CHARLES P. KINDLEBERGER

CİNNET, PANİK VE ÇÖKÜŞ

MALİ KRİZLER TARİHİ

2. Baskı

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ YAYINLARI



New York Daily

Investment News

Vol. 1, No. 137 — NEW YORK, FRIDAY, OCTOBER 26, 1929 — TEN CENTS

12,894,650 Day Smashes Old Peak by 4 Million

STOCK MARKET CRISIS OVER

Stock Houses Survive Worst Day in History

Bankers Cheerful After Conference

Lamont, "Big Four" Spokesman, Sees no Cause for Alarm—Trade Sound.

While Panic Raged in Street

Downslide Halted By Bank Support

Ticker Kept Working Until 7.07 P. M.—List's Closing Strength Encouraging.

1940'ların MIT geleneğinden
gelen dostların anısına...

İçindekiler

ix **Asaf Savaş Akat'ın Sunuşu**
xiii **Peter L. Bernstein'in Önsözü**
1 **Giriş**

5 BİRİNCİ BÖLÜM Finansal Kriz: Kökü Kurumayan Problem

21 İKİNCİ BÖLÜM Tipik Bir Krizin Anatomisi
- 21 Tarihe Karşı İktisat
- 22 Model
- 28 Modelin Geçerliliği
- 31 Modelin Günümüze Uygunluğu

35 ÜÇÜNCÜ BÖLÜM Spekülatif Çılgınlıklar
- 35 Piyasaların Rasyonelliği
- 39 Bireyin Rasyonelliği, Piyasanın İrrasyonelliği
- 56 Ağırlık Kazanan Etkiler
- 61 Spekülasyon Nesneleri
- 67 Spekülatif Mizaçta Ulusal Farklılıklar

71 DÖRDÜNCÜ BÖLÜM Yangına Körükle Gitmek: Parasal Genişleme
- 74 Bankacılık Okuluna Karşı Nakit Okulu
- 80 Borcun Niteliği
- 81 Kambiyo Senetleri
- 86 Spot Krediler
- 91 Altın Kambiyo Standardı
- 93 Kredi İstikrarsızlığı ve Büyük Buhran

105 BEŞİNCİ BÖLÜM Dolandırıcılıkların Açığa Çıkması
- 109 Dolandırıcılık ve Döngü
- 112 Balonlar ve Dolandırıcılıklar
- 117 Soylu Kumarbazlar
- 118 Rüşvetçi Basın
- 120 Şüpheli Faaliyetler

127 Bankaların Ayartılması
127 Günahın Bedeli

131 ALTINCI BÖLÜM Kritik Evre
131 Değişen Beklentiler
132 Uyarılar
136 Finansal Sıkıntı
140 Sıkıntı Ne Kadar Sürer?
144 Krizin Başlangıcı
151 Çöküş ve Panik

155 YEDİNCİ BÖLÜM Ulusal Salgın
155 Lale Çılgınlığı
158 Borsa ve Gayrimenkul
161 Japon Hisseleri, Gayrimenkul ve Bankalar
164 Aktiflerin Fiyatları ve Para Politikası

167 SEKİZİNCİ BÖLÜM Uluslararası Salgın
167 Kriz Sorumluluğunun Paylaşılması
170 Aktarım Mekanizmaları
173 Kipper und Wipperzeit
174 South Sea ve Mississippi Balonları
176 1763'ten 1819'a
179 1825'ten 1896'ya
189 1907
192 1929'un Uluslararası Sonuçları
194 Doğu Asya, Rusya ve Brezilya

197 DOKUZUNCU BÖLÜM Yangının Kendi Kendine Sönmesini Beklemek ve Diğer Araçlar
197 Yönetimsizlik
204 Çeşitli Araçlar
205 Zaman Kazanmaya Çalışmak
207 Piyasaların Tümden Tatil Edilmesi
209 Takas Odası Sertifikası
211 Bankaların İşbirliği
212 1828 Alsace Krizi
213 1857 Hamburg Krizi
215 Borç Teminatları: Baring Krizi

218 Federal Mevduat Sigortası
221 Hazine Bonoları
223 Banka Düzenlemeleri ve Denetimleri
225 Şans: Son Parça

227 ONUNCU BÖLÜM Son Kredi Mercii
228 Kavramın Kökeni
233 Son Kredi Mercii Kimdir?
244 Kime Ne Konuda?
249 Ne Zaman ve Ne Kadar?

253 ONBİRİNCİ BÖLÜM Uluslararası Son Kredi Mercii
254 Uluslararası Krizlere Tarihsel Bir Bakış
263 Dünya Finans Merkezi Olarak Londra Karşısında Paris
265 Birinci Dünya Savaşı'ndan Sonra Son Kredi Mercii
268 1931
276 Bretton Woods
284 Şartlılık
285 Meksika Krizi
287 Doğu Asya Krizi
289 ABD ve Dolar

293 ONİKİNCİ BÖLÜM Sonuç: Tarihten Dersler
299 Son Kredi Mercii Krizi Önleyebilir mi?
302 Yeni Bir Uluslararası Finansal Mimari İhtiyacı
304 Siyasi Boyutlar: Ulusal Bağlam
305 Siyasi Boyut: Uluslararası Bağlam

307 **Ekler**
329 **Dizin**

Asaf Savaş Akat'ın Sunuşu

Mali piyasalar ilk günden bu yana insanoğlunu hep tahrik etmiştir. Paradan para kazanma hem şaşırtır hem de hiç çalışmadan ulaşılacak büyük servet hayallerine giden yolu kısaltır. Bire aldığını emek sarf etmeden, alınteri dökmeden, sıkıntı çekmeden üçe, beşe, ona satmanın cazibesi sağduyuyu köreltir. İnsanın en temel dürtülerinden biri, zenginlik ve iktidar tutkusu, kumar oynamanın ve risk almanın salgıladığı adrenalinle derhal birleşir. Etrafta bunu başarı ile yapanların varlığı dayanılmazlığı kaçınılmazlığa dönüştürür. Bir de bakarız ki, günlük yaşamında son derece temkinli ve ihtiyatlı, neredeyse pısırık duranlar en gözüpek maceraperestlerle aynı ipte oynamaya başlamış; hiç sakınmadan tüm geçmiş tasarruflarını, daha doğrusu tüm geleceğini, pamuk ipliği ile bile tutturulmamış kâğıttan şatolara yatırmış. Maalesef onu Hollywoodvari bir "mutlu son" beklemiyordur.

Mali piyasa dalgalanmalarının üç evresi elinizdeki kitabın adıdır: Cinnet(ler), panik(ler) ve çöküş(ler). İsteyenler, kâr hırsının büyüleyici etkisi ile sağduyunun hepten unutulduğu ilk evrenin bugün bile tekrarlanmasını insanın asla saf bir akılcılıkla suçlanamayacağına kanıt olarak gösterebilirler. İnsanlar sanki ortada müthiş bir şölen ya da

eşi bulunmaz bir ziyafet varmışçasına koşuştururlar; evlerini barklarını, işlerini, ziynetlerini satarlar; her zaman ellerinde sıkı sıkı tuttukları kıymetli paracıklarını vermek üzere kuyruklara girerler; kendilerine vaat edilen yapay cennetlerin kapısında kelimenin tam anlamı ile cinnet geçirirler. En deneyimlisi, en bilgilisi, en şüphecisi bile, varolan "saadet zincirinden" pay alma umudu ile bir an için tereddüt etmeden akıl ve mantığının sesini dinlemekten vazgeçer. Duygularının ve tutkularının kendisini yönetmesine izin verir.

İşin ilginci, bu tutkunun kendine nesne bulmakta hiç sıkıntı çekmemesidir. Lale soğanı, dünyanın bilinmeyen köşesinde arazi, tropik meyve, bir gün önce kurulmuş şirket, berber dükkânından bozma banker, helal ticaret, yakıtsız çalışan motor, mucize fon getirisi, alışveriş merkezi vs. listeyi istediğimiz kadar uzatabiliriz.

Bu evreden kârlı çıkanlara da yakından bakmalıyız. Aralarında iyi profesyoneller, üçkağıtçılar ve şanslılar öne çıkar. Sürü psikolojine çabuk esir olan amatörler, iyi niyetliler ve şanssızlar (sık sık üçü bir arada olur) tam çılgınlar gibi piyasaya girip buldukları her şeyi satın alırken onlar satıcıdır. Kârlarını zamanında alıp çıkarak oluşan dalganın tepesinde kaymayı becerirler.

Bir tür toplumsal psikoza tekabül eden "cinnet" sürecini teşhis etmek nispeten kolaydır. Buna karşılık ne kadar süreceğini öngörmek adeta imkansızdır. Cinnet her an paniğe dönüşebilir. Ama o kırılma noktasını kimse bilemez. Bazen çok çabuk olur, bazen bir türlü gelmez. Gelmesinin gecikmesi "bu kez her şey çok farklı" ruh halini güçlendirir; toplumsal histeriyi iyice derinleştirir; bunun ebediyete kadar süreceği inancını pekiştirir. Böylece dalga kendi kendini besleyerek büyür ve canavarlaşır.

Heyhat! Eninde sonunda birileri "ama kral çıplak!" diyecektir. Ortam yangına müsait olunca bir yerden nasıl olsa ilk kıvılcım çakılır. İkinci evre, bir gün önce para verenlerin coşku ve heyecanla bekledikleri mekânları, paralarını kurtarma paniği ile birbirini ezenlerin doldurmasıdır. Sıradan bir manik depresif tepki ile, insanlar bir uç ruh halinden tam zıddına geçiverir. Eskiler "ifrat ve tefrit" derdi. Düne ka-

dar adını ilk kez duydukları bir yabancıya güvenebilenler, sütten ağzı yananın yoğurdu üfleyerek yediği gibi, şimdi en bildik kurumlarda şaibe arar. Her koyun kendi bacağından asılmaya çalışır. Halbuki sürü mezbahaya çoktan girmiştir.

Panik aşamasında devreye mutlaka kamu yönetimi girer. İki boyutunu ayırt etmekte yarar vardır. "Kâr bana, zarar devlete" zihniyetinin izlerine her toplumda rastlanır. Denklemin yanlış tarafında yer alanlar, zararlarının kamu tarafından karşılanmasını talep eder. Siyasi konjonktürün özelliklerine göre, hükümet bunu olumlu ya da olumsuz cevaplar. Her iki durumda, panik kamu yönetimini dalganın içine çekmiştir. Diğeri daha çapraşık ve tekniktir. Cinnetten paniğe çok çabuk geçebilen mali piyasanın aşırı tepkisi büyük bir sorundur. Törpülenmezse, ekonominin aslında mali dalga ile doğrudan ilgisi olmayan geri kalan kesimlerinde ağır hasar oluşacaktır. Teoride kolay, pratiği ise gerçekten çetrefildir. Cinneti hortlatmadan paniği engellemek yetenek, beceri, cesaret ve yaratıcılık ister; yanında sırat köprüsünü aşmak çocuk oyuncağı kalır. Halbuki kamu yöneticileri dalganın altında kalma korkusu ile kendilerini kurtarma derdindedir. Kaçınılması zor hatalar birbirini izleyerek mali dalgayı üçüncü ve nihai evresine taşır.

Oluşan güvensizlik ortamında bireysel gibi duran iflaslar, konkordatolar, dramlar, intiharlar vs. giderek bir orman yangını gibi önce mali piyasaları sonra ekonominin her köşesini sarar. Çöküş başlamıştır. Alıcının hiç kaybolmayacağı zannedilen en likit piyasalar bile aniden sadece birbirine boş gözlerle bakan satıcıların mekanı olur. Eriyen servetler, kırılan nakit döngüsü, karşılıksız alacaklar, düşen talep ve üretim vs. ekonomiyi hızla tahrip eder. Cinnetin ve paniğin ağır bedelini ödemek zamanı gelmiştir. Neyse ki toplumun belleği zayıftır. Nesillerin değişmesi geçmişten alınabilecek dersleri kısıtlar. Bir süre sonra yeni bir mali dalga başlar.

C. P. Kindleberger savaş sonrası dönemde çok etkili olmuş MIT iktisatçılarından biridir. Benim neslim dış ticaret teorisini onun *Uluslararası İktisat* ders kitabından öğrenmişti. Daha sonra iktisat tarihine yöneldi; mali kesim ve krizler üzerine art arda önemli çalışmalar ya-

yınladı. Fiili iktisat politikası ile haşır neşir olmayı da hiç ihmal etmedi. Örneğin İkinci Dünya Savaşı'ndan yıkılarak çıkan Avrupa'nın yeniden inşası için hazırlanan ünlü Marshall Planı'na önemli katkılar yaptı. 1929 sonrasında dünya ekonomisini vuran Büyük Buhran'ı yaşamanın etkisi ile olsa gerek, siyasette sosyal demokrat (Amerika'da liberal), ekonomide Keynesyendi. Piyasanın kendi haline bırakılmasına karşı çıkar, makro ve mikro düzeyde kamu müdahalesini savunurdu. 1960 sonrasında Milton Friedman'ın önderliğinde palazlanan kamu müdahalesi karşıtı (monetarist) yaklaşımı şüphe ile karşıladı; Keynesyen-müdahaleci ekonomi anlayışından yola çıkarak eleştirdi. Bu kitap da monetaristlerle açık ve örtük polemiklerle örgülenmiştir. Mali dalga ve krizlere kamu otoritesinin müdahalesi gerekir mi? İktisat politikası mali dalga ve krizlerden sorumlu mudur? Para politikası bunlara karşı neler yapabilir? Neler yapmalıdır?

İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları'nı Kindleberger'in 1978'de yazılan ama 20. yüzyılın son on yılında ABD borsasında oluşan teknoloji balonunun 2000'de patlamasından sonra tekrar ilgi odağı olan bu kapsamlı, kalıcı ve güncelliğini koruyacak eserini Türkçeye kazandırdığı için gönülden kutluyorum. Türkiye'nin piyasa ekonomisine geçmekte yaşadığı ciddi gecikme, mali kriz tarihimizi fakir bırakmıştı. Yakın geçmişte, kısa sürede çok mali kriz çıkartarak bu işi daha uzun süredir yapan ülkelerle aradaki farkı en azından bu konuda kapatmaya çalıştık. Ama daha yolumuz var. Yılını, ayını, gününü ve saatini veremesek de, bir sonraki mali krizin kapının hemen arkalarında bir yerde heyecanla sırasını beklediğini sanırım çoğumuz biliyoruz. O açıdan, bu kitabın dikkatle okunmasının ve eş dosta önerilmesinin şu günlerde yapılacak en akıllı yatırımlardan biri olduğu kanısındayım.

ASAF SAVAŞ AKAT

Peter L. Bernstein'ın Önsözü

Charles Kindleberger'in kitabını eğlenceli bir şölen ummaksızın okuyan yoktur. Elinizdeki kitap bu beklentiyi fazlasıyla karşılayacak. Bunun için Dokuzuncu Bölüm'ün "son parça"sına veya Beşinci Bölüm'deki soylu kumarbazlarla ilgili pasaja bakmanız yeterlidir.

Fakat Kindleberger'in eğlendirici anekdotlarının, ince hicivlerinin ve latif üslubunun altında aslında çok büyük bir ciddiyet yatmaktadır. İnsanoğlunun geçimini temin etme şekli, hele bunu bir diğerinin zararına yapıyorsa, onun için gülünecek bir mesele değildir. Kindleburger'in de açıkladığı gibi, çılgınlıklar, panikler ve iflaslar, Altın Kural'a (kendin için ne istiyorsan başkası için de onu iste) samimi bir şekilde inanmanın değil, açgözlülük, hile ve zorbalığı besleyen ekonomik ortamın sonucudur.

Aslında Kindleberger ayartıcı biridir. Renkli kişilikleri canlandırarak okuyucunun ilgisini çeker, fakat amacı, birinci derecede öneme sahip teorik fikirleri ortaya koyarken tarihi kullanmaktır. Bu yöntemi kendi de şu şekilde ifade etmektedir: "Tarih özeldir; iktisat genel." Kindleberger'in her iki disiplinin literatürüne yaptığı eşsiz katkı, ikisinin canlı bir harmanını oluşturmuş olmasıdır.

Hepimiz gibi o da bazı fikirlerin ısrarlı bir savunucusudur. Dört

ana temayı savunmak için kalabalıkların cinneti olarak gördüğü hikâyesini kullanmaktadır.

İlk olarak, rasyonel insan davranışı fikrine bağlılıkları çok katı olduğundan gözlerinin önünde bile cereyan etse rasyonel olmayan davranışı ve istikrar bozucu spekülasyonu göremeyenleri eleştiriyor. Hasım olarak hemen Milton Friedman'ın ismini veriyor ve eleştiri darbelerini indiriyor. Burada iktisadi analizin ve tarih yorumunun en önemli meselelerden bazılarıyla yüzleşiyor.

İkinci olarak, Kindleberger matematiksel iktisattan açıkça hoşlanmamasına rağmen konuyu dikkatli şekilde ortaya konmuş bir modelin bakış açısından yorumluyor. Bununla Adam Smith'in "ahmaklık, gaflet... hilekârlık ve aşırılık" diye tasvir ettiği şeyin yapısına açıklık getirmesini kastediyorum. Bu yapı ticari hayattaki aşırı canlanmayla ilgili olarak kitap boyunca verilen pek çok örnekle daha görünür hale geliyor ve kesinlikle finansal piyasaların sürekli değişen dünyasıyla da sınırlı kalmıyor. Hammaddeler, mamul mallar, arsalar ya da binaların hiçbiri istikrar bozucu spekülasyonun gücüne dayanamamıştır. Tüm olaylar Yunan tiyatrosundaki gibi kolayca farkedilebilecek bir düzenlilikte kendini gösteren olaylar zincirine uymaktadır. Kindleberger bu evrelerin yaklaşık sebeplerini bazı tesadüflerde bulmaktadır, fakat odağının, bulaşıcı bir felakete karşı gittikçe kırılgan hale gelen ve süreç başlayınca trajedinin hastalıklı yolunda ilerlemesine izin veren sistemin doğal eğilimi üzerine olduğunu belirtmeliyiz.

Üçüncü olarak, Kindleberger Altın Kural'ın hatırlanmasının çok önemli olduğu bazı kritik anlara büyük önem veriyor. Bunlar son kredi merciinin imdada yetişecek ve yıkıma götüren gidişatı durdurmaya çalışacak cesaret ve kaynaklara sahip olmasının gerektiği anlardır. Bu adım için uygun anın belirsiz doğası Kindleberger'i büyülemektedir, fakat bu, çok sık değişikliklerin yaşandığı günümüzde fazla ilgi görmeyen bir çalışma alanıdır.

Okuyucu bu canlı tarihi analizlerde yol gösterecek son temayı muhakkak not etmeli ve aklında tutmalıdır. Kinderberger'in en güçlü şekilde savunduğu düşüncesi, doktriner olmanın sadece yanlış değil,

aynı zamanda tehlikeli olduğudur. Düzenlenmediği sürece tüm piyasaların mükemmel işlediğini savunan rasyonalistlerden kendini ayırdığı gibi, tam tersi düşünceyi, yani piyasaların çoğunlukla başarısız olduklarını ve bu yüzden sürekli bir devlet müdahalesinin gerekli olduğunu savunanlardan da kendini ayrı tutmaya özen göstermektedir. Kindleberger'in hikâyesinin ana fikri basittir: "Piyasaların genel olarak iyi işlediklerini düşünüyorum... Fakat bazen sıkıntıya düşüp yardıma muhtaç hale de gelebilmektedirler."

PETER L. BERNSTEIN

Tarih arşivlerini inceleyin, kendi tecrübelerinizi bir araya getirin, ister özel ister toplumsal hayatta, okuduğunuz, duyduğunuz veya hatırladığınız büyük başarısızlıklara götüren sebepleri iyice düşünün; felaketin çoğunlukla, insanların ne zaman iyi olduklarını ve usluca oturup hallerine şükretmeleri gerektiğini bilmemelerinden kaynaklandığını göreceksiniz.

ADAM SMITH
The Theory of Moral Sentiments (1759)

Panikler ve çılgınlıklar hakkında en açık zihinle bile takip edip kavrayabileceğimizden daha fazlası yazıldı; fakat kesin olan bir şey vardır ki, o da belli dönemlerde pek çok akılsız insanın elinde büyük miktarda başı boş para bulunmasıdır. ...Bu para –biz onu ülkenin kör sermayesi olarak isimlendiriyoruz– şu anda konumuz dışındaki sebeplerle, özellikle çok fazla miktardadır ve arayış içindedir; onu yok edecek birilerini bulduğunda, "spekülasyon" başlar, para yok olur, "panik" baş gösterir.

WALTER BAGEHOT
Edward Gibbon üzerine yazılan makaleden The Economist yazarı

Bu bağlamda, Cumhuriyetin oldukça üst düzey bir yetkilisinin bana söylediği şu sözleri burada ifade etmek istiyorum: "Ülkemi iyi tanıyorum, finansal bir kriz hariç her şeyi metanetle karşılayabilecek güce sahiptir."

RAYMOND PHILIPPE
Un point d'histoire: Le drame financier de 1924-28

S.E.C.'den (Securities and Exchange Commission- Tahvil ve Döviz Komisyonu) veya başka bir yerden, bildik evreleri takip ederek felaket getiren bir spekülasyonun yaklaştığını hissediyorum. Önce sağlam hisse senetlerinde yükseliş, sonra ikincil piyasada şişme, ardından tezgah üstü piyasa hareketleri, daha sonra yeni hisse senetlerinin doluştuğu bir çöplük piyasası ve en sonunda kaçınılmaz çöküş. Ne zaman geleceğini bilmiyorum ama yaklaştığını hissediyorum ve lanet olsun, bu konuda ne yapabileceğimi bilmiyorum.

BERNARD J. LASKER
1970'te New York Borsası Başkanı
John Brooks'un 1972'deki *The Go-Go Years* adlı kitabında alıntılanmıştır.

Giriş

Bu kitabın 1978'deki ilk baskısı büyük oranda İkinci Dünya Savaşı öncesindeki finansal krizleri ele alıyordu. 19 Ekim 1978'de yaşanan Kara Pazartesi ve öncesindeki kargaşayla ilgili araştırmalarım, en azından bana, ikinci bir gözden geçirmenin gerekli olduğunu gösterdi. 1990 yılının Ocak ayında Japonya'da yaşanan çöküş ise üçüncü baskıyı teşvik etti. Bunun üzerinden de epeyce zaman geçti.

Dördüncü baskı okuyucular için olmasa da yazarın mesleki terapisi açısından gerekliydi. İtici gücü kısmen 1994-95 Meksika Krizi, fakat özellikle de henüz çok geride kalmayan 1997-98 Doğu Asya krizi sağladı. Daha önceleri olduğu gibi tarihteki bazı boşluklar da diğer iktisatçı ve tarihçiler tarafından dolduruldu ve tartışmayı hem ileriye hem de geriye doğru yayacak şekilde az çok hazmedildi. Yaşı ilerlemiş olanların çoğu ilk basıya başvurmaya devam etse de, bu baskı genç okuyucuların ilgisini daha fazla çekebilir. Bir kitap bir defa okunup temel mesajı kavranınca, yeni ilaveleri takip etme isteği genellikle azalır.

Mevcut örnekte durum buna uygun, çünkü alana duyduğum ilgi ve araştırmalarım, bilgimin ve aşinalığımın sınırlı olduğu Latin Amerika, Rusya ve Asya'yı değil, büyük oranda Avrupa, Batı Avrupa

ve ABD'yi kapsıyor. Üstelik bazı okuyucular tarihle pek ilgili değillerdir; kitap bu okuyuculara geçmişten ziyade gelecekle olan ilişkisinden dolayı cazip gelebilir. İlk baskı 18. yüzyıl başlarında South Sea ve Mississippi'de yaşanan balonlarla başlıyordu; izleyen baskılarda bir yüzyıl daha geriye gittim ve bu sefer 1550'lerin küçük finansal devrimi üzerine –diğer durumlarda da olduğu gibi sadece ikincil kaynaklardan– bazı çalışmalar yaptım, fakat III. Henry, I. François, Fuggers ve Cenovalılar döneminde yaşanan sorunlara değinmedim.[1] Kısa bir süre önce başlığında "panik" kelimesi geçen ve 1200-1500 arası dönemdeki Venedik bankalarını anlatan bir kitap gördüm ama adını şu an tam olarak hatırlayamıyorum. 1600'den gerilere gitmeye çalışmak beni aşıyor.

1990'dan önceki ve sonraki kriz değerlendirmelerine ek olarak bazı çevrelerin "dünya finans mimarisi"nde keskin değişim taleplerine ve son kredi mercii olarak IMF (Uluslararası Para Fonu) eleştirilerine değinmekte fayda görüyorum. Göründüğü kadarıyla, bir diğer Bretton Woods toplantısını işler hale getirecek yeni bir düzenleme üzerinde yeterli bir mutabakat bulunmuyor. 1933 Dünya Ekonomik Konferansı'nda konsensus sağlanamaması gibi mevcut durumda da benzer girişimler başarısızlığa mahkûm görünüyor. Zamanlama, şeffaflık, şartlar ve sorumlulukların devri gibi bir dizi konuda IMF yaklaşım değiştiriyor. Benim tavsiyem "*ne tirez pas le pianiste*" (piyanisti vurmayın) demek olacak, zira elinden gelenin en iyisini yapıyor.

Genelin hoşuna gidecek küçük bir taviz olarak önceki baskılarda finansal krizlerin yayılmasından "yayılma" diye bahsederken, bu baskıda bunun yerine "salgın" ifadesini kullandım. Bu tabir büyük ölçüde para politikası, sermaye hareketleri, döviz kurları ve ticaret gibi tamamen ekonomik faktörlerin ardında yatan psikolojiye ve sürü davranışına vurguda bulunma imkânı sağlıyor.

Son olarak dünya için olmasa da benim için yeni bir kavramı içselleştirdim. Finansal kriz üzerine bir yazı okurken bu tür sorunlara "toptancı" yaklaşan, yani çalışma dahilindeki örneklerin çoğunlukla aynı

1 C. P. Kindleberger, "Economic and Financial Crises and Transformation in Sixteenth-Century Europe", *Essays in International Finance* (Princeton), no.208, Haziran 1998.

olduklarını düşünen bir "sınıflandırma bilimcisi" olarak görüldüğümü öğrendim. Kavrama bir kez hassaslaşınca, Kuzey Hindistan tarımı üzerine çalışan bir İngiliz tarihçinin ölümü üzerine yazılan bir biyografiden onun bir toptancı değil bölümlemeci, yani örnekler arasındaki farklılıkları vurgulayan biri olduğunu öğrendim.

Birkaç hafta sonra Anne Fadiman'ın "George (kocası) toptancıdır, ben bölümlemeciyim" diyen bir makalesine rastladım. Her ne kadar tarihçi olan kızıma değil, bana yeni gelse de *The Shorter Oxford English Dictionary*, bu terimlerin çıkışının 19. yüzyılın ortalarına kadar gittiğini söylüyor. Finansal krizlerin sınıflandırılmasında nereye ait olduğum konusunda karar verme zorunluluğu hissediyorum. İkinci Bölüm toptancılığa işaret ederken, Üçüncü Bölüm'deki ufuk turu bölümlemeciliğe eğilim gösteriyor. Sanırım tekrarlanan modelleri arayan sosyal bilimcilerin çoğu toptancılık yaparken özel koşullarla ilgilenen tarihçiler benzersiz olan üzerine yoğunlaşma eğiliminde. Önceki çalışmalarıma eklemeler yapmaya çalışırken üzerinde düşünecek (aktardığım pek çok meslektaşım ve benim için) yeni bir kavrama sahip olmak bana mutluluk verdi.

CHARLES P. KINDLEBERGER
Lexington, Massachusetts

BİRİNCİ BÖLÜM

Finansal Kriz: Kökü Kurumayan Problem

İktisat literatüründe finansal krizlerden daha geleneksel bir konu hemen hemen yoktur. 1930'larda konu üzerindeki yoğun çalışmalara rağmen İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki onlarca yıl boyunca bu konuda çok az kitabın ortaya çıkması, onları üretme gayretinin doğası gereği döngüsel olmayışından kaynaklanmaktadır. 1945-73 arasında resesyonların (ekonomik durgunluk) sayısının az, arasının uzun ve şiddetlerinin zayıf olmasının da bunda etkisi vardır. Daha yakınlarda ise dünya geneline yayılan 1974-75 resesyonu ve 1980'lerle 90'ların gergin finansal atmosferiyle birlikte gayretler çoğalmıştır.[1] Bu çalışma

1 Üçüncü baskıda, 1994'e kadar olan finansal krizlerle ilgili yakın dönemdeki ciddi bir literatürü listeledim. Yüzyılın sonuna kadar bir yumuşama olmadı. Bkz. Susan Strange, *Mad Money* (Manchester: Manchester University Press, 1998); George Soros, *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered* (New York: Public Affairs, 1998); Robert Chote ve diğerleri. *Finanscial Crisis and Asia* (Londra: CEPR Discussion Paper, 1998); Eric Barthalon, "From Here to Eternity: Free Thoughts on Financial Crises", *Conjuncture* (Parisbas), özel sayı, 28. Yıl (Ekim 1998); Francesca Corelli vd., *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (Londra: CEPR Tartışma Tebliği, 1998); Scherezade S. Rehman, ed., *Financial Crisis Management in Regional Blocs* (Amsterdam: Kluwer, 1998); Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost:A History of Financial Speculation* (New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999); Charles R. Morris, *Money, Greed and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen* (New York: Random House, A Century Foundation Book, 1999); "Bank Restructuring in Pratice", BIS Politika Tebliğleri No. 6, Basel: Bank for International Settlements, Ağustos 1999.

1978'deki ilk baskısında eski bir konuya yönelik yeniden canlanan bir ilgiyi yansıtmaktaydı. Bu konu izleyen yıllarda gittikçe daha fazla ilgi görmeye başlamıştır.

Finansal krizler iş döngülerinin zirveleriyle ilişkilidir. İş döngüleriyle ekonomik büyüme ve küçülme ritmi olarak değil, sadece finansal krizler içerisinde büyüme ve sonra darboğaza girme dönemleri olarak ilgileniyoruz. Finansal krizlerin yaşanmadığı iş döngüleri bizim ilgimizin dışındadır. Ekonomik sistem üzerinde etkisi olmayan finansal krizler de bir dereceye kadar dikkate alınmamaktadır. Bizim burada üzerinde duracağımız krizler etki ve hacim olarak büyük, aynı zamanda uluslararası yaygınlığa ulaşan krizlerdir.

İncelenmesi gereken meselelerin sayısı oldukça fazladır: Piyasalar çılgınlıkların –tanım olarak irrasyonel bir piyasanın– oluşamayacağı derecede rasyonel midir? Bu tür çılgınlıklar oluşursa devletin veya diğer kurumların müdahalesi olmaksızın olaylar akışına mı bırakılmalıdır? Şu veya bu araç vasıtasıyla içerideki ve dışarıdaki diğer finansal piyasalara yayılma tehlikesi taşıyan bir krizle, hatta panik riskiyle karşı karşıya kalınsa da aynı şekilde mi davranılmalıdır? Kriz anında yardıma koşup serbest piyasanın sağlayamadığı istikrarı sağlayacak bir "son kredi mercii" rolünün devlet ya da merkez bankası gibi resmi bir kurum tarafından yerine getirilmesi gerektiği düşünülüyorsa, uluslararası sistemde bunu yapacak bir devlet olmadığına göre orada istikrar nasıl sağlanacaktır?

Bu noktada okuyucuya bir açıklamada bulunma gereği hissediyorum. *The World in Depression, 1929-1939* adlı daha önceki bir çalışmamda, 1929 buhranının bu kadar yaygın, derin ve uzun süreli olmasının uluslararası bir son kredi mercii bulunmamasından kaynaklandığı sonucuna varmıştım.[2] Savaştan bitkin düşmüş ve 1920'lerin yarım kalan toparlanmasından sersemlemiş İngiltere, bu sıfatla hareket edecek güce sahip değildi. ABD ise bunu yapmak istemiyordu. Bü-

2 C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2. basım (Berkeley: University of California Press, 1989).

yük Buhran'la ilgili bu yorumum itirazsız kalmadı.[3] Bu yüzden elinizdeki çalışmayla söz konusu analiz zaman ve mekân olarak genişletilmeye çalışılmıştır.

Çılgınlık olarak nitelendirdiğimiz spekülatif aşırılık ve bu aşırılığa kriz, panik, iflas şeklinde gelen tepkiler kaçınılmaz değilse de tarihsel olarak benzer özellikler taşıyan olaylar olarak görülebilir. Son kredi merciinin rolü ise belirsizlik ve ikilem doludur. Thomas Joplin 1825 krizinde Bank of England'ın tavrından bahsederken "Öyle anlar vardır ki kural ve teamülleri ihlal edemezsiniz; yine öyle anlar vardır ki, bu sefer güvenle onlara bağlı kalamazsınız"[4] diyordu. Bu elbette doğruydu fakat bir kuralı çiğnemek, bağlanacak ya da yeri geldiğinde çiğnenecek bir teamül ve yeni bir kural koymak demektir. Bu gibi durumlarda müdahale bir sanattır, bilim değil. Devletin sürekli müdahalesini gerektiren kurallar da, hiçbir zaman müdahale etmemesini gerektiren kurallar da yanlıştır. Bu gerçek yakın zamanda yaşanan Lockheed, Chrysler, New York City, Continental Illinois Bank, Kaliforniya'daki Orange County hazinesi ve Baring Brothers'ın nasıl kurtarılacağı ya da kurtarılmasının gerekip gerekmediği gibi soruların sorulduğu olaylarda pek çok kez ispatlandı. Üçüncü Dünya'nın sendikasyon kredileri; ABD'nin güneybatısında aracısızlaştırmadan mustarip ve hastalıklı büyüme travması içindeki tasarruf kurumları; petrol araştırmalarına, alışveriş merkezlerine, lüks dairelere ve ofis binalarına tedbirsizce verilen kredilerin yol açtığı süregelen veya yeni oluşan problemlerle nasıl başedileceği gibi konularda da bu tespit doğrulandı. Problemler listesi, dünyanın Keynes'ten ekonomik istikrar hakkında pek çok şey öğrenmesine ve bu öğrenilenleri 1965'lere kadar bol bol uygulamasına rağmen finansal kriz sorununun hâlâ yanı başımızda olduğunu gösteriyor.

İş hayatındaki aşırılıkların mutlaka çılgınlık ve paniğe götürmesi zorunlu değildir. Yine de bu kriz modeli yeni bir çalışmayı hak ede-

---

3 Özellikle güçlü bir karşıt fikir olarak Anna J. Schwartz'ın *Journal of Political Ekonomy*, cilt 88 (Nisan 1975), s.231-37'deki eleştirisine bakınız.

4 Thomas Japlin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a letter to Thomas Gisburne, Esq., M.P.* (Londra: F. Ridgeway & Sons, tarihsiz, [1832'den sonra]), s.28.

cek derecede sık ve nizami şekilde tekrarlanıyor. Aslında yaşanan, bazı olayların ekonomik gidişatı değiştirmesidir. Yeni kâr fırsatları yakalanmış ve çılgınlık meydana getiren irrasyonelliğe benzer şekilde iştahlar kabarmıştır. Yükselişin aşırılık üzerine bina edilmiş karakteri bir kere oluştuğunda, büyüme sürecini tersine çeviren hücum, paniği hatırlatır şekilde öyle çabuk meydana gelir ki, finansal sistem sıkıntıya girer. Manik evrede zengin ya da itibarlı kimseler parayı saçar, gayrimenkul ya da likit olmayan menkul kıymetler almak için borçlanırlar. Panik evresinde ise durum tersine işler, yani gayrimenkul veya menkul kıymetten paraya veya borcun geri alınmasına doğru hücum başlar; fakat bu kez malların, evlerin, binaların, arsaların, hisse senetlerinin, bonoların, kısaca, çılgınlık konusu olan her şeyin fiyatı dibe vurmuştur.

Paniklerin ve çılgınlıkların parasal yönü önemlidir, ileride bunun üzerinde etraflıca duracağız. Bu konuda parasalcı görüşün yaklaşımı –yani panik ve çılgınlığın ancak toplam para arzının sabitlenmesi veya düzenli şekilde artırılmasıyla önlenebileceğini savunan görüş– reddedilmiştir. Bir parasalcı görüşe göre para tabanında veya gücü yüksek parada bir daralmayı içeren "gerçek" finansal krizlerle, bunların olmadığı "sahte" krizleri birbirinden ayırmak lazımdır. Bu krizler için "sahte" ifadesini kullanmak bence durumu aşırı hafife almaktır. *New Shorter Oxford İngilizce Sözlüğü* "sahte"yi "aslı esası olmayan, taklit, asıl olmayan, gösterişçi, anlamsız-boş" olarak tanımlıyor. Süreç içinde (başlangıçta ya da sonra) parasal değişikliğin olduğu finansal krizlerle para arzının fazla etkilenmediği krizleri birbirinden ayırmak mantıklıdır fakat parasalcıların yaptığı gibi ikinci durumu sahte olarak adlandırmak bir kardiyoloğun kanser hastasına sahte hasta teşhisi koymasına benzer. Ayrımda ısrar eden parasalcılar bunu ampirik farklardan ziyade parasalcılığa olan *a priori* inançlarından yapmaktadırlar. Herhalde 1873, 1929 ya da 1987'de yok olan spekülatörler ve yatırımcılar yaşadıklarının gerçek olmadığı düşüncesinde pek az teselli bulacaklardır.[5] Daha iyi

5 Anna J. Schwartz, "Real and Pseudo Financial Crises", F. Capie ve G. W. Wood'un editörlüğünü yaptığı *Financial Crises and World Banking* içinde, (Londra: Macmillan, 1986), s.11-40.

parasalcı politikalar çılgınlık ve paniği hafifletse ve hatta bazılarını elimine etse de, optimal politikaların daha çok sorunun geride bırakılmasını sağlayacağını düşünüyorum. Uzun vadede sistemde gereken miktarda bir likidite bulunsa bile yine de kriz olacak ve kriz esnasında son kredi merciinin sağlayacağı ek likiditeye ihtiyaç duyulacaktır. Bu görüş mal piyasasını da kapsayacak şekilde genelleştirilebilir. Piyasalar genelde sorunsuz işler ama bazen de tıkanırlar. Böyle olduğunda, istikrar için devlet müdahalesi gerekir.

Raymond Goldsmith'in belirttiği gibi bu kitabın birinci baskısında finansal krizin bir tanımı yapılmamıştı. Finansal kriz (bizim kültürümüzde) güzel bir kadın gibidir, tanımlanması zordur fakat karşılaşınca anlarsınız. Goldsmith'in özlü tanımına göre finansal kriz "finansal göstergelerin tümünün ya da çoğunun –kısa vadeli faizler ve varlıkların (hisse senedi, gayrimenkul, arsa) fiyatları, ticari iflaslar ve finansal kurumların başarısızlıkları– keskin, kısa, ultra-döngüsel şekilde bozulması"dır. Bu tanım zorunlu bir özellik olarak döviz problemlerini hariç bırakmaktadır.[6] Bir parasalcı olan Michael Bordo on anahtar unsur veya halkada (para arzındaki daralma 6. sıradadır) finansal krizi tanımlamaktadır: Beklentilerde bir değişim, bazı finansal kurumların iflasından duyulan korku, gayrimenkul veya likit olmayan varlıkların paraya çevrilme teşebbüsü vs.[7] Birinci baskı finansal kriz kavramını tanımlamaya ve sınırlandırmaya çalışmadan hazırlanmıştı, fakat bir tanım yapılmasıyla daha fazla tatmin olacak okuyucuların bulunduğunun farkındayım.

Piyasaların genelde sorunsuz işlediği ancak bazı zamanlarda da tıkandığı fikri, finansal piyasalar ve mal piyasalarının her zaman ve mekânda mükemmel işlediği ya da her zaman kötü işlediği ve yerini planlama ya da devlet müdahalelerine bırakması gerektiği fikriyle ça-

6 C. P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue'in editörlüğündeki *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982) içinde s.42'de Raymond W. Goldsmith, "Comment on Hyman Minsky's, The Financial Instability Hypothesis: Capital Processes and the Behavior of the Economy".

7 Michael D. Bordo, "Financial Crises: Lessons from History", 5. Uluslararası Garden Finans Konferans'ında sunulan tebliğ, Erasmus Universitet, Rotterdam, 9-11 Nisan, 1987.

tışma halindedir. Ben piyasanın bütün itibarıyla iyi işlediğini, normal şartlar altında kaynak tahsisi konusunda karar verirken piyasaya güvenilebileceğini, belli sınırlar içinde gelir dağılımında da benzer bir durumun söz konusu olduğunu; bununla birlikte bazen alt üst olup yardıma muhtaç hale gelebileceğini savunuyorum. Bana göre buradaki ikilem şudur: Eğer piyasalar önceden bonkör bir yardımın geleceğini bilirlerse daha az etkin çalışıp daha sık tıkanmaya başlarlar.

Bu kitabın önceki baskılarında bilinçli olarak 1719-20'deki South Sea ve Mississippi balonlarıyla başlamıştım. Daha geniş bir okuma sonucunda bu sefer 16. yüzyıldan başladım ve Otuz Yıl Savaşları'nın patladığı 1619-22 arasında süren ve parasal bir kriz olan *Kipper-und Wipperzeit*'ı ve çok tartışılan 1936-37 "Lale Çılgınlığı"nı da kitaba dahil ettim. Okuyucuya burada başka bir uyarıda daha bulunmak istiyorum. Hollanda'da yaşanan Lale Devri'nin nadir lale türlerinin yetiştirilmesinin çok zor ama bir kere bu nadir türler yetiştirildikten sonra yayılmasının çok kolay olmasından kaynaklanan doğal bir sonuç olduğunu; dolayısıyla bir çılgınlık ve yapay şişirmenin aslında söz konusu olmadığını savunan güçlü ve ısrarcı sesler de bulunmaktadır.[8]

Eski tarihsel belgeler daha çok Avrupa'daki olayları içine alıyor ve 1973'te Londra'da küçük bankalarda yaşanan krize kadar geliyor. Ek B, standart formata uygun olan belli başlı krizleri listelemektedir. Avrupa finans tarihine Amerika'nınkinden ve her ikisininkine de bugün gündemi en fazla teşkil eden Latin Amerika ve Asya'nınkinden çok daha fazla hâkimim. İkinci dereceden kaynaklardaki çok fazla sayıdaki çalışmanın uluslararası finansal sistemdeki önemini ortaya koyduğu İngiltere üzerinde özellikle 19. yüzyıl için yoğunlaştım. Finansal güç bakımından Amsterdam'ın ona yetiştiği, hatta geçtiği 18. yüzyıl başları için ise İngiltere üzerinde biraz daha az durdum. Flemenkçe bilmeyişim 1763 kriziyle ilgili en azından bir dönem sık sık atıfta bulu-

8 "Hükümetler kuralları değiştirmedikçe iktisadi davranışı temel ilkeler belirler. Yüzyılın son çeyreğindeki özel bir değişiklik finansal piyasaların deregulasyonuydu." Bkz. Robert D. Flood ve Peter W. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Yayını, 1994).

nulan monografiyi okumamı engelledi; fakat yine de bu dönem Amsterdamı üzerine daha kolay erişilebilir dillerde, özellikle İngilizcede dikkate değer bir literatür bulunmaktadır.

Bu kitap matematiksel iktisat, ekonometri ya da (her ikisini de kapsayan) "Yeni İktisat Tarihi" karşısında küçümseyici bir tarzda "Edebi İktisat" olarak adlandırılan disipline ait bir denemedir. İnsan yapabileceği şeyi yapar ve ben 1930'larda formasyonunu kazanmış biri olarak bu ince tekniklerin eğitimini almış değilim. Bir meslektaşım çalışmayı matematiksel bir modelle süslemeyi teklif etti. Bu, bazı okuyuculara faydalı olabilir ama bana olmaz. Bu tür olaylara damdan düşer gibi yoğun matematiksel metotlarla yaklaşmak yeni bir disiplin branşı olduğundan, gücünü ve faydasını henüz ispatlama aşamasında. Bekleyip görmek en iyisi. Ekonometrici dostlarım "Panik gibi nadir olaylar normal regresyon tekniğiyle ele alınamaz ama 'kukla değişkenler' olarak modele dışardan sokulabilir," diyorlar. Dolayısıyla grafikler ve tablolarla dolu görece basit istatistiksel yöntemi izlemek ya da izlememek arasında bir seçim yapmam gerekiyordu ve ben izlememeyi tercih ettim. Banka rezervleri, dış ticaret, mal fiyatları, para arzı, güvenlik harcamaları, faiz oranları vb. bilgiler istatistiki kayıtlardan elde edilebilir. Fakat benim tezim miktarlardaki küçük farklara dayanmıyor, en azından ben dayanmadığını düşünüyorum. Bu bence hem argümanlarımı çökertmek hem de zararı faydasından çok aşırı bir yük altına girmek demektir. Benim ulaştığım sonuç temelde niceliksel değil niteliksel bir yaklaşımdır.

