111, 218, 237
Gingrich, Newt, 80

Glass-Steagall Yasası, 80,
348 Küresel Sermaye Endeksi, 210 küresel ekonomi, 237
merkez bankaları, 112, 139-40, 217-18, 232, 235, 237-38
Fed'in yeniden düzenlemesi,
23132 para piyasaları, 242
yavaşlaması, 234-36
Küresel Mali Kriz (GFC; 2008 mali krizi), 5-7, 10, 14, 23, 24, 25, 102, 118, 126, 174, 177, 180,
182, 204, 206, 210, 224, 254, 267, 277, 278, 280, 296, 302, 343, 349
bankaların gücünün artması, 202, 206
Avrupa'da, 134-35 Fed'in rolü, 20-21
Hoenig ve, 18 uzun çarpışma olarak,
305 niceliksel genişleme sırasında,
25, 101
küreselleşme, 224
sözlük, 343-52
Goldman Sachs, 115, 257, 275
altın fiyatları, 235
altın standardı, 9, 95-
96

Gorsuch, Neil, 151
devlet borcu, 135, 157
Büyük Buhran, 17-18, 23, 49, 58, 64, 79, 89, 100, 202, 204, 228, 283, 286, 345, 348
1970'lerdeki Büyük İniş, 53-56, 60-61, 65, 66, 82
Büyük Toplum, 80
Yunanistan, 209
Greenspan, Alan, 22, 23, 67-69, 71-78, 81, 84-89, 92
Kongre oturumlarında, 75-78, 83, 86 odak noktası
olarak tüketici fiyatları araştırması, 81-83, 87-89
Fed'in konuşması, 77-78, 81
Hoenig ve, 82, 83, 87-88
itibarı, 76-77, 87, 93, 99
emeklilik, 93
Greider, William, 47
Gruenberg, Martin, 203, 208
GuPey, Roger, 67
Guggenheim Yatırımları, 262, 268, 282
Gutfreund, John, 161

Hansa Birliği, 154
Hawks, 16-19, 152
de1ned, 346
Şahin olarak Hoenig, 17, 18, 93, 94 hedge fonlar,
116-19, 202, 212, 224, 242, 257, 259, 291 baz risk
işlemleri ve, 252-55, 265 Dune Capital, 276 kaldıraç
oranı, 257 göreli değer, 253-54 repo piyasası ve, 245,
247, 251-55 risk paritesi, 265
Hefner, Robert A., 64
Hetu, Robert, 170, 171-74, 176, 178-80, 182, 191-92

Hinchey, Maurice, 78
Federal Rezervin Tarihi, (Meltzer), 60, 62 Hitt,
Robert, 164, 167
Hoenig, Arlene, 36
Hoenig, Cynthia, 41, 44, 107-8, 301
Hoenig, Leo, 35-37, 41, 49
Hoenig, Thomas, 3-13, 15-22, 35-44, 53-55, 59-60, 62-63, 67-69, 80, 89, 91-99, 122, 140, 168, 201-11, 221, 229-31, 257-59, 301-3, 305 yüzde sıfır faiz oranlarının tahsis edici etkileri üzerine, 19, 20, 27
Bankacıların anlaşmazlıkları, 49-50, 55, 58-59, 65
bankalar tarafından görüldüğü şekliyle, 43-44 Bernanke ve, 15,
29, 93-94, 104 tarafından planlanan büyük banka parçalanması (Hoenig kuralı),
203-7, 209 kariyeri, 5, 22, 34, 71, 305
koronavirüs pandemisi ve, 301 erken yaşam, 4-5, 35-36, 49 ekonomi çalışmaları ve görüşleri, 5, 36-37, 41-42, 302
denemeleri, 301, 302, 305 Exchequer Club konuşması, 205-6 babasının işinde, 5, 35, 36, 49
FDIC'de, 200, 201-11, 218-19, 230-31, 257
FOMC muhalifleri, 3-5, 8-13, 15, 18, 19, 24-25, 29, 32, 34, 75, 82, 84, 88, 104, 107-9, 112, 120, 301
FOMC ilişkileri, 11-12, 15
FOMC daimi üyesi olarak, 71-72, 81
FOMC oy veren üyesi olarak, 22, 74, 75, 81, 87, 88, 92, 102, 104, 105 çerçevelenmiş Alman para birimi, 68, 69 Küresel Sermaye Endeksi tarafından oluşturulan, 210 Küresel Finansal Kriz ve, 18
Greenspan ve, 82, 83, 87-88 şahin olarak, 17, 18, 93, 94 konut balonu ve, 89 enflasyon endişeleri, 18, 19, 75 faiz oranları ve, 85-86, 93-94, 104
Iowa State'de, 5, 41-42
Kansas City Fed'de, 3, 5, 44, 48-51, 53, 55, 58-59, 63, 67, 201, 203
Kansas City Fed başkanlığına atama, 5, 67-68
Kansas City Fed'in emekliliği, 34, 120, 200, 201 endişe kaynağı olarak uzun ve değişken gecikmeler, 62, 68, 82, 94-95
evlilik, 41
Mellonist olarak yüksek lisans tezi, 42-43, 17, 18
Mercatus Center'da, 257, 301
tarafından görüldüğü şekliyle para politikası, 62-63, 68, 82, 94-96

Penn Meydanı ve, 64, 65,
67 Doktora tezi, 43
fiziksel görünümü, 11
Powell ile
karşılaştırılması,
222 Powell'ın toplantısı,
200
öngörüleri ve uyarıları, 19, 34, 200, 222, 258, 302
niceliksel genişleme eleştirileri, 27-28, 31-33, 62, 112,
120 niceliksel genişlemenin kamuoyu tarafından
kınanması,
29, 34 niceliksel gevşeme oylaması, 3, 8-11, 18, 21, 32, 34, 105, 107-9, 112,
258, 280

itibarı, 18 kurallara dayalı felsefesi,
94-95 konuşmaları, 96-99, 202-3,
205-6, 302 Starbucks ziyareti, 258,
259 Trump yönetimi ve, 230
Vietnam hizmeti, 5, 37-41, 49
Hogan, Larry, 282 Hoover, Herbert, 17-18 konut, 91, 92, 96, 99
balon ve çöküş, 20, 23, 54, 89, 92, 104, 126, 174, 214, 248, 276
fiyatları, 92, 93, 100
Ayrıca bkz. ipotekler;
gayrimenkuller Hubbard, Glenn,
287
Huffington Post, 110-11
Hurley, Cornelius, 209

hiperinAasyon, 68, 111-12,
225

IMF, 85
Indianapolis, Ind., 188-90, 197-98
IndyMac, 276
inAasyon, 17, 50, 51, 53, 54, 56, 59, 60, 62, 68, 80-82, 86, 93, 95, 111-13, 138-39, 232
yokluğu, 223-24
varlık fiyatları, 50, 68-69, 81-84, 87, 95, 119, 148, 182, 224, 295, 297,
305 Bernanke ve, 93 koronavirüs ve, 297 maliyet itme teorisi, 61, 344,
345 talep çekme teorisi, 61-62, 344-45 Fed'in teşvik veya müsamaha
göstermesi, 56 Fed'in tüketici fiyatlarına odaklanması, 81-83, 87-89
Hoenig'in endişeleri, 18, 19, 75 hiperinAasyon, 68, 111-12, 225 faiz
oranları ve, 17, 22, 62 eksikliği, 237-38
1970'lerde para politikasının
ihmali, 61-62, 53-56, 60-61, 65,
66, 82 tahminleri,
223, 224
niceliksel genişleme ve, 33, 112-13, 119-20
Volcker ve, 22, 56-57, 67, 68
Volcker'ın "kuzenler" formülasyonu, 81, 95

ZIRP ve, 138-39 sigorta şirketleri, 119, 143, 173, 175, 177, 211 faiz oranları, 7, 9, 17, 21, 43, 59, 117, 133, 148, 181-82, 211, 347
varlık değerleri ve, 300 şirket borçları üzerine, 279 tanımlanmış, 346-47 ekonomi ve, 7
Hoenig ve, 85-86, 93-94, 104 inAasyon ve, 17, 22, 62 negatif faiz oranlı borç, 217-18, 347-48, 351 niceliksel genişleme ve, 116-19, 133, 137-39 riskli krediler ve, 19-20 ve şirket borçlarının çevrilmesi, 155 borsa ve, 84-85
Volcker ve, 22, 56-57, 72 faiz oranları, Fed'in manipülasyonu, 7, 50, 55-56, 62, 63, 72, 74-75, 81-88, 91-96, 99, 104-5, 114-15, 126-28, 227, 228, 231-34, 236-38, 242, 244, 246, 247, 348
Fed Fonları oranı, 247, 250, 255, 256, 345 repo piyasası ve, 249 daimi yönerge ve, 255 *ayrıca bkz.* sıfır sınırı; ZIRP
İnternet, 72, 84, 87
IOER (fazla rezervlere uygulanan faiz) oranı, 249 Iowa, 42
Fort Madison, 35-36
Iowa Eyalet Üniversitesi, 5, 41-42
İtalya, 262