İkinci Bölüm spekülasyon, kredi genişlemesi ve finansal sıkıntıyla başlayıp sonrasında panik ve çöküşle biten kriz modeliyle analize arka plan sağlıyor. Model, Adam Smith, John Stuart Mill, Knut Wicksell, Irving Fisher ve diğerlerinin, daha yakın zamanda da finansal sistemin istikrarsız, kırılgan ve krize eğilimli olduğunu savunan parasalcı teorisyen merhum Hyman Minsky'nin ticari hayatta aşırı canlanmayı izleyen daralma ve güvensizlik olarak ifade ettiği eski klasik düşünceye göre kurgulandı. Minsky'nin modelinin ABD'nin ve özellikle Batı Avrupa'nın geçmiş krizlerini açıklayıcı güce sahip olabilece-

ğini kabul etmek için Birleşik Devletler'in mevcut parasal sistemi üzerinde onunla hemfikir olmak gibi bir zorunluluğumuz bulunmuyor.

Analizin kendisi bol miktarda tarihi örnekle birlikte Üçüncü Bölüm'le başlıyor ve çılgınlık evresine, yani spekülasyon dönemine yoğunlaşıyor. Buradaki temel tartışma spekülasyonun istikrarı bozucu olduğu kadar istikrarı sağlayıcı da olup olamayacağı ya da diğer bir deyişle piyasanın her zaman rasyonel olup olmadığı tartışmasıdır. Bu bölümde çılgınlığı tetikleyen dışsal şokun doğası farklı tarihsel olgularla inceleniyor: Bunlar arasında savaş, savaşın bitişi, bir dizi iyi hasat, bir dizi kötü hasat, yeni pazarların açılması, teknolojik ilerleme, yenilikler vb. sayılabilir. Bu çerçevede deregülasyon veya liberalizasyon da yakın dönemde sistemi şoke eden bir gelişme olarak ifade edilmelidir. Bu gelişme özellikle Doğu Asya'daki parasal genişlemelerde, dış borçlanma ve spekülatif yatırımlarda önemli bir itici güç oldu. 1973'te Ronald McKinnon ve Edward Shaw'ın desteklediği, devletin bankaların aktivitelerini yönlendirmesi ve finansal baskı yaratması fikrine karşı yapılan yoğun eleştiriler de bu gelişmelere cesaret verdi.[9]

Kitabın bu bölümündeki spekülasyon konusu alanları şöyle sıralayabiliriz: Mal ihracatı, mal ithalatı, ülke içinde veya dışındaki tarım arazileri, kentsel yerleşim alanları, yeni bankalar, iskonto kurumları, hisse senetleri, bonolar (yerli-yabancı), holdingler, daireler, ofis binaları, alışveriş merkezleri. Ilımlı aşırılıklar dışa zarar vermeksizin kendi kendine zarar verir. Cevap verilmesi gereken zor sorulardan biri, yükselişin verdiği zindeliğin iki spekülatif alanı aynı anda içine aldığında finansal istikrarı tehlikeye atıp atmadığı sorusudur: Örneğin kötü bir hasat yılı ile demiryolu veya arazi spekülasyonunun birleşmesi gibi.

Dördüncü Bölüm'de çılgınlık ve paniğin parasal boyutları ele alınıp yükseliş ve paniğin parasal olaylar tarafından ateşlendiği örnek-

9 Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973) ve Roland I. McKinnon, *Money and Capitalism in Economic Development* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973). Gelişmekte olan ülkelerde detaylı bir regülasyon çalışması için bkz. John Williamson ve Molly Mohar'ın "A Survey of Financial Liberalization, *Essays in International Finance*, no.221 (Princeton, N.J.: Uluslararası Finans Bölümü, Kasım 1998).

lere yer veriliyor. Bu tür olaylar arasında para basılması, değerli bir madenin keşfi, çift metal sisteminde altın ve gümüş fiyat oranlarının değişmesi, bazı hisse senedi ve bonoların satışında beklenmeyen artış, borç çevrimi neticesinde faiz oranlarında keskin düşüşler veya para politikalarında yapılan bir hata sayılabilir. Mevduat sahipleri bankalardan ve tasarruf kurumlarından kaçıp onları fiyatları hızla düşen uzun vadeli aktiflerle baş başa bırakırken faiz oranlarında yaşanacak keskin bir yükseliş de büyük sorunlara yol açabilir. Verimli yöntemlerin kullanılması finans alanındaki yenilikler vb. de sistemi şoka uğratıp ticari hayatta aşırı bir canlılığa yol açabilir. BIS'in (Bank for International Settlements: Uluslararası Ödemeler Bankası) 1986'daki bir raporu finansal yeniliklerin maliyetinin genellikle çok düşük olduğunu ve bundan dolayı da aşırı kullanıldığını belirtiyor.[10]

Parasal mekanizmaları her zaman doğru kullanmanın ve doğru şekilde devam ettirmenin zorluğunu da burada vurgulamalıyız. Para bir kamusal maldır ama kişisel kullanıma sunulur. Dahası, bankacılığın düzenlenmesi herkesçe bilindiği üzere çok zordur. Modern parasalcılar geçmişteki birçok krizin, hatta çoğu döngüsel krizin anlama hatalarından kaynaklandığında ısrar ederler. Bu tür hataların sık ve ciddi olduğu inkâr edilemez. Bu bölümde öne sürülen argümanlara göre ise, geçmişte para arzı ekonominin talebine (ihtiyaçlarına) göre ayarlandığında ve hatalardan sakınıldığında bile parasal mekanizmalar uzun süre doğru işlememiştir. Devlet bir kamu malı olan parayı belli bir miktarda üretince halk daha fazla mal üretmeye girişir; yasama vergi kanunlarındaki eski boşlukları doldururken avukatların yeni boşluklar bulmasında olduğu gibi. Paranın metal paradan kâğıt paraya, senede, banka mevduatına, finansal kâğıtlara vs. evrimi asıl meseleyi açıklamaktadır. Nakit Okulu para arzının sabitlenmesinin gerekliliği konusunda doğru düşünüyor olabilir ama bunu sağlamanın mümkünlüğü konusundaki düşünceleri yanlıştır.

Kitabın Beşinci Bölüm'ü dolandırıcılık ve suiistimaller üzerinde

---

10 *Recent Innovation in International Banking* (Basel: Bank for International Settlements, 1986).

duruyor. Panikler ve iflaslar genellikle çılgınlık sürecinde meydana gelen bazı yolsuzluk, görevi kötüye kullanma veya rüşvet (devletteki çürümüşlük) olaylarının ifşasıyla hızlanır. Tarihi kayıtlara göre dolandırıcılık, hızlı büyümenin tahrik ettiği zenginlik karşısında duyulan açgözlülüğün bir sonucudur. Parasal sistem gevşedikçe kurumlar likidite kaybeder ve başarısız dolandırıcılıklar ortaya çıkmaya başlar, parayı alıp kaçma arzusu dayanılmaz olur. Bu konuda bizim de denediğimiz gibi ironi yapmaksızın yazı yazmak oldukça zordur.

Altıncı Bölüm ülke içindeki unsurlara vurgu yaparak kriz evresini tasvir ediyor. Çılgınlığın engellenmesinde resmi uyarıların –ikna yöntemi veya tehdidin– ne derece işe yarayacağı sorusu tartışılıyor. Kanıtlar bu tür uyarıların genellikle pek işe yaramadığı yönünde. En azından pek çok kriz geçmişte bu tür uyarıları takiben oluştu. Federal Reserve'in* Başkanı Alan Greenspan'in finansal çevrelerde geniş yankı uyandıran 6 Aralık 1996'daki açıklamasına göre New York Borsası "irrasyonel şekilde yükseliyordu". O sırada Dow Jones endeksi 6.400 puandaydı. Hemen akabinde 11.000 puana çıktı. Benzer bir uyarı 1929 Şubatı'nda Paul M. Warburg tarafından yayınlanmış fakat borsanın yukarı tırmanışını engelleyememişti. Yükselişe son verip bir dönüş noktası üreten olayın ne olduğu tartışmalıdır. İflaslar, suiistimaller, bir kargaşa ortamının açığa çıkması ya da söylentinin yayılması, iç sirkülasyona veya dışarıya giden parasal akışı durduracak merkez bankası iskonto oranlarında keskin yükseliş vb. buna yol açabilir. Daha sonra fiyat düşüşlerinin –iflasların– karşılıklı etkileşimi ve bunun sistemdeki likiditeye etkileri görülür.

Yedinci Bölüm krizin ülke içinde yayılmasını ele alıyor. Daha önce de ifade edildiği gibi, bir yerine iki ya da daha fazla mal ya da varlık spekülasyon konusu olursa, finansal kriz daha ciddi hale gelebi-

(*) Amerika'da, Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas ve San Francisco'da olmak üzere on iki Federal Reserve Bank (Federal Merkez Bankası) vardır. Para politikalarının oluşturulmasından ve finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu bu bankalar, Federal Reserve System'e (Merkez Bankası) bağlıdır ve Federal Reserve System'in başkanı bu on iki banka tarafından seçilir (ed.).

lir. Tarihsel olaylar göstermiştir ki, bir piyasadaki patlama diğerlerine de sıçrar. Üstelik çöküş geldiğinde bankacılık sistemini tıkayabilir ve para miktarındaki değişmeden bağımsız olarak bankaları kredi sınırlandırmasına yönlendirir. New York'ta mal ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki özellikle 1921 ve 1929'da güçlüydü. 1927 ve 1987'de ise hisse senedi piyasasıyla gayrimenkul piyasası arasında güçlü bir ilişki vardı; aynı ilişki Japonya ve İskandinavya'da da özellikle 1988 ve 1990'da söz konusuydu.

Sekizinci Bölüm çılgınlık ve krizin uluslararası alana yayılması üzerinde duruyor. Ticaret; sermaye piyasaları; sıcak para akışı; merkez bankasının altın veya döviz rezervindeki değişiklikler; mal, menkul kıymetler veya ulusal paranın fiyatındaki dalgalanmalar; faiz oranlarındaki değişim; iyimser veya kötümser spekülasyonun direkt yayılması gibi bağlantılarla kriz yayılır. Bazı krizler lokal, bazıları uluslararasıdır. Farkı oluşturan nedir? Örneğin 1907 New York paniği Paris bankalarından çekilen paraların Torino üzerinde yarattığı baskının etkisiyle Societa Banka İtaliana'nın çöküşünü hızlandırmış olabilir mi? Burada da temel bir ikilem vardır. Bir finansal merkezdeki sıkı para politikası faiz oranlarındaki artışın yarattığı beklentilere bağlı olarak fonları çekmeyle ya da itmeyle neticelenebilir. İnelastik beklentiler doğrultusunda –bir kriz veya paranın değerinin düşmesi korkusu olmaksızın– iskonto oranlarındaki bir artış yabancı fonları çeker ve likidite için gerekli nakdi sağlamaya yardımcı olur. Fiyat düşüşlerinin, iflasların veya dövizin değer kaybının değişimindeki elastik beklentiler iskonto oranlarını yükseltirse, yabancılara yeni fonlar getirmek yerine dışarı daha fazla fon çıkarma telkininde bulunur. Ekonomik hayattaki sorunlar genellikle aşina olduğumuz türdendir. Bir malın fiyatındaki artış fiyatın düşeceği beklentisiyle tüketicileri alımlarını ertelemeye yönlendirebilir veya fiyatların artacağı beklentisiyle tüketimi hızlandırabilir; hatta beklentilerin inelastik olduğu ve merkez bankasının artan iskonto oranlarının doğru tepkileri harekete geçirdiği bir durumda tepkilerdeki gecikme o kadar uzun olabilir ki, destek kuvvetleri yetişemeden kriz meydana gelir.

Bir finansal krizi başlatmanın zor ama olağandışı olmayan yöntemi, iç piyasadaki canlılık sebebiyle dışarıya borç vermenin durdurulmasıdır. Böyle bir gelişme 1873'te Almanya ve Avusturya'da yaşanmış ve ABD'de Jay Cooke krizini etkilemiştir. 1890'da Arjantin'de yaşanan sorunlar, İngiltere'nin Güney Afrika, Avustralya, ABD ve Latin Amerika'nın geri kalanına borç vermesini durdurup Baring krizine yol açmıştır ve 1928 Baharı'nda New York Borsası'ndaki yükseliş Almanya ve Latin Amerika bonolarına olan talebi düşürüp depresyona sürüklenmelerine yol açmıştır. Dış ticaretin durması da muhtemelen dışarıdaki buhranı hızlandırır ve daha sonra geri dönüp süreci başlatan ülkeyi vurur.[11] Sekizinci Bölüm lokal olarak başlayıp süreç içinde okyanus ötesine bir tür salgın hastalık gibi yayılan Latin Amerika, Doğu Asya ve Rusya krizlerine yer açmak için, önceki baskılara oranla özellikle genişletildi.

Ülke içinde kriz yönetimi Dokuzuncu ve Onuncu Bölümlerde ele alınıyor. Bu bölümlerde önce müdahalenin olmadığı, sonra da muhtelif araçların kullanıldığı uygulamalara yer veriliyor. Müdahale etmeme yöntemi piyasanın rasyonel olduğuna ve kendi başının çaresine bakabileceğine inananların çözüm yolu olarak karşımıza çıkıyor. Bir formülasyona göre, ekonominin fiyat düşüşleriyle ve iflaslarla safraları atarak yoluna devam etmesi sağlıklıdır, çünkü bu şekilde hızlı büyümenin hatalarından kurtulunur. Öte yandan, diğer araçlar arasında, bankaların ödeme yapmayı durdurması, senetler çıkarması, yükümlülüklere garanti sağlanması, devletin borç senedi çıkarması, mevduat güvencesi sağlanması, Amerika'da 1932'de kurulan Reconstruction Finance Corporation (Yeniden İnşa Finans Kurumu) ya da İtalya'da 1933'te kurulan Instituto Riconstruzione Italiana (IRI) gibi özel kurumların oluşturulması sayılabilir. İtalyan literatüründe bu süreç banka ve şirketlerin "kurtarılması" olarak adlandırılırken;

---

11 Bkz. Kindleberger, "Panic of 1873", *Historical Economics* içinde New York: Harvester Wheatsheaf, 1990, s.310-25; "International Propagation of Financial Crises"; Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936) ve Matthew Simon, *Cyclical Fluctuations in the International Capital Movements of the United States, 1865-1867* (New York: Arno, 1979).

1974-75'te İngiltere'de "cankurtaran sandalı" operasyonu olarak adlandırılmıştır.

Onuncu Bölüm son kredi merciinin varlığının gerekli olup olmadığı, gerekliyse bu merciinin neresi olacağı ve nasıl hareket edeceği sorularına ve böyle bir rolün icrası neticesinde sistemin karşı karşıya kaldığı ikilemle ilgili sorulara cevap arıyor. Eğer piyasa son kredi mercii tarafından kurtarılacağından eminse, kendine güvenerek iş yapma iradesi zayıflar. Öte yandan sistemin bekası için, paniğin gelecekte yol açacağı etkilerden endişe duymaktansa bugün önlenmesi tercih edilebilir. Eğer bir son kredi mercii olacaksa kimi kurtaracaktır? Yerlileri mi? Hem yerli hem yabancıları mı? Yoksa sadece borcunu ödeme gücüne sahip olup da şu an likidite sıkıntısı çekenleri mi? Öte yandan borç ödeme gücünün de paniğin süresi ve yaygınlığına bağlı olduğu unutulmamalıdır. Tüm bu sorular aynı zamanda politik sorulardır ve ağır bir stres anında zor durumdaki bankalara borç verecek fonu bulunmayan Federal Deposit Insurance Fund (Federal Mevduat Sigorta Kurumu, FDIC) veya Federal Savings and Loan Insurance Corporation (Federal Tasarruf ve Kredi Sigorta Kurumu, FSLIC) gibi sisteme güvence oluşturan araçları genişletmek için yasa çıkarılması gerektiği zamanlarda sorulur. Japonya'da söz konusu sorunlar özellikle 1990'larda şiddetliydi. 1990'da Nikkei borsasının yaşadığı sorun bankaların, kredi birliklerinin ve diğer finans kurumlarının elindeki her çeşit sorunlu gayrimenkul kredisini açığa çıkarmış ve hükümeti bu yükün ne kadarını vergi ödeyenlere yükleyeceği sorusuyla karşı karşıya bırakmıştı. Özellikle büyük sorunlardan biri hükümetin 1990'lar boyunca krize nasıl karşılık vereceğine karar vermedeki ve harekete geçmedeki yavaşlığının yarattığı hastalıklı durumdu.

Sondan bir önceki bölümde sorumlu bir hükümetin bulunduğu ülke içinden, resmi olarak hiçbir kurum veya devletin parasal istikrarı sağlama sorumluluğunun bulunmadığı uluslararası arenaya geçiş yapılıyor. ABD Meksika'ya 1982 ve 1994'te iki kez yardım ederken bir yandan NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi) ülkelerinin birbirine daha sıkı sarılması gereğini yerine getirmiş olma, diğer yan-

dan da Meksika'nın finansal çöküşünü önlemekle NAFTA ülkelerinin bir dizi "yükselen piyasa"ya verdikleri kredilerin batmasına engel olma düşüncesinden hareket etmişti. Fakat bu beklenti ve ümitler boşa çıktı. 1995'te Meksika'nın IMF tarafından kurtarılmasını takiben kriz Tayland'a, oradan da Çin'i, Singapur'u ve Hong Kong'u atlayarak Doğu Asya, Endonezya, Malezya ve Güney Kore'ye yayıldı.

Son bölüm savunulan fikirleri özetliyor. Buna göre para arzı uzun dönemde sabitlenmeli fakat kısa dönemli krizler sırasında elastik olmalıdır. Son kredi mercii olmalı fakat tamamen ona bel bağlanarak hareket edilmesi de önlenmelidir. Örneğin New York krizinin durdurulmasına destek olunup olunmayacağı, olunacaksa kimin destek olacağı gibi konular uzun vadede ortaya çıkmalı ve son ana kadar da şüpheli bırakılmalıdır. Bu ustalık gerektiren bir taktiktir. İstenmeyen fiyat düşüşlerini önlemek için yardım mutlaka gelecektir ama bu zamanında ve yeterli miktarda olacak mıdır? Böylece diğer spekülatör, banka, şehir ve ülkeler de tedbirli davranmak zorunda kalacaklardır. Voltair'in *Candide*'inde "diğerlerini gayrete getirmek için" bir generalin kafası kesilmişti. Parasalcı fundamentalizm ekonomik sistemde bu tür talihsiz sonuçlara yol açtığı için, ben diğerlerini "gayrete getirmek" amacıyla (elbette gerçek anlamda kafaları kesmeden) bazı el çabuklukları, bazı görüntü oyunları yapılması gerektiğini savunuyorum.

Giriş bölümünü bir uyarıyla bitirmek istiyorum. Bu kitapta az sayıda yeni konu var. Kitap entelektüel bir kalıba uyduğu ölçüde revizyonizme karşıdır. Son elli yıldır ekonomi ile ilgili yazdığım yazıların büyük bir bölümünü eski moda analiz tarzında eleştiriye hasrettim ki, ben bu eleştirilerin geçerliliğine her geçen gün daha fazla inanıyorum. Örneğin Milton Friedman'ın parasalcı okulu istikrar bozucu spekülasyonun olmadığı, piyasanın rasyonel olduğu, devletin sürekli hata yaptığı gibi düşünceleri savunuyor. Bu düşüncelerde doğruluk payı olmakla beraber, çok kesin önermelerde bulunmaları ve istisnalara çok az yer ayırmaları sebebiyle ben bunlara eleştirel yaklaşıyorum. Hem Keynesyenler hem de parasalcılar fiyat değişmelerinin makroekonomik sistem üzerindeki etkilerini önemsemeyip, üretici veya tüketicilerin kazancı-

nın yine birbirleri aleyhine kayıplarla dengelendiğini savunuyorlar. Sadece para yanılsaması halinde, yani üretici ya da tüketicilerin fiyatlardaki görece değişmeye rağmen nominal ücretleri aynı kalınca reel gelirlerinin değiştiğini fark edememeleri halinde bir istisnanın söz konusu olabileceğini kabul ediyorlar. Bana göre ise bu konunun önemsenmemesi genellikle sıkıntıya yol açmaktadır çünkü fiyat düşüşleri sanayi, ticaret ve yatırım alanlarında iflaslara götürdüğünde finansal aracısızlık, banka iflasları ve düşük fiyatların faydalarından önce yayılan zararları kendini hemen hissettirir. Bugünün dünyasında fiyat artışlarının net etkileri dinamik tepkileri gevşetmeden kayıp ve kazancın dengelenmesi ile sınırlandırılabilir. Pre-Keynesyenler şimdi önemsenmeyerek bir kenara bırakılan fiyat hareketlerine dikkat göstermekle doğru yapıyorlardı. Çılgınlıklar, balonlar, panikler, iflaslar ve son kredi mercii konularının incelenmesi bize klasik tezlerden yola çıkarak revizyonist antitezden geçip daha dengeli bir senteze ulaşmamızda yardımcı olacaktır. Ya da ben öyle olduğunu savunuyorum.

İKİNCİ BÖLÜM

Tipik Bir Krizin Anatomisi

TARİHE KARŞI İKTİSAT

Tarihçiler için her olay kendine özgüdür. İktisat ise toplum ve doğadaki güçlerin tekrarlanan bir tarzda hareket ettiğini savunur. Tarih özel; iktisat geneldir. İlerleyen bölümlerde pek çok tarihi örnekle birlikte kriz ve çöküşe götüren spekülatif çılgınlıkların değişik dönemlerini gözler önüne sereceğiz. Bu bölümde genel bir finansal krizin temelini oluşturan ekonomik modelle ilgileniyoruz.

Burada iş döngüsünün bir modelini sunmadığımıza dikkatinizi çekmek isterim. İş döngüsü ekonomi çarkının tam bir devrini içerir; oysa yükselme ve çöküş iş döngüsünün doruğa varmadan hemen önceki hızlı yükseliş ve ilk bozulma kısmını kapsar. Biz burada döngülerin ve krizlerin belli aralıklarla vuku bulmasıyla da ilgilenmiyoruz. Böyle bir tartışma konuyu değişik döngü türlerine doğru genişletecektir. Bunlar arasında işletme stoklarındaki dalgalanma ritmine dayalı 39 aylık Kitchin döngüsü, mesken yapımındaki artış ve azalışla sonuçlanan, nesilden nesile nüfus değişikliğine dayalı 20 yıllık Kuznets döngüsü, işletmelerin makine techizat yatırımına dayalı 7 veya 8 yıllık Juglar döngüsü ve otomobil ve tren yolu gibi büyük keşiflerin ortaya çı-

kardığı belki de daha belirsiz ve anlaşılması zor Kondratieff döngüsü sayılabilir.[1] Diğer gözlemciler gibi biz de kriz zamanlarını 19. yüzyılın ilk yarısından itibaren on yıllık aralıklarla belirledik (1816, 1826, 1837, 1847, 1857, 1866). Daha sonraları bu zamanlamalar daha kabaca yapılmaya başlanmıştır. Bu ritmi açıklamaya yönelik olarak krizle biten bir spekülatif çılgınlıktan sonra yatırımcıları tekrar bir yatırım yapmaya istekli kılacak şekilde kayıplarını ve hayal kırıklıklarını telafi edecek bir süre geçmesi gerektiğini söylemekle yetiniyoruz.

MODEL

Başlangıcı, parasal sistemin kırılganlığı ve felakete temayülü üzerine yaptığı vurgularla parasalcı teorisyenler arasında özellikle kötümser, hatta kasvetli bir adam olarak ün salan merhum Hyman Minsky'nin modeliyle yapıyoruz.[2] Minsky iktisat tarihçisinden ziyade parasalcı bir teorisyen de olsa, modeli iktisat ve finansal tarih yorumlarına daha uygun düşmektedir. Gerçekten de kredi sisteminin istikrarsızlığına yaptığı vurgusuyla bu model kişisel farklılıklarla bezenmiş John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell ve Irving Fisher dahil pek çok klasik iktisatçı tarafından ortaya konan modelin doğrudan bir devamıdır. Fisher gibi Minsky de finansal sıkıntılara sebep olma noktasında borç yapısının rolüne ve özellikle daha sonra satılmak üzere edinilen spekülatif varlıkların finansmanına yönelik borçlanmaya büyük önem atfetmiştir.

Minsky'e göre krize sürükleyen olaylar makro-ekonomik sisteme yönelik birtakım dışsal şokların "ağırlık kazanmasıyla" başlar. "Ağırlık kazanan" bu etkilerin niteliği bir spekülatif patlamadan diğe-

---

1 Joseph A. Schumpeter, *Business Cyles: A Theoretial, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process* (New York: McGraw-Hill, 1939), cilt 1, Bolum 4, özellikle s.161 v.d.

2 Hyman P. Minksy, *John Maynard Keynes* (New York: Columbia Universtiy Press, 1975) ve aynı yazarın, C. P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue'ın editöriüğündeki, *Financial Crises: Theory History and Policy* (Cambridge: Cambridge Univesty Press, 1982), s.13-29'da yer alan "The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic, Processes and the Bahavior of the Economy" adlı makalesi. Hyman P. Minsky'in çalışmalarının tarihsel bağlamda bir değerlendirmesi için bkz. Perry Mehrling, "The Vision of Hyman P. Minsky", *Jounal of Economic Behavior Organization*, cilt 39 (1999), s.125-58.

rine değişir. Bu bir savaş başlangıcı ya da sonu, bereketli ya da kötü bir hasat dönemi, geniş etki alanına sahip bir icadın yaygın şekilde benimsenmesi –kanallar, demiryolları, otomobil– bazı siyasi olaylar, şaşırtıcı finansal başarılar ya da faiz oranlarını hızlı şekilde düşüren borç dönüştürme olabilir. Beklenmeyen bir para politikası değişikliği de böylesi bir etkinin ağırlık kazanmasına yol açabilir ve piyasaların doğru, hükümetlerin ise yanlış kararlar aldığını düşünen bazı iktisatçılar finansal istikrarsızlıkların suçunu "politika değişikliklerine" atarlar.[3] Fakat ağırlık kazanan etkiler yeterince büyük ve yaygınsa, sebepleri ne olursa olsun ekonominin en azından bir sektöründeki kâr fırsatlarını değiştirerek ekonominin seyrini değiştireceklerdir. Bu etkiler bazı yeni ya da mevcut alanlarda kâr fırsatları yaratırken bazılarında da bu fırsatları ortadan kaldırır. Sonuç olarak, tasarruf sahibi kişiler ya da kredi kullanan firmalarla bireyler kârlı alanların avantajlarından yararlanıp kârsız alanlardan çekilmenin yollarını ararlar. Yeni kâr alanları kayıp alanlardan ağır bastığında yatırım ve üretim artar. Bir patlama yakın demektir.

Minsky'nin modelinde patlama toplam para arzını artıran banka kredilerindeki bir genişleme tarafından beslenir. Bankalar önceki kurumsal düzenlemeler doğrultusunda piyasaya banknot çıkararak ya da banka mevduatlarını borç vererek para arzını genişletebilirler. Banka kredileri namı yayılmış şekilde istikrarsızdır ya da en azından geçmişte böyleydi ve Minsky'nin modeli de bu gerçeğe dayanmaktadır. Minsky'nin modelinin bu özelliği aşağıda yer almaktadır ama biz daha ileri gideceğiz. Bankalar gelişmeden önce ve sonra bir spekülatif çılgınlığı ateşleyecek ilave ödeme araçları, kişisel kredilerin büyük oranlarda genişleyebilen doğasında aslında mevcuttu. Belli bir dönemdeki belli bir bankacılık sistemi için parasal ödeme araçları sadece mevcut bankacılık sistemi içinde değil, aynı zamanda yeni bankaların kurulması, yeni kredi araçlarının geliştirilmesi ve kişisel kredinin bankaların dışına taşmasıyla da genişleyebilir. Buradaki can alıcı soru tüm bu parasal genişleme yollarının nasıl kontrol edileceği sorusudur. Fakat eski ya da po-

3 Robert D. Flood ve Peter M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994).

tansiyel yeni bankaların istikrarsızlığı sorunu halledilse bile, kişisel kredilerin istikrarsızlığı yeterli saiklerin var olması halinde bir patlamayı finanse edecek ödeme araçlarını sağlamaya devam edecektir.

O halde spekülasyon dürtüsünün mevcut olduğunu ve mal veya finansal varlık talebine dönüştüğünü farz edelim. Bundan sonra artan talep mal üretme kapasitesinde veya mevcut finansal varlık arzı üzerinde baskı oluşturur. Yeni kâr fırsatlarını artırarak ve yeni firma ve yatırımcıları çekerek fiyatlar yükselir. Yeni yatırımlar gelirleri artırınca bu da tekrar yeni yatırımlara ve yeni gelir artışlarına yol açarak pozitif geri beslemeyi geliştirir. Bu aşamada Minsky'nin "öforya"* dediği duruma ulaşırız. Fiyat artışı spekülasyonu üretim yatırımlarına ve satışlara eklenir. Eğer bu süreç gelişirse, sonuç kaçınılmaz olmasa da genellikle Adam Smith ve çağdaşlarının "aşırı ticaret" olarak adlandırdığı durumla neticelenir.

Ancak aşırı ticaret açık bir kavram değildir. Saf bir fiyat artışı spekülasyonundan, aşırı bir kazanç beklentisi tahmininden ya da aşırı hızlı "işleyen" ticari alışverişten meydana gelebilir.[4] Elbette saf spekülasyon malların ve finansal varlıkların kullanmak veya gelirini almak için değil, tekrar satmak için satın alınmasını içerir. Aşırı kâr beklentisi öforyadan kaynaklanır, üretim ve dağıtım sürecindeki firmaları etkiler ve açıklama gerektirmez. Hızlı işleyen ticari alışveriş ise mal ve varlıkların yürürlükteki fiyatlarına ve bu fiyatlardaki muhtemel değişikliklere oranla az olan nakit ihtiyacından kaynaklanır. Bu, bir varlığın satılıp onunla ileriki ödeme yükümlülüklerinin devredilebileceği şartlar altında, yalnız ihtiyat akçesi yatırarak veya taksitle bu varlığı satın almak demektir. Firmalar ya da kişiler spekülatif alım satımlardan başkalarının kâr ettiğini görünce onlar da aynı şeyi yapar: "Maymun gördüğünü taklit eder." Son birkaç on yıldaki finansal krizler hakkındaki konuşmalarımda trajikomik olan şu tespitin altını çizdim: "Bir arkada-

(*) Kendini aşırı derecede zinde hissetme hali – ç.n.

4 Bkz. R. C. O. Matthews, "Public Policy and Monetary Expenditure", Thomas Wilson ve Andrew S. Skinner'ın editörlüğünü yaptığı, *The Market and the State:Essays in Honour of Adam Smith* (Oxford: Oxford Univesty Press, Clarendon Press, 1976), s.336.

şının zengin olduğunu görmek kadar insanın mutluluğunu ve karar verme yetisini bozan başka bir şey yoktur."[5] Normal şartlarda bu tür faaliyetlerden uzak duran kesimi de içine alarak bu tür faaliyetlere kendini kaptıran firma ve kişi sayısı arttıkça, kâr spekülasyonu normal rasyonel davranıştan "çılgınlık" veya "balon" olarak tasvir ettiğimiz davranışa doğru kayar. "Çılgınlık" sözcüğü irrasyonel olmaya vurgu yaparken; "balon" sözcüğü içi boş şekilde patlamak üzere şişmeye vurgu yapmaktadır. Bazı iktisatçıların teknik dilinde balon, mecaz anlamından uzaklaşacak şekilde, negatif balon ihtimali hatta realitesine götüren ve asıl olandan aşağı ya da yukarı yönde gerçekleşen herhangi bir sapmayı ifade eder. Asıl değerlerden (fiyat olarak) küçük fiyat sapmaları genellikle velvele/yaygara olarak adlandırılır. Bu kitapta balon fiyatların şiddetle çökmeden önce belli bir müddet boyunca yükselmesi anlamında kullanılıyor.[6] Uzun süreli bir negatif balon ise çöküştür.

İzleyen bölümde göreceğimiz gibi spekülasyon malzemesi, bir çılgınlık veya balondan diğerine büyük oranda değişebilir. Bunlar arasında özellikle uzak ülkelerden ithal edilen temel mallar (arz ve talebin tam şartlarının detaylı şekilde bilinmediği yerlerden) ya da uzaktaki pazarlara ihraç etmek üzere üretilmiş mallar, çeşitli yerli ve yabancı senetler, mal veya tahvil alım satım mukaveleleri, şehirde ve taşrada arsalar, evler, iş ve alışveriş merkezleri, kat mülkiyeti ve döviz bulunabilir. Daha ileriki bir aşamada, spekülasyon gerçekten değerli nesnelerden hayali olanlara döner. Giderek genişleyen kalabalıklar, içinde bulunulan süreci anlamaksızın zengin olmanın yollarını arar. Elbette hilekârlıklar ve işporta dalavereleri de bu süreçte artar.

Minsky'nin modeli tek bir ülkeyle sınırlı da olsa aşırı ticaret tarihsel olarak bir ülkeden diğerine yayılma eğilimindedir ve kanalları çok fazladır. Bir piyasada fiyatları yükselen uluslararası ticari malların

---

5 Bkz. James B. Stewart, *Den of Thieves* (New York: Touchstone Books [Simon & Schuster], 1991, 1992), s.97: "1980'lerde şirket devir patlamalarını gerçekten ateşleyen şey şirket alıp satarak çok para kazanan insanların görüşüydü."

6 Robert Z. Aliber şöyle yazmaktadır: "Bir şeyin –hisseler, gayrimenkuller veya lale soğanları– cuma günkü fiyatının yatırımcılar tarafından tahmini, fiyatındaki pazartesi günü yaşanacak artışa, o da Salı ve Çarşamba günkü artışlara dayandırıldığında balon oluşur" (kişisel iletişim).

ve varlıkların arbitraj yoluyla diğer piyasalarda da fiyatları yükselir. Dış ticaret çarpanı, verili bir ülkedeki gelir değişimini artan ya da azalan ithalat yoluyla diğer ülkelere de nakleder. Sermaye akışı üçüncü bir kanalı oluşturur. Altın, gümüş (altın standardı veya çift metal sistemi altında) veya döviz dördüncü bir kanaldır. Bir ülkedeki yatırımcı öforyası ya da kötümserliği diğer yatırımcılara bulaştığında tamamen psikolojik kanallar devreye girer. 24 ve 29 Ekim 1929 ve 19 Ekim 1987'deki fiyat düşüşleri aslında tüm finansal piyasalarda (Japonya hariç) arbitraj, gelir değişimleri, sermaye akışı veya para hareketleri ile izah edilebilmekten çok uzak anlık olaylar olarak ortaya çıkmışlardı.

Para hareketleri açısından bakıldığında ideal bir dünyada bir ülkenin para kazanması bir diğerinin eşdeğer kaybıyla karşılanacak ve ilk durumdaki parasal genişleme ikincideki daralmayla dengelenecektir. Bununla birlikte, gerçek dünyada birinci ülkedeki patlama rezerv arzındaki veya "gücü yüksek para"daki artıştan hız kazanırken, para rezervlerindeki kayba rağmen yatırımcılar dışarıda yükselen kâr ve fiyatlara spekülatif ava katılarak cevap verdiklerinde, ikinci ülkede de patlama oluşabilir. Diğer bir deyişle, parasal alandaki daralmanın yol açtığı potansiyel kasılma talepteki ve spekülatif ilgideki artış tarafından bastırılabilir. Her halükârda iki ülkenin de kredi sistemi daralır.

Spekülatif yükseliş sürdükçe faiz oranları, dolaşım hızı ve fiyatlar da artmaya devam eder. Bazı aşamalarda ise, içeriden haber alanların bir kısmı kâr realizasyonuna gitmeye karar verir ve satışa geçer. Spekülasyona yeni katılanlarla içeriden haber alanların çekilmesi dengelendikçe piyasanın üzerinde kararsızlık hâkim olur. Fiyatlar yatay bir seyir izlemeye başlar. Finansal sıkıntıların hâkim olduğu huzursuz bir ortam oluşur. Finansal sıkıntı kavramı şirket finansmanından gelmektedir. Uzak da olsa bir firmanın yükümlülüklerini karşılayamama ihtimali belirdiğinde finansal sıkıntıya düştüğü söylenir.[7] Ekonominin genelinde ise bu durum, spekülasyon yapan toplumun önemli bir kısmı tarafından likiditeye hücumun –öteki aktiflerden çıkıp paraya yö-

7 M. J. Gordon, "Toward a Theory of Financial Distress", *Journal of Finance*, cilt 26 (Mayıs 1971), s.347-56.

nelmenin– mal ve senetlerin fiyatları üzerinde yıkıcı sonuçlar doğurması ve bazı spekülatif borçluların kredilerini ödeyemez duruma düşmeleri anlamına geldiğinin farkına varılmasıdır. Sıkıntı arttıkça spekülatörler tedricen veya hemen piyasanın daha yukarı gidemeyeceğini anlarlar. Piyasadan çıkış zamanı gelmiştir. Reel ya da uzun vadeli finansal aktiflerden paraya geçiş her an bir hücuma dönüşebilir.

Krizi hızlandıran özel bir işaret, zor durumdaki bir şirket ya da bankanın batması, dürüst olmayan vasıtalarla finansal sıkıntıdan kurtulmaya çalışan birinin dolandırıcılık ya da suiistimalinin açığa çıkması ya da başta çok değerlenen temel bir spekülasyon nesnesinin fiyatındaki düşüş olabilir. Her halükârda hücum başlamıştır. Fiyatlar düşer. İflaslar artar. Likiditeye dönüştürme bazen düzgün işler fakat herkesin zirvede satış yapmasına yetecek miktarda para olmadığının farkına varılması durumu paniğe dönüştürebilir. Bu durumu ifade eden sözcük –yine Minsky'den değil– *şiddetli çekilme*'dir. Mallardan ve senetlerden şiddetli çekilme, bankaları bu tür varlıkların teminatı karşılığında kredi vermekten uzaklaştırır. 19. yüzyıl başlarında bu durum itibarsızlık olarak nitelenmekteydi. Aşırı ticaret, şiddetli çekilme ve itibarsızlık kavramlarında bir köhnelik, bir demodelik havası bulunsa ve belirsizlik taşısalar da, bunlar canlı bir resim sunarlar.

Şiddetli çekilme ve itibarsızlık gürültüyle kapanmadan önce kapıdan geçmeye çalışan insanları panik içinde (yada Almanların dediği gibi *Torschlusspanik*, "kapanmakta olan kapı paniği") bir güruha dönüştürecek kadar derinleşebilir. Şu üç şeyden bir ya da daha fazlası oluşuncaya kadar spekülasyon gibi panik de kendi kendini besler: 1- Fiyatlar o kadar düşer ki insanlar tekrar daha az likit aktiflere yönelmeye başlar. 2- Fiyat düşüşlerine sınırlamalar getirilerek, borsalar kapatılarak veya işlemler durdurularak ticaret durdurulur* veya 3- Son kredi mercii nakit talebini karşılayacak parayı sağlayacağına piyasayı

(*) Bu araç Nicholas Brady'nin 1987'de borsanın çöküşü üzerine ABD hükumetine sunduğu rapora binaen "devre kesici" olarak bilinmektedir. Daha önceleri bu araç, mal alım satımlarında malın fiyatı tek bir seansta belli bir oranda düştüğü zaman malın alım satımı gunun geri kalanında durdurulduğunda kullanılırdı.

ikna etmeyi başarır. Büyük miktarda para basılmasa bile diğer aktiflere karşı güven tesis edilebilir; birinin parasını alabiliyor olduğunu bilmek bile para talebini azaltabilir veya tamamen ortadan kaldırabilir.

Son kredi merciinin olmasının gerekip gerekmediği tartışma konusudur. Karşı olanlar bunun spekülasyonu ilk elden cesaretlendirdiğini savunmaktadırlar. Taraftar olanlarsa ilerde oluşabilecek bir krizden ziyade mevcut krizden endişe duyanlardır. Uluslararası son kredi merciinin yeri konusunda da sorular vardır. Ulusal krizlerde hükümet ya da merkez bankası (eğer varsa) sorumludur. Her ne kadar bazıları IMF'nin 1944 Bretton Woods Anlaşması'ndan beri bu görevi icra ettiğini iddia etse de, uluslararası düzeyde son kredi mercii olarak hizmet verecek ne bir dünya hükümeti ne de bir dünya bankası yoktur.

Son kredi mercii ile ilgili çelişkiler, tartışmalar, şüpheler ve sorular çok fazladır. Bu konuda ilerde söyleyecek çok şeyimiz olacak.

MODELİN GEÇERLİLİĞİ

Minsky'nin modelinin genel geçerliliği izleyen bölümde ayrıntılı olarak ortaya konacaktır. Bu aşamada üç karşıt görüşü tartışmak istiyoruz. Birinci görüşe göre her bir kriz öznel, yani özgün bir şartlar dizisinin ürünüdür ya da sınıflandırma açısından ekonomik krizler arasında öyle büyük farklılıklar vardır ki her birini kendine has özelliklere sahip çeşitli türlere ayırmak gerekir. Önceki bölümde değinilen parasalcıların "gerçek" (veya "hakiki") ve "sahte" krizler arasında ayrım yapılması gerektiğini savunan görüşünü tartışmadan atlıyoruz. İkinci görüşe göre ise Minsky'nin modelinin geçerli olduğu dönemler bulunsa da bugün artık şartlar farklıdır. Bu görüş büyük şirketlerin, büyük devlet organizasyonlarının, işçi sendikalarının, modern bankacılığın, daha hızlı iletişim olanaklarının vb. ortaya çıkması gibi ekonominin kurumsal temelinde yapısal değişikliklerin ortaya çıktığını söylemektir. Bu değişimlerin kredi istikrarsızlığı üzerine bina edilmiş bir kriz modelini –antika meraklıları hariç– ilgi çekici olmaktan çıkardığı iddia edilmektedir. Elbette bu görüş, 1980'lerde Üçüncü Dünya'nın borçlarında, iş merkezlerinde, lüks dairelerde, alışveriş merkezlerinde vb. yaşanan finansal

sorunlardan, 19 Ekim 1987'de Dow-Jones sanayi ortalamasının 508 puanlık düşüşünden ve 1990'larda Japonya, Doğu Asya, Rusya ve Brezilya'da yaşanan sorunlardan sonra daha az destek görür oldu.

Üçüncü görüşe göreyse balonlar mevcut olamaz çünkü piyasa esas fiyatları yansıtır ve fiyatlarda keskin düşüşler hükümet ya da merkez bankasının "politika değişikliğini" gösterir. Dikkat çekecek temel fiyatlar bulunmadığında ve oluşan balon sürü davranışının, pozitif geri beslemenin ya da vagon etkilerinin bir sonucu olarak ortaya çıktığında –saf sazanlar akıllı içeriden haber alıcıları takip ettiğinde– etkin piyasa hipotezine inanan ekonometriciler modelin yanlış tanımlandığını, yani teorinin hesaba katmadığı bir şeylerin vuku bulduğunu ve daha fazla araştırmanın gerektiğini öne sürme eğilimi gösterirler.[8] Bu düşüncede olanlarca ihmal edilen bazı araştırmalar bu kitapta sunulmaktadır.

Mesele elbette herkesi memnun edecek tarzda çözülemez. Gerçek çok boyutludur ve bu türden meselelerde gerçeğe yaklaşım farklılıkları, kavrayış tarzı ve derinliği temelinde haklı çıkarılabilir. Buradaki iddia, Minsky'nin modeli kullanılarak genelleştirilen ve ağırlık kazanan etkiler, aşırı ticaret, parasal genişleme, şiddetli çekilme ve güven kaybının temel modelinin dikkatimizi iktisat politikasının çok önemli sorunlarına yönlendirecek şekilde kapitalist ekonominin doğasını tasvir ettiğidir.

Önce her krizin özgün bir dizi tarihi olayın ürünü olduğunu savunan karşıt görüşü ele alalım. Bu, 1848 ve 1929[9] krizleri için söylenmiştir ve kitap boyunca atıfta bulunulan farklı krizlerin bir dizi tarihi açıklamasında ifade edilmektedir. Bu görüşü destekleyecek çok şey bulunmaktadır. Herhangi bir krizin özellikleri bir diğerininkinden farklıdır: Ağırlık kazanan etkilerin doğası, spekülasyon nesnesi ya da nesneleri, kredi genişlemesinin formu, hilekârların mahareti, şiddetli çekilmeyi ateşleyen olayın doğası bu özelliklerden bazılarıdır. Fakat Fransızların dediği gibi, bir şey ne kadar değişirse, o kadar aynı kalır. De-

8 Bkz. Flood ve Garber, *Speculative Bubbles*, s.73-74, 85, 96, 98, vs.

9 Bkz. C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2. baskı (Berkeley: University of California Press, 1989), s.1-3.

taylar çoğalır, yapı sabit kalır.* Bu bölümde ilgimizi yapıya yoğunlaştırıyoruz; izleyen bölümlerde detaylara yoğunlaşacağız.