Jackson, Andrew, 44-45
Jackson Hole sempozyumu, 25, 27, 28, 132-34, 136
Jansen, Tom, 164-67, 169
Japonya, 24
Jekyll Adası, 47
Jennings, Bill "Bip", 63, 64 işler, *bkz.* işsizlik; iş, işçiler Johnson, Lyndon, 80
Jones, Kathy A., 218
JPMorgan Chase, 66, 115, 191, 210, 244, 269, 271 önemsiz tahviller, 72, 143, 146, 156, 164, 176-78, 259, 271, 272, 281, 286, 299 de1ned, 347

Kansas, 55, 206
Kansas City Fed, *bkz.* Kansas City Federal Rezerv Bankası

Kavanaugh, Brett, 151
Kelley, Kathleen, 35, 38
Keynes, John Maynard, 81, 347
Keynesyen ekonomi, 81, 100-101, 347
KFC, 193
KKR, 180
Kocherlakota, Narayana, 130

işçi sendikaları, 14, 61, 79, 110, 166, 194, 196-98, 344, 348
Rexnord ve, 190, 194-96
Lacker, JePrey, 27, 30, 31, 128, 141
Lehman Brothers, 5, 6, 8, 23

Lemann, Nicholas, 81 kaldıraç, 193n, 257, 262-63 kaldıraç azaltma olayları, 247 yukarı kaldıraç, 252, 253
kaldıraçlı krediler, 142, 149, 155, 156, 162, 168, 170, 172-75, 178-80, 182, 199, 270-72, 277, 279, 281, 298, 305
teminatlandırılmış kredi yükümlülüğü, *bkz* CLO koronavirüs yardımı ve, 288 de1ned, 347
notunun düşürülmesi, 271 sözleşmelerin çıkarıldığı (Cov-lite), 179-81 değişken oranlar, 177 Liang, Nellie, 148 liberaller, 16, 109-11, 257, 346 *ayrıca bkz* Demokrat Parti
liberteryenleri, 225

Liesman, Steve, 145 likidite uyumsuzluğu, 224-25

yaşayan vasiyetler, banka, 208-9, 269 LMR Ortakları, 254
krediler, 27, 43, 53, 55, 88, 133 varlıklar ve, 49-51, 57-60 iş geliştirme şirketleri ve, 181
teminatlandırılmış kredi yükümlülüğü, *bkz.* CLO tüketici, 43, 56
varsayılanlar, 271, 279 talep, 57, 61-62, 212 ev (ipotekler), 23, 56, 96, 97, 99-100, 102-3, 137-38, 147, 149 faiz oranları, *bkz.* faiz oranları kaldıraçlı, *bkz.* kaldıraçlı krediler tefecilik oranları, 251
gece boyunca, 114, 238, 242, 243, 247-52, 254-57
Penn Square tarafından, 63-65 repo, 243-58, 264, 265
riskli, 14, 19-20, 27, 33, 49-51, 63, 91, 97, 105, 146-47 menkul kıymetleştirme ve, 63 kısa vadeli kurumsal, 266
küçük işletmelere, 279
sıfır sınırı ve, 19-20
lobiciler, 206-7
Lockhart, Dennis, 130, 140
Logan, Lorie, 241-43, 245-47, 249, 250, 255, 263

Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi, 111 LSAP
(büyük ölçekli varlık alımı), 132

Macy's, 298
MaPei, Greg, 86
Main Street Kredi Programı, 279, 286-87, 297
Mallaby, Sebastian, 83, 87
Man Who Knew, The (Mallaby), 83, 87
McConnell, Mitch, 201-2, 276-77, 283
McDonald's, 193
McKeon, Jon, 38, 39, 41, 206
McKinney, Stewart, 66-67
McKinsey Küresel Enstitüsü, 211, 216 McWilliams, Jelena, 230
medya, 108-12, 144-45 Mellon, Andrew, 17-18
Meltzer, Allan, 60, 62
Mercatus Merkezi, 257, 301
Mercury Asset Management Group, 157
Messonnier, Nancy, 262, 263
Mester, Loretta, 267-68
Meksika
  taşınan işler, 196-99 ve
  verim arayışı, 216, 217
orta sınıf, 295-96
Milwaukee Journal Sentinel, 191
Minerd, Scott, 262-63, 268, 269, 282
Mnuchin, Steven, 229, 282
  kariyeri, 275-76
  koronavirüs yardım programları ve, 273, 276-77, 283, 285-86, 299
  Powell ve, 275, 277-78, 299
  Trump ve, 275, 276
  parasal taban, 6, 102, 120
  para politikası, 9, 46, 56, 60, 88, 148
  de1ned, 347
  1skal politika ve, 78-79, 346, 347
  Hoenig'in görüşleri, 62-63, 68, 82, 94-96 inAasyon ve, 61-62 niceliksel gevşemenin rolü, 127 kısa ve uzun vadeli sorunlar ve, 62-63 Trump ve, 233-34 para para birimleri, 45, 112, 217, 225, 350 Fed'in kontrolü, 47 siyaseti, *bkz.* para siyaseti değer ve miktar, 4, 6, 46, 347 *ayrıca bkz.* dolar
  para yaratımı, 4, 6, 17, 19, 26, 27, 45, 46, 47, 50, 58, 60-63, 79-81, 84, 101-2, 113-16, 120-21, 170,

211, 223, 297, 305, 343, 348, 349 varlık fiyatları ve, 224
deAasyon ve, 223 niceliksel genişleme ve, 113, 115-16, 120-21, 177, 211
para piyasaları, 242
tekeller, 348 Moody's, 198, 271, 347 ipoteğe dayalı menkul kıymetler, 214-16, 247, 254, 266, 268, 304, 349 ipotekler, 23, 56, 96, 97, 99-100, 102-3, 137-38, 147, 149
Mozer, Paul, 158, 161
MSNBC, 109
yatırım fonları, 177

Nasdaq, 84, 86
Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu, 140 doğal gaz, 55
Navistar, 189, 295
Nebraska, 55
negatif faiz oranlı borç, 217-18, 347-48, 351
Nelson, Edward, 61
Yeni Anlaşma, 79-80, 204
de1ned, 348
New York Federal Rezerv Bankası, *bkz.* New York Federal Rezerv Bankası
New York Times, 13, 14, 41, 86, 109, 218
Nixon, Richard, 41, 67
Nomura Securities International, 115
NPR (National Public Radio), 109, 120

Obama, Barack, 13-14, 100-101, 103, 108, 122, 126, 135, 159, 203, 204, 207, 229 Wall Street'i İşgal Et, 286 petrol, 49-51, 55, 57, 61, 63, 64, 97, 117, 118, 235, 263, 345 ambargo, 344 fracking ve, 213-14, 216 ve verim arayışı, 213-14
Oklahoma, 55
OneWest, 276
Only Game in Town, The (El-Erian), 231-32
OPEC, 344
açık piyasa işlemleri, 247-48, 349
de1ned, 348
Twist Operasyonu, 127
de1ned, 348-49

Paul, Ron, 225
Paulson, Hank, 23
Maaş Çeki Koruma Programı (PPP), 284, 285
Pelley, Scott, 112
Pelosi, Nancy, 276, 283
Pence, Mike, 197
Penn Square Bank, 63-65, 67-69, 97, 98 emeklilik fonları, 119, 143, 173, 175, 177, 211, 271
Pentagon Belgeleri, 41
Pets.com, 86-87