Daha zorlama bir yoruma göre ise farklı türleri barındıran krizlerin ticari, sınai, parasal, bankacılık, mali, finansal (finansal piyasalar anlamında) vb. şeklinde bölümlenmesi veya lokal, bölgesel, ulusal ve uluslararası gibi gruplara ayrılması gereklidir. Bu türden sınıflamalar çoktur; böyle bir sınıflama için söylenecek bir şeyler olmasına rağmen iki sebepten dolayı bunu reddediyoruz. İlk olarak biz, spekülasyon, parasal genişleme, aktiflerin fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve takip eden düşüş ve paraya hücum gibi öncelikle bir dizi kritik unsuru ihtiva eden uluslararası finansal krizlerle ilgileniyoruz. Bu çerçevenin dışındaki krizler genel olarak bizim ilgi alanımızın da dışındadır ve bu kategori içinde inceleme yapmaya değecek miktarda değişik tür olduğunu söyleyebiliriz. İkinci olarak, bu kitap genel özelliklerle ilgilenmektedir; çok derinlere dalmak detaylarda boğulmaya yol açarak analizi sıkıntıya sokacaktır.

Burada kullanılan modele daha güçlü bir saldırı merhum Alvin Hansen'den gelmiştir. Hansen 19. yüzyılın ortalarından önce buna çok benzer bir modelin dünya ekonomisine başarılı bir şekilde uygulandığını ama daha sonra büyük bir değişim geçirdiğini iddia ediyor:

> Piyasanın belirsizliğine, mal spekülasyonuna, "aşırı ticarete", banka kredilerinde aşırı büyümeye ve tüccarların psikolojisi üzerine bina edilmiş teoriler modern kapitalizmin ilk "merkantil" veya ticari evresine tekabül ediyor. Fakat 19. yüzyıl boyunca lider endüstriler tasarruf ve yatırım vasıtasıyla verimli kazançlar peşinde koşan fonlar için başlıca alanları oluşturdular.[10]

Bu alıntının yapıldığı kitapta Hansen iş döngülerini açıklıyordu. Kendisinin de önde gelen yorumcularından biri olduğu Keynesyen

(*) "Bir balon diğerine benzer, panikler de birbirinden çok fazla farklılaşmaz; hucum edilen şeyin yabancı krediler, altın, kauçuk veya demiryolu hissesi olup olmaması onemli değildir" (Paul E. Emden, *Money Powers in the Nineteenth and Twentieth Centuries* [New York: D. Appleton-Century, 1938], s.92).

10 Alvin Hansen, *Business Cycles and National Income* (New York: W.W. Norton, 1957), s.226.

analize girmeden önceki açıklamaları çürütmek istiyordu. Bence modern şirketin ortaya çıkması ya da tasarruf ve yatırımın önemi konusunda değil fakat, bunların mal ve tahvil spekülasyonu, kredi ve fiyatların istikrarsızlığı konularındaki önceki görüşlerin ortadan kalkmasını gerektiren tabi birer sonuç olduğu konusunda yanılıyordu. Hansen'in dikkatinin tasarruf ve yatırıma ve onların ardındaki güçlere çekilmesi anlaşılır bir şeydir fakat belirsizliği, spekülasyonu ve istikrarsızlığı görmezden gelmek onların kaybolduğu anlamına gelmez.

Bu kitabın özü Keynesyen teorinin eksik olduğunu ve bu eksikliğin sadece para arzını ihmal etmesinden kaynaklanmadığını ortaya koymaktadır. Parasalcı teori de eksiktir. Yatırım-tasarruf (IS) ve likidite-para (LM) ilişkisini bir araya getiren Hansen-Hicks'in IS-LM eğrisi gibi Keynesyen ve parasalcı teorinin bir sentezi, üretim ve fiyatları işin içine soksa da, (en güncel makroekonomik analizlerde olduğu gibi) beklentilerin, spekülasyonun, kredilerin istikrarsızlığının ve de çeşitli aktiflerdeki körüklenen spekülasyonun rolünü hesaba katmadığında yine de eksik kalır. Keynesyen ve Friedmancı okullar, onları sentezleyen modern makroekonomik teorilerin çoğu gibi, eksik oldukları derecede yanlış değildir. Aynı zamanda belli şartlar altında ihmaller hem Keynesyen hem de parasalcı teoriyi yanlış yöne sevk edebilecek kadar kritik olabilir.

MODELİN GÜNÜMÜZE UYGUNLUĞU

Modelin bugün kesin olarak uygulanabileceği yerlerden biri döviz piyasasıdır. Para otoritelerinin piyasaya geniş çaplı müdahalelerine ve döviz spekülasyonunun bazı firma ve bankalara büyük kazanç sağlarken bazılarına büyük kayıplar verdirmesine rağmen, fiyat düşüşleri ve yükselişleri bu piyasada geniş bir bantta seyreder.[11] Finansal bir kriz önlenmiştir fakat bazı gözlemcilere göre durum tam olarak öyle değildir.

Sadece petrol fiyatlarının artışından beri değil, fakat özellikle –büyük oranda ihmal edilen bir gerçek olarak– bundan birkaç yıl ön-

11 Gazete haberleri George Soros'un Quantum Fonu'nun 1992-93'te İngiliz poundu ve İtalyan liretinde açık pozisyon oluşturarak 1 milyar dolar kazandığını ve 1994 baharında ise Japon yenindeki açık pozisyondan dolayı 600 milyon dolar kaybettiğini belirtiyor.

cesinde gelişmekte olan ülkelerin devasa boyuttaki dış borçlarını tekrar bir düşünün. Bu süreç, para politikalarında yapılan ciddi bir hata neticesinde (örneğin Almanya'da Bundesbank enflasyonu önlemek için sıkı para politikası uygularken, Birleşik Devletler'de Nixon'un tekrar başkan seçilmesi için uygulanan gevşek para politikası), çokuluslu bankaların kasalarının dolarla dolması sonucu yeni dış borç alıcısı ülkeleri kapmak için birbirleriyle mücadele ederken ve azgelişmiş ülkelere (LDCs'ler) zorla borç vermeye çalışırlarken oluştu. Zaire ve Peru gibi ülkeler borçlarını ödeyemediklerinden hemen çantada kekliğe dönüşürken; Arjantin, Brezilya ve Meksika zar zor kurtuldular ve zaman zaman borç ödemelerini ertelemek ve ödeme planını yeniden müzakere etmek zorunda kaldılar. Dünya her ne kadar 1982'de Meksika borç krizi ortaya çıkıncaya kadar bu durumu tanımlayamasa da sendikasyon kredileri alanında 1978'den itibaren sıkıntı içine girmişti.[12] Meksika krizinde Birleşik Devletler son kredi mercii olarak hareket etmiş ve IMF yeni bir borç planı yapana kadar bir milyar dolarlık peşin ödemeyle stratejik stok olarak Meksika'dan petrol alımı yapmış ve Federal Reserve Bank'tan bir milyar dolarlık destekleme kredisi vermişti. Büyük zararlar göze alınarak değişik çevrelerden Üçüncü Dünya'nın borç sorununa kesin bir çözüm bulma çağrıları yapılmasına rağmen sorunlar devam etmiştir.

Daha yakın başka örnekler 1988'den 1990'a kadar Japon borsası ve emlak piyasasında; 1993'te de "yükselen piyasalar"ın karşılıklı fon yatırımlarında bulunabilir ki, çoğu –özellikle yine Meksika'dakiler– 1994'te çökmüştür. O zamandan beri *hedge* (vadeli piyasada yapılan işlemlerle zararın azaltılması) fonları vasıtasıyla aktif ticarette yenilikler oluşmuştur. Doksan dokuzdan az katılımcısı olan bu piyasalarda, büyük miktarda paralarla aşırı çeşitlenmiş türevlerin ve internet üzerinden gece gündüz hisse senetlerinin ticareti yapılmaktadır. Bu değişimler hisse senetlerinin volatilitesini arttırmış ve endeksi baş döndürücü seviyelere taşımıştır. Kişisel tasarruflarda düşüş, iflaslarda artış,

12 Bkz. Stephen Goodman, ed., *Financing and Risk in Developing Countries* (New York: Praeger, 1978).

yabancı yatırımcıların Amerikan mallarını, hisse senetlerini, bonolarını ve şirketlerini satın almasına rağmen ABD'nin gittikçe artan ödemeler dengesi açıkları, şiddetli çekilme ve itibar kaybının izleyeceği bir aşırı ticaret riskini ortaya çıkarmaktadır ve bu kesinlikle çok gerilerde kalmış bir olgu değildir.

Bu yüzden ben de Hansen gibi modelin göz ardı edilemeyeceğinde ısrarlıyım. Fakat ben ileriye değil, geriye bakıyorum. Bu çalışma ekonomik tahmin çalışması değil finansal tarih çalışmasıdır. Dünya geçmişten pek ders almış gibi görünmüyor. Gelecekte de almayabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Spekülatif Çılgınlıklar

PİYASALARIN RASYONELLİĞİ

Konu başlığında geçen "çılgınlık" sözcüğü gerçeklik veya rasyonellikle irtibatın kaybolmasını, hatta kitlesel bir cinnet ve histeriye yakın bir anlamı ifade etmektedir. Sözcük, kanal çılgınlıklarından tutun demiryolu, şirket, arsa ve daha bir dolu çılgınlıkla dolu iktisat tarihinde mütemadiyen kullanılmaktadır. Oysa sosyal bilimler gibi iktisat teorisi de insanın ve insanların rasyonel olduğu varsayımını benimsemiştir. Peki bu iki görüş birbiriyle nasıl uzlaştırılabilir?*

"Rasyonel beklentiler" modellerin ekonomik olarak test edilmesinde söylem düzeyinde kullanılan teknik bir varsayımdır. Bugünün düne benzemesi gibi yarının da bugüne benzeyeceği varsayımında bulunmak yerine –adaptif beklentiler olarak adlandırılan, değişkenlerin basit gecikmelerle ilerlemesi– "rasyonel beklentiler"i kullanan ekonometriciler, iktisat teorisinin değişkenlerdeki değişime rasyonel, yani standart ekonomik modellere uyumlu şekilde tepki vereceğini varsaymaktadırlar.

(*) Sosyal davranışlarda rasyonelliğin biraz daha teknik bir tartışması için okuyucu Ek A'ya bakabilir.

Daha genel bir varsayım olarak, piyasaların rasyonel olduğunu söylemek ne anlama gelmektedir?[1] Piyasaların çoğunun ya da tüm piyasaların çoğu zaman rasyonel şekilde hareket ettiğini söylemek midir? Yoksa piyasadaki her bir katılımcının aynı zekâya, bilgiye, amaca ve aynı ekonomik model anlayışına sahip olduğunu söylemek midir? Yoksa tüm piyasaların her zaman rasyonel şekilde hareket ettiğini söylemek midir? Bunlardan herhangi bir formülasyonu benimsediğinizde farklı bir durum ortaya çıkar. Çoğu piyasanın çoğu zaman rasyonel şekilde hareket ettiğini kabul etmek, tüm piyasaların daima rasyonel şekilde hareket ettiğini kabul etmekten daha kolaydır. Tartışma genellikle iki uç nokta arasında, yani hiçbir piyasanın asla rasyonel olmadığını savunan düşünceyle tüm piyasaların daima rasyonel olduğunu savunan düşünce arasında gibi gözükmektedir. Uzmanlaşmış networklerin (şebekelerin) etkileri üzerine bir toplantıda Harry G. Johnson, eski iktisatçıların uluslararası para reformu ile ilgilenen "Bellagio Grubu" ile daha genç Chicago-Rochester-Manchester-Dauphine-Genova grubu arasındaki farkın tasvirini şöyle sunmuştu:

> Aradaki fark şu şekilde özetlenebilir: Eski nesil iktisatçılar "dalgalı kur sistemi umduğum gibi çalışmıyor, bu yüzden teori yanlıştır, dünya irrasyoneldir ve ulusal hükümetler arasında bir işbirliği ile sağlanacak sabit kur sistemine dönülmesi ile rasyonellik tekrar kazanılabilir" deme eğilimindeyken, genç kuşak iktisatçılar "dalgalı kur sistemi çoğu piyasalar gibi rasyonel çalışması beklenen bir sistemdir; benim standartlarıma göre rasyonel olarak çalışmadığı görülüyorsa nasıl çalışması gerektiği konusundaki benim görüşüm muhtemelen hatalıdır; konuyu çözümleyebilmek için rasyonel maksimizasyon davranışı ve ampirik sonuçları üzerinde daha fazla çalışmam gerekiyor" deme eğilimindedir. Bu ikinci yaklaşım (genç yaklaşım) network vasıtasıyla yaygınlaşmakta ve entelektüel anlamda güç kazanmaktadır.[2]

1 John F. Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, cilt 29 (Temmuz 1961), s.313-35.

2 Bkz. Melvin W. Reder, "Chicago Economics: Permanence and Change", *Journal of Economic Literature*, cilt 20, no.1 (Mart 1982), s.1 38. Reder gördüğü kadarıyla Chicago Okulu'nun tümdengelimci metoda sıkı sıkıya sarıldığını ve olaylar teoriyle uyuşmadığında testin bazı kritik değişkenleri ihmal ettiğini (yanı listenin yanlış tayin edildiğini) ve/veya daha fazla araştırmanın ge-

Dolayısıyla, rasyonellik realitenin tanımından ziyade *a priori* bir varsayımdır.

Uzun dönemde piyasaların rasyonelliğinin faydalı bir hipotez olduğunda kuşku yoktur. Karl Popper'in anlayışımıza ışık tutan terminolojisiyle bu bir "gebe" hipotezdir. Dünya insanların uzun dönemde rasyonel oldukları varsayımıyla hareket ettiğinden, biz de iktisadi olayları bu hipoteze göre analiz etmeliyiz.

Bununla birlikte, Milton Friedman daha da ileri gitmiş ve istikrar bozucu spekülasyonun olamayacağını iddia etmiştir. Fiyatlar artarken alıp, düşerken satan istikrar bozucu spekülatör yüksek fiyattan alıp düşük fiyattan satıyor olacağından para kaybedecektir. İstikrar bozucu spekülatör Darwinci anlamda hayatta kalamayacaktır, dolayısıyla istikrar bozucu spekülasyon da olamaz.[3] Harry Johnson gibi parasalcı bir akademisyen bile bu analizin kendisini rahatsız ettiğini itiraf etmiştir.[4] Ben de tarihin ve daha rafine bir teorinin bu görüşün yanlışlığını ispatladığını iddia ediyorum.*

Rasyonel piyasa ve onun neticesi olarak istikrar bozucu spekülasyonun imkânsızlığı şeklindeki *a priori* varsayım geniş bir iktisat tarihi okumasıyla savunulması zor bir görüş haline gelecektir. Tarihin sayfaları, belirsizliği herkesçe bilinen çok abartılı bir dille neşredilmiştir; buna rağmen irrasyonel piyasaların ve istikrar bozucu spekülasyonun ara sıra ortaya çıktığından başka bir yoruma izin vermezler. İşte literatürden seçilen bazı cümleler: *Çılgınlıklar... delilik derecesinde arazi spekülasyonları... kör ihtiras... finansal sefahat ...taşkınlıklar... hararetli spekülasyon... hızla köşeyi dönme arzusunun salgına dönüşmesi... hüsnükuruntu... mest olmuş yatırımcılar... körleşmek... duya-*

rektiğini savunma eğilimında olduğunu detaylı şekilde belirtiyor. Teoriyi değiştirmek mumkun olduğunca kaçınılan ve son çare olarak başvurulacak bir yoldu.

3 Milton Friedman, "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics* (Chicago: Univesty of Chicago Press, 1953) içinde.

4 Harry G. Johnson, "Destabillizing Speculation: A General Equilibrium Approach", *Journal of Political Economy*, cilt 84 (Şubat 1976), s.101.

(*) Bir keresinde Friedman "İstikrar bozucu spekulasyon teorik bir olasılıktır ama bırakın genel bir kaide olarak, özel bir vaka olarak bile ampirik kanıtının bulunduğuna rastlamadım" diyerek farklı bir goruşe kaymıştır.

cak kulağı, görecek gözü olmayan insanlar... geçici ve sahte mutluluk içinde yaşayan yatırımcılar... kolay kazanılan itibar... aşırı güven ... aşırı spekülasyon... aşırı ticaret... kabaran iştahlar... çılgınlık... büyümek için çılgınca koşuşturma.[5]

15. yüzyıldan 18. yüzyıla kadar Avrupa'da günlük hayatı değerlendirirken, Fernand Braudel delilik ve ihtiras sözcüklerini büyük oranda tüketimle fakat aynı zamanda baharat, giyim tarzları, bilgi ve araziye olan ilgiyle bağlantılı olarak kullanmıştır.[6]

Mayıs 1866'da yaşanan Kara Cuma'da batan Overend Gurney firmasının "dirayetli ahmaklar"dan oluştuğu söyleniyordu.[7] Bagehot "Bu zararlar o kadar aptalca ve pervasızca yapılmıştı ki Londra'da borç veren bir çocuk bile daha iyisini yapardı"[8] diyor.

Clapham 1890'da Baring şirketinin tasvirini yaparken karakteristik İngiliz üslubuyla durumu daha hafifleştirerek şöyle diyordu: Bu şirketleri ve muhtemel yatırımcılarını yeterince soğukkanlı ve akıllıca değerlendirmediler, tam tersine sağduyunun (basiretin) oldukça ötesine geçtiler."[9] Ya da South Sea balonuyla ilgili Adam Smith'in yaptığı değerlendirmenin zengin dilini düşünün: "Çok fazla sayıda hissedar, çok fazla kâr payına sahip olmuştu. Bu yüzden ahmaklık, ihmal ve israfın yönetimin tüm işlerine sirayet etmesi kaçınılmazdı. Borsa tellallığı işlemlerindeki hilekârlıklar ve aşırılıklar şirket çalışanlarının (haklı olarak) ihmali, müsrifliği ve suiistimali olarak bilinir."[10]

---

5 Milton Friedman, "Discussion" of C. P. Kindleberger Federal Reserve Bank of Boston, The *International Adjustment Mechanism* (Boston: Federal Bank of Boston,1979), s.114-15'te "The Case for Fixed Exchange Rates, 1969".

6 Bkz. Fernand Braudel, *The Structures of Everyday Life, Civilization and Capitalism: The Limits of the Possible*, 1. cilt, çev. Sian Reynolds (New York: Harper and Row, 1981) s.220, 221, 281, 315, 318, 335, vs.

7 H. M. Hyndman, *Commercial Crises of the Nineteenth Century* (1982; düzeltilmiş ikinci baskı [1932], New York: Augustus M. Kelley, 1967), s.96.

8 Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873; düzeltilmiş yeni baskı, Londra: John Murray, 1917), s.18.

9 Sir John Clapham, *The Bank of England: A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 2, s.326.

10 Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776; yeni baskı, New York: Modern Library, 1937), s.703-4.

Son olarak, klasik iktisatçıların bu geçit töreninde genellikle geride duran Alfred Marshall'ın tasvirine yer verelim:

> Durmaksızın yapılan ticaretin zararları daima bu ticareti yapanların ötesine yayılma eğilimindedir... Bir bankanın güvenliği hakkında söylentiler yayılmaya başladığında bankada parası olanlar panik halinde bankaya hücum ederler; güvenleri cahilcedir, güvensizlikleri de cahilce ve hararetlidir. Böyle bir hücum tedricen ödeme yapabilecek bir bankanın genellikle batmasına yol açar. Bir bankanın batması sağlam olan diğerlerinin de batmasına yol açacak bir güvensizliğin şiddetli şekilde yayılmasına sebep olur; yangına dayanıklı binaların bile bir ahşap evden diğerine yayılan büyük bir yangının alevlerine boyun eğmesi gibi.[11]

BİREYİN RASYONELLİĞİ, PİYASANIN İRRASYONELLİĞİ

Çılgınlıklar ve panikler genel irrasyonalite ya da kitle psikolojisi ile bağlantılıdır. Rasyonel birey ve irrasyonel kalabalıklar arasındaki ilişki genelde daha karmaşıktır. (1) Kitle psikolojisinden sonra birbiriyle bağlantılı bir dizi olayı ayırt edebiliriz: (2) İnsanlar, rasyonel olarak başlayıp önce tedricen sonra daha hızlı şekilde gerçeklik ile irtibatı koparacaktır, insanlar devam eden sürecin içinde farklı aşamalarda değişebilirler; (3) Başlangıçtaki ve sonraki aşamalardaki farklı tüccar, yatırımcı ya da spekülatörler arasındaki rasyonellik de farklılaşacaktır; (4) Hepsi de bütünün zaman zaman parçaların toplamından daha farklı bir şey olduğunu iddia eden terkip hatası karşısında mağlup olacaklardır; (5) Özellikle etki ve tepki arasında gecikme olduğunda, etkiye verilen tepkinin doğru miktarını tahmin etmeye yönelik tepkinin niteliği, rasyonel beklentiler içindeki bir piyasanın başarısızlığına yol açacaktır; (6) Ekonomik aktörler yanlış modeli seçtiği, çok önemli ve özel ufacık bilgi kırıntılarını hesaba katmayı ihmal ettiği ya da dolaylı olarak benimsenen modelle uyumlu olmayan bilgileri gizlediği ölçüde, irrasyonellik var olacaktır. Ahmakların ve açgözlülerin dolandırıcılar ve

---

11 Alfred Marshall, *Money, Credit and Comerce* (1923; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1965), s.305.

suiistimalciler tarafından aldatılmalarına yol açan irrasyonelliği ise daha sonraki bölümlere bırakıyoruz.[12]

Kitle psikolojisi ve histeri rasyonel davranıştan saptıkça güçlenir. Pek çok ekonomik modelde bu unsurları buluruz: Gelişmekte olan ülkeleri ürettiklerinden daha fazlasını tüketmeye yönlendiren gösteriş etkisi; tüketimde önde gidenlerden geri kalmama arzusu; artan gelirle ortaya çıkan tüketim artışını gelir düştüğünde aynı ölçüde düşürmeyi reddetmek (Duesenberry etkisi) bunlar arasındadır. Politikada bu, birbirini izleyen vagon etkisi, yani insanların kazananları desteklemesi ya da "farelerin gemiyi terk etmesi" gibi kaybedenleri terk etmesi olarak bilinir (gemi gerçekten batıyorsa ve gemiyi terk etmek rasyonel bir davranış olsa da). Konu Fransız tarihçi Gustave LeBon'un *The Crowd*[13] adlı eserinde genel hatlarıyla tartışılmış ve Charles McKay'ın *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds*[14] adlı kitabında South Sea Balonu'na uygulanmıştır. Ağustos 1720'de üçüncü listede bulunan 500 pound değerindeki South Sea hisselerini imzalayarak "Tüm dünya delirdiğinde bir ölçüde onlara uymamız gerekir" diyen banker Martin vakası bu konuda açık bir örnek olarak ele alınabilir.[15]

İrrasyonalitenin bu anlamdaki modern savunucularından biri piyasalardaki "öforya" tartışmasında ılımlı bir tarza vurgu yapan Hyman Minsky'dir. Eskiden (belki de aşırı kötümserliğin takip ettiği) bu tür aşı-

---

12 Gittikçe artan sayıda iktisat teorisyeni, piyasa oyuncularının eşit şekilde akıllı, bilgili ve düşüncelerinde bağımsız oldukları varsayımına değişmez şekilde bağlı kalmaktan uzaklaşmaktadır. Bunda, asimetrik bilgi (farklı katılımcıların farklı bilgilere ulaşması), bilinçsel uyumsuzluk (*a priori* fikirlere uymayan bilgilerin bilinçsizce bastırılması), sürü davranışı, zamanında harekete geçmeyi engelleyen sürüncemede bırakma vb. kavramların gündeme getirilmesinin etkisi vardır. Konuyla ilgilenen özellikle George Akerlof ve Richard Thaler'in çalışmalarına başvurmalıdır. Benzer incelemeler için Bkz. R. Glenn Hubbard'ın editörlüğünü yaptığı *Financial Markets and Financial Crises* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), s.69-108'de Frederic S. Mishkin, "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective" ve Thomas Lux, "Herd Behavior, Bubbles and Crashes", *Economic Journal*, cilt 105 (Temmuz 1995), s.881-96.

13 Gustav LeBon, *The Crowd: A Study of the Popular Mind* (Londra: T. Fischer, Unwin, 1922). Türkçesi: *Kitleler Projesi*, Yağmur Yay., 2005.

14 Charles Mackay, *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds* (1852; düzeltilmiş yeni baskı, Boston: L.C. Page Co., 1932).

15 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londra: Cresset Press, 1960), s.161.

rı iyimserlik dalgası güneş lekelerine*[16] ya da Venüs veya Mars'ın semasındaki yola bağlanırdı. Minsky'nin formülasyonunda "bazı etkilerin ağırlık kazanması", sistemin bazı yapısal özellikleri ve insan hatasıyla başlar. Birtakım olaylar güveni arttırır, iyimserlik güçlenir. Refahın sürekli artışı ve yüksek kârlılık yönündeki güvenli beklentiler portföylerde büyük risk taşımayı çekici kılar. Finansal kurumlar likiditeyi düşüren ve daha ciddi ortamlarda reddedecekleri borç yapılarını kabul ederler. Yükseliş başlamıştır ve bir çılgınlık oluşuncaya kadar kendi kendini besler.

Ölçüsüz yükselişin alternatif bir açıklaması Irving Fisher'e, meslektaşı Harry Gunnison Brown'a ve nihayetinde Knut Wicksell'e kadar gider; bu açıklamalara göre ölçüsüz yükselişin sebebi faiz oranlarının çok fazla düşmesidir.[17] Fiyatlar yükselirken faiz oranları onları gecikmeli olarak takip eder. Bu, reel faiz oranlarının düşmesi demektir. Borç verenler para yanılsamasına düşer, yani fiyat artışlarını hesap etmez ve nominal faiz oranlarından memnun olurlar. Borç alanlar ise para yanılsamasına düşmez, yani reel faiz oranlarının düştüğünü fark ederler. Reel faiz oranları düşerken kâr beklentilerinin artması veya aynı seviyede devam etmesi rasyonel yatırımcı sayısını artırır. Tablo pek ikna edici gelmiyor değil mi? Bir grup finansal yatırımcı para yanılsamasına düşerken diğer bir grubun düşmemesi şüpheli bir durum arz ediyor. Üstelik öforya bazen genelleşirken, ağırlık kazanan etkiye göre genellikle bir ya da iki spekülasyon nesnesi üzerine odaklanır.

Çok düşük faiz oranı belki daha genel bir fenomenin özel bir halidir; yeni finansal araçların kabul görmeleri için çok düşük şekilde fiyatlandırılmaları gibi. Bu aşırı kullanıma yol açabilir, ya da endüstriye sonradan girenler yerleşik rekabetten başarıyla çıkmak için aşırı risk alabilirler. Kayda değer örnekler arasında 1870'lerin başında

---

(*) Tamamen konu dışı olan bu kavram ilk baskıya az çok tesadüfen dahil edilmişti. Bununla beraber 1983'ten itibaren güneş lekeleri rasyonel beklentilerde beliren esasların karşısında genel belirsizliği ifade eden bir benzetme haline geldi.

16 David Cass ve Karl Shell, "Do Sunspots Matter?" *Journal of Political Economy* 91, no.2 (Nisan 1983), s.193-227.

17 Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*, 2. baskı (New York: Macmillan, 1911), özellikle krizle ilgili 1. Bölüm.

Northern Pacific[18] adlı demiryolunu destekleyen ünlü banker Jay Cooke; 1920'lerin sonunda belediye tahvil piyasasında Rogers Caldwell;[19] aynı dönemde gayrimenkul ipoteği karşılığı kredi veren Bank of the United States'ten Bernard K. Marcus[20] ve 1970'lerin başlarında Franklin National Bank'tan Michele Sondona[21] sayılabilir.

Spekülasyon genelde iki aşamada gelişir. Ilımlı yatırım aşaması olan birinci aşamada şahıslar, firmalar, yatırımcılar ya da diğer aktörler ağırlık kazanan etkiye sınırlı ve rasyonel şekilde cevap verirler; ikinci aşamada ise sermaye kazançları belirleyici rol oynar, "ilk tat yüksek faizlerden alınır, fakat bu tat kısa sürede ikinci dereceye düşer. Sermaye satılarak yapılacak büyük kazançlara karşı ikinci bir iştah kabarır."[22] 1830'larda Birleşik Devletler'de araziler önceleri yüksek fiyatlı pamuk tarımını yaygınlaştırmak ve daha sonra tekrar satmak için alınıyordu. Van Vleck'e göre 1850'lerde çiftçiler ve büyük toprak sahipleri arazileri hem kullandılar hem de üzerinde spekülasyon yaptılar. Normal zamanlarda ektikleri arazilerin düşen değerine karşı kendilerini korumak için işlediklerinden daha fazla araziyi satın alıyorlardı; patlama dönemlerinde ise bu az çok sağlam temel terk edildi ve çiftlikler arazi satın alımlarında ipotek olarak gösterildi ve bu araziler daha sonra spekülatif fiyat artışlarından yararlanmak amacıyla ipotek edildi.[23] İngiltere'de 1830'larda demiryolu spekülasyonu patlaması da iki aşamada yaşanmıştır: 1835'ten önce projenin balon olmadığı ilk aşama ve 1835'ten sonra balona dönüştüğü ikinci aşama. İlk aşamada hisseler müteşebbisler tarafından yerel ticaret odalarına, hepsi de tüccar ve sanayici olan Quaker sermayedarlarına ve duygularına yenik

18 Hentietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1934).

19 John Berry McFerrin, *Caldwell and Company: A Southbern Financial Empire* (Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1939; yeni baskı, Nashville: Vanderbilt Press, 1969).

20 Peter Temin, *Dit Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: W.W. Norton, 1976), s.90-93.

21 Joan Edelman Spero, *The Failure of the Franklin National Bank: Challenge to the International Banking Systen* (New York: Colombia University Press, 1890).

22 Bagehot, *Lombard Street*, s.131-32.

23 George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Colombia Universty Press, 1953), s.31.

düşmeyen Lancashire'lı işadamlarına, yani demiryolu yapımından faydalanmayı uman ve sadece başlangıçtaki % 5-10'luk ön ödemeyi değil, iş ilerlerken gerekli herhangi bir ödemeyi de yapabilecek zenginlere satılmıştı. İkinci aşamada profesyonel şirket müteşebbislerini –ki çoğu kısa vadeli kârlar peşinde koşan dolandırıcılardı– hanımefendileri ve din adamlarını da içine alan farklı bir yatırımcı sınıfını ayarttılar.*[24]

(*) Hanımefendiler ve din adamları (Amerikan tabiriyle "dullar ve yetimler") daha ziyade piyasada senetlere alışılan üçüncü aşamaya aittirler. Fransızlar bu tür yatırımları "aile babasına" uygun yatırımlar olarak adlandırır. Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941) adlı kitabında Hollanda'daki yatırımcı grupları arasında görülen bir dizi varyasyonu ortaya koymaktadır:

"Evde kalmış kızlar, dullar, emekli deniz ve ordu subayları, üst düzey bürokratlar, emekli tüccarlar, vaizler ve yetimhaneler" (s.118); "yüzlerce başka tüccar... binlerce yargıç, bürokrat, dul, yetim ve hayır kurumu" (s.162); "Amsterdam'ın memurları, zengin orta tabakası, yerli üst tabakası, dullar ve evde kalmış zengin kızlar"(s.181); "Evde kalmış kızlar, ilahiyatçılar, amiraller, yargıçlar, tüccarlar, profesyonel spekülatörler, çaresiz dul ve yetimler" (s.202).

Kitabın başında Bagehot'tan yaptığımız kısa alıntıda, elindekini uygun bir yatırıma dönüştürme yeteneğinden yoksun kör sermaye sahipleri "sessiz hanımefendiler, kırsaldaki din adamları, taşralı cimriler" ve "kilise papazları, yazarlar, büyükanneler" olarak tanımlanıyor. Bkz. Bagehot, "Essays on Edward Gibbon" alıntıyı yapan Theodore E. Burton, *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* (New York: Appleton, 1902), s.321-22.

Bagehot Lord Brougham üzerine yazdığı makalesinde (1857) 1814 kriziyle ilgili şunları söylemektedir:

Çılgınlık, buna daha hafif bir tabir kullanamam... en mütevazı şartlarda yaşayan ve ticari işlerde en uzak kimselere kadar inmiş bir hal... sadece memurlar ve işçiler değil hizmetçiler bile yaşlılık ve hastalığa karşı bir güvence olarak sakladıkları küçük birikimlerini yatırıyorlar...

Büyük spekülatörler battı; orta boy olanlar yurtiçinde ve dışında işlem yapabilme imkânlarını kaybetmiş olarak can çekişir halde yaşamaya çalışıyorlar, zavallı saflar ise küçük birikimlerini kaybedip kilise yardımıyla geçinir hale düştüler.

Yukardaki alıntılar Norman St. John-Stevas'ın editörlüğünü yaptığı *Bagehot's Historical Essays* (New York: New York University Press, 1966), s.118-119'dan yapılmıştır.

Balonun son aşamalarında içeri çekilen diğer bir saf ve masum grup da "manavlar ve hizmetçi kızlar"dır ve ikinci grup ne yazık ki bugün artık yok olmuş bir sınıftır. 1929'da ABD'deki kategoriler ise "ayakkabı boyacıları ve garsonlardı." Daha modern bir tanımlamayla bunlar "boya-badanacılar ve bürolarda çalışan kızlar"dır (John Brooks, *The Go-Go Years* [New York: Weybright and Talley, 1973, s.305]. Birleşik Devletler'de günümüzün varlıklı ancak kimi zaman yanlış yönlendirilmiş yatırımlar yapan sınıfı içinde başarılı doktorlar, dişçiler ve profesyonel atletler bulunmaktadır).

24 R. C. O. Matthews, *A Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge Univesty Press, 1954), s.49,110-11 ve M. C. Reed, *Investment in Railways in Britain: A Study in the Development of the Capital Market* (Londra: Oxford Univesity Press, 1976).

Aynı aşamalar 1870'lerin başında Viyana'da, başlangıçta site inşaatı için alınan arsaların daha sonra spekülatif poker fişleri gibi daha kârlı şekilde satılmak üzere alınmaya başlamasında da görüldü.[25] New York'taki yabancı tahvil piyasasında İlse Mintz'in iki aşamalı sürecinde de benzer şeyler yaşandı. 1924'ten ve Dawes kredisinden (patlamayı ateşleyen kredi) önce sağlıklı şekilde işleyen süreç sonrasında kötüleşti.[26] California'da ikinci el ipoteklerin kuvvetli itişiyle bir kişiden diğerine artan fiyatlarla satılan yeni tamamlanmış ve hatta henüz tamamlanmamış evlerin piyasası 1981'de zirve yaptıktan sonra fiyatların % 40 düşmesiyle çöktü.[27]

Boston'da 1985 ve 1986'da alıcıların % 60'ının tekrar satmak için daire satın aldığı ve 1988'de[28] yumuşayan daire "çılgınlığı", Chicago'da 1881'de yaşanan "daire çılgınlığı"nı anımsatıyordu.[29]

İki aşama gerçeği, iki spekülatör grubu, yani içeriden haber alanları ve dışarıdan oyuncuları gündeme getirmektedir. Bunlar bazı iktisatçıların Friedman'ın istikrarsızlaştıran spekülasyonun imkânsızlığı yönündeki *a priori* kabulüne cevabını oluşturmuştur. İçeriden haber alanlar fiyatları daha yukarılara taşıyıp zirvedeyken dışarıdakilere satarak istikrarı bozarlar. Dışarıdakiler ise zirvede alıp, içeriden haber alanlar piyasayı aşağı çekerken dipte satarlar. Dışarıdakilerin kaybı içeriden haber alanların kazancına eşittir ve piyasa bir bütün olarak dengededir. Johnson teknik bir makalesinde her bir istikrar bozucu spekülatöre karşılık istikrar sağlayan bir diğerinin olması gerektiğini ve bunun tersinin de doğru olduğunu ifade etmektedir.[30] Fakat profes-

---

25 Max Wirt, *Geschichte der Handelskrisen*, 4. baskı, (1890; duzeltilmiş yeni baskı, New York: Burt Franklin, 1968), s.480.

26 Ilse Mintz, *Deterioration in the Quality of Bonds Issued in the United States, 1920-1930* (New York: National Bureau of Economic Research, 1951).

27 Benjamin Stein, "The Day Los Angeles's Bubble Burst", *New York Times*, 8 Aralık, 1984.

28 "For Investors, Condo Craze Ends: Once Hot Market Makes Do Without Speculators", *Boston Globe*, 14 Şubat, 1988.

29 Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago* (Chicago: Universty of Chicago Press, 1933), s.136.

30 Johnson, "Destabilizing Speculation", s.101.

yonel içeriden haber alıcılar yükseliş ve düşüşü abartarak başta istikrarı bozarken, pahalıya alıp düşüğe satan dışarıdaki amatör oyuncular günün sonlarına doğru kendilerine öforya bulaşan kurbanlara oranla fiyatları daha az manipüle ederler. Kaybettiklerinde ise normal işlerine dönüp başka bir savurganlık için tasarruf etmeye başlarlar.

1869'da Birleşik Devletler'de yaşanan altın paniğiyle ilgili yazısında Larry Wimmer istikrar bozucu spekülasyonun var olmadığını ispatlamaya çalışmaktadır. Yazı özellikle dönemlerle ilgili olarak tarihçiler arasında yaygın, çok fazla yanlış kanının düzeltilmesinde faydalıdır. Ancak hem o hem de ben, kanıtların Gould ve Fisk'in fiyatları yükselterek dışarıdaki spekülatörleri istikrar sağlayıcı olmaktan istikrar bozucu hale döndürdükten sonra zirvede satış yaptıkları (en azından Gould böyle yapmıştır) hipoteziyle uyumlu olduğu konusunda hemfikiriz.[31] Bu konuyla ilgili iki grubun elde ettiği bilgiler farklıydı. İlk aşamada Gould hububat fiyatlarını arttırmak için altının primini artırarak doların değerini zorla düşürmede istekli olduğuna hükümeti ikna etmeye çalışırken, dışarıdaki spekülatörler hükümetin politikasının altının primini düşürerek banknotların altına yeniden konvertibilitesini sağlamak olduğu şeklindeki geçmişteki uygulamadan devralınan beklentiyle hareket ediyorlardı. 16 Eylül'de dışarıdaki spekülatörler bu beklentiyi bir kenara bırakarak çok fazla altın satın aldılar ve Gould'un altının fiyatını yükseltmek şeklindeki yaklaşımını benimsediler. Öte yandan 22 Eylül'de Gould Başkan Grant'ın kayınbiraderi olan ortağından dışarıdaki spekülatörlerin aslında haklı olduklarını ve planının benimsenmeyeceğini öğrendi. Hemen satışa geçti. Dışarıdaki spekülatörler yanlış yaptıklarını geç anladılar. Sonuçta 23 Eylül 1869 Kara Cuma'sı yaşandı ve 1929'da yaşanan Kara Salı ve Kara Perşembe ile Ekim 1987'de yaşanan Kara Pazartesi'nin yanında yerini alan üç Kara Cuma'dan biri oldu.

İçeriden haber alanlar ve dışarıdakiler olarak iki grup spekülatörü içine alan bir diğer örnek "borsa vurgun mekânları"dır. Tahvil ve

31 Larry T. Wimmer, "The Gold Crisis of 1869: Stabilizing or Destabilizing Speculation Under Floating Exchange Rates", *Explorations in Economic History* 12 (1975): 105-22.

Borsa Komisyonu bu uygulamayı 1933'te yasadışı ilan ettikten sonra söz konusu terim hemen hemen dilden silinmiştir. Benim bildiğim, iktisadi literatürde de tartışılmamıştır.* Borsa vurgun mekânları hakkında daha fazla bilgi elde etmek için romanlara bakmak gerekmektedir. Romanlardan çılgınlıklar, panikler, dolandırıcılıklar ve finansal aşırılıklarla ilgili çok fazla tarihi detay öğrenilebilir. Christina Stead'in muhteşem romanı *House of All Nations*'ta borsa vurgun mekânlarının klasik bir tablosu sunulmuştur.[32] Bir borsa vurgun mekânında, içeridekiler dışarıdaki halktan hisse alım satım emri alırlar fakat dışarıdakilerin bahislerinin tutmayacağını düşünerek, ki genellikle öyle olmuştur, bu emirleri yerine getirmezler. Böylece borsa vurgun mekânının kendini güvenceye alma *(hedge)* imkânı doğar: Eğer dışarıdakilerin istikrar sağlayıcı spekülatör olduğu ve kararlarının da doğru olduğu sonucu ortaya çıkarsa –düşükten alıp yüksekten satarak– borsa vurgun mekânı işlemcisi dolandırıcı haline gelir ve sıvışır. *House of All Nations*'ta Jules Bertillon 1934 yılında Letonya'ya kaçmıştı; bugün olsa herhalde Brezilya ya da Costa Rica'ya kaçardı.

Yüksekten alıp düşükten satan istikrar bozucu dışarıdaki spekülatörlerle ilgili bir diğer örnek de bilim adamı ve muhtemelen rasyonel bir kişi olan Isaac Newton'un kendi yazdığı tarihinde mevcuttur. 1720 baharında Newton: "Gök cisimlerinin hareketlerini hesaplayabilirim ama insanların çılgınlıklarını hesaplayamam" diyordu. 20 Nisan'da sahip olduğu South Sea Company hisselerini % 100 kâr ederek 7.000 pounda satmıştı. Maalesef o bahar ve yazın dünyayı pençesine alan çılgınlık salgını onun da iflasına yol açtı. Daha büyük bir miktarla zirvedeyken tekrar piyasaya girdi ve 20.000 pound kaybetti. Felaketi tecrübe eden pek çoğumuz gibi irrasyonel alışkanlığından o da piş-

---

(*) Watson Washburn ve Edmund S. Delong'un *High and Low Financiers: Some Notorious Swindlers and Their Abuses of Our Modern Stock Selling System* (Indianapolis: Bobbs-Merrill, 1932) adlı kitabında, "dinamitçiler" (pazarlamacılar) için ayrılmış "kazan daireleri" (satış alanları) ile "borsa vurgun mekânları" üzerine faydalı bir tartışma mevcuttur. Washburn ve DeLong 1920'lerde New York Başsavcılık Ofisi'nde görev yapan iki avukattı.

32 Christina Stead, *House of All Nations* (New York: Knopf, 1938).

manlık duydu ve hayatının geri kalanında bir daha South Sea adını duymaya tahammül edemedi.[33]

Aşamaları, içeriden ve dışarıdan oyuncuları ile öforik spekülasyon, her bir katılımcının davranışı kendi içinde rasyonelmiş gibi göründüğünde bile çılgınlık ve paniğe sürükleyebilir. Bu, bütünün parçaların toplamından farklı olması anlamında bir terkip hatasıdır. Her bir bireyin davranışı rasyoneldir ya da diğerleri aynı şekilde davranmasaydı rasyonel olacaktı. Eğer bir kişi içeridekilerin yaptığı gibi diğerlerinden önce piyasaya girip onlardan önce çıkmayı başarırsa, her ne kadar bütün zarar etse de kendisi iyi para kazanabilir. South Sea balonunda Carswell rasyonel bir katılımcıdan bahisle şöyle demiştir:

> Gerçek sermayenin üstünde bir artış sanal olmaktan öteye geçemeyecektir; bir artı bir en kaba aritmetiğin zorlamasıyla bile üç buçuk etmez, dolayısıyla tüm hayali kazançlar eninde sonunda birilerinin kaybı karşılığı olacaktır. Birinin bundan kendini korumasının tek yolu arkada kalanı şeytan kapmadan zamanında satmaya koşmaktır.[34]

"Arkada kalanı şeytan kapar", *sauve qui peut* (kaçabilen kaçsın), *die Letzen beissen die Hunde* ("arkada kalanı köpek ısırır") vb. uyarılar panik reçeteleridir. Tiyatroda çıkan yangın benzetmesi de düşünülebilir. Ya da tasvir etmeme gerek olmayan zincirleme mektubu düşünün: Zincir ancak sürekli genişlerse herkes zamanında dışarı çıkabilir. Sadece zincirin başında olduğunu bilmesi ve diğerlerinin de öyle düşüneceklerine inanması halinde bir kimsenin zincire katılması rasyoneldir. Beşinci Bölüm'de tartışılan Ponzi projesi 1920 yılında Boston'da senet alanlara 45 günde % 50 kâr garantisi verilen ve sonra girenlerin parasıyla öncekilere ödemenin yapıldığı bir tür zincirleme mektuptur. Maalesef kazanç elde edenlerin çoğu piramit oluşturmak için kazandıklarını tekrar buraya yatırmışlardır. Son katılanlar parala-

---

33 Charswell, *South Sea Bubble*, s.131, 199.

34 *A.g.e.*, s.120.

rını alamayabilecekleri endişesine kapılınca sistem çökmüştür. Dolandırıcılar –South Sea Company, Ponzi ve daha evvel kaçan akıllılar– çaldığı ve yeni para girişi sonunda kesildiği için herkese yetecek kadar para hiçbir zaman bulunamaz.

Terkip hatasına çok yakın olan bir başka şey de iktisada giriş derslerinde öğretilen ve piyasayı sürekli dengede tutan bir müzayede sisteminin tersine, arz ve talebin aynı anda değil, gecikmeyle birbirini takip ettiği standart *cobweb* (örümcek ağı) modelidir. "Ağırlık kazanan etki" gidişatı değiştiren, ufku genişleten ve beklentileri değiştiren olaylardan oluşur. Bu tür olaylarda, başka durumda rasyonel olabilecek beklentiler diğerlerinin benzer tepkilerinin gücünü dikkate almayı ihmal eder. Çok fazla genç insan fizikçi, matematikçi, öğretmen vb. talebine karşılık verir. Fakat bu gerçek ancak arz piyasaya bir gecikmeden sonra geldiğinde ve iş fırsatları daraldığında ortaya çıkar. Kahve, şeker, pamuk veya diğer bazı malların kıtlığına verilen tepki de benzer şekilde aşırı olabilir: Fiyatlar önce hızla yükselir, sonra aynı hızla düşer.