Pianalto, Sandra, 130, 140
Plosser, Charles, 12, 27, 30, 31,
112 Polonya, 216, 217
siyaset, 16, 80, 202
Ayrıca bakınız Demokrat Parti; Cumhuriyetçi
Parti para siyaseti, 9, 11, 46, 78
ayrıca bkz. güvercinler;
şahinler Poole, William, 85,
86
Popp, John, 174-76
popülistler, 46, 47
Portnoy, David, 288-
90
Potter, Simon, 249-50
Powell, Jerome "Jay," 121-22, 125-29, 132, 151-63, 199-200, 221-22, 224-29, 231-34, 236-38, 244,
246, 247, 250, 255, 256, 258, 275, 300, 305
kariyeri, 125-26, 152-53, 163, 169, 272, 290
Carlyle Group'ta, 126, 161-63, 165-69, 185, 186, 229, 290
Katolik Üniversitesi'nin konuşması, 225-26
koronavirüs krizine müdahale ve 265, 267, 268, 272-73, 277-78, 280, 280n, 283, 290, 291, 296-97
Dillon, Read & Co. şirketinde, 153-56, 161, 270
Duke ve 125, 127-28, 142-43 erken yaşamı, 126,
151-52 ekonomi konferansı konuşması, 256
Fed'in imajı ve, 286 gol1ng, 167 Hoenig'in
etkisinin büyümesi, 222 Hoenig ile
karşılaştırıldığında, 222 Hoenig'in toplantısı,
200 dinleme turları, 286, 290 Mnuchin ve, 275,
277-78, 299
haber konferansı, 236-37 normalleşme süreci ve, 221, 224-25, 233,
234, 236-37, 243, 245, 256 fiziksel görünümü, 156 siyasi ittifakları,
233 siyasi konumu, 298
pragmatist olarak, 153 niceliksel genişleme ve, 121-22, 127-29, 132, 141-
44, 148-49, 221-22, 236 niceliksel genişleme ve ZIRP (Powell Pivot)
hakkındaki görüşlerin tersine çevrilmesi, 225-27, 236-37 Rexnord ve,
163-70, 185, 186, 199 Salomon Brothers ve 159-61 konuşmaları, 225-26,
256, 290
Hazine Bakanlığı'nda, 126, 156-61,
290 Trump ve, 229, 233-34 uyarı, 272
zenginliği, 169 Williams ve, 246
Powell, Patricia, 151
Federal Rezerv'in Gücü ve Bağımsızlığı, (Conti-Brown), 132
fiyat varlıkların, *bkz.* varlık fiyatları ve değer kontrolleri,
62 deAation of, 96n, 223-24, 237 benzin, 17, 50, 54, 72,
73, 83, 84
altın, 235
konut, 92, 93, 100 inAation of, *bkz.* inAation spread in,
268-69
hisse senetleri, 84, 119, 131, 212, 235

ana bayi(ler), 26, 101, 115-16, 285, 350
de1ned, 349
Salomon Kardeşler, 159, 160 özel sermaye 1rms, 97, 116, 122, 149, 156, 161-64, 166, 168-70, 174, 178-82, 187, 202, 221, 291
Apollo Management, 168-70, 173-74, 180, 186, 191
Carlyle Grubu, 126, 161-63, 165-69, 174, 178-80, 182, 185, 186
satış sözleşmeleri, 345-46
Fed Put, 237, 257, 272, 279, 345-46

Qualcomm, 86
niceliksel genişleme (QE), 8-11, 114-15, 126-49, 154, 170, 173, 182, 225, 247, 249, 251, 252, 262, 292, 295, 302, 304n, 305, 344, 350-52
tahsis edici ePekt, 27, 28
varlık fiyatı inAasyonu ve, 119, 132, 148, 182, 300
temel mekaniği ve hedefleri, 26
Beck üzerine, 110
Bernanke ve, 10, 25-34, 105, 112-13, 118n, 121, 126-30, 132-34, 136, 140-46, 148, 182, 247
tahviller, 101, 110, 139, 227, 231-34, 236, 267,
280 koronavirüs pandemisi ve, 267, 279-80, 297
de1ned, 349 gelişmekte olan ülkeler ve, 216-17
geri almanın zorluğu, 32-33, 128, 130, 140, 143, 258
Duke ve, 127-28, 141-44 sonu, 147-48, 227
Avrupa Merkez Bankası'nın versiyonu, 235
fazla banka rezervleri ve, 248
Fed'in araştırması, 30
Feldstein üzerine, 133
2008 finansal krizinde, 25, 101
FOMC tartışmaları, 9, 10, 16, 27-34, 112, 121, 126-30, 132, 134, 137, 140, 142, 143
FOMC üzerine sunum, 136-39
FOMC oylaması, 3, 8-11, 18, 21, 29, 32-34, 105, 107-9, 112, 113, 134, 136-37, 141, 148 tahmin hataları ve, 138-40 büyüme artırıcı kanallar, 148
Hoenig'in eleştirileri, 27-28, 31-33, 62, 112, 120
Hoenig'in tahminleri, 34, 200
Hoenig'in kamuoyu önünde kınanması, 29, 34
Hoenig'in oyu, 3, 8-11, 18, 21, 32, 34, 105, 107-9, 112, 258, 280