Çılgınlıkların ve paniklerin tarihi dış şoklara verilen istikrar bozucu "örümcek ağı" örnekleriyle doludur. Portekiz kraliyet ailesinin, Wellington'un yarımadada yürüttüğü kampanya sırasında ülkeden kaçmasının ardından 1808'de Brezilya pazar olarak açılmıştı. Birkaç hafta içinde buz pateni ve yatak ısıtmaya yarayan saplı ve kapaklı madeni kaplar dahil, yirmi yılda tüketilenden daha fazla Manchester malı Brezilya'ya gönderilmişti. Clapham'ın da ifade ettiği gibi bunlar 19. yüzyıl iktisatçıları arasında ticari çılgınlığın genel kabul gören örnekleri arasında sayılmışlardır.[35*] 1820'lerde İspanyol kolonilerinin ba-

---

35 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.20.

(*) Bir sosyalist olan Hyndman bu örneği istihza ile 1920'lere isnat etmektedir: "En saçma hatalar genelin yararına olan işleri yapması gereken sınıflarca yapılmıştır. Yatak ısıtmaya yarayan kaplar tropikal bir şehre gönderilmiştir. Sheffield insanlar eğlenceli vakit geçirsinler diye hiçbir zaman buzun görülmediği yerlere buz pateni göndermiştir. En iyi cam ve porselenler o zamana kadar içeceklerini boynuzlara ve hindistancevizi kabuklarına koyan çıplak yerlilere sunulmuştur" (Bkz. H. M. Hyndman, *Commercial Crises of the Nineteenth Century* [1892; 2. baskı; 1932, yeni baskı, New York: Agustus M.Kelley, 1967], s.39). Clapham haklı, Hyndman haksızdı. Her ikisinin de kaynağı 1825'e değil, 1810'a atıf yapan J. R. McCullough'un *Principles of Political*

ğımsızlığını kazanması yeni Latin Amerika devletlerine verilen borçlarda, maden ocaklarına yapılan yatırımlarda ve bölgeye yapılan ihracatta aşırı bir patlamaya yol açtı. "Talep çok ani başlar ve aniden durur. Fakat çok fazla insan devam edecekmiş gibi hareket eder."[36]

Matthews 1830'larda iki yıllık periyoda sahip bir örümcek ağı dalgalanması olduğunu söylüyor. "Her tüccar kendi malı pazara vardığı anda diğer bir tüccarın ne miktarda malını pazara getirmekte olduğundan habersizdi."[37] Aynı şey ABD'de, California'da altının bulunmasını takiben 1850'lerde de gerçekleşmiştir:

> Olağandışı ve aşırı beklenti sadece Birleşik Devletler'de değil, bu ülkede de (İngiltere) California'nın kapasitesi doğrultusunda –1849'da altının bulunmasından sonra– şüphesiz Amerika krizinin neticesi olan felaketin katlanıp yaygınlaşmasına yardımcı oldu. Hem Boston'da hem de Londra'da, San Francisco'ya aylık olarak 6 veya en fazla 8 orta ölçekli veya çeşitlendirilmiş kargo yüklenmesinin yeterli olacağı veya tüketilebilecek olanın bu olduğu tekrar tekrar ifade edildiği halde, Doğulu tüccarlar ayda tam dolu 12-15 birinci sınıf gemi gönderiyorlardı.[38]

İngiltere'de bira fabrikaları hisselerinde 1880'lerde yaşanan ve özel bira fabrikalarının (halka arz çılgınlığında) halka arz edilmesiyle neticelenen patlamanın, biraz zorlama bir yorumla, *phylloxera* adlı bir böcek türünün Fransa'daki üzüm bağlarını mahvedip şarap üreti-

---

Economy, 2. baskı (Edinburg, 1830) adlı kitabıdır.

Mayıs 1711'de South Sea Company'nin kuruluşunun ilanı Latin Amerika'da İngiliz mallarına güçlü bir talep oluşacağı beklentilerine yol açmıştı ki, böylece "İngiltere'nin finansal problemlerine başarılı bir çözüm üretilecek ve yaşam tarzımızı desteklemeyi yaygınlaştırma ihtiyacı doğacak"tı. Patlama yapacak piyasaların "Colchester defnesi, ipek mendil, yün çorap, kırmızı balmumu, baharat, duvar ve cep saatleri, Cheshire peyniri, salatalık turşusu, altın ve gümüş terazileri" piyasaları olması bekleniyordu (Bkz. John Carswell, *The South Sea Bubble* [Londra: Cresset Press, 1960]. s.55).

36 William Smart, *Economic Annals of the Nineteenth Century* (1911; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1964), cilt 2, s.292.

37 Matthews, Trade-Cycle History, s.25.

38 D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1969), s.102.

minin azaltılmasına yol açmasından kaynaklandığı ileri sürülmüştür. Bunlardan Arthur Guinness and Company 1,7 milyon pounda alınıp 3,2 milyon pounda satılmıştı.[39] "Meselenin başarısı tabancanın ateşlenmesi gibiydi; Kasım 1890'da 86 bira fabrikasının hisseleri halka arz edilmişti."[40]

Günümüze daha yakın bir patlama, Birinci Dünya Savaşı'nın sonunda işadamlarının kömür, çelik, denizcilik ve pamuk tekstilindeki Alman rekabetini zaferin ortadan kaldıracağını düşünmesi nedeniyle İngiltere'de yaşanmıştı. Sanayi aktiflerinin, gemilerin, hisselerin, hatta evlerin fiyatları yükselmişti. Şirketler birleşmiş ve çok fazla miktarda borç altına girmişlerdi. Daha sonra 1920 yazından 1921 yılının ikinci çeyreğindeki kömür grevine kadar vahşi bir "paraya dönüş" yaşandı.[41]

Rasyonalitenin sınırında üç olay daha vardır. Birincisi deyim yerindeyse hedef işçilerle ilgili, yani belli bir gelir seviyesine alışmış ve rasyonellik bunu gerektirse de daha azına kendini uydurmakta zorlanan insanlarla ilgilidir. Tüketim teorisinde bu daha önce değinilen Duesenberry etkisidir. Emek arzında ise "geriye kıvrılan arz eğrisi"ni oluşturur. Bu eğri daha yüksek maaş ve ücretlerin, daha fazla değil, daha az iş ürettiğini ve çalışma gücünü artırmanın yolunun saat başına ödenen ücretin azaltılmasından geçtiğini söyler. İktisat tarihi kitaplarında bu durum "John Bull pek çok şeye katlanabilir ancak % 2'ye katlanamaz" şeklinde ifade edilir. Bu yüzden John Stuart Mill şöyle demiştir:

> İrrasyonel bir spekülasyonla başlayıp ticari krizle biten bu tür olayların sıklığı ve şiddeti sermayenin büyümesi ve sanayinin gelişmesiyle birlikte bugüne kadar azalmamıştır. Daha çok arttıkları bile söylenebilir. Sonuç itibariyle tüm bunların genellikle artan rekabetten kaynaklandığı söylenir ama bence sermaye sahiplerini tatmin

39 Max Wirth, "The Crisis of 1890", *Journal of Political Economy*, cilt 1 (Mart 1893), s.230.

40 P. L. Cottrell, *Industrial Finance, 1830-1914: The Finance and Organization of English Manufacturing Industry* (Londra: Methuen, 1980), s.169. Cottrall Guinness'in hisse ihracının 6 milyon dolar olduğunu, Baring tarafından kontrol edildiğini ve çok fazla taahhüdde bulunulduğunu belirtiyor.

41 A. C. Pigou, *Aspects of British Economic History, 1918-25* (Londra: Macmillan, 1948).

> etmeyen güvenli ticari kazancın sıradan yolunun sağladığı düşük faiz ve kâr oranlarından kaynaklanmıştır.[42]

Fransa'da Restorasyon Devri'nin sonu ve Temmuz Monarşisi'nin başlangıç döneminde –yani 182-1832 arasında– "Fransızlar'ın kötü yollardan elde edilmiş paraya duydukları güvensizliğe rağmen" spekülasyon çok fazlaydı. Arazi sahipleri aktiflerinden % 2,25-3,75 kazanç elde ediyorlardı; sanayiciler sabit yatırımlarından uzun vadede elde ettikleri faiz oranından % 2-4 daha fazla, yani toplamda % 7-9 kazanmaya çalışıyorlardı. Hammadde tüccarları ve spekülatörleri bir işe giriştiklerinde, birkaç yıllığına bağladıkları paralarından % 20-25 kazanmaya çalışıyorlardı.[43] Charles Wilson Hollandalıların daha önceden tüccarlıktan (açgözlülük ve tembellikle suçlanan) bankerliğe döndüklerini; Amsterdam'da faiz oranlarının % 2,5-3'e düşmesinden dolayı spekülasyon alışkanlığı geliştirdiklerini belirtiyor.[44] 1822'de, 1824'te ve yine 1888'de büyük çaplı kamu borcu dönüşümleri faiz oranlarının düşüşüyle birleşmiş ve yatırımcıların yabancı tahvillere olan iştahını kabartmıştı.[45] Andréadès'in İngiltere ile ilgili olarak ileri sürdüğü gibi "faizler düşünce kendi hayat standardını düşüremeyen İngiliz ticaret dünyası daha kârlı ama daha riskli teşebbüsler doğrultusunda kendi alışılmış işlerini terk etti... Spekülasyon felakete sürükler, ceremesini ise merkez bankası çeker."[46]

1970'lerde Üçüncü Dünya sendikasyon kredilerindeki patlama 1970 baharındaki keskin faiz düşüşleriyle başlamıştı. Bu dönemde Fe-

---

42 J. S. Mill, *Principles of Political Economy, with Some of Their Applications to Social Philosophy* (1848; 7. baskı, yeni baskı, Londra: Longmans, Green, 1929), s.709.

43 Maurice Lévy-Leboryer, *Les banques europeennes et l'industrialisantion internationale dans la premiere moitié du XIX siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), s.715.

44 Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), s.25; 17. yuzyılın başından itibaren bir seri için bkz. J. G. Van Dillen, "The Bank of Amsterdam", *History of the Principal Public Banks* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1934), s.95.

45 1822 ve 1824 için bkz. Smart, *Economic Annals*, cilt 2, s.82, 215; 1888 için bkz W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton Mifflin, 1907), s.39.

46 A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londra: P.S. King, 1909) s.404-05. Ayrıca bkz. s.249.

deral Reserve 1970 borsa çöküşüyle mücadele etmek için New York piyasasına para akıtmıştı, oysa bu paralar, Eurodolar piyasalarına aktarılarak faizlerin daha da aşağı gitmesine sebep olmuştu. Likiditeyle şişen bankalar bir çıkış yolu arıyorlardı. Latin Amerika başta olmak üzere Üçüncü Dünya ülkelerine bu paraları kredi olarak akıttılar. 1982'de Meksika hükümeti borçlarını ödeyemeyince bu akış da durdu.

Benzer bir borç dalgası "yükselen piyasalara" özellikle de Asya Kaplanları denilen Tayland, Endonezya, Malezya ve Güney Kore'ye yatırılan karşılıklı fonlar ve *hedge* fonları 1993'te patlama yaptığında görüldü. Birleşik Devletler Federal Reserve Yönetim Kurulu federal fonun faiz oranlarını 1994 kış ve baharında üç kez yükseltince aynı yılın baharında dalga kesildi.

Rasyonalite sınırındaki üçüncü olay ise şartlarda değişiklik olduğunda birtakım gelişmelerin umuduyla beklemede olunduğunda veya belli türde bir hareket tarzı içine girmede başarısız kalındığında oluşur. Öncelikle New York Warehouse and Security Company, Kenyon, Cox and Co., Jay Cooke and Co.'nun ilişkili oldukları demiryollarına (sırasıyla, Missouri, Kansas ve Texas, Güney Kanada ve Kuzey Pasifik) verdikleri avanslardan dolayı 8, 13 ve 18 Eylül 1873'te iflas ettiklerini belirtelim. Berlin ve Viyana, Birleşik Devletler'e borç vermeyi kesince tahvil piyasasının sıkı koşullarından dolayı tahvil satamayan bu demiryolu şirketleri, başlamış olan inşaatı tamamlamak için gerekli fonları toplayamadıklarından iflas ettiler.[47] Aynı şekilde New York'taki finansal faaliyetler tahvilden borsaya yöneldiğinden Almanya'ya verilen uzun vadeli krediler 1928'de kesildi. Bunun üzerine New York bankaları ve yatırım kurumları verdikleri kredileri kısa vadeye çevirdiler. Bir kaplan veya ayı ile karşı karşıya kaldığınızda kuyruğuna yapışıp bırakmamak rasyonel olabilir, ama olmayabilir de. Dünya bankacılık sektörünün büyük miktarda krediyi gelişmekte olan ülkelere vermeyi düşündüğü 1980'lerde model iyi işlemişti.

---

47 O. M. W. Sprague, *History of Crises Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelly, 1968), s.35-36.

Bir ihmal hatası olarak Hamburg Bankası'nın durumuna da dikkat çekmek gerekiyor. Banka Kırım Savaşı sırasında Rusya'ya gümrükten kaçak mal sokma işine giren ancak barış zamanında kaçakçılığa devam eden İsveç kurumları nezdinde büyük krediler açmıştı. İsveçliler bu kredileri 1857 Dünya krizinde Hamburg'u karıştıracak şekilde gemi yapımı, fabrika ve madencilik spekülasyonlarında kullandılar.[48]

Rasyonalite sınırındaki dördüncü vaka zihinde rasyonel ama yanlış bir model oluşturmaktır. Konuyla ilgili bir başka alandaki en meşhur örnek Fransız "Maginot Hattı Psikolojisi"dir ki, bu irrasyonel beklentilerden ziyade bir düzensiz gerileme vakası olarak düşünülebilir. Ponzi "Bir insanın bakışının tek bir noktaya sabitlendiğinde de kör olabileceğini" düşünmektedir.[49] Bagehot da Malthus üzerine yazdığı yazıda "Çarpıcı ve orijinal bir kavram geliştiren hemen hemen hiç kimse ondan kurtulamaz"[50] demektedir. Hamburg tüccarları 1760'larda Yedi Yıl Savaşları'nın bitimine kadar mal fiyatlarının düşüşünden zarar etmemişlerdi. Dolayısıyla 1799'da Napolyon Savaşları devam ederken Napolyon'un 1798 Kıta sistemi ablukasının sızmasıyla gelen fiyat düşüşlerine karşı hazırlıksız yakalanmışlardı.[51] Ya da 1880'in ilk yarısındaki demir çelik, çelik ray, kömür ve şekerdeki kartel hareketinden kopyalayarak 1888'de bakır birliğini oluşturan Fransız bankerlerini ele alalım. Bu bankerler Güney Afrika'daki elmas sendikasının ve Rothschields'ın İspanya'daki cıva tekelinin başarılarından şaşkına dönmüşlerdi (Petrol İhraç Eden Ülkeler veya OPEC'in başarılarından hareketle hemen hemen diğer tüm hammadde ve gıda maddelerinin fiyatlarının da daha yüksek seviyelerde başarıyla sabitlenebileceğini varsayan iktisatçıların olduğunu burada not edelim). 1890'da eski madenlerin yeni-

---

48 Great Britain, *Parliamentary Papers (Monetary Policy, Commercial Distress)*, Ocak 27, 1858, s.438; Hamburg konsolosluk raporu.

49 Bu ifade Donald H. Dunn'ın kurgusal kitabı *Ponzi, the Boston Swindler* (New York: McGraw-Hill, 1975), s.98'de italik olarak yazılmıştır.

50 *The Collected Works of Walter Bagehot*, Norman St. John-Stevas, ed., (Londra: *the Economist*, 1978), cilt 11, s.339.

51 Wirth, *Handelskrisen*, s.339.

den açıldığı, maden kırpıntılarının dahi işlendiği ve fiyatların hızla düştüğü bir ortamda Fransız sendikasının elinde yüksek fiyattan aldığı 160 bin ton bakır ve daha fazlasını almak üzere kontratlar bulunuyordu. Fiyat ton başına 80 pounddan 38 pounda düşünce Comptoir d'Escompte batma noktasına gelmiş, Paris bankalarının gönülsüzce kefil olmasıyla kullandığı 140 milyon franklık avans sayesinde kurtulabilmişti.[52] Bu dönem maden atıklarının yeniden işlenmesinden kırpıntıların toplanması için yapılan büyük girişimlere ve muhalifler tarafından açığa yapılan satışlara kadar –fakat intihar hariç–, 1890'da Bunker Hunt'ın dünya gümüş piyasasını tekelcilikle ele geçirme teşebbüsünün yaşandığı dönemle benzerlikler göstermektedir.

Önceki paragraflar borç dönüşümlerinin yol açtığı ani faiz düşüşlerine, bu faiz düşüşlerinin gelirlerini korumak isteyen yatırımcıları daha riskli yatırımlara sevk ettiğine değiniyor ve 1970-71'de OPEC fiyatları yükseltmeden önce yanlış para politikasının Avrupa para piyasasına para akışına yol açtığına ve çokuluslu bankaları Üçüncü Dünya ülkelerine aşırı borç vermeye yönlendiren programı harekete geçirdiğine işaret ediyordu. Yeni finansal araçlar da değerinin altında fiyatlandırılabilir ve ağırlık kazanan bir etki türüne dönüşebilirler. Bu etkilerden biri olan deregülasyon üzerinde daha fazla durmayı hak eden bir etkidir. Ronald McKinnon 1970'lerin başında "finansal baskı" olarak isimlendirdiği gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının bölünmüşlüğüne karşı entelektüel bir saldırı başlattı. Bu piyasanın üç özelliği göze çarpıyordu: (1) Devlete verilen krediler (2) Dış ticarete aşırı önem (3) Diğer hepsine karşı büyük firmaların tercihi.[53] Liberal Chicago doktrininden zaten etkilenmiş olan Latin Amerika ülkelerine bu mesaj hoş geldi. Bir dizi ülkede önce banka oluşumlarında patlama ve kredilerde artış, sonrasındaysa enflasyon ve banka iflasları yaşan-

52 Wirth, "Crisis of 1890", s.222-24; Alfred Pose, *La monnai et ses institutions* (Paris: Presses universitaires de France, 1942), cilt 1, s.215. Lauck kurtarma operasyonun maliyetinin büyük bankalardan sağlanan 25 milyon ile Bank of France'tan sağlanan 100 milyon olarak belirtiliyor. *Causes of the Panic of 1893*, s.57.

53 Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973).

dı.[54] McKinnon çöküşten alınacak dersin deregülasyonun uygulanmasında bir dizi aşamanın dikkatli şekilde uygulanması olduğunu gördü.[55] Diğer bir alternatif sonuç da regülasyonların kaldırılması şeklindeki yeniliklerin süreçteki her adıma uyum sağlamalarına imkân verecek aralıklarla finansal piyasalara uygulanmasının gerekliliğidir.

Bu mesele "1980'lerde ve 1990'ların başında Polonya ve eski Sovyetler Birliği'nde sosyalizmden pazar ekonomisine geçiş tek bir hamlede çabucak mı, yoksa deregülasyonun her aşamasına piyasanın kendini uydurmasına izin vermek için yavaş yavaş mı olmalıdır?" sorusu üzerine yapılan ateşli tartışmalarda tekrar su yüzüne çıkmıştı. Bununla birlikte sosyalist bir ekonomiden piyasa ekonomisine geçişin başarısı sosyalizme geçmeden önceki kapitalist dönemin başında sahip olunan kurumsal arka planın ne ölçüde hatırlandığına bağlı görünmektedir. Uzun yıllar süren sosyalizmin ve bozulmanın tükettiği Rusya'ya göre Polonya'da bu daha fazla görüldü. Böylesi bir hafıza, başarılı bir geçiş yapabilmek için devlet tekellerinin özelleştirilmesinin ve kontrollerin kaldırılmasının hızından daha önemlidir.

Tamamen irrasyonel vakalar için iki örnek yeterli olabilir: Bir tarafta duruma tekabül etmesi mümkün olmayan çok çarpıcı bir olaya umutlarını bağlayan bir toplum, diğer tarafta üzerinde düşünmemeyi tercih edeceği kanıtları görmezden gelen bir toplum. Birincisine örnek olarak 1 Mayıs 1973'te Viyana'da açılan Dünya Sergisi'ne bağlanan umudu verebiliriz. Wirth daha ilk yılda likit yükümlülüklerin likit aktifleri aştığını ve şiddetli bir "sıkıntı"nın oluştuğunu söylüyor: "Bankalardan alınan krediler son sınırına gelmiş; mallar, araziler, hisseler ve borçlar paraya dönüştürülmeye başlanmıştı; borç senedi zincirleri uzayabileceği kadar uzamıştı. Buna rağmen sistem hızır gibi yetişip bilinmeyen yöntemlerle durumu kurtaracağı düşünülen (ya da en

---

54 Carlos F. Diaz-Alejandro, "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Studies*, cilt 18, no.1 (Eylul-Ekim 1985), s.1-24.

55 Ronald I. McKinnon ve Donald J. Mathieson, "How to Manage a Repressed Economy", *Essays in International Finance*,no 145 (Princeton, N.J.: International Finance Section, Princeton University,1981).

azından umulan) serginin açılışını bekliyordu. Serginin açılışı hiçbir şeyi değiştirmeyince piyasa 5-6 Mayıs'ta çöktü."[56]

Zıt kanıtların bastırılmasının bir örneği olarak –bilinçsel uyumsuzluk vakası– 1920'lerin sonunda kısa vadeli dış borç alımını sınırlamada başarısız olan Almanya ile ilgili J.W. Beyen'in analizini ele alalım. Beyen Schacht'ın bile tehlikeleri görmediğini öne sürerek şöyle demişti: "Bilincin 'bastırıldığı' ne ilk ne de son seferdi..."[57]

Tüm bunlardan sonra rasyonalite varsayımının, genel faydasına rağmen piyasaların bazen –pek sık olmayan şekilde– her bir katılımcı rasyonel hareket ettiği halde bir bütün olarak istikrar bozucu şekilde hareket edebildiği sonucuna vardım. Şimdi artık ağırlık kazanan etkiye, spekülasyon nesnelerine ve eğer varsa spekülasyon eğilimindeki ulusal farklılıklara dönmemiz gerekiyor. İlk iki konuda tarihi örnekler kayda değer malzeme sağlamaktadır.

AĞIRLIK KAZANAN ETKİLER

Ağırlık kazanan etki ufku, beklentileri, kâr fırsatlarını ve davranışları değiştiren dışsal bazı olaylardır –"çoğu zaman beklenmeyen ani birtakım tavsiyeler."[58] Olayın boyutları oldukça büyük olmalıdır. Günlük olaylar da görünüşte bazı değişiklere yol açar fakat pek azı ağırlık kazanan etki olarak nitelendirilebilecek derecede önemlidir.

Bu etkilerin başında savaşlar gelir. Marksizm'in de içinde olduğu bazı sistemlerde savaş politik ekonomik sistemin, mesela milliyetçi kapitalizmin içsel bir ürünü olarak görülür. Bu konu bizim ilgi alanımızın dışındadır. Öyle olsun ya da olmasın, savaşlar sistem için dışsal bir değişken olarak ele alınmıştır; belli bir soyutlama düzeyinde gerçekten de öyledir.

---

56 Wirth, *Handelskrisen*, s.519. Açık bir benzerlik, Avustralya'nın Melbourne şehrinde Avrupalılar'ın yerleşmesinin yüzüncü yıl dönümünde yapılan ve şehrin ekonomisini kısa bir süreliğine canlandıran büyük fuarda bulunabilir. Bkz. Geoffrey Searle, *The Rush to be Rich:A History of the Colony of Victoria* (Melburn: Melburn Universtiy Press, 1971), s.285-87.

57 J.W. Beyen, *Money in a Maelstrom* (New York: Macmillan, 1959), s.45.

58 *Capitalism in Amsterdam in the 17th Century* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1963), s.74. İfade Violet Barbow tarafından aktarılan Genald Malyres'in 1686 tarihli açıklamasındadır.

Bazı krizler tam olarak savaşların başında ya da sonunda ya da savaşın sona ermesinin ardından bazı beklentilerin boşa çıkmasına yetecek kadar zamanın geçmesinden sonra gerçekleşir. Savaşın başında oluşan krizlerden en dikkate değer olanı Ağustos 1914 krizidir. Savaşın sonunda oluşanlara ise 1713, 1763, 1783, 1816, 1857, 1864, 1873 ve 1920 krizleri örnek gösterilebilir. Bir de krizin sonunda oluşturulan beklentilerin boşa çıkmasına yetecek kadar zamanın geçtiği, savaştan 7-10 yıl sonra gelen etkili kriz serileri vardır: 1720, 1772, 1792, 1825, Birleşik Devletler'de 1873 krizi (iç savaşa bağlanabilecek) ve elbette 1929.

Geniş kapsamlı politik değişimler de sistemi sarsıp beklentileri değiştirebilir. Örneğin Şanlı 1688 Devrimi şirket kuruluşlarında patlamaya yol açmıştı: 1695'te toplam sermayesi 4,5 milyon pound olan 140 Anonim Şirket vardı. Bunların beşte birinden daha azı 1688'den önce kurulmuştu. 1717'ye gelindiğinde toplam sermayeleri 21 milyon poundu bulmuştu.[59] Temmuz 1720'de Bubble Act (Balon Yasası) parlamentonun açık izni olmaksızın yeni anonim şirket kurulmasını yasakladı. Yasak 1856'ya kadar sürdü. Bu yasak normal olarak South Sea Company spekülasyonuna bir tepki olarak yorumlanmıştır. Bununla birlikte Carswell kral ve parlamentonun South Sea'nin kurucularının balon sıkıştıkça şiddetle ihtiyaç duydukları nakit sermaye girişinin başka yöne kaymasına neden olabilecek rakip balonları engellemek amacıyla, yani South Sea Company'i desteklemek amacıyla bu yasayı çıkardıklarını ortaya koymaktadır.[60]

Napolyon savaşlarıyla birlikte Terör, Direktörlük, *Konsülat* ve İmparatorluk gibi Fransız Devrimi süreçleri de 1792-93 ve 1997'de geniş çaplı madeni para hareketlerini hazırlayarak ve İngiltere ve koloni mallarına Avrupa ve diğer yerlerdeki pazarları açıp kapayarak ağırlık kazanan etkiler olarak hizmet etmişlerdir. Fransa'daki bu türden diğer siyasi olaylar arasında Restorasyon (1815), Temmuz Monarşisi

---

59 William R. Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1723*, cilt 3 (Londra, 1922), J.A. Schumpeter, *Business Cycles* (New York: McGraw-Hill, 1939), cilt 1, s.250'de özetlendiği gibi.

60 Carswell, *South Sea Bubble*, s.139.

(1830), Şubat 1848 Devrimi ve İkinci İmparatorluk (1852) sayılabilir. Hindistan'da 1857'de askeri bir devrimin takip ettiği İngiliz ordusuna mensup Hintli askerlerin isyanı Londra finansal piyasalarındaki sıkıntıyı artırmıştır.[61] Bu olaylar yeni hükümetin uygulama kararı aldığı ücret indirimlerine karşı bir İngiliz denizci birliğinin greve kalkıştığı Eylül 1931'deki Invergordon kargaşasına emsal teşkil etmişlerdi. Tüm bunlar kıta Avrupası tarafından İngiltere'nin büyük bir kurumu olan donanmada çıkan isyanlar olarak yorumlanmış ve İngiltere'nin altın kaybetmesine yol açtıklarından diğer bir büyük kurum olan Bank of England'ın burnunun sürtülmesinde rolleri olduğu düşünülmüştü.[62]

Savaş, devrim, restorasyon, rejim değişikliği ve isyan; bunların tümünün sisteme dışarıdan girdiği ve modelin bunları dışlayacak şekilde dizayn edildiği farz edilmektedir. Finansal ve parasal etkilerin ağırlık kazanmasını dışsal olarak tanımlamak daha zordur. Fakat beceriksizce para basmak, çift metal sisteminde altın/gümüş oranıyla oynamak, yatırımcının dikkatini başka yönlere çekecek şekilde hükümet gelirlerinde tasarruf etmek amacıyla dönüştürmeler yapmak, tüm beklentilerin ötesinde başarılı olan yeni krediler vermek, tüm bunlar da ağırlık kazanan etkiler olarak görülebilir.

Daha önce değinilen 1619-1623'teki *Kipper-und Wipperzeit*, adını sayıları gittikçe artan prenslerin darphanelerinin bastığı değeri düşük madeni paraları alıp saf köylülere, dükkân sahiplerine ve esnafa verirken terazilerinin kefeleriyle oynayan sarrafların davranışlarından almıştır. Sekizinci Bölüm'de işlendiği gibi madeni paraların hızla artan değer kaybı günlük hayatta kullanılan paraların değerini tamamen kaybetmesine ve yeni para basımı zorunlu hale gelene kadar eyaletten eyalete yayılmıştır.[63]

---

61 Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59* (Stuttgart-Berlin: W. Kohlhammer, 1934), s.114.

62 David Divine, *Indictment of Incompetence: Mutiny at Invergordon* (Londra: MacDonald, 1970).

63 C. P. Kindleberger, "The Economic Crisis of 1619 to 1623", *Journal of Economic History*, cilt 51, no.1 (Mart 1991), s.149-75.

Almanya'da daha sonra iki kez yapılan para basımıyla ilgili araştırmalar ise tam tersi kanıtlar sunmaktadır. İlkinde Prusya Kralı II. Frederick Yedi Yıl Savaşları'nda değer kaybeden paranın yerine yenisini basmak için 1763'te Amsterdam'dan veresiye gümüş almıştır. Frederick yeni para basılmadan önce değeri düşük parayı piyasadan çekmiş, bu da deflasyonist bir krizi ve iskonto edilmiş senetler zincirinin çöküşünü hızlandırmıştır.[64] Fransa-Prusya tazminatından 100 yıldan daha fazla bir zaman sonra Alman otoriteleri bu kez faizleri korumak için eskisini piyasadan çekmeden yeni para bastılar. 254 milyon *thaler* (762 milyon mark) olan dolaşımdaki madeni para üç yılda üç kat arttı. Sonuç enflasyondu.[65]

1890 Sherman Gümüş Yasası'nın altının konvertibilitesine oluşturduğu tehdit sebebiyle ABD'de 1893 krizine yol açtığını daha önce belirtmiştik. İngiltere'nin 1822, 1824, 1888 ve 1932 borç dönüştürmeleri de her ne kadar sonuncusu krize yol açmayan konut sektöründe bir patlamayla ilgiliyse de, bunlara aynı şekilde değinilmişti. Fransa'da 1823'ten sonra para arzı artırıldıkça devlet tahvillerinde yapılacak % 5'lik dönüşüm ve yatırımcıların devlet tahvillerini primli almakta isteksiz olmaları halinde faiz oranlarının düşebileceği tartışılmıştı. Dönüştürmenin amacı hakkında üç bankerin her birinin farklı bir görüşü vardı: Rothschild daha fazla devlet tahvili satmak istiyordu; Greffuhle (ve Ouvrard) yatırımcıları kanallara çekmeyi umuyordu; Laffitte sanayinin gelişimini garanti altına almayı istiyordu. Sonuçta siyasi engeller gerekli yasaların geçmesini engelledi ve piyasa devlet tahvillerini primli şekilde elinde tutma itirazından vazgeçti. Faiz oranlarındaki bu keskin düşüş spekülasyonu artırdı.[66] Kanallar devlet tarafından özel sektörün finansmanıyla inşa edildi.[67] Demiryolu spekülasyonundaki patlamanın ateşi cılız bir şekilde de olsa Loire, Rhone ve

64 Wirth, *Handelskrisen*, s.92.

65 *A.g.e.*, s.458.

66 Bertand Gille, *La Banque et le credit en Frace de 1815 a 1848* (Paris, Presses universitaires de France, 1959), s.175.

67 Levy-Leboyer, *Banques europeennes*, s.175.

Seine boyunca Fransa'dan görülebiliyordu. Fakat asıl spekülasyon nesnesi büyük şehirlerin –Paris, Mulhouse, Lyons, Marseilles, Le Havre– içindeki ve civarındaki binalardı.[68] Honoré de Balzac'ın romanı *César Birotteau* bu tecrübeden ilham alınarak yazılmıştır.[69] Balzac 1830'da yazdığı bu romanında Madeleine semtindeki inşaatların hisselerinin "üç yıl içinde kesinlikle dört katı prim yapacağı" vaadiyle kandırılıp, borç parayla bu inşaat hisselerinden alan parfümeri sahibinin hüzünlü hikâyesini anlatmaktadır.

Napolyon ve Fransa-Prusya savaşlarıyla, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonraki tazminatların döndürülmesindeki kredilerin başarısından daha önce bahsetmiştik. Aşırı iştirak taahhüdü çeken ve iştirak edenlere çabuk prim veren senedin şaşırtıcı başarısı borç alanları, verenleri ve özellikle yatırım bankacılarını çeker. 1819'da çıkarılan Baring kredisiyle –"bir İngiliz kurumunca verilen ilk önemli dış kredi"–[70] hızlı bir şekilde Fransa, Prusya, Avusturya ve bağımsızlıktan sonra Latin Amerika Cumhuriyetleri'ne dönüşen kolonilere bir dizi kredi verildi. Thiers tahvilleri de dış kredi umuduyla Fransız bankacılık kurumlarının iştahını kabarttı. Bu açlık Çarlık Rusya'sının Alman yatırımcılarını da kurtaran 1888'deki dönüşüm kredisinden sonra daha da artı ve peşinden koşturduğu Fransız yatırımcılarının 1917 devriminden sonra sevinçten ziyade sızlanmalarıyla sona erdi. 1924'teki Dawes kredisi Amerikan yatırımcılarının gözlerini dış kredinin güzelliklerine açmalarını sağladı ancak beş yıl sonra bundan vazgeçeceklerdi. Thiers tahvillerine on dört, Dawes kredilerine ise on bir kat fazla iştirak taahhüdünde bulunulmuştu. Bununla birlikte bundan çok daha önemlisi beklentilerle ilişkisiydi. Rosenberg 1854 ve 1855'teki üç Fransız kredisini sansasyonel olarak nitelendirmişti çünkü bunlar hemen hemen ikiye bir (250 milyon franka 468 milyonluk bir teklif), dörde bir (500 milyon franklık hisse için 2.175 milyon frank) ve beşe bir (750 milyona 3.653 milyon frank) oranındaydılar. Bununla birlikte Avusturya ve

---

68 Gille, *Banque et crédit*, s.304.

69 Honoré de Balzac, *Cesar Birotteau* (Paris: Livre de Poche,1972), özellikle s.13-14.

70 Leland H. Jenks, *The Migration of British Capital to 1875* (New York: Knopf, 1927), s.34.

Almanya'da 1850'lerin spekülatif patlaması başlarken Kredit Anstalt'ın açılış hisselerine, çoğu da tüm geceyi kuyrukta bekleyen kişilerce, 43 kat fazla iştirak taahhüdünde bulunulmuştu. Brunswick Bank Mayıs 1853'te 2 milyon *thaler* aradığında üç saat içinde bu meblağdan 112 kat fazlası teklif edilmişti.[71]

Yakın tarihte ağırlık kazanan büyük etkiler arasında, daha önce de belirtildiği gibi bankaların ve finansal kurumların deregülasyonu, türevler (daha önce de ama makul seviyede var olan); kaybetme riskiyle beraber servet kazanmanın yeni fırsatlarını da sunan müşterek fonlar ve *hedge* fonları; REIT'ler (Real Estate Investment Trusts: Gayrimenkul Yatırım Tröstleri); pazarlanabilir senetler olarak bankaların kredi ve ipotek senetleri; özel şirketlerin birincil halka arzı (IPO'lar) vb. vardır.

SPEKÜLASYON NESNELERİ

Spekülasyon nesneleri krizden krize, patlamadan patlamaya değişir. Hangi mal ve varlığın ne zaman ve nerede spekülasyona konu olacağının ayrıntılı bir kataloğunu oluşturmak mümkün değildir. Ek B'de sunulan geleneksel döngü tablolarında kısa bir liste verilmiştir. Kabaca kronolojik sıraya konmuş daha detaylı bir listeyi belki burada vermemiz gerekmektedir. Liste, ele aldığımız dönemin başlangıcında birkaç favori nesneden hareket eden spekülasyon eğiliminin sona doğru daha geniş bir mal, aktif ve araç çeşitliliğine dönüştüğünü ortaya koyuyor.

Aşağıdaki liste kısmi ancak fikir vericidir:

Metal paralar: Kutsal Roma İmparatorluğu, 1618-23.

Laleler: Hollanda Doğu Hindistan Şirketi hisseleri, kanallar, kanalizasyon projeleri, lüks evler, 1636-40.

İngiliz hükümet borçları: Amsterdam, 1763.

Seçilmiş şirketler: South Sea Company, Compagnie d'Occident, Sword Blade Bank, Banque Générale, Banque Royale, 1720; İngiliz Doğu Hindistan şirketi, 1772, 1783.

---

71 Rosenberg, *Weltwirtshaftskrise*, s.50, 100-01. Ayrıca bkz. Stewart L.Weisman, *Need and Greed: The Story of the Largest Ponzi Scheme in American History* (Syracuse: Universty of Syracuse Press, 1999).

İthalat malları: Hamburg'da şeker, kahve, 1799, 1857; İngiltere ve Fransa'da 1836 ve 1861'de pamuk; 1847'de buğday.

Taşra bankaları: İngiltere, 1750'ler, 1793, 1824. Sayfiye evleri ve inşaat alanları, 1780-1820.[72]

Kanallar: İngiltere'de 1793, 1820'ler; Fransa'da 1823.

İhraç malları: İngiltere'de 1810, 1816, 1836.

Yabancı bonolar: Londra'da 1825; Paris'te 1888; NewYork'ta 1924; 1931-82 ve 1990'larda Üçüncü Dünya Banka Sendikasyon kredileri.

Yabancı madenler: İngiltere'de 1825'te Latin Amerika; Fransa ve İngiltere'de 1850'de Almanya; 1880'lerde* Avustralya ve Güney Afrika'da altın madenleri.

Doğrudan yabancı yatırımlar: 1860'larda ABD ve 1990'larda ABD'deki yabancı şirketler.

ABD müşterek fonları: 1980'lerde Japon hisse senetlerine yatırımlar; 1993-94'te yükselen piyasalara yatırımlar.

İnşaat alanları: Fransa'da 1825; Chicago'da 1830-42, 1843-62, 1853-77, 1878-98 ve 1898-1933;[73] Berlin ve Viyana'da 1872-73; ABD'nin güneybatısında ve Güney California'da 1970'ler ve 1980'lerin başı.

Tarım arazileri: 1815'ten 1830'a kadar üzerinde spekülasyon yapılan *biens nationaux* (Fransız Devrimi sırasında müsadere edilen soylulara ait araziler); Birinci Dünya Savaşı sırasında başlayıp 1921'e kadar ve 1970'lerde ABD'deki tarım arazileri (1981'den 1986'ya kadar % 39'luk bir düşüşün izlediği 9 yılda % 83,3'lük bir artış).[74]

(*) Alman milletvekili ve banker Ludwig Bamberger 1873'teki yerli maden çılgınlığına atıfta bulunarak şöyle diyordu: "Alım-satım şimdi de maden şirketlerine yöneldi ve madencilik, tecrübelerime göre dramanın son perdesidir" (Felix Pinner'in alıntısı, *Die grossen Weltkrisen* [Zürih: Max Niehans Verlag, 1937] s.208).

72 David Cannadine, *Aspects of Aristocracy: Grandeur and Decline in Modern Britain* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1994), s.12'de 1780 ile 1800 arasında taşrada mesken için arazi almanın "Terrimania" olarak adlandırıldığını belirtiyor.

73 Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago*.

74 Peter H. Lindert, "Long-Run Trends in American Farmland Values", Working Paper Series no.45, Agricultural History Center, University of California, Davis, Şubat 1988, s.7.

Kamu arazileri: 1836 ve 1857'de; 1888-90'da Arjantin'de.

Demiryolu hisseleri: İngiltere'de 1836, 1847; Fransa'da 1847, 1857; ABD'de 1873, 1857.

Müşterek hisseli bankalar: Almanya'da 1850'ler ve 1870'lerin başı.

Müşterek hisseli iskonto kurumları: İngiltere'de 1860'lar.

Özel şirketlerin halka arzı: İngiltere 1888; ABD 1928, 1990'larda IPO'lar.

Mevcut ve birleşen şirketler: İngiltere 1920; 1960'larda ABD'de holdingler, 1960'ların sonundan 1980'lere kadar ABD'de birleşmeler ve devirler.[75]

Bakır: Fransa 1888; ABD 1907.

Döviz: 1921-23'te mark; 1924-26'da frank; 1931, 1964 vd'de sterlin; 1973'te dolar; özellikle Şubat 1985'e kadar beş yıl boyunca artan ve sonraki üç yıl boyunca düşen dolar; 1992-93'te sterlin ve liret.[76]

Altın: 1979'un başında onsu 200 dolardan bir yılda 850 dolara çıktı, ertesi yıl yeniden 300 doların altına düştü;[77] 1982'de Banker Hunt'ın gümüşte tekelcilik girişimi.

Yeni sanayiler: 1920'ler, 1960'larda ABD; 1990'larda teknoloji hisseleri.

Gayrimenkul: 1980'ler, inşaat alanları, geliştirilebilir araziler, Gayrimenkul Yatırım Tröstleri (REIT'ler), ofis binaları, alışveriş merkezleri, oteller, lüks evler, apartman daireleri, huzurevleri, emekli siteleri.

Türevler: Mallarda opsiyon ve *futures*, döviz, Standard&Poor 500 hisse senedi endeksi, faiz oranları endeksleri.

---

75 Lynn E. Browne ve Eric. S. Rosengren, ed., *The Merger Boom: Procedings of a Conference Held in October 1987* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1988).

76 Jeffrey A. Frankel ve Kenneth A. Froot, "The Dollar as an Irrational Bubble: A Tale of Fundamentalist and Chartists, *Marcus Wallenberg Papers on International Finance*, cilt 1, no.1 (1896), s.27-55; Peter N. Garber, "The Dollar as a Bubble", Stefan Gerlach ve Peter A. Petri'nın editörlüğünü yaptığı, *The Economics of the Dollar Cycle* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989), s.129-47'de.

77 Bkz. Steven E. Plaut, "After Silver and Gold: Some Sober Thoughts on Speculative Bubbles", Federal Reserve Bank of Cleveland, Araştırma Bölümü'nün 5 Mayıs 1980 tarihli *Economic Commentary*'si içinde.

Hedge fonları: 1994'ten itibaren.

Çözülmesi pek de muhtemel olmayan kritik bir soruya doğru ilerlememiz gerekiyor. Genel olarak rasyonel kabul edilmesi uygun ve yararlı bireylerin bulunduğu bir dünyada istikrar bozucu spekülasyonun mümkün olduğunu ispatladığımızı varsayalım. Bu dünyanın büyük oranda sistemin dışından gelen şu veya bu türden bir "etkinin ağırlık kazanmasıyla" altüst olduğunu ve bireylerin kendileri ya da başkaları adına verdikleri yanlış kararların artmasına yol açtığını düşünelim. Belli bir aşamada insanlara yarar sağlamak için yapılan yatırımlar sadece kâr için alıp satmaya döner. Bu durumda spekülasyonun soruna yol açması ne kadar olasıdır?

Deneme mahiyetinde de olsa, Beşinci Bölüm'deki kredi ve para mekanizmasını keşfetmeden bu soruya cevap veremeyiz. Yine de aşırı ticaretin bir krizle sonuçlanacak boyutlara ulaşmasından önce iki ya da daha fazla spekülasyon nesnesinin var olmasının gerekip gerekmediği (var olma olasılığı) konusunda felsefi bir muamma bulunmaktadır. İki ya da daha fazla nesnenin bulunduğu birkaç olayı ele alalım.

Sekizinci Bölüm'de açıklanacağı gibi 1720'deki South Sea ve Mississippi balonları birbiriyle bağlantılıdır ve güçlü bir spekülasyon gayretini destekleyen iki ülkedeki parasal genişlemeyle ateşlenmişlerdir. İngiltere'deki South Sea Company ve Sword Blade Bank'ın, Fransa'da ise Mississippi Company'nin ve John Law'un bankalarının hisselerinde başlayan spekülasyon çoğunlukla dolandırıcılık şeklinde emtia, arazi ve diğer alanlara da yayıldı. York Buildings, Lustrings ve Welsh Copper'a karşı 1720'de çıkarılan Balon Yasası altında yürütülen uygulamalarda rakip spekülasyonları bastırma girişimleri sebebiyle South Sea Company'nin hisseleri düşürülmüştü. Çabalar bumerang etkisi yarattı.[78] Spekülasyonun fiyatların yükselişini yaygınlaştıracak şekilde bir nesneden diğerine yayılması South Sea Company'den ettikleri karı tahsil edebilecek basirete sahip spekülatörlerin banka ve sigorta hisselerine veya sayfiye evlerine yönelmeleri gerçeğiyle açıklan-

78 Carswell, *South Sea Bubble*, s.171.

maktadır.[79] Bu piyasalar birbiriyle öylesine sıkı bağlantılıydı ki bir süre sonra arazi fiyatları South Sea balonunun kotasyonlarıyla beraber hareket etmeye başladı.[80] Fransa'da da 1719 sonbaharında spekülatörler Mississippi balonundan kârlarını başarılı şekilde elde etmeye başladıklarında arazi fiyatları da artmaya başlamıştı.[81]

1763 patlamasının belli bir odağı görünmemektedir; daha ziyade hükümetin savaş harcamalarına ve bu harcamaları iskontolu senetler zinciriyle finanse etmesine dayanmaktadır. Batışı panik yaratan De-Neufville Brothers "pek çok Hollanda firması gibi mallarını, gemilerini ve menkul kıymetlerini sattı."[82] Şirketin yüz binlerce florin yükümlülük poliçesi olmasına karşılık nakit kasasında ancak birkaç bin gulden vardı. İş hayatındaki bozulmaya 1762'de İngiltere'de yaşanan saman, et, tereyağı ve peynir kıtlığıyla eşi görülmemiş kuraklık da katkıda bulunmuş olabilir.[83] Bununla birlikte krize sürükleyen spekülasyon belli bir alanda yoğunlaşmış görünmemektedir.

1772 krizi Amsterdam ve Londra'da East India Company (Doğu Hindistan Şirketi) hisselerinde başlayan spekülasyon ve Ayr Bank'ın (Douglas, Heron & Co.) iflasıyla hızlanmıştır. Krizde pek çok karmaşık detay rol oynamıştır. Bunlar arasında East India Company'deki politik aksilikler; şirketin kredilerinin Bank of England tarafından sınırlandırılması; köklü bankaların kötü kredilerini bıraktıkları yeni Ayr Bank'ın akseptanslarının vadesi gelince Londra'dan borç alırken yaptığı hamleler ve Haziran 1772'de Alexander Fordyce'in East India Company'nin hisselerini olgunlaşmadan satarak şirketin parasını batırıp kaçışı sayılabilir. Hisseler sonbaharda düşünce fiyatla-

---

79 *A.g.e.*, s.140, 155.

80 *A.g.e.*, s.159.

81 Guy Chaussinand-Nogaret, *Les financiers de Languedoc au XVIII. siècle* (Paris: S.E.V.P.E.N., 1970), s.146. Bu yazar, spekülasyonu (agiotage) başlatan fakat kendilerini bunun ateşinden uzak tutan ve en uygun zamanın geldiğini düşündüklerinde hislerini satarak sistemi çökerten sermayedarların John Law'dan çok daha gerçekçi olduklarını gözlemlemiştir.

82 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.239.

83 T. S. Ashton, *Economic Fluctuations in England*, 1700-1800 (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959) s.151.

rı yükseltmeye çalışan sendikasyonun başında bulunan Hollanda bankası Clifford & Co. battı. Yine de bu olaylar suni görünmektedir. İngiltere'de konut, paralı yol, konak ve öteki imar işlerine yapılan ağır yatırımlar kaynakları zorladı ve piyasaya aşırı kredi çıkmasına yol açtı.[84] Sağlamasını yapamadığım bir kaynak 1770'te başlayan kahve fiyatlarındaki düşüşü 1772-73 finansal krizine bağlıyor.[85] Fakat bu iddia standart kaynak olan Wilson ya da Ashton, Clapham ya da Buist tarafından zikredilmiyor.[86]

1793'te İngiltere'ye sermaye akışını başlatan sebepler arasında kötü hasat kadar taşra bankaları, kanallar ve "Terör Dönemi" gibi bir dizi başka sebep daha vardı. 1799'da ise sebep tekti: Ablukanın bir sıkılaştırılıp bir gevşetilmesi. Bunun tersine 1809-1810 krizinin "iki ayrı sebebi olduğu söylenmektedir: Güney Amerika'daki spekülasyondan kaynaklanan tepki ve kıta ablukasının bir sıkılaştırılıp bir gevşetilmesi."[87]

1815-16'da Avrupa ve ABD'ye yönelik tüm satış imkânlarını aşacak derecede fazla bir savaş sonrası ihracat patlaması gerçekleştirildi ve buğday fiyatlarında düşüş yaşandı. Kanallarla Güney Amerika hükümetinin bonoları ve madenleri 1825'te birleşti; İngiltere'nin ihracatı, pamuk, ABD'de arazi satışları ve demiryolu çılgınlığının başlaması 1830'ların ortalarında krize katkıda bulundu. 1847 krizinin nedenleri arasında demiryolu çılgınlığı, patates hastalığı, Kıta'da yaşanan devrimin takip ettiği buğday rekoltesinde birinci yıl düşüş ertesi yıl bolluk sayılabilir.

Bu liste uzatılabilir fakat hikâye sıkıcıdır. Önemli krizlerin çoğunda en az iki spekülasyon nesnesi ve (Sekizinci Bölüm'de görülebile-

---

84 *A.g.e.*, s.127.

85 Bkz. Johannes van der Voort'un *Journal of Economic History*, cilt 36 (Haziran 1976), s.519'daki *De Westindische Plantagevan 1720 tot 1795* (Eindhoven: De Witte, 1973) isimli incelemesi.

86 Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, s.169-87; Ashton, *Economic Fluctuations*, s.127-29; Clapham, *Bank of England*, cilt 1, s.242-49; Martin G. Buist, *At Spes non Fracta, Hope Co., 1770-1815: Merchant Bankers and Diplomats at Work* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1974), s.21 v.d.

87 Arhur D. Gayer, W. W. Rostow ve Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), cilt 1, s.92.

ceği gibi) iki piyasa vardır. Ulusal piyasaların birbirleriyle bağlantılı olması gibi spekülasyonlar da sırf altında yatan kredi koşulları sebebiyle bile olsa muhtemelen birbirleriyle bağlantılı olacaklardır. Fakat demiryolu ve buğday gibi iki farklı nesneden kaynaklanan 1847 krizi gibi bir kriz söz konusu olduğunda krizi besleyen parasal zayıflık sistematik olmadıkça, krizin tesadüfi olduğunu söylemenin belli bir temeli vardır.

SPEKÜLATİF MİZAÇTA ULUSAL FARKLILIKLAR

Spekülatif çılgınlık tartışmasını tamamlamadan önce bir ülkenin diğerinden daha fazla spekülasyona eğilimli olduğu iddiasını ele almamız gerekiyor. Ruth Benedict'in Apolloncu (dengeleyici) ve Dionysiosçu (sefahat düşkünü) mizaca sahip kültürler arasında yaptığı ayrıma rağmen[88] bu iddia şüphelidir; özellikle de zührevi hastalıkları "Fransız hastalığı", "İngiliz hastalığı", "İtalyan hastalığı" gibi komşu ülkelerin özelliklerine bağlayan Avrupalı bakış açısı düşünüldüğünde. Her ne kadar inanılması güç de olsa tarihçiler arasında 16. yüzyılda Brabantlıların güçlü bir kumar eğilimine sahip oldukları, Kasım 1576'da Antwerp'in yağmalanmasından sonra on binlercesinin Birleşik Eyaletler'e göç ettiği ve 1585'teki yıkıcı kuşatmanın onları da beraberinde götürdüğü düşüncesi ortak görünmektedir.[89] Hollanda Cumhuriyeti'nde bankerlerin, yatırımcıların, hatta sıradan halkın kumar oynama güdüsü Calvinci ve Lutherci tutuculuk ve kanaatkârlıkla büyük bir gerilim yaşıyordu.[90] Dolayısıyla bir ülkedeki bankacılık kurumlarının diğer ülkelerdekine göre spekülasyona daha fazla zemin hazırladığı söylenebilir. Örneğin Juglar 18. yüzyılda Fransa'da yaşanan krizlerin İngiltere'dekiler kadar ani ve şiddetli olmadığını, çünkü (John Law olayın-

---

88 Ruth Benedict, *Patterns of Culture* (Boston: Houghton Mifflin, 1934).

89 Bkz. Herman van der Wee, *The Growth of the Amsterdam Market and the European Economy* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1963), cilt 2, s.202; J. A. Van Houtte, "Anvers", Amitore Fanfani, ed., *Citta Mercanti Dottrinenell Economia Europea* (Milan: A. Guiffre, 1964) s.311; Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture of the Golden Age* (Berkley: University of California Press, 1988), s.347-50; Ernest Baasch, *Hollandische Wirtschaftsgeschichte* (Jena: Gustav Fischer, 1927), s.240, alıntılayan Busch.

90 Schama, *The Enbarrassment of Riches*, s.503, 505.

dan sonra) Fransa'da daha az kredi kullanılıp daha az suiistimal yaşandığını savunuyor.[91] Farklı bir görüş ise Fransız tecrübesini ciddi bir iflas yasasının varlığına bağlıyor:

> "İster kanunun eğitici gücü ve köklü kurumları ister gelenek tarafından sağlansın, Fransa'da yüksek bir ticari dürüstlük standardı hâkimdi. Babalarının borcunu ödemek için yıllarca didinen çocuklar ya da kendileriyle kişisel hiçbir bağı olmadığı halde meslekleri adına zimmetine para geçirenlerin çaldıkları paraları ödeyen noterler, bir halkın maddi refahı üzerinde etkisiz olması mümkün olmayan iş yükümlülükleriyle uyumlu bir standardı göstermektedirler. Savaştaki atılganlıklarıyla göze çarpan askerlere sahip bir milletin yöntemlerinde muhafazakârlığın cisimleşmiş halini oluşturan sermayedar ve işadamları yetiştirmesi oldukça şaşırtıcı gelebilir ama durum tam da böyledir."

Aynı yazar şöyle devam ediyor:

> "İngiltere, macera ve spekülasyon ruhunun kriz ve buhranı en fazla teşvik ettiği ülkedir."[92]

Bir tarihçi madencilik ve koyun otlatmanın kumar aşkına katkıda bulunduğunu ve 1851-52'de altının keşfiyle birlikte Avustralyalıların at yarışı ve arazi spekülasyonunda kendini gösteren özel bir tür kumar aşkı geliştirdiklerini öne sürüyor.[93]

Ortak bir görüş, ABD'nin, rizikolu bankacılık nedeniyle "ticari ve finansal paniklerin klasik yurdu olduğu"dur.[94] Bu durum 1830'lar-

---

91 Clement Juglar, *Des crises commerciales et leur retour periodiques en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, 2. baskı (1889, yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1967).

92 Theodore E. Burton, *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* (New York: D. Appleton, 1902), s.39-41.

93 Avustralya arazilerinin gerçek fiyatı 1870'te 100'den 1895'te 450'ye yükseldikten sonra 1900'den önce 360'lara düştü ve 1905'e gelindiğinden tekrar 600'e yükseldi. Bkz. Kevin H. O'Rourke ve Jeffrey G.Williamson, *Globalization and History* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1999), Şekil 1.3.

94 Francis W. Hirst, *The Six Panics and Other Essasys* (Londra: Methuen, 1913), s.2.

da Fransız mutedilliğini Amerikan spekülasyonu ile kıyaslayan (fakat yine de ikincisinin kanalların, demiryollarının, yolların, fabrikaların ve köylerin yapımına zemin hazırlayan bir saik olduğuna inanan) Michel Chevalier tarafından gözlemlenmiştir.[95] Amerika'dan Fransa'ya gönderdiği mektupların yirmi beşincisi tamamen spekülasyon tartışmasına ayrılmıştır: "Tüm dünya her konuda spekülasyon yapıyor. Maine'den Kızıl Nehir'e (Arkansas'taki) kadar Birleşik Devletler Rue Quincampoix'ya (Mississippi balonunun Wall Street'i) dönmüş."[96] Bunun kökeni kısmen gevşek kurumlarda yatmaktadır. Fakat diğer ülkeler için bol miktarda talep, yanlı ve zıt görüş bulmak da kolaydır. "Fransız milleti tutumlu ve tedbirlidir, İngiliz milleti ise girişimci ve spekülatif."[97] "Fransa İskoçya'ya denk bir basiret göstermemiştir; sinirleri kredi konularında aşırı hassas ve etkilenmeye açıktır."[98] "Bu ulusun (İngiliz) karakteri fazileti ve kötü alışkanlıkları, kısacası her şeyi aşırıya götürmektir."[99] 1866'dan sonra Almanların yeni bir mağruriyet havası içine girdikleri söylenir, fakat Fransızları sadece "borsa yolsuzlukları ve spekülasyon dehşeti" konularında geçmişlerdir."[100] Morgenstern Fransa'da on adet panik tespit etmiştir ki bunlardan ikisi ABD'dekilerden bile daha şiddetli olmuştur. Ancak "Fransız politikasının değişen karakteri düşünüldüğünde bu sürpriz değildir."[101] (Elbette bu spekülasyon aşkından ziyade ağırlık kazanan etkilere yöneliktir.) Bununla beraber bu görüş bir Fransız maliyecisinin "Fransızlar

---

95 Michel Chevalier, *Letter sur l'Amérique du Nord*, 3. baskı (Brüksel: Societe belge du librairie, 1838), cilt 1, s.262-62.

96 *A.g.e.*, cilt 2, s.151 v.d.

97 Andréadès, *Bank of England*, s.404.

98 Louis Wolowski'nin Maliye Bakanlığı vd. önünde verdiği ifade, *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie imperiale, 1867) cilt 2, s.398.

99 Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, s.77, alıntılayan Isaac de Pinto, *Jeu d'Actions* (18. yüzyıl).

100 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977), s.500, 1872'de alıntılayan Constantin Franz.

101 Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton, N.J.: Princeton University Press,1959), s.550.

parayı, verdiği hareket imkânından dolayı değil, sağladığı gelir nedeniyle severler"[102] görüşüyle çelişmektedir. Ya da 1931 yılında Harvard-Yale tartışmaları düzeyinde hayali bir Fransız ve İngiliz'in iki farklı görüşünü ele alalım:

WILLIAM BERTILLON: Hisse müptelaları için İngiltere bir Noel ağacı gibidir. Soylu lordlar birkaç sterlin için herhangi bir şirketin yönetim kurulu koltuğunda otururlar. Halk ise aptal ya da ahmaktır. Tanrım! Bazı Bessarabia köylüleri ve Kamerunlu zenciler dışında böylesine körü körüne inanan insanlar görmedim. Büyü gibi bir şey. Son derece imkânsız görünen herhangi bir işi sunun, hemen üzerine atlarlar.[103]

STEWART: İngiltere dünyanın bankeridir. Şimdiye kadar asla ama asla başarısız olmamıştır. Bunun nedeni sözünde durmasıdır... Bunların hiçbiri Amerikan borsasındaki spekülasyon gibi başarısız olmamıştır. Servet sahibi olmaya çalışan tüm Tom, Dick ve Harry'lerin yapmaya çalıştığı, Fransa'daki gibi değildir.[104]

Durum beraberedir. Spekülatif mizaç ülkeden ülkeye değişebilir. Örneğin biri Danimarkalıların sakin mizaçta olduklarını ve risk almaya özellikle eğilimli olmadıklarını düşünebilir. Bir ülkede spekülasyon derecesi de zaman zaman, örneğin ulusal sevinç ya da buhran havasında değişebilir. Bu olasılıkların farkındayız ancak bizim çerçevemize oturtmaktan da kaçınıyoruz.

---

102 Robert Bigo, *Les banques françaises au cours du XIX. siecle* (Paris: Sirey, 1947), s.262.
103 Stead, *House of All Nations*, s.233.
104 *A.g.s.*, s.244.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Yangına Körükle Gitmek: Parasal Genişleme

Spekülatif çılgınlıklar para ve kredinin genişlemesiyle hızlanır veya belki bazı durumlarda para ve kredinin genişlemesiyle başlar. Geriye dönüp çöküş ve paniğin takip ettiği belli çılgınlıklara bakıp nerede yanlış yapıldığı görülebilir. Örneğin lale çılgınlığı pek çok nesne üzerindeki spekülatif heyecanın bir parçası olarak bireysel kredilerle beslenmiştir.[1] John Law önce Banque Générale'in sonra Banque Royale'in, daha sonra ise South Sea Company ile Sword Blade Bank'ın sahibi olmuştu. 1763'te Hollanda'daki parasal genişleme telaffuz edilmesi zor *Wisselruitij* veya borç senedi zinciriyle, 1793'deki kanal çıl-

1 "The Tulip Mania in Holland in the Years 1936 and 1967", *Journal of Economic and Busines History*, cilt 1 (1928-29, W. C. Scoville ve J. C. LaForce'un editörlüğündeki *The Economic Developmet of Western Europe*, cilt 2, *Sixteenth and Sevententh Centuries* (Lexington, Mass.: D.C. Heath,1969), s.142; Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretation of the Dutch Culture in the Golden Age* (Berkeley: University of California Press, 1987), s.358; Robert P. Flood ve Peter M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Press,1994), s.60. En azından sınırlı kaynaklarla söyleyebileceğim bunlar. Tipik olarak bir balonun tepe noktasında satıcıların elinde lale soğanı yoktur ve bazı [yoksa çoğu mu?] alıcılar en azından peşin olarak ayni, yani muhtemelen nakit paraları olmadığından kişisel mal ve varlıklarıyla ödeme yapar. Peşinatın değeri ile pazarlık yapılan fiyat arasındaki fark kişisel itibardır.

gınlığı mantar gibi biten taşra bankacılığıyla finanse edilmişti. 1825'te de yine taşra bankaları devredeydi. İngiltere'de 1830'lar, 1826 ve 1833 bankacılık yasalarının ardından Anonim Şirket bankalarının kuruluşuna tanıklık etti. ABD'de ise parasal genişlemenin, Second Bank of the United States'in operasyonlarından ziyade ABD, Çin ve İngiltere arasındaki üçlü ticarette kullanılan gümüşü ikame etmek üzere çıkarılan kambiyo senetlerinden geldiği iddia edilmektedir. ABD'li tüccarlar Meksika'dan gümüş alıp bunu İngiltere'ye gönderecek olan Çin'e göndermektense, sırasıyla ABD'nin Çin'den net ithalatını ve Çin'in de İngiltere'den net ithalatını ödemek için sterlin senetlerini Doğu'ya gönderdiler, böylece bu gümüşler piyasaya sürülüp para stokuna eklenerek ABD'de enflasyona sebep oldu.[2]

1850'lerdeki patlamanın arkasında, altının bulunması, İngiltere, Fransa, Almanya ve ABD'de bankaların kurulması, New York'ta bir takas odasının kurulması ve Londra'dakinin de genişlemesi vardı. Bunlara ilave olarak 1844 Bankacılık Yasası mevduat ve paranın sınırlandırılmasında başarısız kalarak yanlışlığını gösterdi. 1866'da İngiltere'de sorun anonim ortaklı iskonto kurumları vasıtasıyla iskonto piyasasının genişlemesiydi. Orta Avrupa'daki patlama Fransız-Prusya savaş tazminatındaki altın ödemelerine, Almanya'da kurulan Maklerbanken'in (komisyoncu bankalar) Avusturya'ya ve Avusturya'da kurulan Baubanken'in (yapı bankaları) Almanya'ya yayılmasına dayanıyordu.

1882'de Fransa'daki parasal genişlemeye borsa işlemlerinin takas süresini 15 güne çıkaran bir sistem yol açtı. Bu sistem 1929'da New York'ta istendiğinde geri ödenen borç piyasasının borsa patlamasını finanse etmeye yardımcı olması gibi[3] raporlama sistemi vasıtasıyla spekülatörlere kredi imkânı sağladı. 1893'te ABD'de katalizör gümüş paralardı; 1907'de ise tröstlerin yaygınlaşması. Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki ve sonraki yıllarda altın-kambiyo standardı uluslararası kredi tabanının genişlemesine yol açtı. 1920'ler taksit kredilerinin

2 Peter Temin, *The Jacksonian Economy* (New York: W.W. Norton, 1969), s.79-82.

3 Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Generale, 1878-1885* (Paris: Presses univeritaires de France, 1960), s.129-34.

gelişmesine tanıklık etti. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yeni kredi tabanı ciro edilebilir mevduat sertifikaları (CD'ler), Avrupa para piyasası ve daha genel olarak banka aktiflerinin yönetiminin tersine pasif yönetimi olarak bilinen yöntem üzerine dayandırıldı[4] (Aslında 1870 patlaması sırasında ciro edilebilir mevduat sertifikasına çok benzer bir şey Avusturya bankalarınca piyasaya çıkarılmıştı. Cassencheine olarak adlandırılan bu sertifikalar faiz getiriyor ve aynı rezerv tabanında daha fazla genişlemeye imkân veriyordu).[5]

Banka "kredisi"nin genişlemesinin belki de en fazla doruğa çıktığı zaman, hisseler ve gayrimenkuller Kuveyt Soukh al-Manakh Borsası'nda alınıp satılırken milyon dinarlara doğru koşan vadeli çeklerin yazıldığı 1977 ile 1982 arasıydı. Vadeli çeklerde banka hesabında sürekli para bulundurmaya gerek yoktur; çekin alıcısı vadesi geldiğinde hesapta para olacağını düşünür. Temmuz 1982'de bazı satıcılar vadesi gelen çekleri nakde dönüştürmeye başlayınca banka hesaplarında çeklerin karşılığının olmadığını gördüler. 70 milyar dolarla başlayıp 91 milyar dolara çıkan karşılıksız çek meblağı, rekor büyüme ve ardından gelen iflastan önce katlandı. "Küçük yatırımcıları" (6,8 milyon doların altındakiler) kurtarmak için karmaşık kurtarma operasyonlarına girişilirken daha büyük olanlar batmaya terk edildi. Kuveyt hükümeti yeni bir borsa kurup yeni bir başlangıç yapmaya karar verdi.[6]

Liste bu şekilde bir araya getirildiğinde elimizde bulunanın sadece bir tesadüfler silsilesi olmadığını görebiliriz. Her bir olayın aldığı şekil tesadüfi olabilir –Çin'e yapılacak ödemelerde gümüşün yerine ticari akseptansların ikâmesi ya da 1844 Banka Yasası'ndan sonra Nakit Okulunun para arzını sınırlandırma niyetini bozan mevduat gelişimi– fakat devam eden süreç tesadüfi değildir. Parasal genişleme tesadüfi ve dışsal olmaktan ziyade sistematik ve içseldir.

---

4 Martin Mayer, *The Bankers* (New York: Ballantine Books, 1974), s.197.

5 Wirth, *Handelskrisen*, s.478.

6 "Kuwait's Great $70 Bn Paper Chase", 25 Eylul 1982; "Kuwait Aide Says Speculators Own 'Price of Follies'", *International Harald Tribune*, Ekim 29, 1982; "Kuwaitis Try a New Exchange", *New York Times*, 16 Aralık 1984, Bolum D.

Gerçek şudur ki, fiili kullanımlar için ödeme aracı olarak tanımlanan para miktarı sürekli genişletilmiştir ve mevcut para, spekülasyonu da kapsayacak şekilde genişlemeyi finanse etmek üzere patlama dönemlerinde daha da etkili olarak kullanılmıştır. Bu, para otoritelerinin para arzını kontrol ve sınırlandırma çabalarına rağmen olmuştur. Bu çabaların uzun bir hikâyesi vardır. Savaşlardan sonra (1973'te başlayan dalgalanma dönemine kadar) madeni parayla ödemelerin ve konvertibilitenin yeniden başlamasını da içine alır. Daha sonra daha küçük madeni paraların tedavülden kaldırılması gelir. Gümüş bakırın, altın gümüşün yerini almıştır. Ve yine merkez bankaları, özel taşra ve anonim ortaklı bankaların para basma yetkisini önce sınırlandırıp sonra tamamen kaldırarak para basma yetkisini tekellerine almışlardır. Yasalar ve gelenekler ihtiyat akçelerine karşılık olarak basılabilecek mevduat parasını (kredi para) sınırlandırmıştır. Sınırlandırma 1844 Banka Yasası'ndan kısa bir süre sonra başlamış ve ardından Federal Reserve Sistemi'nin sadece vadeli ve vadesiz mevduata değil (1913'teki ilk rezerv yasasında olduğu gibi), aynı zamanda ABD bankalarının Avrupa Para Piyasası'ndan aldıkları borçlar ve mevduat sertifikalarına karşı rezerv karşılıkları getirmesiyle devam etmiştir. Avukatların vergi kanununda boşluklar bulması, Kongre ve Yurtiçi Gelirler Servisi'nin onları engellemesi ve avukatlarının tekrar yeni boşluklar aramasında olduğu gibi, bu bitmeyen bir devinimdir.

BANKACILIK OKULUNA KARŞI NAKİT OKULU

1810'da Külçe Raporu (altın-gümüş) üzerinde tartışmalar patladığından bu yana, kendilerine verilen adlarıyla Nakit Okulu ile Bankacılık Okulu arasında para teorisi tarihinde sürekli bir savaş olagelmiştir. Bugün Nakit Okulu genel hatları ile Parasalcı Okul ile örtüşürken, Bankacılık Okulu daha az olmak kaydıyla Keynesyenlerle az çok benzerlik taşımaktadır. ABD'de 1890'larda ideoloji ve iktisadi analizdeki bir kırılma Nakit-Para Okulu'yla Popülistler'i ayırmıştır. Çoğu iktisatçının gözünde 1810'ların Nakit Okulu rakiplerine karşı açık bir ente-

lektüel zafer kazanmıştır. Günümüz bağlamında ise bu aşırı bir basitleştirmedir. İki okul diyalektik ortak yaşam içine kilitlenmiştir. 17. yüzyıl hatta daha da öncesinden beri birlikte yaşamalarına rağmen çatışma bugün de sürmektedir.

Para arzını sınırlandırmak isteyen (Nakit Okulu) ile genişletmek isteyen (Bankacılık Okulu) güçler arasındaki ayrım –hatta zaman zaman çatışma– bizim ilgilendiğimiz dönemin en az 100 yıl daha gerisine, iki okulun birbirinin karşıtı olduğunun kabul edildiği dönemin ise 200 yıl kadar gerisine gider. Bazı kurumlar belli miktarda para arzını daha etkili kullanırken, bazıları genişletmiştir. Örneğin Amsterdam Bankası 1609'da kurulduğunda bir ciro bankasıydı. Metal mevduat karşılığında para basıyordu. Bir asır sonra nihayet dördüncü İngiliz-Hollanda savaşı sırasında Hollanda, Doğu Hindistan Şirketi'ni çok yanlış ve tehlikeli şekilde kurtarma girişimine kadar kredi işlemine girmemişti. 1614'te bir kredi bankası (*Huys Van Leening*) Amsterdam Belediyesi tarafından kuruldu fakat görece olarak pasif ve önemsiz bir bankaydı. Amsterdam Bankası da artık sadece bir ciro bankası değil, aynı zamanda kambiyo senetlerinin ödendiği bir *Wisselbank* haline gelmişti (Hollanda dilinde *Wissel*, Almancada *Wechsel*). Tüccarlar tahsilata verilen senetler karşılığında bu bankada mevduat bulundurmak zorundaydılar. Değerli madenler şeklinde tutulan mevduat Amsterdam Bankası'na para basımında senyoraj geliri elde etme imkânı sağlıyor, böylece mevduata düşük bir faiz oranı ödemiş oluyordu. Banka hiç kredi vermezken Huys van Leening çok az kredi veriyordu fakat her iki banka da tüccarların kendi kredilerini etkili bir şekilde oluşturmalarına zemin hazırladı.[7] Wisselruitij'de aşırı şekilde genişleyen tüccarların bu kredileri, kambiyo senedi zinciri kopunca 1763'te DeNeufville firmasını batırdı.

1668'de kurulan Swedish Riksbank Bank of Amsterdam (*Wisselbank*)'dan sonra şekillenen Döviz Bankası ve Kredi Bankası (*Läne-*

---

7 J. G. Van Dillen, "The Bank of Amsterdam", *History of the Principal Public Banks* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1934), s.79-123.

bank) gibi iki bölüme sahip olduğundan İngiltere'de 1844'te çıkarılan Banka Yasası'nın habercisi oluyordu.[8] 1844'te Bank of England'daki bu bölümler, devlet borçlarını temsil eden belli bir itibari miktarın üstünde külçe veya metal para karşılığında banknot basan Darphane Bölümü ve Darphane Bölümü'nün çıkardığı banknot rezervlerinin birkaç misline kadar kredi verip iskonto yapan Bankacılık Bölümü haline geldiler. Bütün ise Bankacılık Okulu ile Nakit Okulu arasında bir uzlaşmayı temsil etmektedir. Darphane Bölümü, Bank of England'ın 1797'den sonra altın standardının askıya alındığı süreçte kredi vermesini ve banknot basmasını eleştiren Nakit Okulu adına bir zaferdi. (Banka'nın ticaretin finansmanı için kredi vermesinin enflasyonu arttırmadığı yönündeki savunusu Ricardo ve Nakit Okulu tarafından sertçe eleştirildi.) Bankacılık Bölümü ise en azından başlangıçtaki canlanmayı finanse etmek için bir toparlanmanın ilk evrelerinde kredinin gerekli olduğu yönünde Bankacılık Okulu'yla aynı fikirde olanlar için bir zafer anlamına geliyordu.

Eğer Bankacılık Okulu ekonomik büyümeyi başlatmak için kredi genişlemesinin gerekli olduğu konusunda haklıysa, Nakit Okulu devam eden iş fırsatlarına dayalı kredi yaratılmasının felaket formülü olacağı gözleminde tamamen haklıydı. "Gerçek Senetler" doktrini bonolardaki genişlemeyi engellemek için iskontoların gerçek ticari işlemleri kapsayan senetlerle sınırlandırılmasında ısrar etti. Daha fazla ticaret daha fazla iskonto, o da daha fazla enflasyon demekti. Nakit Okulu bir sınırın gerekliliğinin farkına vardı. İki okul arasında kriz esnasında kredi vermenin faydalı olup olmayacağı konusundaki karışık meseleyi sonraya bırakıyoruz. Şu anki soru, "kredi genişlemesi bir kez başlayınca durulacak yeri kararlaştırmak mümkün müdür ve bu otomatik bir kurala bağlanabilir mi?" sorusudur.

Nakit Okulu bu soruya "evet" cevabı vermiş ve bugün parasalcıların para arzı büyüme oranını % 2, 4 veya 5'te sabitlemek istemele-

---

8 Eli F. Heckscher, Van Dillen, "The Bank of Sweden in Its Connection with the Bank of Amsterdam", *a.g.e.*, s.169.

ri gibi basit bir kural istemiştir.[9] Viner'ın 19. yüzyıl anlaşmazlığı konusundaki değerlendirmesi kısa ve özlüdür:

> Nakit Okulu, fiyatları etkileyen bir faktör olarak banka senedi dışındaki herhangi bir banka kredisi şeklinin önemini küçümseme veya inkâr etme veya Torrens vakasında olduğu gibi mevduatlardaki dalgalanmanın sıkı bir şekilde senet ihracındaki dalgalanmalar tarafından yönetildiğini iddia etme eğilimi gösterdi. Aynı zamanda basit bir otomatik kural istiyorlardı fakat bankanın genel kredi işlemlerini yönetmek için uygun bir kural bulamadılar. Ayrıca mutlak bir zorunluluk olarak görülenlerin ötesinde bankacılık sisteminin yasal kontrollerinin genişletilmesine karşı ilke olarak itirazları vardı.[10]

Problem şudur ki, "para" anlaşılması, ayrıntılı bir şekilde araştırılması ve ekonomi için istenen düzeyde sabitlenmesi zor bir olgudur. Ben Walter Bagehot'tan pek çok konuda alıntı yapmayı sevsem de parasalcılık konusunda pek sevmem: "İngiltere'de işadamları para sorunlarını sevmezler. Paranın ne olduğunu tanımlama konusunda kafaları karışıktır: Nasıl hesaplandığını bilirler ama neyi hesapladıklarını bilmezler."[11]

Tarihi bir genelleme olarak otoriteler para miktarını (M) ister mutlak bir miktarda ister önceden belirlenen bir trendde istikrarlı kılmaya veya kontrol etmeye çalışsınlar, öforya zamanlarında daha fazla para yaratılır; ya da paranın tanımı belli bir likit varlık anlamında sabitlenirse ve öforya tanımın dışında kalacak yeni şekillerde krediyi "monetize" ederse eski tarzda tanımlanan para miktarı büyümeyecek fakat dolaşım hızı artacaktır (dolaşım hızı toplam harcama veya milli gelirin –hangisi seçilirse– para arzına bölünmesiyle bulunur.) Modern parasalcılar parayı M1, yani nakit para artı vadesiz mevduat olarak

---

9 Milton Friedman, *The Optimun Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), s.1-50.

10 Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (New York: Harper, 1937), s.232-33.

11 Walter Bagegot, "The General Aspect of the Banking Questions", no.1, *The Economist*'in editörüne mektup, 7 Şubat 1857, *The Collected Work of Walter Bagehot*, Norman St. John-Stevas, ed., (Londra: *The Economist*, 1978), cilt 9, s.319.

mı; M2, yani M1 artı vadeli mevduat olarak mı; M3, yani M2 artı çok likit hükümet tahvilleri olarak mı; yoksa başka şekilde mi tanımlayacakları konusunda sıkıntı çekiyorlar. Bazı analizciler M7'ye kadar listeyi uzatmaktadırlar. Benim iddiam sürecin sonsuz olduğudur: Herhangi bir (M)i belirleyin, piyasa patlama dönemlerinde sınırın dışına çıkacak ve yeni bir (M)j değişkeni belirleme gereğini ortaya çıkaracak şekilde yeni para formları yaratacaktır.

1959'da İngiltere'de Radcliffe Komisyonu, gelişmiş bir ekonomide "sonsuz genişlikte bir finansal kurumlar dizisi ve elde tutulması iyi olacak paranın yakın ikamesi olan ve ancak fiili bir ödeme anı geldiğinde ikinci dereceye düşecek likiditesi yüksek çok fazla aktif" bulunduğunu belirtmektedir. Komisyon paranın dolaşım hızı kavramını kullanmamıştır, çünkü "dolaşım hızının herhangi bir sınırının olduğunu varsaymanın geçerli bir sebebine veya paranın tarihinde bunu belirten herhangi bir tecrübeye rastlayamamışlardır."[12] Komisyonu en fazla ilgilendiren, bu derece geniş finansal kurumlar dizisinin kontrol bileşenini para arzının geleneksel kontrolünün yerine geçirmek için girişimde bulunulması teklifiydi:

> Bu tür bir olasılık son bir çare olması dışında hoş karşılanmayacaktır. Bunu sebebi sadece yönetsel yük değil, fakat yeni finansal kurumların daha da büyümesinin durumun otoritelerin kontrolünden sürekli çıkmasına yol açacak olmasındandır.[13]

İktisatçıların bir asırdan fazla bir süredir yaptıkları gibi "para"nın içine hangi unsurların dahil edilmesi gerektiğini tartışmak faydasızdır:

> Genel tabirle *banka parasıyla dolaşımdaki banknotlar* kast edilir – "kağıt para". Bununla beraber bazı yazarların aynı başlığa

---

12 Büyük Britanya Parasal Sistemin İşleyiş Komitesi, *Report* (Radcliffe Raporu), Tavsiye 827 (Londra: H.M. Stationary Office, Ağustos 1959), 133-34, s.391-92.

13 *A.g.e.*, s.134, 394.

> kredileri ve mevduatları koymasalar da çekleri ve *bonoları* dahil ettikleri görülmektedir.[14]

Mesele John Stuart Mill tarafından açık bir şekilde ortaya konmuştur:

> Parayla ister madeni parayı ister banknotları kast edelim, herhangi bir zamanda bir bireyin satın alma gücü o an cebindeki parayla ölçülemez. Bu öncelikle mülkiyeti kendine ait olan paralarla ölçülür. İkinci olarak bankasında bulunan veya ona ödenmesi gereken ve talep edildiğinde ödenebilecek diğer tüm paralarla ölçülür. Üçüncü olarak da sahip olduğu kredilerle ölçülür.[15]

Bir ekonomide kredi ve borçların toplamından hareketle para miktarı kavramını geliştirmek üzere cesur bir girişim yapılmıştır.[16] Bu girişim paranın ne olduğunu tam olarak tanımlamaktan uzaklaşmakta ve hangi kredi unsurlarının dikkate alınacağına karar verme gereği oluştuğunda bulanık sulara götürme riski de taşımaktadır. Fakat Mill'in de istediği gibi, teorik olarak kişilerin, firmaların veya hükümetin belli bir anda ne kadar kredi kullanabileceği bilinmek istenebilir. Bu çok çeşitli şartlara bağlı olarak geniş bir alanda değişecektir.

Bireyin satın alma gücünden hareket edip ülkenin satın alma gücüne ulaşmada sorunlar vardır. Çünkü bir taraftan bankacılık kurumlarına, diğer taraftan da öforyaya bağlı olarak, bir bireyin kullanacağı kredi diğerlerininkini eksiltebilir de eksiltmeyebilir de. Kredi konusunda belki romancılar da söz söylemeyi hak etmektedir:

---

14 James S. Gibbons, *The Bank of New York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857* (New York: D. Appleton, 1859), s.376-77.

15 J. S. Mill, *Westminster Review*, cilt 41 (1844), s.590-91, Jacob Vinder'ın *Studies in International Trade* adlı kitabının 246. sayfasından alıntı yapılmıştır.

16 Bkz. Benjamin M. Friedman, "Portfolio Choice and the Debt-to-Income Relationship", *American Economic Review*, cilt 75, no.2 (Mayıs 1985), s.338-43 ve aynı yazarın James Tobin'in editörlüğünü yaptığı *Macroeconomics, Prices, and Quantities: Essays in Memory of Arthur Okun* adlı kitabından (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1983), s.161-89, "The Roles of Money and Credit in Macro-economic Analysis."

> Güzel kredi! Modern toplumun temeli. Kim bunun karşılıklı güvenin, insan sözüne sınırsız itimadın çağı olmadığını söyleyebilir? Tüm bir ülkeye aniden tanıdık bir gazete anekdotunun ne demek istediğini fark ettiren, madenler ve arazilerdeki spekülatörlere şu sözü söyleten, modern topluma has bir durumdur bu: "iki yıl önce iki paralık değerim yoktu ama şimdi iki milyon dolar borcum var."[17]

Kredileri paraya çeviren yakın para ikamelerinin tarihsel gelişimini izleyerek bu genellemeleri desteklemek sıkıcı olacak. Uzun bir listeden sadece kambiyo senetlerini, repoyu ve altın kambiyo sistemini ele alacağız. Fakat analiz banka senetlerine, banka mevduatlarına, takas odalarına, ihtisas bankalarına (örneğin *banques d'affaires*, *Maklerbanken* veya *Baubanken*), tröstlere, ciro edilebilir mevduat sertifikalarına (CD'ler), Avrupa para piyasasına, yapı kredilerine, kredi kartlarına, NOW hesaplarına vb. uygulanabilir.

BORCUN NİTELİĞİ[18]

Aktiflere (para dahil) döneceğim fakat önce borçlara kısaca bir bakalım. Minsky ben dahil çoğu kimsenin tamamıyla kabul edilebilir bulmadığı şirket borçlarının bir sınıflandırmasını yapmıştı. Bunlar (1) bir firmanın görece güvenli nakit akışı karşılığı aldığı borç anlamında "*hedge* finansmanı", (2) somut gelirlerle karşılanmayan ve şirketin eski borçlarının yenilenmesine veya yenilerinin yapılmasına bel bağlamak zorunda olduğu "spekülatif finansman ya da (3) firmanın borcunu ancak bir varlığı gerçek değerinin üstünde satarak ödeyebildiği "Ponzi finansmanıdır."[19] Her ne kadar dar anlamda tanımlansa da

---

17 Samuel L. Clements [Mark Twain] and Charles Dudley Warner, *The Gilded Age: A Tale of Today* (New York: Harper & Brothers, 1873, yeni basım, cilt 10, 1915), cilt 1, s.263.

18 Daha geniş bir tartışma için bkz. D.B. Papanidmitriou'nun editörlüğünü yaptığı *Profits, Deficits and Instability* (Basingstoke: Macmilllan, 1992)'deki "The Quality of Debt" başlıklı çalışmam. *The World Econmy and National Finance in Historical Perspective* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995) isimli çalışmamda tekrar basıldı, s.117-30.

19 Bkz. Hyman P. Minsky, "The Financial-instrabilitiy Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", C. P. Kindleberger ve J. P. Laffargue, ed., *Financial Crises: History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s.13-39.

spekülatif ve Ponzi terimleri şüpheli uygulamaları çağrıştırmaktadır. Tanımı sıradan inşaat kredilerine de uygulanabildiği halde Ponzi finansmanı bir sahtekârlık ve yolsuzluk iması taşımaktadır.[20] Minsky finansal bir yapının kırılganlığını ölçmede borcun niteliğine vurgu yaparken kesinlikle haklıydı. Çok riskli işleri finanse etmek için toplanan büyük çaplı borçlar istikrarsızdır. Fakat aktifler ve pasifler nitelik bakımından olduğu kadar nicelik bakımından da değerlendirilebilir ve değerlendirilmelidir. Önceki bölümde ortaya konan model, öforya dönemlerinde paranın miktarı uygun ve sınırlı oranda artırılsa da borcun niteliğinin bozulduğuna vurgu yapmaktadır.

Özel bir diğer borçlanma türü, güvenilmez niteliğini adında taşımaktadır: *"Junk bonds"*, yani borcun özkaynaklara veya nakit miktarına oranıyla ölçüldüğünde yatırım değeri olmayan, bir şirketin bütün hisselerini almak için çıkarılan bonolar. Bir şirketin hisselerini almakla 1987'de kullandığı 1,3 milyar dolarlık kredinin faizlerini ödeyemediği için, Revco D.S. Inc. eczane zincirinin 1988'de iflası istendi.[21] Hery Kaufman meşum kitabında, borcun miktarı arttıkça niteliğinin de düştüğünü belirterek tüm borç çeşitlerini –tüketici, hükümet, ipotek ve şirket Junk bonolarını da dahil ederek– yeriyordu.[22] Felix Rohatyn ABD'yi "Junk-bono kumarhanesi" olarak isimlendirmişti. Sonuç olarak sadece para miktarına odaklanarak paranın tanımlanabileceğini varsaymak miyopluktur.

KAMBİYO SENETLERİ

Talep edildiğinde ödeme vaadini belirten banka senetleri ve satıcının sattığı mallara karşılık alıcıdan ilerde bir ödeme yapmasını talep edeceği kambiyo senetleri, başlangıçta para arzının inelastik olması sebe-

---

20 *A.g.e.*, s.39-47. bkz. J. S. Flemming, Raymond W. Goldmith ve Jacques Melitz'in Minsky'in tebliği üzerindeki yorumlar.

21 "Revco Drugtore Chain in Bankruptcy Filing", *New York Times*, 29 Temmuz 1988, Bölüm D.

22 Henry Kaufman, *Interest Rates, the Markets and the New Financial World* (New York: Times Books, 1986).

biyle geliştirildi.* Çoğunlukla doğrudan ödemelerde kullanılan kambiyo senetleri sık sık bankalarca iskonto edilir ve banka senedi veya madeni paraya dönüştürülürdü (19. yüzyıla kadar mevduata dönüştürülmüyordu). Senedin hamili bir başka kişiye, o da bir başkasına veriyordu. Ashton "Senet artık paraydı ve her ne kadar arada bazı güvenilirliği şüpheli şahıslar devreye girse de senetler dolaşıma devam ediyordu" diyor.[23] 19. yüzyılın ilk yarısında 10 poundluk küçük senetler bile üzerinde 50 ya da 60 isimle dolaşıyordu. Bir süre sonra ödeme alışkanlıkları değişti. Banka senetlerinin sevilmemeye başlandığı Lancashire'da 19. yüzyılın sonuna gelindiğinde para arzı madeni para ve kambiyo senetlerinden ibaret hale geldi.[24] Bank of England'ın senet sirkülasyonu bir gelişme evresi olan 1852'den 1857'ye kadar 9 milyon pound azalmıştı. Londra'da beş bankanın mevduatı 17,7 milyon pounddan 40 milyon pounda yükselmişti. Newmarch'ın o tarihte yaptığı tahminlere göre dolaşımdaki kambiyo senetlerinin ortalama hacmi ise aynı dönemde 66 milyon pounddan 200 milyon pounda yükselmişti.[25]

Kambiyo senetleri her mal sevkiyatında mutlaka alışverişin tam meblağını kapsayacak şekilde kullanılmamıştır. 1763'te İsveç'teki Carlos and Claes Grill'in Londra'daki Lindegren üzerine düzenlediği senet-

---

(*) Alfred Marshall, yazısını yazdığı tarihten 2000 yıl evvel Çin'de kâğıt paranın kullanıldığını ve kambiyo senetlerine 1000 yıl önce "uçan para" denmeye başlandığını belirtiyor. Bkz. Ek E, "İngiltere Deneyimine Özel Referans ile Bankacılığın Gelişimi Üzerine Notlar", *Money, Credit and Comerce* (1923: yeni baskı, New York: Ağustos M. Kelly, 1965) içinde, s.305n.