inAasyon ve, 33, 112-13, 119-20 faiz oranları ve, 116-19, 133, 137-39 iş yaratma ve, 119, 139, 182 medya ve, 108-12, 144-45 para arzı ve, 113, 115-16, 120-21, 177, 211 negatif faizli tahviller ve, 218
normalleşmesi (tersine dönmesi), 221, 223-25, 227-29, 231, 233-37, 243, 245, 249, 256 para politikasının normal aracı olarak, 127 NQE (non-QE) programı, 256-57 açık uçlu program, 136, 141 açık piyasa işlemleri ve, 247-48 Twist Operasyonu, 127, 348-49
politika seçenekleri, 128-29, 132, 136, 141
karşı siyasi tepki, 144

Powell ve, 121-22, 127-29, 132, 141-44, 148-49, 221-22, 236 Powell'ın görüş değiştirmesi (Powell Pivot), 225-27, 236-37 kamuoyunun algısı, 119-20, 136
risk tahterevallisi ve, 145-46 riskleri, 32-33, 130, 132, 143, 226 riskli krediler ve, 27, 33 ikinci tur, 32, 114-15, 118n, 144, 173, 349 hisse senedi fiyatları ve, 119, 212 Taper Tantrum ve, 145-47, 217
işsizlik ve, 121
Yellen ve, 130
niceliksel sıkılaştırma, 233, 237 de1ned, 349-50
Quarles, Randal, 229, 230, 280n

Reagan, Ronald, 80, 156, 158-59
gayrimenkul, 50, 51, 55, 91, 92, 262
Florida'da, 54-55, 86 niceliksel genişleme ve, 117-19 ve getiri arayışı, 214-16 *ayrıca bkz.* konut
gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO'lar), 147 durgunluklar, 8, 22, 24, 50, 56, 60, 72, 73, 75, 80, 81, 136, 186, 225, 236, 302, 347

uzlaşma, 158-59 Reddy, Sudeep, 34 yaşında.
Reifschneider, David, 148
göreli-değer fonları, 253-54
repo piyasası, 243-58, 264, 265
Cumhuriyetçi Parti, 21, 80, 101, 103, 135, 197, 201, 203, 233, 276, 304 Çay Partisi hareketi, 14, 103, 109, 135, 206, 286 *ayrıca bkz.* muhafazakâr
rezerv hesapları, 26
de1ned, 350
rezerv para birimi, 350 döner kredi tesisi, 170
Rexnord, 163-70, 171-73, 176-79, 183, 185-99, 281
Adams, 186-88, 191, 192, 194, 195, 198
Apollo Management ve, 168-70, 172, 173, 186, 191 Carlyle Grubu ve, 163, 165-69, 185, 186 fabrikanın kapatılması ve üretimin Meksika'ya taşınması, 196-99 Feltner, 188-91, 196-99, 293, 295 işçi sendikaları ve, 190, 194-96
Powell ve, 163-70, 185, 186, 199 Rexnord İş Sistemi (RBS), 186-87 SCOFR planı, 195-96, 198, 199 hisse senedi geri alımı, 193-94 ZIRP ve, 187-88
Rickards, James, 111
Riksbank, 218

risk paritesi fonları, 265 risk
tahterevallisi, 145-46, 304, 305
Robinhood, 289, 290, 300
Roblox, 297-98
Romney, Mitt, 133
Roosevelt, Franklin Delano, 79-80, 100, 204
Rubenstein, David, 161
Rusya, 85, 111, 238