Avrupa'da kambiyo senetleri panayırlarda hesaplarını dengelemek amacıyla İtalyan tüccarları tarafından geliştirilmiştir. Net borçlular ticaretin sonunda başka bir yerdeki veya gelecek yıl aynı yerdeki panayırda ödenmek üzere senet verirlerdi. Bu "özel para"ya, hesabı temizlemek için yeterli madeni para (prensin parası) olmadığından ihtiyaç duyulurdu. Bkz. Marie-Therese Boyer-Xambeu, Ghislain Deleplace ve Lucien Gillard, *Private Money and Pubic Currencies: The 16th Century Challenge*, Fransızca'dan çeviri (Armonk, N.Y.: M.W. Sharpe, 1984).

23 T. S. Ashton, "The Bill of Exchange and Private Banks in Lancashire, 1970-1980", T. S. Ashton ve R.S. Sayers'in editörlüğünde *Papers in English Monetary History* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), s.37-38.

24 Francis C. Knowles'ın 1826 tarihli İskoç ve İrlanda Parası'ndan sorumlu Lordlar Kamarası Komitesi'ne atıfta bulunan *The Monetary Crisis Considered* (1827), J. R. T. Hughes, *Fluctuations in Trade, Industry and Finace: A Study of British Economic Development, 1850-1860* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1960) isimli kitabından alıntılanmıştır, s.267.

25 *A.g.e.*, s.258.

ler, çok hızlı şekilde yapılan mal sevkiyatlarının her biri için ayrı ayrı yapılmıyor fakat firma paraya ihtiyaç duyduğunda özellikle de alacaklılarına ödeme yapmak gerektiğinde düzenleniyordu.[26] Bu, bir kurum ya da kişinin kredisinin belli bir işlemin kredisinden ayrıldığı istikraz (borç) senetlerinin evrimi olarak görülebilir. Sonuçta borç senedi I.O.U'dan (size borçluyum anlamında I Owe You'nun kısaltılmışı-ç.n.) veya bonodan farklı bir şey değildir. Borcun niteliğinin evrimindeki en eski uygulamalardan birini takiben Columbia Üniversitesi'nden H. Parker Willis ve Chicago'lu hocası J. Laurence Laughlin gibi reel-senet taraftarları "borç senedine" sert bir şekilde karşı çıktılar ve alışverişe dayalı senetleri kendi kendini kapayan senetler olarak değerlendirdiler.* Bununla beraber fiyatların düştüğü bir dönemde satıcının alıcı üzerine yazdığı hakiki senetlerin değeri abartılmıştır. Alıcı malları kâr ederek satamayabilir, dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getiremez.[27] Çok daha önemli bir mesele borçlunun borcunun servetine oranıdır.

Franklin'in dediği gibi kredi senedi:

> İş hayatına çok uygundur; çünkü büyük bir meblağ kolayca sayılabilir, taşıması kolaydır, daha kolay saklanır ve bu yüzden biriktiril-

(*) Bu tür bir davranışın önceki bir örneği olarak 1850'lerde bir New York bankasının yönetim kurulunda yapılan hipotetik bir tartışma için bkz. James S. Gibbons, *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House and the Panic of 1857* (New York: D. Appleton, 1859), s.50. Yönetim kurulu üyelerinden biri, tahminlerinden daha zengin olan ve Fifth Avenue'de 60.000 dolarlık bir ev yaptırıp içini de 40.000 dolara döşemek isteyen Mr. Black adında birinin kredi talebi lehinde konuşmakta ve firmasının bankadaki kredi limitinin iki katına çıkarılmasını teklif etmektedir. Diğer bir yönetim kurulu üyesi itiraz eder:

> Sayın başkan benim görüşüm odur ki, vadesi geldiğinde ödenecek gerçek bir ticari senet haricinde herhangi bir şeyi yönetim kurulunda teminat olarak gösterme hakkımız bulunmamaktadır. Ticari senedi düzenleyenin iflası ya da ölmesi halinde, senedi ciro edenin ödeyebilecek durumda olması lazımdır. Bu senedi Mr. Black'ın evi, mobilyaları yani sadece zevki için iskonto etmekte olduğumuzu görmüyor musunuz? Efendim, bu bir ticari senet değildir! Gerçek anlamıyla bir borç senedidir.

Bir bankadaki çeşitli görevleri konu edinen bölümleriyle Gibbon'un kitabı, Martin Mayer'in *The Bankers* adlı kitabının 19. yüzyıl ortalarındaki habercisidir (New York: Ballantine Books, 1974).

26 Kurt Samuelsson, "International Payments and Credit Movements by Swedish Merchant House, 1730-1815", *Scandinavian Economic History Review*, cilt 3 (1955), s.188.

27 R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking* (Londra: Longmans, Green, 1932), s.128-29.

> mesi veya seyahatlerde taşınması daha güvenlidir. Ve daha pek çok yönden çok daha değerlidir. Bankalar tüm Beyefendiler'in, Tacirler'in ve Büyük Tüccarlar'ın Genel Kasası'dır... Bu senetlere bir İtibar sağlar, bu yüzden İngiltere'de hiçbir zaman paradan daha az değerli değildirler; Venedik ve Amsterdam'da ise genellikle daha değerlidirler.[28]

İngiltere'de senetlerin "hiçbir zaman paradan daha az değerli olmadıkları" önermesi göreceğimiz gibi fazla iyimserdir. Para kadar sağlam olduklarında ise senetlerin etkinlikleri açıktır. 19. yüzyılın ilk yarısı boyunca kambiyo senetlerinin "para" mı, "ödeme aracı" mı yoksa "satın alma gücü" mü olduğu konusunda sürekli bir tartışma vardı, fakat Nakit Okulu'nun tüm üyeleri sadece banka senetlerinin kontrol edilmesinin gerektiği, kambiyo senetleri veya banka mevduatları için böyle bir gerekliliğin olmadığı konusunda hemfikirdir.[29]

Problem, öforya dönemlerinde olduğu gibi, senedin oluşturduğu borcun borçlunun servetine oranı kontrolden çıktığında oluşur. Senedin zincirleme kullanılması bir salgın halini alır. Adam Smith tarafından normal olarak tanımlansa da bu ticari uygulama kolayca aşırıya kaçabilmektedir.[30] A senedi B'ye ciro eder, B C'ye, C D'ye ve böylece devam edip gider; hepsi de kullanıma hazır kredi miktarını çoğaltır. Hawtrey'e göre borç veya finansman senedinin kusuru "yatırım piyasasında gerekli uzun vadeli güvenilir tasarruf elde edilemediğinde sabit sermaye oluşumu için kullanılmalarıydı." Hawtrey sistemin 1866 Londra krizi ve 1907 New York krizi sırasında özellikle suiistimal edildiğini iddia etmektedir.[31] Hamburg, Berlin, (daha az derecede) Londra ve Amsterdam'da panik yaratan DeNeufvilles'in 1763'teki şaşırtıcı iflası, daha önce de belirttiğimiz gibi özellikle etkili olan iskon-

---

28 Bkz. Herman E. Krooss, derleme, *Documentary History of Banking and Currency in the United States* (New York: Chelsea Houses, 1969), cilt 1, s.31.

29 Viner, *Studies in International Trade*, s.24 v.d. özellikle, s.249-50.

30 Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealty of Nations* (1776; yeni baskı, New York: Modern Library, 1937), s.293-97.

31 R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 3. baskı (New York: Longmans, Green,1930), s.224.

to zincirinin çözülmesinin bir sonucuydu. Bir kurum batarsa zincir kopar ve kötü firmaların yanı sıra sermaye-borç oranı makul olan iyi firmalar da batabilir. Sınırlı sermayeye sahip tüccarlar ise borç senetleriyle en azından geçici olarak büyük hacimli borç fonlarını kullanma imkânına kavuşabilir ve bu borcu uzun vadeye yayabilirler. Sir Francis Baring 100 poundluk varlığı bulunmayan tezgâhtarların 5.000-10.000 poundluk kredi kullandıklarını belirtmektedir. Altın kambiyo sisteminin askıda olduğu 1808 yılı civarında alım satımları takip etme gereğinin hissedilmemesi spekülasyon çılgınlığında aktif bir rol oynamış ve tesadüfen Nakit Okulu'na yol göstermişti.[32] Londralı bir muhasebeci olan John Ball sermayesi 10.000 poundun altında olup yükümlülükleri 900.000 poundu bulan firmalar bildiğini ve bunun abartma olmadığını belirtmişti.[33] Schaffle aynı patlama esnasında Hamburg'da sermayesi 100 pound, ödenmemiş senetleri ise 400.000 pound olan birinden bahsediyordu.[34] Günümüz dünyasına baktığımızda ise 1994'te kurulup Eylül 1998'de kurtarılan Long-Term Capital Management (Uzun-Vadeli Sermaye Yönetimi) *hedge* fonunun, öz sermayesi yaklaşık 5 milyar dolarken bankalara, yatırım kurumlarına ve emeklilik fonlarına 125 milyar dolardan fazla borcu olduğunu görmekteyiz. Bire yirmi beş oranı, hiç borç almayan ve borç-öz sermaye oranı onda biri zor geçen çoğu *hedge* fonundan oldukça yüksektir.[35] Bununla beraber Wirth'e göre pek çok firma 1763 patlaması esnasında sermayelerinin 10-20 katma kadar spekülasyon yaptılar (Wirth pek çoğunun bu teh-

---

32 Arthur D. Gayer, W. W. Rostow ve Anna Jacobson Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), cilt 1, s.105.

33 Büyük Britanya, *Parliamentary Papers (Monetary Policy, Commercial Distress)*, "Report of the Select Committee on the Operation of the Bank Act and the Causes of the Recent Commercial Distress 1857-59", (Shannon: Irish University Press, 1969), cilt 4, s.113, soru 1661 ve s.115, soru 1979.

34 Albert E. Fr. Schäffle, "Die Handelskrise von 1857 in Hamburg, mit besonderer Rucksicht auf das Bankwesen", *Gesammeelte Aufsätze* içinde (Tubingen: H. Haupp'schen, 1885), cilt 2, s.31.

35 Franklin R. Edwards, "Hedge Funds and the Colapse of Long-Term Capital Management", *Jounal of Economic Perspectives*, cilt 11, no.2 (Bahar 1999), s.198.

likeli girişimi hiç sermayeleri olmaksızın, tamamen veresiye şekilde yaptıklarını da ekliyor).[36]

Suiistimal edildiğinde finansman ya da borç senetleri aşırı kredi genişlemesine yol açıyordu. Tüm aşamalarda kredibilite görüntüsünü arttırmak için bazen hayali isimler senet zincirine ekleniyordu. Zaman zaman da altında gerçek bir ticaretin varolduğunu telkin etmek için küsüratlı meblağlarda senetler yazılıyordu. Bazen de yabancı bankaların (örneğin Amerika'ya verilen borçlar durdurulunca Hollanda ve Amerika bankalarına senet yazan Alman bankalarının) ticari senetlerin finansman senedi adı altında gizlendiğini bildikleri iddia edilmiştir.[37]

Kambiyo senetlerinden uluslararası paranın neredeyse tamamen mevduatlardan oluştuğu bir sisteme doğru gerçekleşen hareketin finans dünyasını dikkate değer şekilde değiştirdiği de iddia edilmiştir. Örneğin merhum Harry Johnson 1976'da son kredi merciinin rolünün önemini tartışırken bana kambiyo senetleri dünyasında böyle bir merciin varlığının savunulabileceğini ama uluslararası finansın büyük oranda yabancı mevduatlarla yürütüldüğü modern dönemde bunun savunulamayacağını yazmıştı. Schumpeter, Hartley Withers'ın 1909'da 150-200 milyon pound olarak tahmin ettiği kısa vadeli yabancı senet ödemeleri miktarından hareketle Bank of England'ın küçük bir ihtiyat payı ile çalışabildiğini öne sürüyordu.[38] Bu tartışmayı şimdilik bir kenara bırakıyoruz. Bu iddiaların açık bir *a priori* temeli bulunmamaktadır.

SPOT KREDİLER

Spot krediler konusunda 1882 ve 1929 krizlerini ele alabiliriz. 1882'de Fransa'da yaşanan ve ülke dışında sınırlı bir yankı uyandıran

---

36 Wirth, *Handelskrisen*, s.91.

37 Bkz. C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2. baskı (Berkeley: University of California Press, 1986), s.133 ve notu.

38 Josep A. Schumpeter, *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, cilt 2 (New York: McGraw-Hill,1939), s.673. E.V. Morgan'a göre 1914'e gelindiğinde tutar en az 350 milyon pound idi. Bkz. Morgan *Studies in British Financial Policy, 1914-1925* (Londra: Macmillan, 1952), s.3.

çöküş pek bilinmemektedir. Jean Bouvier'nin muhteşem kitabında anlatıldığı gibi bu olay spot kredi veya bankerlerce aracılara spot olarak, yani bir günlüğüne (Fransızca'da *reports*) verilen kredilerle finanse edilen klasik bir çılgınlık ve panikti.[39]

Union Générale, Rothschield ile çalışmış, sonrasında ise Avusturya, Sırbistan ve Güneydoğu Avrupa'da rakip işlere girişmiş Eugene Bontoux adlı bir mühendis tarafından kurulmuş bir bankaydı. İlk Union Générale 1875'te kurulmuş fakat başarısız olmuştu. Fransa demiryolları, bankalar ve Süveyş Kanalı'na dayalı bir patlama sürecine girerken Bontoux da kendi bankasını 1878'de Paris'te kurmuştu. Patlama Aralık 1881'de zirveye çıkmış, Ocak 1882'de ise çöküş gelmişti. Bouvier'nin merak ettiği ise bir Katolik olan Bontoux'nun kendi hataları sonucu mu yoksa davetsiz bir misafire karşı bir komplo şebekesi kuran Yahudi ve Protestan bankerler tarafından mı batırıldığıdır. Mesele bizim konumuzun dışında kalıyor fakat Bouvier'nin "kanıtlanamadı" şeklindeki İskoç hükmüne vardığını da burada belirtelim.

Bontoux'nun Union Générale'inin kuruluş sermayesi 25 milyon franktı, 1879 baharında 50 milyon franka ve Ocak 1881'de 100 milyon franka yükseldi; Ocak 1882'de ise 150 milyon franka çıkarılması planlanmıştı. Kuruluş sermayesinin yalnızca dörtte biri ödenmişti.* Hisse başına 500 frankın üzerindeki her sermaye artırımında piyasadaki hisse artışını hesaba katabilmek için bankanın rezervlerine bir prim ödenmesi gerekiyordu. Bu primler sırasıyla 20, 175 ve 200 franktı. Hisseler hamiline olmaktan ziyade nama yazılıydı çünkü hisse de-

---

39 Bouvier, *Le krach*, s.130-31.

(*) Bankanın tasfiyesinden sonra Bontoux davasına bakan Fransız savcı hisse senedi çıkarılmasında ve sermaye artırımında büyük usulsüzlükler bulunduğunu yazmıştı. Sermaye iştirak taahhütleri hem bankanın kendi adına hem de hayali müşteriler adına yapılmıştı. 25 milyon franklık sermayeyle Nisan 1881'de kurulan (Kasım'da 50 milyon franka yükseltilmişti) ve bunun dörtte biri teorik olarak ödenmiş olan rakip Banque de Lyon et de la Loire da aynı şekilde bir balondu. Başlangıçta çıkarılan 50.000 hissenin yarısından fazlasının karşılığı ödenmemişti ve bankanın başta taahhüt edilen 6,5 milyon frankın yarısından daha az bir sermayesi vardı.

Union Générale aynı zamanda kendi tahvillerini açık piyasadan almış ve göreceğimiz gibi bu tahvilleri almaları için başkalarına kredi vermişti (Bkz. Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale, 1878-1885* [Paris: Press Universitaires de France, 1960], s.123, 164-65, 167).

ğerlerinin dörtte üçü hâlâ onlara aitti, ama bu 200.000 başlangıç hissesinin yaklaşık yarısının ticari piyasada dolaşmasını engellemiyordu.

Hem Paris hem de Lyons'da menkul kıymet ticareti 15 günlük ödemelerle yürütülüyordu. Alıcı fiyatın % 10'unu ödüyor, % 90'ını ise spot olarak piyasadan borçlanan bir alım satım bürosundan veya brokerdan (aracı) borç alıyordu. Para repoya bankalar, özel fonlar (bankalar ve diğer yatırımcılar tarafından özellikle bu iş için oluşturulan fonlar) ve bireyler tarafından yatırılıyordu. Üstelik bir banka ve fon belli hisselerin ticaretinde uzmanlaşmış brokerları tercih edebiliyordu. Böylece Union Générale ve Bank de Lyon et de la Loire gibi bankalar –patlama sürecinde kurulup daha az göze çarpan ve daha az başarılı üç dört bankayı saymıyoruz bile– kendi hisselerini dolaylı olarak destekleyebiliyorlardı. Piyasa sakinken spekülatörler hem kazanıyor hem kaybediyorlardı. Brokerlar ise spekülatörlerin, örneğin % 10 gibi hemen hemen aynı marjla çalıştıklarını farz ederek çok küçük bir net ödeme yapıyor ya da alıyorlardı. Bununla birlikte yükselen bir piyasada realize edilen kârları ödemek için daha fazla fona ihtiyaç duyuluyordu. Bu kârlar genellikle piyasada tekrar yatırıma dönüştürülüyordu; aksi taktirde piyasanın daha fazla sermayeye ihtiyacı oluyordu. Bir spekülatörün bir hisseyi 100'e aldığını, bunun 10'unu ödeyip 90'ını borçlandığını farz edin. Eğer 110'a satar ve 20 frankını alırsa, bunun 11'i yeni spekülatörden gelecek, 9'u da yeni spot kredi olacaktı. Bu yüzden piyasa yükseldikçe spot-kredi oranının (*taux des reports*) yeni paralar çekmek için yükselmesi gerekecekti. Bu dönemde Paris'te spot-kredi oranı 1880'in sonunda % 4'ten % 5'e, 1881 baharında % 8'den % 10'a, 1881 sonbaharında ise zirve yaparak % 10'dan % 12'ye çıkmıştı.[40]

Piyasa kötüleştiğindeyse spekülatörlerin piyasaya taze para getirmesi gerekiyordu. Eğer 100 franka bir ev almış, bunun 10'unu ödeyip 90'ını spot krediyle kapamışsa ve sonra evin fiyatı 90'a düşmüşse % 10'luk zorunluluğa uymak için 9 frank daha bulması gerekiyordu. Eğer tüm parasını kullanmışsa ve 9 frankı bulamazsa elindekini sat-

40 *A.g.e.*, s.131.

mak zorundaydı. Fiyat 90'ın altına düşerse ona kredi veren broker, banka veya kişi de para kaybediyordu. Union Générale'in hisseleri Mart 1881'de 1.250 frankken, çılgınlık sonbaharda hız kazanınca 14 Aralıkta 3.040 frankla zirveye ulaşmıştı. Sonra bir sıkıntı evresi takip etti ve 10 Ocak 1882'de hisselerin fiyatı 2.950 franka, 16 Ocak'ta 2800 franka, 19 Ocak'ta ise 1.300 franka düştü. Spekülatörler zorunlulukları karşılayacak nakdi bulamayınca brokerlar aynı gün 18 milyon frank açık verdiler. 31 Ocak'ta ay sonu likidasyon dönemi geldiğinde açıkları 33 milyon franka çıkmıştı.[41]

Banque de Lyon et de la Loire'ın çöküşü ise çok daha çarpıcı şekilde oldu: Hisselerinin fiyatı 17 Aralık 1881'de 1.765 franklık zirveden, 28 Aralık'ta 1.550 franka geriledi. 4 Ocak'ta 1.040 franktayken hisselerini kendi destekledi, 10 Ocak'ta 650 frankta ve nihayet 19 Ocak'ta 400 frankta tutmaya çalıştı; ertesi gün ise kapılarını kapadı.[42] Banque de Lyon et de la Loire'ın batacağının sinyali 4 Ocak 1882'de Trieste'de ilan edilen Banque de Credit Maritime'in kuruluş hakkını elde eden Bontoux'nun Savary'ye karşı bir zaferiydi. York Buildings ve Welsh bakır balonlarıyla rakibi Billinglsey'i yok eden South Sea Company'nin başarısındaki gibi darbe bumerang etkisi yapmıştı.[43] Banque de Lyon et de la Loire'da zor durumda kalan insanlar Union Général hisselerini sattılar. Hızla artan spekülasyonla banka ve bireysel krediye dayalı kredi mekanizmasının bileşimi spot kredilerle büyüyerek, bankalar, fonlar, aracılar, bireyler ve işletmelerin birkaç gün içinde çökmesine yol açtı. Belirtmek gerekir ki işletmeler 1929'da olduğu gibi para arzındaki bir değişimden dolayı değil, fakat hareket doruktayken Lyons iş dünyası Union Générale üzerinde spekülasyona başladığı için, borsanın çökmesinden evvel olumsuz şekilde etkilenmişlerdi. Bunlar arasında "İpek tüccarları, kumaş üreticileri, sanayiciler, tacirler, kuru gıda tüccarları, bakkallar, kasaplar, sabit gelirliler, kapıcılar,

---

41 *A.g.e.* Fiyatlar için bkz. Tablo 7 ve 8, s.136 ve 144; açık için bkz. s.144.

42 *A.g.e.*, tablo 7 ve 8, s.136-144-145.

43 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londra: Cresset Press, 1960), s.171.

ayakkabıcılar" vardı.[44] Büyük miktarda sermaye normal işlerden borsaya kaydırılarak tahvillere ya da repoya yatırılmıştı.[45]

1929 borsa felaketine aşina olan okuyucular ilerleyen açıklamalarda pek çok benzer nokta fark edeceklerdir. Bunlar arasında zihinlerin spekülasyonla meşgul olması ve borsa tepeye yaklaştıkça işletmelerde kötüleşme ya da para arzında dikkate değer bir değişme olmamasına rağmen bankaların ve bireylerin brokerlara verdikleri kredilerin tahvillerin fiyatlarını yükseltip düşürmesi sayılabilir. Büyük bir fark olarak 1928 ve 1929'da bankalar spekülasyonun hem nesnesi hem de aracı olacak derecede büyük değillerdi.[46] Bununla beraber ilginç bir benzerlik olarak şu söylenebilir: Borsa zirveye yaklaştıkça, New York ve dışındaki bankalar hariç "diğer herkes"in spot kredileri 1926'nın başında 2 milyon doların biraz altındayken, 31 Aralık 1928'de 3.885.000.000 dolara ve 4 Ekim 1929'da 6.640.000.000 dolara yükseldi. Bu arada New York bankalarının brokerlardaki kredileri 1928 sonundaki en üst meblağ olan 1.640.000.000 dolardan 4 Ekim 1929'da 1.095.000.000 dolara yükseldi. Çöküşle birlikte "diğer herkes" ve New York dışındaki bankalar repo fonlarını piyasadan çektiler. 1873'te olduğu gibi borsanın kapanmasından ve o ana kadar her gün likit olan kredilerinin dondurulmasından korkmuşlardı.[47] Bu aşamada muhtemelen düşüşü durdurmak için New York bankaları brokerlarına verdikleri fonları korumuşlar hatta hafifçe artırmışlardır. Benzer şekilde 1882'de Banque de Paris et des Pays-Bas (Parisbas)'nın liderlik ettiği Paris bankalarından oluşan bir konsorsiyum Union Générale'e doğrudan 5 taksit halinde 18 milyon franklık kredi verdi. Rothschild kurumunun başını çektiği başka bir grup Ocak sonu ödemelerini yapabilmeleri sağlamak ve hem onlara hem de müşterilerine işlerini düzene koymalarına yetecek zamanı kazandırmak için bir bro-

44 Bouvier, *Le krach*, s.112.

45 *A.g.e.*, s.113.

46 Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics* (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943), s.494.

47 Alexander Dana Noyes, *The Market Place: Reminiscences of a Finacial Editor* (Boston: Little, Brown, 1937), s.353.

ker şirketine 80 milyon frank kredi verdi.[48] Her iki krizde de pek çok broker, müşteri, (1882'de) banka ve fonları batmıştı. Merkezi para piyasası bankaları uyum sürecini kolaylaştırdılar ama 1882'de Paris'te Union Générale'i kurtaramadılar.

ABD'de marjlardan hisse alımı zorunlu marjları nihai olarak % 50'de sabitleyen Federal Reserve düzenlemesiyle 1930'larda durdurulduğu. Bu yasaktan bir yenilik çıktı. New York Borsası da dahil organize hisse senedi borsalarına düzenleme getirildi ancak Standard and Poor (S & P) 500 hisselerinin *futures** ticaretinin yapıldığı Chicago Ticaret Borsası bunun dışında tutuldu. Burada % 10'luk ayrı bir zorunluluk getirildi. Fakat burada olduğu gibi iki piyasa arbitrajla birbirine bağlıysa, gerçekte tek bir piyasadır. Chicago'da % 10 marjla S&P 500 *futures* mukavelesi satın alan biri aslında New York'ta % 10 marjla spot hisse senedi almaktadır; Chicago'da *futures*'ların fiyatı yükselince *futures*'ları Chicago'da satar, New York'ta spot hisse alır. Arbitraj yoluyla *futures* alımı spot piyasaya aktarılmaktadır. Elbette bunun bazı teknik yönleri vardır. Arbitrajcılar 500 hisse senedinin tam listesini satın almaz fakat endeksi belirleyen şirketlerin örnek bir sepetini satın alır. 19 Ekim 1987 çöküşünden sonra Chicago ve New York piyasalarının tek bir kurum –Federal Reserve veya Tahvil ve Döviz Komisyonu– tarafından düzenlenmesi, *futures* piyasalarda marj düzenlemelerin sıkılaştırılması, borsalardan *futures* işlemlerinin tümden yasaklanması gibi pek çok fikir ve kafa karışıklığı ortaya çıktı.

ALTIN KAMBİYO STANDARDI

Sabit para tabanında kredi genişlemesinin sonsuz imkân setine sahip olduğu şeklindeki üçüncü açıklamamız uluslararası bir nitelik taşır. Bu, altın kambiyo sistemi ya da sabit bir altın stoku olan uluslararası merkez bankası rezervlerine altın standardına bağlı ülkelerin sadece altın rezervlerini değil, aynı zamanda döviz rezervlerini de ekleyen bir

(*) Vadeli alım satım işlemleri (ed.).

48 Bouvier, *Le krach*, s.175, 177.

sistemdir. Uzun süre bu sistemin, 1922 Cenova Konferansı'nın ve Milletler Cemiyeti'nin Altın Delegasyonu'nun tavsiyelerine binaen Birinci Dünya Savaşı sonrasında ortaya çıkan bir gelişme olduğu düşünülmüştür. Bu sistem İngiltere'nin ödemeler dengesine bir çare olarak dünya sterlin rezervlerini artırmaya çalışan Bank of England'ın Başkanı Montagu Norman tarafından teşvik edilmiştir. Bununla beraber altın kambiyo sisteminin savaştan önce serpilip geliştiği görülmektedir.[49] Bir panik ve çöküşten ziyade savaşla neticelenen 1913-14 dünya kredilerindeki patlama muhtemelen dünya sterlin, frank ve mark rezervlerinin artışıyla finanse edilmiştir.

Banka ve kambiyo senetlerinin madeni paradan daha etkili bir para çeşidi olması gibi döviz de istikrarlı şartlarda alışverişte kullanılmasının kolaylığı; taşıma, koruma ve tartma ihtiyacı olmaması ve ulusal paraya çevirmeden doğrudan kullanılabilmesi gibi nedenlerle dış ticarette külçeden daha etkilidir. Özellikle Triffin[50] ve Rueff[51] tarafından altın kambiyo standardıyla ilgili olumsuz fikirler beyan edilmiş, "saçmalık", "dolandırıcılık", "sömürücülük" vb. yaftalar yakıştırılmıştır. Açıktır ki altın kambiyo sistemi banka senetleri, kambiyo senetleri, spot krediler, kredi kartları, ciro edilebilir mevduat sertifikası vb. gibi kredi genişlemesine uygun bir sistemdir. Bir ülke Londra ve New York gibi yabancı piyasalarda bono satarak ve eline geçen sterlin ve dolarları kendi merkez bankasının rezervlerine ekleyerek rezerv ödünç alabilir. Eğer Londra (veya New York) kendisinden uzun vadeli borçlanan yabancının likit taleplerindeki artışı kendi kredi üst yapısını daraltan bir sebep olarak görmezse, diğer hepsi gibi bu finansal aracılık da Nakit Okulu'nun sabit para arzı kuralının benimsenmesine veya dünya para sisteminin altına dayandırılmasına rağmen kredi genişlemesine yol açar.

---

49 Peter H. Lindert, *Key Currencies and Gold, 1900-1913*, Princeton Studies in International Finance, no.24 (Ağustos 1969).

50 Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1960).

51 Jacques Rueff, *The Age of Inflation* (Chicago: H. Regnery, 1964) ve aynı yazarın Fred Hirsch ile beraber yazdığı *The Role and Rule of Gold: An Argument*, Princeton Essays in International Finance, no.47 (1965).

Bununla birlikte altın standardında uluslararası kredilerin altın kambiyo sistemindeki gibi istikrarsız bir yapısının olabileceği akılda tutulmalıdır. Yurtiçinde parasal genişlemeye rezerv olarak ülkeler dövizle borçlanmadan önce altınla borçlanıyorlardı. Jeffrey Williamsen ABD'nin 19. yüzyıl boyunca yükseliş dönemlerinde bankacılık sisteminin altın tabanını genişletmek için İngiltere'den borçlandığını belirtmektedir. Transfer sorunları üzerinde çalışan Frank W. Taussig ve öğrencilerinden aktarıldığı şekliyle uluslararası kredilerde altının rolüyle ilgili anlayışımız yanlıştı. Altın gerçek mal ve hizmet transferini kolaylaştırmada sadece bir araç rolü oynamamış; büyük oranda bizzat kredi nesnesi olmuş ve borç verenin kredilerini daraltmaksızın borç alanın kredilerini genişletmesini sağlamıştır.[52]

KREDİ İSTİKRARSIZLIĞI VE BÜYÜK BUHRAN

Çılgınlıklara ve iflaslara sürükleyen spekülasyonun kredi istikrarsızlığının doğasından kaynaklandığı düşüncesi eski bir düşüncedir. İş döngüleri üzerine yazan Alvin Hansen "ilk kavramlar" üzerine genel bir incelemesinin 19. yüzyıl ortaları iktisatçılarıyla –John Stuart Mill, John Mills ve Alfred Marshall– ilgili "Confidence and Credit" başlıklı bölümünde konuyu uzun uzadıya ele almaktadır.[53] Ona göre bu görüşler büyük firmaların yatırım ve tasarruf kararlarını ihmal ettiğinden eskimişlerdir. Belki de öyledir fakat kredilerin istikrarsızlığına önem veren teoriler 20. yüzyıla kadar varlığını sürdürmüştür. Hawtrey ve *Industrial Fluctuations* (1927) adlı kitabında paniklerle ilgili bir bölüm olan A.C. Pigou bu akımdaki klasik iktisatçılardandır.[54] Kredilerin istikrarsızlığının ihmali büyük oranda 1930'ların buhranlı döneminde Nakit Okulu ve Bankacılık Okulu'nun sırasıyla parasalcılara ve Keynesyenlere dönüşmesiyle başlamıştır.

---

52 Jeffrey G. Williamson, *American Growth and the Balance of Payments, 1830-1913: A Study of the Long Swing* (Chapel Hill: Univesity of Nort Carolina Press, 1964).

53 Alvin H. Hansen, *Business Cycles and National Income* (New York: W.W. Norton, 1957), bölüm 13, 15.

54 A. C. Pigou, *Industrial Fluctuations* (Londra: Macmillan, 1927), 1. kısım, 7. bölüm, s.274.

Büyük Buhran'ın parasalcı yorumu buhranın Federal Reserve Sistemi'nin para politikalarında yaptığı hataların bir sonucu olduğunu savunan Milton Friedman ve Anna Schwartz'ın muazzam eserinde ortaya konmaktadır. Çalışma büyük oranda Ağustos 1929'dan Mart 1933'e kadar azaltılan para arzı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Sıra buhranın başlangıcıyla ilgili soruya geldiğinde, 1928'den 1929'a kadar para arzının artırılmadığı veya artması gerektiği halde Ağustos 1929'dan Ekim 1930'a kadar % 2,6 düştüğü belirtilmektedir. Friedman ve Schwartz Ekim 1929'da borsanın çökmesinin çıktı miktarının çok fazla azalmasıyla hemen hemen hiç ilgisinin olmadığını, buhranın ABD'nin iç politikalarının bir sonucu olduğunu; uluslararası sermaye hareketleri, döviz kurları veya dışarıdaki deflasyon ile sadece yüzeysel bir ilgisinin bulunduğunu iddia etmektedirler.[55] Buhranın bu parasalcı yorumu Friedman ve Schwartz'ın kitabından sonra ABD'de uzunca bir dönem etkili olmuştur.[56]

Peter Temin, Keynesyen bir bakış açısıyla Friedman ve Schwartz'a itiraz etmiştir.[57] Temin harcamalardaki düşüşün para arzındaki azalmadan mı yoksa tam tersi sebeplerden mi kaynaklandığını sormuş ve sorunun cevabını sofistike ekonometri temelinde aramıştır. Tartışmaların çoğu tüketimin olması gerekenden ne oranda saptığı üzerinde yoğunlaşmış ve 1920'lerde ABD ekonomisinde tüketimin neye bağlı olduğu ve tüketimdeki "normal" trendi tahmin etmede tüketim, gelir, servet vb. değişkenler arasında ne tür bir ilişkinin belirlenebileceğine dair teknik tartışmalara yol açmıştır. Devam eden tartışmalar faiz oranlarının davranışını da içine almıştır: Para miktarındaki değişim (azalma) harcamalardaki değişimden (azalma) önce olursa faiz oranlarının artması beklenecektir. Oysa ki harcamalar daha önce aza-

---

55 Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1963). Kitabın 10. bölümü *The Great Contraction, 1929-1933* olarak ayrıca basılmıştır (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1965).

56 Bu iddia Thomas A. Mayer tarafından 11 Mayıs 1977'de California Üniversitesi'nde "Para ve Büyük Buhran" konulu bir seminerde dillendirilmiştir.

57 Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: W.W. Norton, 1976), kitapta çeşitli yerlerde.

lırsa faiz oranları düşecektir. 1929 çöküşünden sonra, faiz oranlarının değil güvenin göstergesi olan ikinci derece bonolar hariç faiz oranları hızla düşmüştür.[58] Diğer bir tartışma da nominal bakiyeye karşı "reel" bakiye; yani gerçek satın alma gücünü gösteren fiyat düzeyiyle değeri düşürülmüş para stokları üzerinde yapılmıştır. Çoğu parasal analiz para arzını nominal miktarından ziyade zaman içinde düşen değeri temelinde, yani nominal ankes yerine reel ankes olarak ele alır. Temin reel bakiyenin düşmediği sonucuna varmıştır.[59] Onun ortaya koyduğu şekliyle bunlar, M1 ve M2'nin ve toptan veya tüketici fiyat endeksinin seçilmesine bağlı olarak, 1929 ile 1931 arasında % 1-18 arasında değişen değerlerde yükseldiler. Yıllık ortalamalar hareketi daha da bastırdı; aylık değerler bazında % olarak veya temel bir yıla göre ve her iki fiyat endeksine göre M1 ve M2 ortalaması açısından para arzı azalmamış, tam tersine mevsimsel etkileri en aza indirmek için aynı ayı ele alırsak, Ağustos 1929 ile Ağustos 1931 arasında % 5 artmıştır. Temin borsanın çöküşü ile İngiltere'nin 1931 Eylül'ünde altın standardından ayrılması arasında meydana gelen buhrana paranın sebep olduğuna dair bir kanıtın bulunmadığı sonucuna varmıştır. Dolayısıyla bunun sorumlusu tüketim ve yatırımdaki otonom değişimlerdi.

Bu görüşler Friedman ve Schwartz'ın yaklaşımına üstün gelebilir ancak buhranı açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bir analist borsanın çöküşünün bankaları kredi vermeye yönlendirdiğini ve para arzını azaltmaksızın buhranı başlattığını iddia etmişti.[60] Bir diğeri çöküşü başka bir sebebe bağlamaktadır: Gelirle birlikte hisse senedi fiyatlarındaki keskin düşüşün nominal serveti azaltması tüketimde düşüşe yol açmıştır.[61] Bu açıklama tüketim fonksiyonundaki vurguyu gelirden servete kaydırmaktadır.

---

58 Friedman ve Schwartz, *Monetary History*, diagram, s.454.

59 Temin, *Monetary Forces*, s.141.

60 Ben S. Bernanke, "Nonmonetary Effects of the Finacial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, cilt 73, no.3 (Haziran 1983), s.237-76.

61 Frederic S. Bernanke, "Nonmonetary Effects of the Finacial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, cilt 66 (Eylül 1976), s.642-54.

Bununla birlikte tüm bu gerekçelerle ilgili bir problem üretim çöküşünün hızıyla ve borsanın çöküşünden bir hayli önce başlamasıyla ilgilidir. Sanayi üretim endeksi Haziran'da 127'den Eylül'de 122'ye, Ekim'de 117'ye, Kasım'da 116'ya ve Aralık'ta 99'a düşmüştür. Otomobil üretimi Mart 1929'da 660.000 birimden, Ağustos'ta 440.000'e, Eylül'de 416.000'e Ekim'de 319.000'e, Kasım'da 169.500'e ve Aralık'ta 92.500'e düşmüştür. Hiçbir para miktarı teorisi veya harcamalarda otonom bir değişme borsada bir düşüşle birlikte ya da düşüş olmaksızın, bu kadar hızlı gelişen olayları açıklayamaz. Dolayısıyla kredi sisteminin istikrarsızlığı ile ilgili eski moda bir teoriye ihtiyaç vardır. Borsa zirveye doğru ilerledikçe spot krediler 1928 Aralık sonunda 6,4 milyar dolardan Ekim başında 8,5 milyar dolara yükseldi. Fonlar tüketim ve üretimden çekildi. Dahası önce New York bankaları sonra da diğer yerlerdeki bankalar borsaya ya da başka bir alana kredi vermeyi kestiler. Çöküş geldiğinde kredi sistemi aniden dondu. Örneğin Eylül'den Ekim'e kadar ithal malları fiyatlarının hızlı şekilde düşmesi ve Eylül 1929 ile Aralık 1929 arasında toplam ithalatın 400 milyon dolardan 300 milyon dolara inmesiyle birlikte ithalat kredileri neredeyse tamamen durdu.

Parasalcı–Keynesyen tartışması kredi istikrarsızlığına, bankacılık sektörünün kırılganlığına veya düşen fiyatların yol açtığı geri ödenmeyen krediler tarafından kredi sisteminin felce uğratılmasının üretim ve fiyatlara etkisine çok az yer vermektedir – benim değerlendirmelerime göre bunların hepsi 1929 buhranının ilk evrelerinde neler olduğunu açıklamaktadır. Daha önce belirtildiği gibi bu 1940 öncesinde pek çok iktisatçının savunduğu ve Keynesyen devrim ve parasalcı karşı devrim sürecinde açıklanamaz şekilde gözden düşen eski bir görüştür. Dikkate değer modern bir istisna Hyman Minsky'dir.[62] Daha önceki bir örnek Chicago Okulu İktisatçılarından Henry Simons'tır. Simons'a göre Büyük Buhran'ın sebebi işletmelere duyulan güvenin değişmesinin yol açtığı istikrarsız bir kredi sistemi yoluyla likidite deği-

62 *Challenge*, cilt 19, no.1 (Eylul-Ekim 1976), s.44-46.

şikliklerinin ve para arzı etkilerinin ortaya çıkmasıdır. Simons'a hayranlık besleyen Friedman bu fikre katılmamaktadır. Friedman kredi sisteminin istikrarsız olmadığını savunmaktadır; onun gerekçelendirmesi tersten işlemekte ve para arzıyla başlamaktadır.[63]

Henry Simons'ın görüşleri İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra 1930'ların buhranının güçlü etkileri altında yazdığı *Economic Policy for a Free Society*[64] adlı kitabında ortaya konmuştur. Friedman'ın özetlediği gibi Simons'ın politika tavsiyeleri banka mevduatlarına % 100 nakit rezerv karşılığı bulundurmayı içeriyordu; böylece halkın nakit tutma isteğindeki değişimlerden kaynaklanan mevduat değişimi ve sistem içinde herhangi bir yerde kredi elastikiyetini yok edecek güçlü çabalar önlenmiş olacaktı. Bu uygulama açık kredilere ve taksit kredilerine sınırlamalar getirirken bir yandan devletin faizsiz borçlanmasını, diğer yandan da çok uzun vadeli borçlanmayı (ideal olarak, sürekli borçlanmayı) da sınırlandıracaktı. Simons hiçbir sabit parasal anlaşmanın olmadığı ve tüm finansal servetin öz kaynak olarak tutulacağı bir sistemden yanaydı; böylece banka harici kurumlar etkili para ikameleri yaratamayacaktı. Simons toplumun spekülatif mizacından ve kısa vadeli banka harici borç alıp vermelerin toplumu ticari hayattaki değişimlere karşı savunmasız hale getirmesinden endişe duyuyordu.

Friedman'ın piyasanın kendi kararını kendisinin alması yönündeki liberal eğilimi Simons'ın paranın ve finansal varlıkların işlemlerini sınırlandırma tavsiyelerine karşıdır. Friedman diğer tüm piyasalarda olduğu gibi para ve sermaye piyasalarında da çeşitlilik ve farklılığı savunmakta, finansal aracıların borç alan ve verenlerin ihtiyaçlarını uzlaştırmasının serbest piyasanın etkinlik ve becerisinin bir işareti olduğuna inanmaktadır.[65] Bu konuda Simons'ın tavsiyelerini dikkate almaya niyeti yoktur çünkü para arzını kontrol etmenin büyük iş dalgalanmalarını önlemeye yeterli olduğundan ve kredi sisteminin istikrar-

---

63 Bkz. Milton Friedman, "The Monetary Theory and Policy of Henry Simons", Friedman, *Optimum Quantity of Money* içinde, s.81-93'de.

64 Henry Simons, *Ecomic Policy for a Free Society* (Chicago: University of Chicago Press, 1948).

65 Friedman, "Henry Simons", s.83.

sızlığından korkmamak gerektiğinden emindir. Bu bölüm bu konudaki yargılarına kuşkuyla yaklaşmaktadır. Simons'ın pozitif önerileriyle ilgili Friedman'ın şüpheciliğine katılmak kolaydır: Her ne kadar istenseler de (Friedman'ın belirttiği üzere bunda büyük şüpheler vardır) uygulanmaları mümkün değildir. Çünkü devletin sabit para miktarını koruyabilmek için işletmelerin ve bireylerin borç alıp vermesini yasaklaması ütopiktir. Fakat Simons'ın sistemin istikrarsız kısa vadeli borçlanma ve geri ödemeye meyilli olduğu teşhisi doğrudur.

Bu kitabın ilk baskısından bugüne kadar geçen süre içinde para ve bankacılık ilişkilerinin ekonomik istikrara etkileri üzerine diğer bir bakış açısı bankacılık ve paranın kontrolüne tamamen karşı çıkan yeni-Avusturya ekolünden geldi. İngiltere'de Friederich Hayek'in, Almanya'da Mannheim Üniverstesinden Roland Vaubel'in, ABD'de Richard Timberlake, Leland Yeager, Lawrence White ve George Selgin gibi iktisatçıların başını çektiği bu akım para politikalarını ortadan kaldırmaya yönelik isteklerinde parasalcılardan çok daha ileri gitmişlerdir. Tüm banka, şirket veya kişilerin "para" basmalarına ve bu paranın kabul görmesi için çalışmalarına izin vermeye hazır olduklarını belirtmekte[66] ve kimin iyi para bastığına piyasanın karar vereceğini söylemektedirler. Gresham kanunu uyarınca "kötü paranın" "iyi parayı" istife ve ihracata yönlendireceğinden endişe duymamakta, para basanlar kabul görmek için uğraştıkça iyi paranın kötü parayı kovacağını savunmaktadırlar. White, 1772'de Ayr Bank'ın iflası ile 1844'te Bankacılık Yasası'nın İskoçya'ya uyarlandığı ve 1845'te uygulandığı tarih arasında regülasyonların kaldırıldığı İskoçya bankalarının deneyimi

66 Bkz. Friedrich A. Hayek, *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*, Özel Tebliğ no.48 (Londra: Indtitute of Economic Affairs, 1982); Roland Vaubel, "Free Currency Competition", *Welwirtschaftliches Archiv*, cilt 113 (1977), s.435-59; Richard H. Timberlake, "Legislative Construction of the Monetary Control Act of 1980", *American Economic Review*, cilt 75, no.2 (Mayıs 1985), s.97-102; Leland B. Yeager, "Deregulation, and Monetary Reform", *American Economic Review*, cilt 75, no.2 (Mayıs 1985), s.103-07; Lawrence H. White, *Free Banking in Britain: Theory, Experince and Debate* (New York: Cambridge University Press, 1984); George Selgin, *The Theory of Free Banking* (Totowa, N.J.: Rowan ve Littlefield, 1989). Merkez bankacılığının savunusu için bkz. Charles Goodhart, *The Evolution of Central Banks* (Cambridge: Cambridge University Press, 1989).

temelinde bu görüşü savunmaktadır. Bu deneyimde yine de önde gelen ticari bankalar diğer bankaların senetlerini toplamışlar ve çizgiyi aştıklarında ABD'de Second Bank of the United States'in yaptığı gibi bu banknotları madeni paraya çevirmeye hazır şekilde tutmuşlar; bu şekilde para arzının gayri resmi şekilde denetlenmesine hizmet etmişlerdir. Geri kalan tarihi kanıtlar 1745-1835 arasında İngiltere'de taşra bankaları, 1830'larda Michigan'dan kuralsız bankalar ve en son Latin Amerika ve özellikle de Doğu Asyada'ki bankacılık deregülasyonları tarafından da ortaya konduğu üzere teorinin tersini göstermektedir.

Daha önce açıklandığı gibi 1970'lerde ABD'de görülen enflasyon iç politikaların sonucuydu. 1990'lardaki parasal genişleme ise ödemeler dengesi açıkları ve merkez bankası ile özel yatırımcılar dahil tüm dünyanın dolar biriktirmesinden kaynaklanıyordu. Paribas ekonomik analisti Erich Bathalon merkez bankası rezervlerinin 1996'nın ilk çeyreğinde yıllık % 23'lük bir büyüme kat ettiğini ve bunun 1987'den sonraki en hızlı büyüme olduğunu belirtmektedir.[67] Üç yıl sonra Fransız iktisatçı Pascal Blanqué bir ABD kredi balonundan bahsediyordu.[68] Benzer bir görüşle Graciela Kaminsky ve Carmen Reinhard dış ülkeleri para basmakla ve ABD'yi de sürekli ödemeler dengesi açığı vermekle suçluyorlardı.[69]

Daha sonraki bir bölümde krizde faiz oranlarının rolünü tartışacağız. Buradaki soru faiz oranlarının kredi istikrarsızlığını sınırlandırıp sınırlandıramayacağı ve tehlikeli boyutlara varmasını engelleyerek spekülasyonu yavaşlatıp yavaşlatamayacağıdır. Eğer para otoriteleri para arzı ve likidite için yaklaşık bir miktar belirlerse veya bizzat faiz oranları üzerinde çalışırlarsa (mevcut amaçlar için bu araçsal değişkenler arasında seçim yapma zorunluluğu bulunmuyor) krizin iniş çıkışları büyük oranda hafifletilebilir ya da tamamen ortadan kaldırılabilir mi?

---

67 "The Post-1990 Sunge in World Currency Reserves", *Confuncture*, 26. yıl, no.9 (Ekim 1996), s.2-12.

68 Pascal Blanque, "US Credit Bubble.com", *Conjuncture*, 29. yıl, no.4 (Nisan 1999), s.12-21.

69 Graciele L. Kaminsky ve Carmen W. Reinhart, "The Twin Crises:The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review* (Haziran 1999), s.433-500.

Para arzını sabit tutma, para piyasasının likiditesini sınırlandırma veya öforik spekülasyonun ilk sinyalinde iskonto oranlarını yükseltme şeklindeki merkez bankası politikasının krize götüren bir çılgınlığı önleyip önleyemeyeceği veya başladıktan sonra kontrol altına alıp alamayacağı sorusuna verilecek *a priori* bir cevap olduğunu sanmıyorum. Üstelik iktisatçılar kontrollü deneyleri çok dikkatli yürütemezler. Daha önce belirtildiği gibi Federal Reserve Yönetim Kurulu 1994 kışı ve baharında günlük faiz oranlarını üç kez artırmış, yükselen piyasalara borç vermeyi yavaşlatmış, bir *hedge* fonunu kapamış, bir diğerini kuruluş aşamasında durdurmuştur. 1998 sonbaharında Long-Term Capital Management'ın (Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi) çökmesinden sonra faizleri üç kez düşürmüş ve piyasada sıkıntıyı önlemiştir. Fakat bu deneyimlere kesin çözüm gözüyle bakılamaz çünkü farklı koşulların farklı sonuçlar üreteceği itirazına açıktır. Bununla beraber tarihi kanıtlar para politikasının çöküşe götüren patlamaları hafifletse de tamamen ortadan kaldıramadığını güçlü şekilde ortaya koymaktadır.

Bank of England 1939'da yaklaşan krizi hiç görememesi ve faiz oranlarını hemen artıramaması yüzünden ciddi şekilde eleştirilmişti. Çok ağır davranmasının 1844 Bankacılık Yasası'nın çıkmasına sebep olduğu ise genel bir kanıdır.[70] 1850'lerdeki altın furyası 1852 ve 1853'te faiz oranlarını düşürmüştür. Daha sonra 1857 krizini önleyecek kadar olmasa da parasalcıların isteyeceği şekilde para piyasası daha sıkı hale getirildi.[71] Zıt yönlü politika değişikliklerine cevap vermekten ziyade iskonto oranları yükseldikçe senet miktarı artmış, düştükçe azalmış ve senet artışına dayalı spekülasyonun artan iskonto oranları tarafından engellenemediği görülmüştür.[72] 1856'da Charles Jellico adında biri yazısında banka iskonto oranlarının Bank of England'ın rezevlerinin bir fonksiyonu olarak değişmesini önermiş, böylece halkın da neler olabileceği konusunda daha net bir fikre sahip olabileceğini belirtmiştir. Elmer Wood bu önerinin Bank of England'ın iş-

70 Gayer, Rostow ve Schwartz, *Growth and Fluctuation*, cilt 1, s.300.

71 Hughes, *Fluctuations*, s.12.

72 *A.g.e.*, s.261.

lemleri konusunda hiçbir bilgiye sahip olunmadığını gösterdiğini iddia etmiştir.[73] Banka 1863 ve 1844'te faiz oranlarını arttırarak % 9'a çıkarmıştır. Bu, 1866 çöküşünü geciktirmiş fakat engelleyememiştir. Jagler'e göre bu çöküş 1864'ten bağımsız düşünülemezdi ve onun şiddetli ve kaçınılmaz bir sonucuydu. Tasfiye Fransa'da 1864'te tamamlandı; o yıl İngiltere'de iki sarsıntı olmuş fakat asıl deflasyon ertelenmişti.[74] 1869 Haziran'ının sonunda National Bank of Austria-Hungary (Avusturya-Macaristan Milli Bankası) faiz oranlarını artırdı. Ama çok geç kalmıştı. Aynı şekilde 1873'teki büyük çöküşün sönük bir benzeri 1869 sonbaharında geldi.[75] Banka 1872'de iskonto oranlarını yeniden yükseltti. Wirth'e göre 1873 Martı'ndaki alım satım kredisinde % 5 ve Lombard kredisinde % 6 olan oran çok düşüktür.[76] Benzer şekilde ve aynı zamanlama ve sonuçsuzlukla (krizi derinleştirmekten başka) New York Federal Reserve Bank 9 Ağustos 1929'da iskonto oranını % 5'ten 6'ya yükseltti.

1873'te Bank of England iskonto oranını 24 kez değiştirerek Mayıs'ta Avusturya ve Almanya, Eylül'de ise ABD'yi sarsan finansal krizden kurtulmayı başardı. Kasım'da Almanlar'ın Fransız-Prusya Tazminatı'ndan kalan sterlinleri çekmelerini engellemek için oran % 9'a yükseltildi.[77] İkinci dereceden kaynaklar bunun kriz olasılığına karşı başarılı bir ince ayar mı, yoksa kısa vadeli sermaye hareketlerine artan hassasiyeti mi gösterdiğini belirtmiyorlar.

1907 paniğinde başlangıçtaki genişleme, New York'a dışarıdaki bankalardan, özellikle de Londra'dan borç senetleri karşılığında tarihi olarak bilinmeyen miktarlarda kredi verilmesiyle oluşmuştu. New York'a kredi veren taşra bankaları altın-kambiyo sistemine eşit görülürse bu daha önce tartışılan genişleme metotlarından ikisinin bir bile-

---

73 Elmer Wood, *English Theories of Central Banking Control, 1819-1958, with Some Account of Contemporary Procedures* (Cambridg, Mass.: Harvard University Press, 1939), s.147.

74 A. Andrédes, *History of the Bank of England* (Londra: P.S. King, 1909), s.356-57.

75 Wirth, *Handelskrisen*, s.463.

76 *A.g.e.*, s.515-16.

77 E. Victor Morgan, *The Theory and Pratice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.184-85.

şimiydi (Böyle yapılmasının temeli elbette bankalar arası mevduatın aktif sahibi için bir rezerv işlevi görmekte olmasına dayanır, yoksa mevduat kabul eden bankanın rezervlerine karşı zorunlu olarak bire bir talep olması gerekmez). Bir merkez bankası olmayan New York faiz oranları konusunda ihtiyari davranamıyordu. Amerikan kredilerinin bir sonucu olarak altın ihracı Londra'da Ekim 1906'da Bank of England'ın faiz oranlarını yükseltmesine yol açtı. Bunun üzerine Bank of England daha fazla Amerikan finansman senedinin istikrarı tehdit edeceğini, bu yüzden istenmediğini piyasalara duyurdu.[78] Bu, patlamayı yavaşlatsa da 1907 Mart'ındaki "zengin adam paniği"ni ve Ekim'deki her yere yayılan paniği önleyemedi.

Bundan nasıl bir sonuç çıkaracağımıza karar vermek hayli zor. Merkez bankası yöneticileri mutlak bilgi ve güce sahip olsalardı, kredi sisteminin istikrarını sağlamada merkez bankasının silahlarını kullanabilirlerdi; böylece kredilerin sonsuz genişlemesinin ve toptan çökmenin içinde gizli olan istikrarsızlığı düzeltebilirlerdi. Fakat "bireysel kredilerin genişlemesine yönelik pozitif sınırlamalar yoktur."[79] Ulusal ve uluslararası seviyedeki finansal aracılık sayesinde aynı şey genel olarak bankacılık kurumları için de geçerlidir.

Merkez bankacılığı kredilerin istikrarsızlığını kontrol altına almak için doğmuştur. Merkez bankacılığının para kazanmak için planlanan özel bankacılıktan doğup gelişmesi büyük bir başarıdır. 1825'te şöyle bir iş bölümü üzerinde mutabakat vardı: Londra'nın ve taşranın özel bankerleri yükselişi finanse ederken, Bank of England krizi finanse etmekteydi.[80] 1837'den sonra bir merkez bankası olmayan ABD'de New York'un büyük bankaları kredinin istikrarsızlığına katkı yapan kâr etme rolü ile istikrarsızlığından kendilerini korumak zorunda oldukları mevduat sahibi olma rolü arasında sıkışmışlardı. Kısa vade uzun vadeyle, kişisel yarar kamu yararıyla çatışıyordu. Hiç kimse New

---

78 O. M. W. Sprague, *History of Crises Under the National Banking System* (1919; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1968), s.241.

79 Gibbons, *Banks of New York*, s.375.

80 Gayer, Rostow ve Schwartz, *Growth and Fluctuation*, cilt 1, s.205.

York bankalarının sorumlu davranmasını istemiyordu fakat böyle yapmanın kendi yararlarına olup olmadığı da açık değildi. Bu, siyasette, iş dünyasında, akademik hayatta, aile hayatında; kısacası her yerde görülen genel bir sorundur.

BEŞİNCİ BÖLÜM

Dolandırıcılıkların Ortaya Çıkması

Dolandırıcılıklara ve diğer beyaz yakalı suçlarla ilgilenmek belki bizi çılgınlıklar, panikler ve son kredi merciinin rolü ile ilgili ekonomik analizden uzaklaştıracaktır. Ama bu kaçınılmaz görünüyor. Ticari ve finansal krizler kanun ve ahlakın sınırlarını –bu sınırlar çok belirgin olmasa da– aşan işlemlerle sıkı sıkıya bağlıdır. Dolandırmaya ve dolandırılmaya eğilim bir patlama sürecinde spekülasyon yapma eğilimiyle paralel gider. "Kaçabilen kaçsın" parolasıyla çöküş ve panik kendini kurtarmak için daha fazla aldatmayı içerir. Ve paniğin habercisi genellikle bazı dolandırıcılık, hırsızlık, yolsuzluk ya da sahtekârlıkların açığa çıkmasıdır.

Finansal krizlerin diğer cephelerinde olduğu gibi burada da mesele niteldir. Bu sefer mazeretimiz daha iyi: Dolandırıcılık istatistikleri eksiktir. Açığa çıkarılan olaylar buzdağının ancak tam tarifi yapılmamış bazı parçaları olabilir.

Dolandırıcılık ve onunla daha az bağlantılı iflas konusu teorik iktisada gittikçe daha fazla girmektedir. Bazıları dolandırıcıların ilk örneği olan Charles (Carlo) Ponzi'nin adını taşımaktadır. Örneğin "Ponzi finansmanı" Minsky tarafından şöyle tanımlanmıştır: "Bir işletme-

nin, faiz yükümlülükleri operasyon gelirlerinden gelen nakit akışını geçtiği zaman başvurduğu finansal işlem."[1] Bir başka teorisyen ise ponzi finansman hakkında şunları söylemiştir: "Kendi borç senetlerini çıkardığı piyasada fiyatları belli derecede kontrol eden borçlanıcı 'Ponzi finansman oyunu'nu oynamak yani borçlarını yeni borç senetleriyle ödemek isteyecektir."[2] Martin Hellwig adlı bu teorisyen mal piyasası ile para ve sermaye piyasaları arasında ayrıma gitmekte, mal ticareti yapan bir spekülatörün iflas riskinden endişe duymasına gerek yokken para ve sermaye piyasalarındaki spekülatörün bu endişeyi duymasına gerek olduğunu belirtmektedir. Biraz zorlama bir yorum gibi duruyor. Mal fiyatları aniden düştüğünde ister borçlarını ödeyebilecek ister ödeyemeyecek olsunlar, mal karşılığı kredi kullananlar hakkında negatif yargılar oluşur. Dahası, 1930'ların sonundaki McKesson Robbins skandalında teminat olarak kullanılan depo faturalarının sahte olduğu; Billie Sol Estes'in Teksas kumarbazını ya da American Express'in "salata yağı tankerleri"nin üst kısmı hariç suyla doldurulduğu 1960'lardaki salata yağı sahtekârlıklarını ortaya çıkarması gibi mal dolandırıcılığı yapıldığı da bilinmektedir.[3]

Dolandırıcılığı sıradan hırsızlık ve çürümüşlükten ayırıyoruz. Daniel Defoe hisse senedi spekülatörünün eşkiyadan on bin kat daha kötü bir suç işlediğini, çünkü tanıdığı insanları hem de hiçbir fiziksel "risk" almadan soyduğunu düşünüyordu.[4*] İster bir şirket tarafından

---

1 Hyman P. Minsky, "Financial Resources in a Fragile Finacial Environment", *Challenge*, cilt 18 (Temmuz/Ağustos 1975), s.65.

2 Martin F. Hellwing, "A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy", Princeton University Econometric Research Program, Research Memorandum, no.177 (Nisan 1975), s.1.

3 Bkz. Norman C. Miller, *The Great Salat Oil Swindle* (New York: Coward, McCann, 1965).

4 Daniel Defoe, *The Anotomy of Change-Alley* (Londra: E. Smith, 1719), s.8. Ayrıca bkz. Jean Carper'ın dolandırıcılık üzerine *Not With a Gun* (New York: Grossman, 1973).

(*) Cimri Peder Grandet ise aynı ayıbı iflas edenlere yakıştırmaktadır: "İflas etmek... Maalesef kanunun koruma altına aldığı bir hırsızlıktır... Bir eşkıya bir müflisten daha iyidir: Biri size saldırır ama kendinizi koruyabilirsiniz, o da hayatını riske etmektedir; fakat öteki..." Bkz. Honoré de Balzac, *Eugénie Grandet*, çev. K.W. Wormeley (Boston: Roberts, 1891), s.115. Jean Hervé Donnard'ın *Balzac, les réalités économques et sociales dans la Comédie Humaine* (Paris: Colin, 1961) adlı eserinde "krizler, sahtekârlıklar ve iflaslar" adlı bir bölüm vardır. Bu bölümü "spekülasyon" (2. kısım, 1. kesim, 2. ve 3. bölümler) başlıklı diğer bir bölüm izler ve bu bölümde

devlet memurlarına ister diğer şirket çalışanlarına yönelik olsun, beyaz yakalı suçlar içinde dolandırıcılığı rüşvetten ayırmak gerekmektedir. Bizim ilgi alanımızda olan kanun ve ahlakdışı işlemler grubu açık veya kapalı şekilde güveni kötüye kullanma ve ihlali içermektedir. Güven insanla Tanrı veya devlet arasında değil, belirli gruplar arasında işler.

Çürümüşlük Jacob van Klavaren'in bir dizi makalesinde tarihsel olarak tartışılmıştır.[5] Çürümüşlüğü daha çok piyasa işlemleri, karaborsada olduğu gibi yasak ama kârlı işlemler yapma şekli ya da Doğu Hindistan şirketinin Clive ya da Hastings tarafından yağmalanması gibi sahtekârlıklar bağlamında ele almıştır. Öte yandan van Klavaren Afrika Kraliyet Şirketi ve Doğu Hindistan Şirketi'nin kendi kontrollerindeki şirketlerle yaptıkları anlaşmalar sonucu oluşan gelirin kaymağını yiyen şirket çalışanları tarafından soyuluşunu da ele almaktadır. Benzer şekilde 1873'te ABD'de Credit Mobilier, Union Pacific hissedarlarının gelirlerini Massachusetts'li bir kongre üyesi olan Oakes Ames ve onun kongreden ve iş hayatından dostları tarafından yönetilen içerideki bir guruba aktarmıştı. Drew, Fisk ve Gould, Erie Demiryolu'nu benzer şekilde suiistimal etmişlerdi.[6]

Ahlaki davranışı ahlaki olmayandan ayıran çizgi benim için belirgin olsa da genelde belirsizdir. Gerschenkron'un çok güzel şekilde gösterdiği gibi modernite geri kalmışlıktan pek çok yönden ayrılmıştır;[7] bu yönlerden biri de ahlâklı olmaktır. Gelişmenin ilk evrelerinde sadece aile içinde şeref ve güven kodları oluşturulmuştu. Bu koşullarda hırsızlık yabancılardan beklendiği için yakınları kayırma etkiliydi.

spekülasyon, krizler, dolandırıcılıklar ve iflasların bağlantısı işlenmektedir. Bundan bir asır önce İngiltere'deki 1847 ve 1857 paniklerinin tarih yazarı D. Morris Evans benzer başlıklı bir kitap yazdı: Facts, *Failures and Frauds: Revelations Financial, Mercantile, Criminal* (Londra: Groombridge and Sons, 1859).

5 Jacob van Klavaren, "Die historische Erscheinungen der Korruption", *Viertelsjabrscrift fur Sozial-und Wirtshaftsgeschichte*, cilt 44 (Aralık 1957), s.289-324; cilt 45 (Aralık 1958), s.433-69, 469-504; cilt 46 (Haziran 1959), s.204-31. Aynı yazarın "Fiskalismus –Mercantilismus– Korruption: Drei Aspecte der Finanz-und Wirtschaftspolitik wahrend der Ancien Regime" başlıklı yazısı için bkz. *a.g.e.*'in cilt 47 (Eylül 1960), s.33-53.

6 E. Ray McCartney, *The Crisis of 1873* (Minnepolis: Burgess, 1935), s.15.

7 Alexander Gerschenkron, *Economic Bankwardness in Historical Perspectwe* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1962).

1720'de bir şirket bir adamın hizmetini satın alabilirdi ama sadakatini alamazdı; memur olmak zimmete para geçirme ve dolandırıcılığın suç sayılmadığı zamanlarda yeni ve rekabetçi bir işe başlamak demekti.[8] İş ile hırsızlık, ticaret ile korsanlık arasındaki çizgiler kesin değildi.[9] 1720'de Halk Meclisi'nin South Sea Company balonu soruşturmasında, şirket yöneticileri şirketin hisselerine kendi varlıklarıyla değil, şirketten kredi kullanarak yatırım yapmak suretiyle güveni kötüye kullanmaktan suçlu bulunsalar da,[10] Hammond şirket yöneticilerinin banka fonlarından borç almasının 1799'a kadar kesin olarak illegal olmadığını belirtmektedir.[11]

Ponzi'nin hayali biyografisine önsöz yazan bir gazeteci 1920'lerle 1970'ler arasında paralellik kurmakta ve enflasyonun bir ürünü olarak hayat pahalılığı aile bütçesini zorladığında ve aile reisini gelirini artırmak için risk almaya zorladığında dolandırıcılığın ortaya çıktığını iddia etmektedir.[12] Biraz daha farklı bir görüş, "sakınılabilecek cehalet" olmadığında, istikrar bozucu spekülasyonun, ona bağımlı olmuş insanlara kaybetmelerinin muhtemel olduğunu bildiklerinde bile fayda sağlayan bir kumar olduğunu iddia etmektedir.[13] Kinikler (herkesin yalnız kendi menfaatine çalıştığına inananlar) W.C. Fields'ın şu görüşünü paylaşabilirler: "Dürüst bir adamı kandıramazsınız" ve dolandırıcılığın kurbanları aslında kendilerini suçlamalıdırlar. *Mundus vult decipi –ergo decipitatur*: "Dünya aldatılmak istiyor, öyleyse bırakın aldatılsın."[14] Psikiyatride dolandırıcılar ve kurbanların birbirleri-

---

8 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londra: Cresset, 1960), s.13.

9 Maximillian E. Novak, *Economic and the Fiction of Daniel Defoe* (Berkeley: University of California Press, 1962), s.103.

10 Bray Hammond, *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War* (Princeton, N.: Princeton University Press, 1957), s.268.

11 Carswell, *South Sea Bubble*, s.222-24.

12 William G. Shepheard, Wall Street editor of *Business Week*, preface to Donald H. Dunn, *Ponzi, the Boston Swindler* (New York: McGraw-Hill, 1975), s.x.

13 Milton Friedman, "In Defense of Destabilizing Speculation", *The Optimun Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), s.290.

14 Max Winkler, *Foreign Bonds, an Autopsy: A Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations* (Philadelphia: Roland Swain, 1933), s.103'te alıntılanmıştır.

ne simbiyotik (ortak yaşam) olarak, sevgi-nefret formunda bağlandıkları ve her ikisinin de buna hem bağımlı hem de bundan tatmin oldukları söyleniyor.

Ahlaki sorular 20. yüzyılın sonunda da göze çarpar hale gelmiş görünüyor. Bir taraftan "aracı sorunu" olarak bilinen, bencil materyalizm dünyasında vekilin asili becerebilirse yakalanmadan, yakalanırsa da kazancından daha fazla bir cezaya maruz kalmadan kendi çıkarına aldatma eğilimi üzerinde bir tartışma yaşanırken,[15] diğer taraftan belki de mevcut kinizme bir tepki olarak işletme ve hukuk fakülteleri giderek daha fazla ahlak dersleri vermeyi ve bazen de almayı, sanki ahlak matematik gibi öğrenip uygulanabilir bir şeymiş gibi öneriyorlar. Harvard İşletme Yüksek Lisans Bölümü ahlaki davranışları araştırmak ve öğretmek üzere dersler koyup profesörler istihdam ettiği için 20 milyon dolarlık cömert bir ödül aldı.

DOLANDIRICILIK VE DÖNGÜ

Say'ın "Her arz kendi talebini yaratır" kanunundan ziyade, Keynes'in "Her talep kendi arzını belirler" yasasını takiben dolandırıcılığın talep tarafından belirlendiği kanaatindeyiz. Patlama döneminde servetler kazanılır, insanlar açgözlüleşir ve bu açgözlülüğü kullanacak dolandırıcılar ortaya çıkar. Bu durum, zararına satış yaptığına insanları inandıracak becerikli dolandırıcılara yolunmak için bekleyen kazın çok olduğunu ifade eden deyimlerle anlatılmıştır: "Her an yeni bir enayi doğar." Little Dorrit'te dolambaçlı konuşma bürosundan Ferdinand Barnacle, Mr. Merdle'in dolandırıcılıklarının teşhirinin enayilere uyarı olacağını düşünen Arthur Clenam'a şöyle der: "Dolandırıcılık konusunda bu kadar büyük bir kapasiteye sahip olan ve bu işten gerçek bir haz alan adamlar yine başaracaktır."*

---

15 Michael C. Jensen ve W. H. Mecklilng, "Theory of the Firm, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, cilt 5 (1976), s.305-60.

(*) Dickens'ın hırsızlar, ıslahevleri ve borcunu ödeyemeyenlerin yattığı cezaevleri konusunda dikkat çeken realizmi, dolandırıcılığı içine almamaktadır. Bu konuda Trollope, Balzac ve Zola onu oldukça geride bırakır. Dickens, Mr. Merdle ile sürekli alay etmektedir; "Dünya çapında üne sa-

Açgözlülük sadece profesyoneller tarafından dolandırılacak enayileri ortaya çıkarmaz, aynı zamanda bazı amatörleri de sahtekârlık, dolandırıcılık, suiistimal ve benzeri yolsuzluklara iter. Köklü kurumlardan biri olan Overend Gurney and Company'nin, ilk ortakları emekli olduktan ve halka açıldıktan sonra batmasına firma içindeki zevk düşkünü bir çapkın neden olmuştu. Bu kişi yıllık 5.000 pound maaşını peşin ödediği dışardan bir danışman atamış ve bu para da kendisine dönmüştü. D.W. Chapman adlı bu adamın on atı vardı ve büyük bir savurganlıkla Hyde Park'taki Princes Gate'de gününü gün ediyordu. Eski bir muhasebeci olan danışmanı Edward Watkins Edwards geçim sağladıkları işe her türden yeni faaliyetin eklenmesini önerdi: Tahıl, demir üretimi, gemi yapımı, gemi taşımacılığı ve demiryolu finansmanı gibi alanlarda spekülasyon yapılmalıydı. Şirket spekülatif ve kısa yoldan kazanç sağlayan her tür işe ortak oldu ve Edwards hepsinden komisyon aldı. 1860'ın sonunda şirket iskonto işinden yıllık 200.000 pound kazanıyor fakat yılda net 500.000 pound zarar ediyordu.[16] Onlarla bağlantılı olmayan Watson Overend and Company adlı demiryolu müteahhitlik şirketinin batmasıyla balon kısmen söndü[17] (Benzer şekilde Mayıs 1931'de Viyana'da Creditanstalt'ın batmasından sonra Avusturya ile Almanya arasındaki farkı bilmeyen yatırımcı-spekülatörler Alman bankalarına hücum etmişlerdi).

Kurgu edebiyatı dünyasında –bu kez Honoré de Balzac'ın *Melmoth réconcilié*'sinde– Chapman'la kıyaslanabilecek bir sima, metresi

hip bir isim." Onun "muazzam" iş teşebbüsleri "ona ulusal yarar olarak bakılan çok büyük miktarda para kazandırmıştır ... o zamanın adamıdır ... çağın ismidir." Dickens hiçbir zaman onun tam olarak ne yaptığını, neyin batışına yol açtığını söylemez. (Dickens'ın dolandırıcılığa duyduğu nefret Fransızca bilenlerin anlayabileceği gibi Mr. Merdle'in adında gizlidir.) Trollope, *The Way Live Now*'da, Mr. Melmotte'un sadece Salt Lake City Borsası'nda Vera Cruz demir yolu hisselerini satmadaki dolandırıcılığını detaylarıyla anlatmakla kalmayıp aynı zamanda kendisi rahat yaşarken hisselerinin değerini korumak için yeterli paraya sahip olmadığından başvurduğu sahtekârlıkları da anlatmaktadır. *Little Dorrit*, 1847 demiryolu çılgınlığından esinlenmiştir fakat ayrıntılarıyla anlatılmak yerine çılgınlıklardan bahsedilmekle yetinilmiştir.

16 W. C. T. King, *History of the London Discount Market* (Londra: George Routledge & Sons, 1936), s.246-55.

17 E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.177.

Mme Aquilinia da la Garde'ın gümüş, keten, kristal ve halı gibi pahalı tutkularının mahvettiği banka veznedarı Castanier'dir. Castanier bir süre borç senetleriyle idare eder. Borçlarını döndüremez olduğunda bir hesap yapar, Mme de la Garde'ı terk ederse kendini kurtarabilecektir fakat ondan vazgeçemez. Sonunda borçlarının ve faiz yükümlülüklerinin büyüklüğünden dolayı finansal manevralarına devam etmesi mümkün olmadığı için iflas kaçınılmaz olur. Bu durumda bile dolandırıcılığı dürüst bir iflasa tercih eder ve bankanın kasasına dalar.[18]

Dolandırıcılığın refahla birlikte büyüdüğünü teslim edelim. Dolandırıcılık sıkı bir kredi sisteminin ve yükselişi durup düşmeye başlayan fiyatların yol açtığı finansal sıkıntıda daha da artar. Ponzi daha sonra kendisini de dolandıran arkadaşlarının parayı alıp sıvışması gerektiği önerisine direnmişti.[19] Diğerleri direnmedi. Londralı banker Henry Fauntleroy sahte emlak temlikleri düzenlemişti. Bu adamlar Trollope'un *The Way We Live Now* adlı eserindeki dolandırıcı Augustus Melmotte'a örnek teşkil etmişti. Melmotte Meksika demiryolu hisseleri düşüp de para kazandıracak şekilde satılamaz olduğunda sahte bir temlik ve tapu düzenler.[20] South Sea Company'nin John Blunt'ı, Union Générale'in Bontoux'su, Darmstäder und Nationalbank'ın (Danatabank) Jacob Wasserman'ı ve Creditanstalt'ın yöneticilerinin hepsi de daha sonra yüksekten satmak için düşen hisselerini destekleme alımları yapmışlardır. Dikkat edilmelidir ki kendi hisselerini satın alan bir bankanın kısa vadede hızla nakdi ve sermayesi daralırken mevduatları değişmediğinden, nakit-mevduat ve sermaye-mevduat oranı bozulur. Bank of England bile 1720'de bir kez kendi hisseleri karşılığında kredi kullanmıştır. Clapham, Bank of England'ın, çok daha vahşi ve "tamamen hilekârca" olan South Sea Company'nin finansmanı işine bulaşmadığını belirtmektedir.[21]

---

18 Honeré de Balzac, *Melmoth réconcilié* (Cenevre: Editions de Verbe, 1946), s.45-50.

19 Dunn, *Ponzi*, s.188.

20 Anthony Trollope'ın *The Way We Live Now* isimli kitabına Robert Tracey tarafından yazılan önsöz (1874-75; yeni baskı, New York: Bobbs-Merrill, 1974), s.xxv.

21 Sir John Clapham, *The Bank of England: A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 1, s.229.

Dolandırıcılık veya yolsuzluk açığa çıktığında sıkıntı genellikle panik ve çöküşü hızlandırarak artar. 1772'de Alexander Fordyce –borçlarını ödeyebilecek olsalar bile ödemeye niyeti olmayan– arkadaşlarını büyük oranda Ayr Bank'ın şüpheli senetlerinden oluşan 550.000 poundluk yükümlülüğü yerine getirmekle karşı karşıya bırakarak gizlice Londra'dan Kıta Avrupa'sına kaçtı. Her ne kadar Fordyce'in elinde çok az yükselen Doğu Hindistan Şirketi'nin hisselerinden az miktarda olsa da, bunlar yine de onu çökertmeye yetmişti.[22] 24 Ağustos 1857'de Ohio Life Insurance and Trust Company'nin New York bürosunda bir veznedarın, bu oldukça ünlü şirketin hemen hemen tüm varlıklarını kendi borsa işlemlerini devam ettirebilmek için zimmetine geçirdiği açığa çıkınca Liverpol, Londra, Paris, Hamburg ve Stockholm'de yankılanan bir dizi iflas başladı.[23] Eylül 1929'da Londra'da Hatry imparatorluğu çöktü. Bu imparatorluk bir dizi yatırım tröstünden ve fotoğraf malzemeleri, kamera, otomatik oyun makineleri satan ve küçük kredi işlemleri yapan şirketlerden oluşuyordu. Hatry tüm bu işlerden kazandığı parayı daha büyük bir çelik işine yatırmayı düşünüyordu. United Steel'i almak için kullanacağı 8 milyon poundluk krediye sahte teminatlar gösterirken yakalandı. Onun iflası İngiltere para piyasasının daralmasına, New York piyasasındaki spot kredilerin geri çekilmesine, borsanın düşmesine ve Ekim krizine yol açtı.

BALONLAR VE DOLANDIRICILIKLAR

Balonlar dolandırıcılık olabilir de olmayabilir de. Mississippi balonu bir dolandırıcılık değildi; South Sea balonu ise öyleydi. Balonlar veya dolandırıcılıklar genellikle görünüşte meşru veya en azından kanuni niyetlerle başlar. Mississippi balonunda bu, Law sisteminin ulusal vergilerin toplanması işini komisyon karşılığı devrettiği Compagnie d'Occident ve Banka'ydı. John Law Place Vendôme'un yaklaşık üçte

22 Charles Wilson, *Anglo-Dutch Comerce and Finance in the Eighteenth Century* (Camridge: Cambridge University Press, 1941), s.170.

23 George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Clumbia University Press, 1943), s.65.

birine, Paris'teki diğer gayrimenkullere ve şehir dışında en azından bir düzine muhteşem malikaneye sahip olmasına rağmen yaptığı işler dolandırıcılıktan ziyade iki yanılgıdan kaynaklanan hataya dayanıyordu: 1) Hisselerin ve bonoların para olduğu düşüncesi (2) Bankacılık okulunun genel bir hatası olan talep arttığında daha fazla para basmanın enflasyonist olmadığı düşüncesi.[24] South Sea balonunda Atlas Okyanusu'nun güneyindeki ticaret tekeli tamamen tesadüfiydi –fakat bu görüşe itirazlar olduğunu da belirtelim.[25] Çok kısa sürede İngiltere hükümetinin borçlarının konsolidasyonu şirketin Atlas Okyanusu'nun güneyindeki ticaretini çökertti. Kısa süre sonra da hisse komisyonculuğu hükümet borçlarını mahvetti. John Blunt ve içerideki adamlar kasti olarak, alınan kredilere teminat olarak çıkarılan hisseler üzerinden kâr etmeye çalıştılar. Sermaye kazançları çekildikçe gayrimenkule dönüştürüldü. Şirket iflas ettiğinde Blunt'ın elinde 6 gayrimenkul alım kontratı vardı. Surman adında birininse elinde 4 gayrimenkul alım kontratı ve bunlara karşılık 100.000 pound borcu vardı. South Sea Company'nin kâr paylarını ödemek için daha fazla sermaye toplaması ve hisselerinin fiyatının sürekli tırmanması gerekiyordu. Ve her ikisinin de zincir mektup veya Ponzi planında olduğu gibi hızlanarak artması şarttı.

1920'de Ponzi, değeri düşmüş döviz kurundan dışarıdan alınabilecek yabancı madeni para ile –onlarla International Postal Union kuponları da alınabilirdi– daha yüksek sabit oranlardan bu kuponların ABD'de Amerikan pulları almada kullanılması arasında döviz arbitrajı planına dayalı olarak 45 günlük mevduat kullanımı için % 50 faiz ödeme taahhüdünde bulunmuştu. Hesaplar tamamen göz boyamaydı. Ponzi bu şekilde 7,9 milyon dolar topladı. South Sea balonun patlamasından 200 gün sonra sıcak bir Ağustos günü Bos-

---

24 Earl J. Hamilton, "The Political Economy of France at the Time of John Law", *History of Political Economy*, cilt 1 (Bahar 1969), s.146.

25 Jacob van Klavaren, "Rue de Quincampoix und Exchange Alley: Die Spekulationshagre 1719 und England", *Viertelsjahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, cilt 48 (Ekim 1961), s.329 v.d.

ton'da tutuklandığında iş yerinde sadece 61 dolarlık pul ve posta kuponu vardı.[26]

Tarih, Ponzi'nin öncüsü olan bazılarına daha az ölümsüzlük bahşetmiştir. Örneğin eski Münihli aktris Spitzeder'ı ele alalım. Bavyeralı çiftçilerden 3 milyon gulden söğüşlemek için bir yıl boyunca onlara % 20 ödemişti. 1872 sonunda o ve yardımcısı ağır hapis cezasına çarptırıldılar. İşten atılmış bir memur olan Placht 1.600 dul ve yetimin parasını % 40 verme vadiyle alıp borsada kaybetti ve altı yıl hapse mahkûm oldu.[27]

Bir patlama yaşandığında ve açgözlülük arttığında mazeretler çoğalır, balonlar örümcek ağına dönüşür. Her ne kadar tarihçiler tarafından daha sonra ele alınan hilelerle nakşedilmiş olsalar da 1720 ve 1847'de (listelerin derlendiği iki olay) bu tür dolandırıcılıklar çok fazlaydı.[28] Örneğin 1720'de sadece zamanı geldiğinde açığa çıkacak ve görünüşte çok avantajlı bir işe girme teklifi vardı. İşin kurucusu hisse başına 2 gine (İngilizler'in 21 şilin değerindeki eski altın parası – ç.n.) borçlanıp 2.000 pound topladı ve yatırımcılarla yapacağı bir toplantıya katılmadan sırrıyla birlikte kayıplara karıştı.[29] Diğer bir entrika ise "nitvender"* veya "hiçbir şey" satmaktı.[30] Daha ılımlı bir cari faiz projesi kadın özgürlüğünün erken bir örneğini sunmaktadır:

> İngiltere'de İngiliz keteninden yapılmış fakat Hollanda keteni kadar iyi kumaşlar ve pamuklu bez üretip, boyamak ve üzerine baskı yapmak üzere birkaç hanımefendiden bir öneri geldi... Aralarına

---

(*) Bit yumurtası satıcısı – ç.n.

26 Dunn, *Ponzi*, s.247.

27 Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4. baskı. (1890; yeni baskı, New York: Burt Franklin, 1968), s.510.

28 William Robert Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720* (Cambridge: Cambridge University Pres, 1911), cilt 3, s.449 v.d. ve D. Morier Evans, The Commercial Crisis, 1847-48 gözden geçirilmiş 2. baskı (1849; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1969), s.33-34. South Sea balonuyla ilgili çağdaş ve daha az detaylı bir liste için bkz. Wirth, *Handelskrisen* s.67-79.

29 A. Andredes, *History of the Bank of England* (Londra: P.S. King, 1909), s.133.

30 Carswell, *South Sea Bubble*, s.142.

> hiç erkek almamaya ve ticaret için bir anonim şirket kurmaya tek bir adam (aynen alınmıştır) gibi karar verdiler.[31]

Tarihçilerin ve romancıların benzer şekilde işaret ettikleri gibi, daha sonraki dönemlerde hisse ihracının gerçekle bağlantısı azalmaya devam etti. İşlem yapmayan "pek çok şirket, yolsuz ya da işlevsiz pek çok demiryolu kuruldu."[32] "Mantar gibi inşaat şirketleri ortaya çıktı. İnşaat yapmak yerine inşaat alanları üzerinde spekülasyon yaptılar."[33] "Limehouse ve Rotherihite Köprüsü... Onlara göre köprünün yapılması hiç de gerekli değildi; zaten mümkün de değildi ... fakat bir Avam kamarası komitesi yapılması gerektiğini söyleyecek olsa, hisselerini rahatlıkla ve büyük kârlarla satma hesapları yapabilirlerdi."[34]

Finansal sıkıntılar dolandırıcılığa yol açar, böylece zararın yükü başkalarına yüklenebilir. Piyasa kesin olarak yanlış yolda ilerliyorsa, örneğin borsa-vurgun mekânlarında işlem yapanlar sıvışırlar. Yeni para girişleri içerideki açgözlülere ödenen geliri karşılayamaz olduğunda Blunt sahtekârlık yaparak South Sea Company'nin parasını kredi olarak almıştı.[35] Bleichröder 1861'de Bethel Henry Strousberg'i şöyle nitelendiriyordu: "Zeki fakat eski delikleri kapamak için yeni işlere girişmesi tehlikeli. (Ani) bir engelle karşılaşırsa tüm yapısı çökebilir ve milyonlarca ahmak hissedar enkazın altında kalır."[36] Bleichröder haklıydı. Dediği gibi oldu. Diğer bir Alman sermayedar, Hamburglu banker Gustaw Goddefroy, 1873'te demiryolu ve maden yatırımlarında büyük zarar etti ve denizaşırı ticari şirketlerinden borsadaki durumunu düzeltmek için para sızdırmaya başladı.[37]

---

31 Scott, *Joint-Sock Companies*, s.450.

32 Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59* (Stuttgart: W. Kohlhammer, 1934), s.103.

33 Wirth, *Handelskrisen*, s.480.

34 Anthony Trollope, *The Three Clerks* (New York: Harper & Brothers, 1860), s.346.

35 Carswell, *South Sea Bubble*, s.177.

36 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977), s.358.

37 *A.g.e.*, s.396-97.

İlk seferde kazanacaklarını düşünüp kaybeden bu iflah olmaz iyimserler tekrar tekrar yine denerler. Genelde şüpheli veya açıkça illegal işlemlerle bahislerini iki katına çıkararak risklerini çoğaltırlar. Günümüze daha yakın bir olay olarak ABD bankalarının tahvilleri sigorta etmelerine izin verildiği dönemde telgrafla Şili ve Peru hükümetlerinin faiz ödemelerini durdurduklarını öğrendikten sonra bu ülkelerin hükümet bonolarını eski fiyattan satmaya devam eden Chase Bank'ten Albert Wiggins ile National City'den Charles Mitchell'in örnekleri vardır.[38] Sprague doğru tercüme edip aktardıysa, Horace durumu anlamıştır: "Para kazan, yapabilirsen dürüstçe kazan ama her halükârda para kazan."[39] Jonathan Swift de South Sea balonu hakkında aynı derecede alaycıdır:

Para kazan, sürekli kazan
Sonra bırak edecekse erdem onu takip etsin.[*40]

Bu konuda son sözü Balzac söylemiştir: "En erdemli tüccarlar en samimi edayla en ahlaksız şu sözü size söylerler: 'Bir kimse kötü bir işten çıkabileceği şekilde çıkar.'"[41]

(*) Jonathan Swift döneminde yalnız değildi (doğumu 1677). Ben Johson (doğumu 1573) benzer bir beyit yazmıştı:

Para kazan evlat; sürekli kazan
Ne şekilde olursa olsun.

Alexander Pope da (doğumu 1688) şunları yazmıştı:

Servet ve mevki kazan, mümkünse, erdemle
Olmazsa, her ne şekilde olursa servet ve mevki kazan

Son iki alıntı Bartlett'in *Familiar Quotations*, 1919 baskısı, s.177'dendir. Bence her üçü de ironiktir.

38 ABD Senatosu Finans Komitesi, 72. Kongre, 18 Aralık 1931'den 10 Şubat 1932'ye kadar süren 1. Oturum, *Hearings On Sales of Foreign Bonds of Securities*, 18, 1931, 10, 1932 (Washington, D.C.:, ABD Hükümet Basım Bürosu, 1932).

39 O. M. W. Sprague, *History of Crises Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1968), s.341.

40 Wirth *Handelskrisen*'de alıntılamıştır, s.80.

41 Honoré de Balzac, *La maison Nucingen, Oeuvres complètes* içinde, (Paris: Calmann Levy, 1892), s.68.

SOYLU KUMARBAZLAR

Literatür, finansal yükümlülüklerine şeref borcu olarak bakacağı düşünülen ama vaat etmekte taahhütlerini yerine getirmekten daha iyi olan soylu kumarbazların ve içerideki oyuncuların mahkûmiyetleriyle doludur.[42] Avusturya soyluluğu en azından görünüşte paraya tenezzül etmeyen *Junker*'lardan daha kötüydü. Eduard Lasker, "Amatörler devreye girdiklerinde işi profesyonel dolandırıcılardan daha berbat ederler"[43] diyor. Zola'nın *L'Argent*'ında (Para) Daigremont, Saccard'ı Banque Universelle'ini açmak için Marquis de Bohain'e yardıma gönderir: "Kazanırsa cebine atar; kaybederse ödemez. Bunu herkes bilir. İnsanlar bunu kabullenmişlerdir."[44] Yine romanlarda ve gerçek hayatta soylular yönetim kurullarında koltuk peşindedirler. Wirth, Avusturya prenslerini, Landgraflar'ı, kontları, baronları, Freiherren ve diğer soyluları demiryolu, banka ve diğer sanayi firmalarının yönetim kurullarında yeterlilikleri olmadığı halde bulunanlar olarak sıralamaktadır.[45] Banque Universelle'in hesaplarını kontrol etmek için Saccard, Sör Rousseau ile Sör Lavignière'i atar. Birincisi uzun boylu, sarışın, çok kibar, sürekli onaylayan ve yönetim kuruluna girmek için çok tutkulu olan ikincisine daima tabidir.[46] *L'Argent*, Eugene Bontoux ve Union Générale'den türemiş, ortakları arasında tahtta hak iddia edenler, kraliyet taraftarları, önde gelenler ve toprak ağaları da bulunan *à clef** bir romandır.[47] İngiltere'de *The Economist* Ekim 1848'de sahtekârlar listesinin başına soyluları ve aristokratları koymuştu:

> Şu anki yeis ve tükenmişlik (*aynen alınmıştır*), soyluluğu ve aristokrasiyi utanç verici duruma düşüren; senatörleri, senatoyu ve tüm ticaret erbabını kirleten; ahmaklığın, açgözlülüğün, tahammül

---

42 Carswell, *South Sea Bubble*, s.176, 181.

43 Wirth, *Handelskrisen*, s.491.

44 Emile Zola, *L'argent* (Paris: Livre de Poche, tarihsiz), s.125.

45 Wirth, *Handelskrisen*, s.491.

46 Zola, *L'argent*, s.161.

47 Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale* (Paris: Preses universitaires de France, 1960), s.36.