Sahm, Claudia, 267, 286
Salomon Brothers, 157-61
SARS salgını, 261, 263
Suudi Arabistan, 263
Saxton, Jim, 76, 78
İkincil Piyasa Kurumsal Kredi Kolaylığı (SMCCF), 281
Tapınağın Sırları (Greider), 47
Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), 155, 159, 160, 162, 175, 215, 348
menkul kıymetleştirme, 63
11 Eylül saldırıları, 88, 91 S. G. Warburg
Grubu, 157 gölge bankacılık sistemi, 202,
252, 291, 350
Shake Shack, 289 kısa pozisyonlar, 253,
255
50 Dakika, 10, 112
Sloan, Allan, 205
Küçük İşletmeler İdaresi (SBA), 285
küçük işletme kredileri, 279
SMCCF (Secondary Market Corporate Credit Facility), 281
Soros, George, 276 Southwest Havayolları,
270 özel amaçlı araçlar (SPV'ler), 278-83,
299, 350
spekülasyon, 56, 59, 79, 80, 93, 137, 305
yayılma, 268-69
Standard & Poor's (S&P), 84, 86, 135, 212, 271
eyalet hükümetleri, 42-43, 79
Stein, Jeremy, 126, 142-43, 222
Steiner, JePrey, 164 borsa, 72, 146, 212, 218,
228, 259, 264, 300, 302 kabarcıklar, 81, 92
koronavirüsle mücadele ve, 287-90, 297-98 faiz
oranları ve, 84-85 kapatma tetikleyicileri, 263
2018'de yaşanan çalkantılar, 231, 232, 235-36
borsa çöküşleri, 279
1987, 68
2000 yılı, 87, 91
2008, 100, 102
2020, 54, 302, 303 hisse senedi portföy
yöneticileri, 117, 118, 182
hisse senetleri, 134, 145, 237, 262, 304,
305 banka, 269, 270

geri alımlar, 192-94 koronavirüsle mücadele ve, 287-89, 299 hisse başına kazanç, 192 aşırı değerlenmiş, 234-35 fiyatları, 84, 119, 131, 212, 235 ve verim arayışı, 212-13 teknoloji, 234-35 Texas Instruments, 131 Stockton, David, 91-92 stres testleri, 207-8, 229, 269 Yüksek Mahkeme, 82, 151 takas hatları, 101, 135, 267 tanımlanmış, 350-51 İsveç, 218

Taco Bell, 193
TALF (vadeli varlığa dayalı menkul kıymet kredi kolaylığı), 281 Taper Tantrum, 145-47, 217
TARP kurtarma paketleri, 10, 23, 100-102, 206, 249, 286
Tarullo, Daniel, 222
vergiler, 42-43, 79, 256
CARES Yasası ve, 284-85 şirketlerin, 244
kesintiler, 101, 159, 228, 276, 304 Çay Partisi hareketi, 14, 103, 109, 135, 206, 286 teknoloji hisseleri, 234-35 vadeli varlığa dayalı menkul kıymet kredi kolaylığı (TALF), 281 Texas Instruments, 131
Zaman, 10
Tooze, Adam, 101
Hazine, ABD, 47, 273
Hazine bonoları (T-bills), 24, 115-19, 127, 244, 247, 254, 304-5
de1ned, 351
Fed'in alımları, 257 vadeli işlem sözleşmeleri, 252-53 faiz oranları, 264 piyasasındaki çöküş, 263-65, 268-69, 288 repo kredileri ve, 243
yayılma, 268-69
10 yıllık, 27, 117, 118, 145-46, 264, 350 çeşitleri, 351 getiri eğrisi ve, 344
Hazine bonoları, 20, 114, 157, 304n, 348, 349 Salomon Brothers ve, 157-61
10 yıllık, 26-27
Hazine Bakanlığı, 252 ihaleleri, 157-59, 161, 244, 272 acil durum eylemleri ve, 277
Office of Comptroller of the Currency, 65
Powell, 126, 156-61, 290
Salomon Brothers ve, 157-61 özel amaçlı araçlar ve, 278, 280, 299
Sorunlu Varlık Yardım Programı (TARP) kurtarmaları, 10, 23, 100-102, 206, 249, 286
T. Rowe Price Associates, 191
Trump, Donald, 159, 228-30, 238, 275, 276, 304
Başkent kuşatması ve, 299-300 Çin ve, 235
koronavirüs yardım programları ve, 276, 283-85

seçilmiş başkan, 228, 230 devlet kurumları ve, 228 Mnuchin ve, 275, 276 para politikası ve, 23334 Powell ve, 229, 233-34 tarafından kaybedilen yeniden seçim teklifi, 298, 299 işçiler ve, 197-98, 230
Trump Organization, 166
Tucker, Paul, 103-4
Türkiye, 216-17

Ullman, Christopher, 163
Seçilmemiş İktidar (Tucker), 103-4 işsizlik, 8, 18, 24, 30, 32, 33, 56, 61, 62, 72-73, 76, 95, 103, 105, 126, 223, 232, 236, 238, 259

koronavirüs pandemisinden, 283, 284 niceliksel gevşeme ve, 121
Birleşik Çelik İşçileri, 190
Kaliforniya Üniversitesi, Los Angeles, 103
Teksas Üniversitesi, 215

Vietnam Savaşı Hoenig, 5, 37-41, 49

karşı protestolar, 37, 40
Volcker, Paul, 64, 67, 229, 231
Illinois Kıtası ve, 66
FOMC ve, 67
inAasyon ve, 22, 56-57, 67, 68 inAation "kuzenler" formülasyonu, 81, 95 faiz oranları ve, 22, 56-57, 72 Penn Meydanı ve, 65

Wallmine, 198
Wall Street, merkez bankası yaratımında, 46-47
Wall Street Journal, 15, 19, 29, 34, 133, 134, 211, 213, 230, 236, 287, 298, 303-4
Warren, Elizabeth, 206, 211
Warsh, Kevin, 31-34, 112
Washington Post, 41, 152, 205, 284, 285 Watergate skandalı, 41 servet ePect, 119, 148, 182, 194
Wells Fargo, 271
Williams, John, 246-47, 250, 255, 272 iş, işçiler, 14, 168, 183, 224 koronavirüs ve, 283-85 yaşam maliyeti ve, 50 ekonomik döngüler ve, 72-74 iş yaratma, 50, 60, 92, 119, 131, 139, 168, 182, 232 işsizlikten kurtulma, 74, 102 işçi sendikaları ve, *bkz.* işçi sendikaları imalat, 74, 188-89
Meksika'ya taşınan operasyonlar, 196-99 verimlilik, 302 Trump ve, 197-98, 230 işsizlik, *bkz.* işsizlik

değeri, 296 ücretler, 14, 62, 76, 182, 212, 238 beyaz yakalı, 73 Dünya Bankası, 162 dünya ekonomisi, *bkz.* küresel ekonomi
İkinci Dünya Savaşı, 36, 41, 42, 292
WuerPel, Nate, 246

Yellen, Janet, 12, 17, 29, 130, 136, 142, 222-24, 226-29, 233, 258, 291-92, 299
Citadel ve, 290
Trump ve, 228, 229, 275
verim, 20 de1ned, 351
getiri, arayış, 118-19, 212, 227, 232, 259 ticari gayrimenkul ve, 214-16 şirket borçları ve hisse senetleri ve, 212-13 tanımlanmış, 350
gelişmekte olan ülkeler ve, 216-17
negatif faizli tahviller ve, 217-18
petrol endüstrisi ve, 213-14
getiri eğrisi, 20, 27, 51, 57, 65, 91, 146, 262 sıkıştırma, 344 de1ned, 351
ters çevrilmiş, 237, 347
Yorke, John, 58, 59, 64
Yum! Brands, 193

Zandi, Mark, 103 sıfır sınırı (sıfır faiz oranı), 7-8, 19, 21-24, 28, 116-19, 127, 145, 173, 175, 211, 219, 223, 225, 227, 247, 249, 267, 297 tahsis edici ePekt, 19, 20, 27
de1ned, 351
Hoenig'in tahminleri, 34 medya ve, 108
riskli krediler ve, 19-20
ZIRP (sıfır faiz oranı politikası), 116-22, 130-31, 143, 145, 154, 170, 177, 178, 187, 200, 211, 217, 235, 244, 252, 262, 292, 295, 302-3, 343, 350 varlık fiyatları ve, 119, 192 de1ned, 351-52 deAation ve, 223 sonrasında yeniden şekillenen ekonomik sistem, 236 inAasyon ve, 138-39 iş yaratma ve, 131 normalleşmesi (tersine dönmesi), 221, 223-25, 227-29, 231, 232 Powell'ın görüş değiştirmesi (Powell Pivot), 225-27, 236-37 repo piyasası ve, 251
Rexnord ve, 187-88
Zobel, Patricia, 246
zombi şirketleri, 298 Zurn Industries, 186 Zweig, Phillip L., 64