(*) Gerçek olayların başka isimlerle anlatıldığı roman – ç.n.

edilmez bir kibrin; paldır küldür, vahim ve ilkesiz bir kumarbazlığın ve komisyonculuğun karşılığından başka bir şey değildir.[48]

Rosenberg Avusturya ve Fransız aristokrasisinin diğer mülklerini altın buzağının peşine yönlendirmelerine rağmen Berlinli bürokratların Prusya'da başarılı şekilde benzer bir harekete karşı durduklarını iddia etmekte ve Mevissen'in 50 milyon *thaler*(*)'lik bankanın yönetim kurulunda nüfuz elde etmek için girişimde bulunduğun belirtmektedir. Rosenberg *Junker*'lerın sert içkiler ve araziler üzerinde spekülasyon yaptıklarını fakat şehirlerde spekülatif girişimlerden çekindiklerini ifade ediyor.[49] Belki 1857'de böyleydi fakat tersini gösteren kanıtlar da vardır. Bir sonraki on yılda paranın kötülük olarak algılanması zayıfladı. Demiryolu finansmanı hem Almanya'da hem de Strousberg'in dalavereleriyle Romanya'da aristokrasinin tepesine ve Prusya sarayının içine kadar uzanan skandallara bulaştı.[50]

RÜŞVETÇİ BASIN

Basın bazen spekülasyona yardımcı olmuş, bazen de onu engellemiştir. Çoğu satışı artırmak için yapılırken, bazısı eleştirmek, bazısı da her ikisi için birden yapılmıştı. Kasım 1719'da South Sea balonu endeksi 120'yken Daniel Defoe borsa tellallarını şiddetle suçlamış, Ağustos 1720'de 1.000'e çıktığında da savunmaya geçmişti.[51] Afrika Kraliyet Şirketi adına yazılar yazdığını iddia eden insanlara "sadece acıdığını" ifade ederek hisselerini daha önce sattığını belirtti, fakat modern bir eleştirmen hisseleri tutmaya devam ettiği ya da tekelle rekabet eden bireylere saldırmak için şirket tarafından tutulduğu sonucuna varıyor.[52]

(*) Eski Alman markı – ç.n.

48 *Economist*, 21 Ekim 1848, s.1186-88, Arthur D. Gayer, W. W. Rostow ve Anna J.Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), s.316'da alıntılanmıştır.

49 Rosenberg, *Weltwirtshaftskrise*, s.101.

50 Stern, *Gold and Iron*, bölüm.10 ("Greed and Intrigue") ve s.364.

51 Novak, *Economics of Defoe*, s.14-15 ve 160, not 35.

52 *A.g.e.*, s.16, not 50.

Bir asır sonra sorumlu gazetecilik İngiltere'de gelişti fakat Fransa'da hâlâ azgelişmiş bir haldeydi. 1837'de bir gazeteci şöyle yazıyordu: "Bana 30.00 franklık reklam verin, hayal edilebilecek en kötü şirketin hisselerini satma sorumluluğunu alayım."[53] Laffitte gazeteleri finanse ediyordu.[54] Banque de Lyon et de la Loire'dan Charles Savary, gerçek olayları aktarır görünen ama para karşılığı yazılan hikâyelerle onun icraatlarından övgülerle bahseden 500 gazeteciye sahipti.[55] Gazeteler bankaların, borsanın ve halkın gözüne spekülatif harareti yükselterek girmeye çalıştılar.[56] Bleichröder spekülasyondan kaçınma ve açıkça kötü tanınma konusunda ihtiyatlıydı fakat genel ve finansal gazetelere sahipti ve gazetecileri kullanıyordu. 1890-91'de Bleichröder'le ilişkisine değinmeden Meksika hakkında otuz dört makale ve bir kitap yazan ve daha sonra Berlin piyasasında Meksika bonoları satma işine giren Paul Lindau adlı birinin Meksika'ya seyahatini finanse etmişti.[57] 19. yüzyılda Kıta Avrupa'sında eleştirel bir basın yavaşça gelişmeye başlamıştı.

Öte yandan Theodore Dreiser'in kaleme aldığı, legal ve illegal işler arasında bıçak sırtında giden Chicago'lu tramvay patronu Charles Tyson Yerkes'in kurgusal biyografisine inanacak olursak, ABD'de 1890'larda dikkat çeken bir sermayedar basın tarafından izleniyor ve onun korkusuyla yaşıyordu. Sonuç Yerkes'in aradığı ve yeni kurulan Chicago Üniversitesi'ne bir rasathane bağışlayarak elde ettiği iyi bir reklamdı. Bu bağış düşük bir noktada olan güvenilirliğini onardı ve Avrupa'da tramvay bonolarını satmasını sağladı.[58] Yine de sonunda basın onu Chicago'dan sürdü.[59]

Dünya borsalarında bir hisseyi satmaya başlamadan önce yatırımcı sütunlarında dostlara tavsiyelerde bulunmak eski bir numaradır

---

53 Maurice Lévy-Leboyer, *Les banque européennes et l'industrialisation internationale dans la premiere moitié du XIX siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), s.632-33.

54 *A.g.e.*, s.503, not 90.

55 Bauvier, *Le krach*, s.124.

56 *A.g.e.*, s.161, not 50.

57 Stern, *Gold and Iron*, bölüm 11.

58 Theodore Dreiser'in *Trilogy of Desire* adlı yapıtı üç romandan oluşur: *The Financier* (1912), *The Titan* (1914) ve *The Stoic* (1947). Bkz. *The Titan* (New York: World, 1972), s.371-72.

59 *A.g.e.*, s.515-40.

fakat bugün içeridekilerin haberlerine dayanarak hisse alıp satmak çok daha fazla kontrol edilmektedir. Fiyatları etkileyen haberler halka duyurulmadan önceki şüpheli faaliyetler bugün bilgisayarla incelenmektedir. Bu teknik, *Wall Street Journal* yatırımcı sütunu yazarı olan ve aldığı tüyoyu önceden bir dostuna ileten Winans'ın; yöneticilerinden olduğu bir şirkette yakında gelişecek olayları bir arkadaşına söyleyen ve arkadaşı da bu bilgiye dayanarak spekülasyon yapan Savunma Bakanlığı eski müsteşarı Thayer'in; dağıtıma çıkmadan önce yakınlarındaki *Business Week*'in basımevinden bilgi satın aldığı anlaşılan Merril Lynch'in New London'daki genç brokerinin tutuklanmasını sağladı. İçeriden sızan bilgilere dayanarak borsada oynamanın kolaylığı bir kez görülünce, önceden haber alan bazı habisler kendi yerel brokerlerini aramak yerine, örneğin Zürih'teki bir kurumu arayacaklardı. Kapasitesi sınırlı olan bu piyasadan dolayı Zürih'teki kurum Londra veya New York'a, oradaki aracı kurumlar durumu anlayıp büyük miktarda ve şüpheli emirlerin sızan haberlere dayanıp dayanamadığını görmek için işlemleri birkaç gün ertelemeden önce çok miktarda alım satım emri yönlendiriyorlardı.

ŞÜPHELİ FAALİYETLER

Ağır finansal suç şekilleri çok fazladır. Açıkça çalmaya, kendini yanlış tanıtmaya ve yalan söylemeye ilaveten daha pek çok dolap vardır: Fonları belirtilen kullanım alanından başka bir alana kaydırmak, sermayeden veya borçlanarak kâr payı dağıtmak, içeriden bilgi alarak şirket hisseleri alıp satmak, yeni bilgileri tamamen ortaya koymadan hisseleri satmak, şirket fonlarını rekabete aykırı tarzda elde etmek veya içeridekilere kredi olarak vermek, alınan emirleri uygulamamak, şirket defterlerinde oynama yapmak bunlar arasında sayılabilir. 1846 demiryolu çılgınlığında dikkate değer bir adam bunların çoğunu yapmayı başarmıştı.

Bir zamanlar dört demiryolu şirketinin başkanı olan George Hudson kendisinin daha güçsüz rakiplerine uygulanan kanunun üzerinde olduğuna inanmıştı. Hudson'ın hesapları bulanmıştı ve York ve

North Midland demiryollarına ait hisselere veya fonlara sahip olduğunun farkında olmama ihtimali de söz konusuydu. Şahıs olarak yöneticisi olduğu çeşitli şirketlerle sözleşmeler yapmıştı ancak bu sözleşmeler Şirket Konsolidasyon Maddeleri Anlaşması'na doğrudan aykırıydı. Hesapları kapamadan hemen önce Eastern Counties demiryolunun kâr paylarını % 2'den 6'ya yükseltti, sonra da ödemeyi meşru göstermek için hesapları değiştirdi. York ve North Midland'ın kâr payları sermayeden ödendi. Demiryolu ağını genişletmek amacıyla kişisel olarak demiryoluna avans verdiğini söyleyerek Yorkshire, Newcastle ve Berwick vakalarındaki benzer suçlamalara karşı yaptıklarını savundu. Risk onun riskiydi ve kendisiyle birlikte garanti veren diğer taraflar biriken avantajlardan yararlanabileceklerdi. Bu hikâyenin alındığı Lewin'in *The Railway Mania and Its Aftermath* adlı kitabında Hudson'ın dürüst şekilde şirketin lehinde olacağına kani olduğu işlemlere giriştiğine, fakat yine de bu faaliyetlerin parlak bir kariyeri ve İngiliz demiryolu ağının faydalarını sona erdiren kanuni olarak şüpheli faaliyetler olduğuna işaret ediliyor. Hudson zamanının demiryolu dünyasında en büyük simaydı ve o zamandan beri hiç kimse böyle bir güce ulaşamadı.[60]

ABD'de bir sonraki on yılda daha az ilginç ve baskın bir karakter, devrimci general Philip Schuyler'in torunu Robert Schuyler idi. Robert Schuyler New York ve New Haven, New York ve Harlem ve (bir müddet) Illinois Central demiryollarının başkanlığını yaptı. Bir yazar tarafından "kibar dolandırıcı" olarak isimlendirilen Robert Schuyler New York ve New Haven hisselerini hileli şekilde satıp elde ettiği yaklaşık 2 milyon dolarla 1854'te Avrupa'ya kaçtı. Van Vleck 1854'te ABD'deki krizin Schuyler'ın dolandırıcılık haberlerinin ortaya çıkması üzerine İngiltere'nin ABD'deki sermayesini çekmesiyle hızlandığını iddia etmektedir. Aslında gerçek tam tersidir, çünkü Schuyler, Ilinois Central'in başkanlığından 1853'te istifa etmişti, fakat New York ve New Haven'da yankılanan dolandırıcılığı Ilinois Central'in hisselerinin ve bonolarının cahil yatırımcılar tarafından yoğun şekilde satılma-

60 Henry Grote Lewin, *The Railway Mania and Its Aftermath, 1845-1852* (1936; gözden geçirilmiş yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1968), s.262, 357-64.

sına yol açtı. Hisselerin fiyatları hızlı şekilde düştü ve 1855 Ağustos'unda nominal değerlerinin 62 dolar altına indi. Bu, İngiliz yatırımcılarının aradığı fırsattı. Çok miktarda alım yaptılar. Şubat 1856'da bonolar tekrar 90 dolara çıkmıştı. 40.000'den fazla hisse ve 12 milyon dolarlık bononun yedide altısı Avrupa'ya geçmişti.[61] Her zaman olduğu gibi yabancıların hisse alımı mı yoksa satışı mı yapacakları haberleri onları nasıl etkileyeceğine değil, fakat yerli yatırımcılarla kıyaslandığında nasıl tepki vereceklerine bağlıdır. Eğer buna panik denebilirse Schuyler Eylül 1854 paniğiyle ilişkilendirilebilir ama 1857 paniğiyle ilişkilendirilemez.[62]

ABD'de 1920'ler "dünyanın tanık olduğu en hileli finans işlemlerinin yapıldığı dönem" olarak tanımlanmıştır.[63] Dönemin nam salmış dolandırıcıları arasında borsa çöküşünden kendini korumanın tek yolunun hırsızlık olduğunu düşünen Harold Russell Snyder; 60 günde % 400 kazandırıp neredeyse tüm kazancı Ponzi'ye kalacak şekilde bir döviz yatırım planı yaparak dalkavukluğun en samimi biçimini gösteren Arthur H. Montgomery; Lindbergh'in 1927'de Paris'e uçuşundan sonra patlama yapan havacılık hisselerinin çıkarılmasına muhtemelen yardımcı olan ve Byred Antarctic Polar Expedition'a 100.000 dolar bağışta bulunarak aradığı itibarı bularak amiral "Dick" namıyla anılma hakkı kazanan Charles V. Bob bulunmaktadır.[64]

1930'lar anılmaya değer pek çok dolandırıcılık ve sözde dolandırıcılık örnekleri üretmiştir. Bunlar arasında Kreuger ve Toll'un Bank of the United States'inin ve Samuel Insull'ın Middle West Utilities holding şirketlerinin iflası belki de başı çekmektedir. 1929'dan 1933'e ka-

---

61 Bkz. Paul W. Gates, *Illinois Central Railroad and Its Colonization Work* (1934; yeni baskı, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1968), s.66, 75-76; John L. Weller, *The New Haven Railroad: The Rise and Fall* (New York: Hastings House, 1969), s.37n; Van Vleck, *Panic of 1857*, s.58. Harvard Üniversitesi'nden Prof. David Donald beni bu alıntıların birincisinden başlattı.

62 Bkz. Willard L. Thorp, *Business Annals* (New York: National Bureau of Economic Research, 1926), s.126.

63 Watson Washburn ve Edmund S. Delong, *High and Low Financiers: Some Notorius and Their Abuses of Our Modern Stock Selling System* (Indianapolis: Bobbs-Merrill, 1932), s.13.

64 *A.g.e.*, s.85, 101, 144, 309.

dar New York Borsası'nı ele alan Barrie Wigmore, Insull'ın yargılanmamak için –ki muhtemelen çok kızgın bir jüri olacaktı– ABD'den kaçtığında itibarının onarılamaz şekilde zedelendiğini söylüyor. Insull bu suçlardan daha sonra beraat etmiştir. Wigmore, Insull'ın kötü yönetilen şirketleri net değerlerinin birkaç katı fiyatına almayı alışkanlık edinmiş bir kamu hizmetleri şirketinin parlak bir yöneticisi olduğunda ısrar etmektedir. Bu şekilde, buhran sırasında kamu hizmetleri şirketleri sıkıntıya düşünce holding şirketlerine yüklediği devasa boyuttaki borçların sadece faizleri bile şirketin öz sermayesini tüketmeye yetmişti.[65] Wigmore, New York bankalarının ve bağlı şirketlerinin pazarlama faaliyetlerini dikkatli şekilde değerlendirmektedir. Chase Bank'tan Albert Wiggins "Wall Street'in en popüler adamı" olma şöhretine sahiptir fakat bir senato soruşturması bankasının, şubelerinin ve müşterilerinin aleyhine kendi hesabına işlem yaptığını ortaya çıkarınca bu şöhretini kaybetti. National City Bank ve bağlı kuruluşlarından biri olan National City Company'den Charles E. Mitchell de içeriden aldığı bilgilerden şirketin kârlarının hızla düşmekte olduğunu veya yabancı hükümetlerin bonolarına faiz ödemesi yapmayı durdurduklarını öğrenip çok fazla tahvil satmıştı.[66]

1990'ların ikinci yarısında ABD'de dolandırıcı çeteleri, dolandırıcılıklar, sahtekârlıklar veya kötü niyet ya da ahlaki belirsizlikler bakımından oldukça münbit bir ortam vardı.[67] Bu kitabın üçüncü baskısında 1980'lerin ilk yarısından ve sonlarından birer örnek vardı. Diğer yazarların kitaplarında daha da fazlası mevcuttur.[68] Üçüncü baskıda

65 Barrie A. Wigmore, *The Crash and Its Aftermath: A History of Security Markets in the United States, 1929-1933* (Westport, Conn.: Greenwood, 1985), s.344-48.

66 *A.g.e.*, s.358-60.

67 "Ahlâki belirsizlikle ilgili Avustralya'ya ait geleneksel bir cümle, Perth'te yasadışı olanın Adelaid'de ahlakdışı, Melbourne'de keskin iş pratiği ve Sydney'de umulan bir şey olduğunu söylüyor." Morgan Marietta, "The Historical Continuum of Financial Illusion", *The American Economist*, cilt 40, no.1 (Bahar 1999), s.79.

68 Bkz Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost* (New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999); Alfred Steinherr, *Derivatives: The Wild Beast of Finance* (New York: John Wiley & Sons, 1998), bölüm 3, ("Dramatic Events"); Peter Kafka, "Rogues, Rubes and Rip-offs: A Years of Swindles", *Forbes Global*, "Ponzi pushers", "Took the money, ran", "Cold call, hard sell", Marietta, "Historical Continuum."

yer alan bazı kişiler hapse girip tekrar çıkınca, masum olduklarını iddia ettikçe ya da iyi işler yaparak tekrar kamuoyunu lehlerine çevirmeye çalıştıkça basında tekrar yer aldılar. Yeni olaylarla ilgili birkaç örnek vermek yine de fena olmaz:

Arnavutluk: Yatırımcılarına ayda % 30 vaat eden Ponzi türü bir yapılanma Ocak 1997'de battı. Organizasyon, Rusya dahil Doğu Avrupa ülkelerinde 1994 yılında yaklaşık 1 milyar dolar toplayan MMM'in bir benzeriydi.[69]

Bankers Trust Co: Mart 1999'da zaman aşımına uğrayan ve kanun gereği devlete geçmesi gereken 19,1 milyon dolarlık mevduatı kendi hesaplarına aktarmaktan suçlu bulundu. Banka parayı iade ettiği gibi 63,5 milyon dolarlık da ceza ödedi. 1998'de San Francisco'da Bank of Amerika benzer şekilde 187,5 milyon dolar ceza ödedi. Bankers Trust'ta çekilmeyen mevduatları takip eden "Global Varlıklar" adlı bölümü yöneten Bruce J. Kingdon istifa etti.[70]

Bennett Funding Group: Büro malzemeleri kiralayan ve 10.000 yatırımcıya 1,5 milyar dolarlık kira sözleşmesi satan ve/veya bunları aldığı krediye karşılık bankaya teminat gösteren küçük bir Syracuse şirketiydi. Kıdemli bir genel müdür yardımcısı olan Kenneth P. Kasajarian kumar oynamayı da içeren zengin bir hayatı finanse etmek için paraları kullanmış ve kumarda çok para kaybetmişti. Şirket 1995'te battı. Kasajarian zimmetine para geçirmekten Nisan 1997'de mahkûm oldu.[71]

Robert B. Brennan: First Jersey Securities'in kurucusu, New Jersey'li bir hayırsever ve at yarışı meraklısı olan Brennan, 1988-1995 arasında baskıya dayalı taktikler ve defterlerde tahrifat yaparak 300 milyon dolar dolandırmakla suçlandı. Haziran 1999'da dolandırdığı tahviller karşılığında New Jersey Eyaleti'ne 100 milyon dolar ödemeyi ve tahvil ticaretinden men edilmeyi kabul etti.[72]

---

69 "Albanian Parties Trade Charges in Pyramid Scandal" ve "Behind the Swindles: Desperate People, Easily Duped", *New York Times*, 29 Ocak 1997, s.A3.

70 "The Deep Slush at Bankers Trust", *New York Times*, 30 Mayıs, 3 Kasım 1999 s.1, 11.

71 "Bennett Funding Executive in Guilty Plea", *New York Times*, 10 Nisan 1997, s.C13.

72 "First Jersey Securities to Settle Case for $ 100 Million", *New York Times*, 29 Haziran 1999, s.C6.

Brex-X Minerals Ltd: ve Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı John Felderhof 11 Mayıs 1999'da Ontario Securities Commission tarafından dahili alım satım yapmak ve Endonezya'da altın bulunduğuna dair sahte rapor düzenlemekle suçlandılar. 20 Haziran 1996 ile 17 Şubat 1997 arasında Endonezya Busang'da "bulunan" madende 70 milyon ons altın olduğuna dair haberlerin yavaş yavaş duyurulması şirketin para stokunu 4 milyar doların üzerine çıkardı. Raporun sahte olduğu ortaya çıktığında gelen çöküş Kanada tarihinin en büyük finansal skandalıydı.[73]

Daiwa bono tüccarı: Takashi Fujisawa bir otobiyografide, 1995'e kadar 11 yıl boyunca ABD'de kendi kayıplarını karşılamak üzere bazı müşterilerin tahvillerini satarak 1,1 milyar dolar kaybettiğini itiraf etti. Japonya'da 4 yıl hapse, ABD'de 2,6 milyon dolar ceza ödemeye mahkûm edildi.[74]

Marvin R. Frankel: (Eric Stevens ve David Rosse olarak da bilinir) yedi sigorta şirketini ve Vatikan'ın 57. Fancis of Assisi Vakfı'nı toplam 2 milyar dolar dolandırmakla suçlandı. Frankel, Connecticut, Greenwich'te büyük bir evde pek çok genç kadının refakatinde ve bir sürü hizmetçiyle yaşıyordu. Mayıs 1999'da ABD'den kaçtı. Eylül'de Hamburg'da yakalanarak ABD'ye iadesini beklemek üzere hapse atıldı.[75]

A.S. Goldman & Co., 8 Temmuz 1999'da, binlerce yatırımcının toplam 100 milyon dolar kaybetmesine yol açan tahvil dolandırıcılığını organize etmekle suçlanan bir New Jersey aracı kurumuydu.[76]

Maliye Bakanlığı ve Bank of Japan: Bankaları yaklaşan teftişe karşı önceden uyaran bakanlık memurlarıyla ilgili bir dizi skandal Mart 1998'de ifşa edildi. Dört bakanlık görevlisi tutuklandı ve amirleri Yoichi Otsuki duyduğu utançtan dolayı Ocak ayında kendini astı.

---

73 "Executive in Big Gold Scandal Faces Insider Trading Charges", *New York Times*, 14 Mayıs 1999, s.C4.

74 "Daiwa Bond Trader Puts His Spin on Scandal", *New York Times*, 25 Haziran 1999, s.D6.

75 "Phantom Insurance Empire Was Built on a Trail of Aliases", *New York Times*, 25 Haziran 1999, s.A1 ve "One Man's Ties Aided a Scheme to Bilk Insurers", *a.g.e.*, s.A1 ve izleyen makaleler.

76 "Brokerage Firm Is Indicted in Fraud Case", *New York Times*, 9 Mayıs 1999.

Mart'ta Japonya Bankası'nın başkanı iki banka görevlisinin sorumluluğunu üzerine alarak istifa etti ve para politikası kararlarını ifşa ettiği için tutuklandı.[77]

Henry Lyons: National Baptist Convention'un eski başkanı 18 Haziran 1999'da dolandırıcılık, vergi kaçırma ve yalan beyanda bulunma suçundan beş buçuk yıl hapse mahkûm edildi. Nitelikli dolandırıcılık, şantaj, 4 milyon doların üstünde iş yapan şirketleri dolandırma ve kundaklama sonucu yanan kiliselerin yeniden inşaası için verilen paraları zimmetine geçirmekten hüküm giydi.[78]

Lawrence A. Rivlin: Washington'lu avukat, 8 Haziran 1999'da yatırımcıları 6,2 milyon dolar dolandırmakla suçlandı. İki ay öncesinde federal yargıç Rivlin'i yatırım amacıyla 1,7 milyon dolar verdikten sonra onu dava eden bir Ekvator hayır kurumuna 16 milyon dolar ödemeye mahkûm etmişti.[79]

Sumitomo Corporation: Eylül 1996'da Sumitomo Corporation sahibi olduğu Yasuo Hamanaka'nın bakır türevleri ticaretinden ettiği zararın Haziran'da rapor edildiği gibi 1,8 milyar dolar değil, 2,6 milyar dolar olduğunu açıkladı. Şirket 3 Haziran 1999'da Union Bank of Switzerland'a 230 milyon dolarlık ve Chase Manhattan Bank'a 532 milyon dolarlık dava açtığını duyurdu. Daha önce de J. P. Morgan & Company'e açmıştı. Chase Manhattan ve Morgan'a açtığı neredeyse 1 milyar dolarlık davanın nedeni şirketi temsil yetkisinin olmadığını bilmelerine rağmen Hamanaka'ya kredi vermeleriydi. Mart 1998'de Hamanaka Tokyo'da 8 yıl hapse mahkûm oldu.[80]

---

77 "Japanese Scandals Deepen as Central Banker Is Arrsted", *New York Times*, 12 Mart 1999, s.A1, çerçeveli kısım: "Steady Drumbeat of Scandal", *a.g.e.*, s.A13. Ayrıca bkz. "Scandal Erodes the Power of Japan's Bastion of Fiscal Austerity", *New York Times*, 17 Mart 1999.

78 "Bastist Ex-Leader Sentenced for Fraud", *The Boston Globe*, 19 Haziran 1999.

79 "A Washington Lawyer Faces S. E. C. Charges", *New York Times*, 9 Haziran 1999.

80 "Sumitomo Sue Banks over Copper Losses", *New York Times*, 4 Haziran 1999; "Sumitomo Increases Size of Copper-Trade Loss to $2,6 Billion", *New York Times*, 20 Eylul 1999, s.D3.

BANKALARIN AYARTILMASI

Geçen asrın kanundışı uygulamalarının, örneğin gazeteciliğin kötü amaçlarla kullanılmasının azaldığını, daha sorumlu, yolsuzlukları ifşa etmeye daha hazır hale geldiğini düşünmek rahatlatıcı olacak olsa da böyle olduğuna inanmak zor. Daha önce belirtildiği gibi bu konuda yargıda bulunmamızı sağlayacak sağlam istatistikler mevcut değil. Martin Mayere'in *The Bankers* (Bankacılar) adlı kitabının James S. Gibbons'un 1859'da yaptığı gibi suiistimallere karşı korunaklara dayanmaması pek de rahatlatıcı değildir: "Belki de günümüze kadar gelen dolandırıcılıklar içinde suçu işleyenin bir önceki gün şerefli olmadığı bankacılık yolsuzluğu yoktur"[81] diyen Gibbons vurgulayarak şöyle devam etmiştir: "Tüm sistemin içinde akıp giden kendine has bir özellik okuyucunun dikkatini çekecektir: Yolsuzluk endişesi."[82]

Üçüncü baskıda verilenden oldukça farklı olan yukarıdaki liste Gibbons'un 1859'da dediğinin bugün hâlâ doğru olduğunun kanıtıdır. Bankaların ve bankacıların dürüstlüğün timsali oldukları düşünülür fakat bankaların sürekli olarak Long-Term Capital Management'a (Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi) kredi vermeleri, türevlerin ve çekilmediği için zaman aşımına uğramış mevduatların Bankers Trust tarafından kötü idaresi ve Bank of New York'un Rusya'nın paralarını aklaması, standartların bugün 1920'lerden çok daha yüksek olmadığını gösteriyor.

GÜNAHIN BEDELİ

Bir dolandırıcı ortaya çıkarıldığında ne olur? John Blunt'un kardeşi, South Sea Company'de içeriden biri olan Charles Blunt 1720 Eylülü'nün başında, o dönemin gazetelerinin yazdığı şekliyle "bir rahatsızlık sebebiyle" boğazını kesti; yetkisi olmadığı halde girdiği gayrimenkul yatırımı işinde para kaybeden küçük Cenevre bankası Leclerc'in emekli yöneticilerinden Charles Bouchard Mayıs 1977'de Leman Gölü'nde ölü bulundu; bu açık bir intihardı. Psikiyatri bilimi, bu koşullarda inti-

---

81 James S. Gibbons, *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857* (New York: D. Appleton, 1859), s.104.

82 *A.g.e.*, s.227.

harın geçmiş davranışların irrasyonelliğinin farkedilmesi üzerine oluşan dayanılmaz öz saygı kaybından kaynaklandığını belirtiyor. Ekim 1929'da Wall Street binalarının pencerelerinden atlayan iflas etmiş borsa simsarlarının resminin uydurma olduğu artık anlaşılmış durumda.[83] İntiharların arttığı şeklindeki efsane de 1873 Avusturya çöküşüyle ilgili efsanenin bir parçasıdır.[84] Yine de tepkiler oluşmuştur:

> Bu ülke (İngiltere) ya da diğer herhangi bir ülkenin yetiştirdiği en başarılı ve aynı zamanda en büyüğü değilse bile en büyük dolandırıcılarından biri olan John Sadleir, 42 gibi genç bir yaşta [Hampton Heath'te zehir içerek] hayatına son verdi.[85]

("Büyük ve başarılı" bu şartlardaki nitelemeler için garip görünüyor). Aynı zamanda 1888'in Denfert-Rocherau'sunu ve Ivar Kreuger'i listemize dahil edebiliriz.[86] İntihar romanlarda daha olağan olabilir. Dickens'ın *Little Dorrit*'inde Mr. Merdle boğazını hamamda bir bağ bıçağıyla kesmişti ve Trollope'nin *The Way We Live Now* adlı eserinde Augustus Melmotte kendi kulübünde prusik asit içmiştir.

İntihar bir kaçış biçimidir. Sıvışmak bir diğeri. Bu konuda mükemmel bir örnek South Sea Company'nin defterlerini tahrif edip Kıta Avrupa'sına kaçan, Antwerp Hapishanesi'nden kaçtıktan sonra Paris'te başka bir vurgun yapan Robert Knight'tır.[87] Robert Vesco, Costa Rica'ya kaçmıştır. Banque de Lyon et de la Loire'ı dolandıran Charles Savary Kanada'da ölmüştür. Eugene Bontoux Fransız yasalarına göre beş yıl içinde infaz edilmediği takdirde zaman aşımına uğrama boşluğundan yararlanmak için kendini beş yıl sürgün ettikten sonra

---

83 John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929*, 3. baskı. (Boston: Houghton Mifflin, 1972), s.133-35.

84 David F. Good, *The Economic Rise of the Hapsburg Empire, 1750-1914* (Berkeley: University of California Press, 1984), s.165.

85 D. Morier Evans, *Facts, Failures and Frauds* (1839; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1968), s.235.

86 Bkz. Robert Shaplen, *Kreuger: Genius and Swindler* (New York: Knopf, 1960).

87 Carswell, *South Sea Bubble*, s.225, 265-66.

Fransa'ya geri dönmüştür.[88] Bir asır önceki benzer bir olay da Arend Joseph'in olayıdır. Joseph'in Ocak 1763'teki iflası 25 Temmuz'da De-Neufvile kardeşlerin iflasıyla neticelenen finansal sıkıntıları başlatmış ve aynı yıl meydana gelen paniği artırmıştır. Arend Joseph 600.000 guldenle Hollanda'nın serbest şehri Kruilenbug'a faytonla kaçmış ve yasal takipten kurtulmuştu. Amsterdam'dan ise ardında 1 milyon gulden borç bırakarak ayrılmıştı.[89]

Beyaz yakalıların işlediği bir suç olan finansal yolsuzluklara uygun ceza nedir? Bir iktisatçı olarak böyle bir konuyu tartışmaya ehliyetim yok. Bununla birlikte üç kez önerilen veya en azından ifadelendirilen bir cezaya dikkat çekmeden de duramayacağım. South Sea balonu döneminde Avam Kamarası üyelerinden Molesworth, Caswell'in o zaman saçma bulunduğunu söylediği bir konuşmasında, Parlamento'nun South Sea Company'nin yöneticilerini ebeveyn katili olmakla suçlaması ve bundan dolayı onları eski Roma cezasıyla –içinde yılan ve maymun olan bir torbanın içine koyup suda boğma– cezalandırması gerektiğini öne sürmüştü.[90] Öneri Dreiser'in *The Titan* adlı romanında tekrarlandı. Bu romanda ceza önce boğazlanmasını, sonra tek başına bir torbaya konmasını ve sonra da aldatan eşlere uygulanan bir ceza olarak İstanbul Boğazı'na atılmasını içeriyordu.[91] Çeyrek asır sonra yazılmış *House of All Nations*'ta bir karakter eski sultanların sadakatsiz eşlerini iki vahşi kediyle birlikte bir torbaya koyarak İstanbul Boğazı'nın sularına attıklarını iddia eder.[92] Ayrıntılar ne olursa olsun beyaz yakalı suçların hafif cezalandırıldığını düşünen modern görüşe rağmen bu cezalar aşırı görünüyor.

Günah işleyenlerin şu veya bu şekilde cezalandırılıp cezalandırılmadığı veya lüks içinde günlerini gün edip etmedikleri bu kitabın konusu değildir. Bizim için önemli olan dolandırıcılığın, sahtekârlığın

---

88 Bouvier, *Le Krach*, s.211, 219.

89 Hebert L Bloom, *The Economic Activities of the Jews of Amsterdam in the Seventeenth and Nineteenth Centuries* (Williamsport, Pa.: Bayard Press, 1937), s.199.

90 Carswell, *South Sea Bubble*, s.210.

91 Dreiser, *The Titan*, s.237.

92 Christina Stead, *House of All Nations* (New York: Simon & Schuster, 1938), s.643.

ve suiistimalin ifşa edilmesidir. Bu, işlerin olması gerektiği gibi olmadığını ve durup gerçekte nasıl olduklarını görmenin zamanı geldiğini dünyaya gösterir. Suiistimalin, suçlunun yakalanması veya kendisinin teslim olması yoluyla ya da itiraf, kaçış veya intiharın herhangi bir şekliyle açığa çıkarılması, öforyanın balon olduğunun bir işareti olarak önemlidir. Aşırı ticaret evresi de pekâlâ sona erebilir. Şiddetli çöküş ve belki itibar kaybının da üzerindeki perde kalkar.

ALTINCI BÖLÜM

Kritik Evre

DEĞİŞEN BEKLENTİLER

Modelimizde ağırlık kazanan etkileri, öforyayı ve sıkıntıyı, muhtemelen panik evresi, onu da büyük olasılıkla çöküş takip etmektedir. Bu 19. yüzyıl ortalarının önde gelen İngiliz bankeri Lord Overstone'un gördüğü modelden çok farklı değildir ve Walter Bagehot bunu onaylayarak alıntı yapmıştır: "Sükûnet, gelişme, güven, refah, heyecan, aşırı ticaret, SARSINTI (aynen alınmıştır), baskı, durgunluk ve nihayet tekrar sükûnet".[1] Formül öforyayı sıralaması zor beş aşamaya yaymakta ve baskı aşamasını finansal krizin (sarsıntı) önüne değil, arkasına koymaktadır. Eğer sıra değiştirilirse sıkıntı ve baskı, umut dolu yükselme beklentilerinin tedricen veya birden yok olduğu ve karanlığa dönüştüğü bir evrede meydana gelir.

Rasyonel beklentiler teorisi beklentilerin olaylara büyük oranda bilinen ekonomik modeller vasıtasıyla uyum sağladığını varsayar; yani beklentiler bazı somut olaylara tepki olarak az veya çok anlık ola-

---

1 *The Collected Works of Walter Bagehot*, Norman St. John-Stevas, ed., (Londra: *The Economist*, 1978), cilt 9, s.273.

rak değişmektedir. Finans tarihinde ise durum böyle görünmemektedir. Gerçek dünyada beklentiler yavaş veya hızlı değişebilir ve farklı gruplar geleceğin geçmişten farklı olacağını fark ederek –bazen farklı oranlarda ve bazen de hepsi birden– uyanabilirler. Sıkıntı evresi haftalar, aylar hatta yıllar sürebilir veya birkaç günde yoğunlaşabilir. Fakat bir güven halinden ileride bir güvensizlik haline geçerken beklentilerde bir değişimin oluşması merkezi bir öneme sahiptir.

Beklentilerin formülasyonunda hayati rol oynayacak gruplardan biri de hükümettir. Peki hükümet öforya ve heyecan üzerine bina edilmiş beklentileri azaltarak finansal bir krizi önleyebilir mi?

UYARILAR

Milton Friedman, "eğer hükümet spekülatörlerden daha fazla bilgiye sahipse hükümet için uygun çözüm bu bilgiyi ya da tahminini yayınlayarak herkesçe erişilmesini sağlamaktır" diyor.[2] Harry Johnson bu görüşü, "eğer hükümet spekülatörlerin bilmediği bir şeyi biliyorsa, bu bilgiyi açıklayarak spekülatif korkuları dindirebilir" şeklinde tekrarlamaktadır.[3] Bu, tarihi kayıtlarda pek az destek bulan *a priori* bir görüştür. Akıllı olana başlangıçta bir kelime yetebilir ama sonra yetersiz kalabilir.

Şimdiki örneğimizde kayıtlar 1825'lerde başlamaktadır. Pek çok yazar Haziran 1720'deki Balon Yasası'nı Robert Valpole ve Kral II. George'un spekülasyona karşı bir uyarısı olarak almışlardır.[4] Fakat Carswell'in işaret ettiği gibi bu yasanın amacı South Sea Company'nin rakiplerini bastırmak, öteki balon ve yolsuzlukların South Sea Company'nin ihtayaç duyduğu nakit girişini kurutmasını engellemekti.[5] 19. yüzyıla kadar lağvedilmeyen, tam tersine 1749'da güçlendirilen Balon Yasası hem yolsuzlukları hem de yasalara uygun bir işe başlangıç yapmayı zorlaştırmıştı.

2 Milton Friedman, "In Defense of Destabilizing Speculation", *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), s.288.

3 Harry G. Johnson, "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* içinde, cilt 51 (Haziran 1969), s.17.

4 Bkz A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londra: P.S. King, 1090), s.136.

5 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londra: Cresset Press, 1960), s.139.

19. yüzyıldan sonra spekülatif bir patlama sürecinde otoriteler tarafından sık sık uyarılar yapılsa da, bunların pek az yararı oldu. 1825 baharında Başbakan Canning, Hazine Bakanı Lord Liverpool, Sir Francis Baring ve *The Scotsman*'den W.R. McCulloch spekülasyona karşı uyardılar. Bu uyarılar, işe yaramak bir tarafa, krizi daha da artırdı. 1825 panik ve çöküşünden dokuz ay önce hükümetin spekülatörlere yardım etmeyeceğini açıklayan Liverpool Lordu, kurtarma operasyonu yapılmamasından kendisini sorumlu tuttu.[6] Mayıs 1836'da, İngiltere'deki 1837 krizinden yaklaşık bir yıl önce, Ticaret Odası Başkanı J. Poulett Thompson bu seferki spekülasyonun 1825'tekinden tek farkının insanların paralarını yabancı entrikalara değil de yerli entrikalara saçması olduğunu söyleyerek yaygınlaşan spekülasyon ruhunu sertçe eleştiriyordu.[7] O yılın sonbaharında kumarbazlık ruhu kanalın öte tarafına geçerken, Fransa ve Belçika otoriteleri spekülasyonu bastırmak için şirket hisselerinin ve senetlerin kotasyonunu yasaklamak da dahil pek çok sonuçsuz girişimde bulundu. Spekülasyonun Paris borsasının dar çerçevesinin dışına taştığı, rantiye ve sıradan insanları, hatta "kadınlar ve yabancılar" gibi amatörleri de içine aldığı söyleniyordu. Liege, Vervier ve Antwerp'in Ticaret Odaları borsa spekülasyonunu mahkûm etmiş ve spekülasyona girilmemesi konusunda uyarmıştı. Belçika Kralı ise Mutualite Industrielle adında bir banka kurma talebini reddetmeye kadar işi ileri götürdü. Yatırımlar azalamaya başladı fakat Lévy-Leboyer bunun yönetime yanıt vermekten çok mevcut işlerdeki ve yeni iş kurulmasındaki azalmanın bir sonucu olduğunu söylemektedir.[8] Yine Temmuz 1839'da Fransa Temsilciler Meclisi'nden Lamartine özellikle demiryolu hisseleri teminatlarına karşı çıkarak spekülasyon aleyhine konuştu.[9]

---

6 W. R. Brock, *Lord Liverpool and Liberal Toryism, 1820-1827* (Cambridge: Cambridge University Pres, 1941), s.209.

7 R. C. O. Matthews, *A Study of Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), s.162.

8 Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la premiere moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), s.618-20.

9 *A.g.e.*, s.713.

Spekülasyonun resmi ağızlardan mahkûm edilmesinin etkili olmuş olabileceğine dair tek görüş 1857 krizini yorumlayan bir Fransız gözlemciden gelmektedir. Mart 1856'da İçişleri Bakanı belli dolandırıcılara karşı dava açtı. İmparator III. Napolyon *Les Manieurs d'argent* isimli ve şüpheli finansal faaliyetleri çok sert şekilde eleştiren kitabın yazarı O. de Vallée'yi tebrik etti. Senato kanunlar geçirdi. Bank of France iskonto oranını % 10'a yükseltti. III. Napolyon 11 Aralık'ta *Le Moniteur*'de sadece insanın umduğunun ötesinde felaketler vuku bulduğunda başvurulan araçları kullanmamaya yönelik kararını belirten bir mektup yayımladı. D'Ormesson'a göre hararet düşmüştür ve 1857 krizinin anıları Fransız ticaretinin belli bir zaferini yansıtır.[10] Tüm gözlemciler bu görüşe katılmamaktadır: Rosenberg özellikle uyarıların ve davaların çok geç kaldığını söyler.[11]

1869'da Austrian National Bank'ın (Avusturya Milli Bankası) sınırlamaları, dört yıl sonraki standartlara göre küçük bir çöküş olduğu anlaşılacak olan "büyük bir çöküş" yarattı. Sınırlamalar işe yaramamıştı.[12] Eduard Lasker'in kendisinin de bir üyesi olduğu Yasama Meclisin'de Şubat 1873'te yaptığı uyarılar ve başta Ticaret Bakanlığı olmak üzere Prusya hükümetinin demiryolu imtiyazları sahipleriyle olan skandal ilişkilerini ifşa etmesi de bir işe yaramadı.[13] Belki de çok geç kalınmıştı. Daha zamanında yapılmış bir uyarı, 1888'de *The Economist*'in Arjantin arazi bonolarına *(cedulas)* karşı uyarısıydı. Nisan'da *The Economist* "Bonolar... oldukça uygunsuz tahvillere dönüşebilir. River Plate'teki tüm gayrimenkuller yüksek fiyattan satılıyor fakat finansal bir sıkıntı oluşması halinde satılamaz hale gelebilirler"

---

10 Wladimir d'Ormesson, *La grande crise mondiale de 1857: L'histoire recommence, les causes, les remèdes* (Paris-Suresnes: Maurice d'Hartroy, 1933), s.110 v.d.

11 Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschafskrise von 1857-59* (Stuttgart: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), s.210.

12 Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4. baskı (1890; yeni baskı, New York: Burt Franklin, 1968), s.463.

13 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977), s.242.

diyordu.[14] *The Economist* tekrar Mayıs'ta: "Gayrimenkul fiyatlarındaki yükselmenin çöküşe geçmesi, ki artık bunu olacağı kolayca görülebiliyor, *cedulas*'ların fiyatını ciddi şekilde düşürecektir"[15] diyordu. Her ne kadar zamanlaması iyi olsa da uyarılar faydasızdı.

Daha fazla hatırlanmaya değer olan sözler arasında ise diğerleriyle birlikte Kuhn, Loeb & Co.'nun ortağı ve Federal Reserve Sistemi'nin kurucusu Paul Warburg'un uyarıları vardır. Şubat 1929'da New York Borsası'nın çok yüksek olduğunu ve 1907 paniğini anımsatan belirtiler gösterdiğini kamuoyuna bir uyarı şeklinde duyurarak, o zaman Federel Reserve Yönetim Kurulu Başkanı olan Roy Young'u izlemişti. Bunun üzerine borsa bir süre durdu, sonra daha da yükseldi. Fed Başkanı Greenspan'in Aralık 1996'daki uyarısının etkisiz kalışı daha önce ifade edilmişti. Haziran sonunda ve Ağustos'ta faiz oranlarında iki hafif yükselişten sonra Ağustos 1999'da patlama yapan borsanın Federal Reserve Sistemi tarafından faiz oranları belirlenirken dikkate alınacağını açıklamıştı. Borsa bunu da pek dikkate almadı.

Elbette uyarılarla ilgili bir problem "yalancı çoban" masalında gizlidir. Ekonomi tahminleri iş şartlarındaki, fiyatlardaki ve kredilerdeki bir hareketin yönünü kestirebilirler fakat bu hareketin tam zamanını söylemek zordur. Roger Babson 1929 buhranında krizi öngörmekte acele etmiş ve zarar etmişti: Müşterilerini 1928'de piyasadan çıkarmıştı. Piyasayı uyarırken veya olması gereken bilgiyi verirken önce akılsızca davranan spekülatörler uyarılmalı, ardından da uyarının zamanlaması, kâr edilmesini sağlayacak kadar erken, güvenilir ve önemsenir olmasını sağlayacak kadar geç olmalıdır. Her iki görev de zordur. Gerçekte, ahlaki ikna yöntemleri gibi, eğilip bükülmek, tehdit etmek ve cemaatten imamın dediğini yapıp yaptığını yapmamalarını istemek de –konuşarak spekülatörleri gittikleri yolun yanlışlığına ikna etmeye çalışmak– genellikle boşunadır.

---

14 *Economist*, 21 Nisan, 1888, s.500. Bu ve izleyen alıntıya Richard C. Marston dikatimi çekti.
15 *A.g.e.*, 5 Mayıs 1888, s.570-71.

FİNANSAL SIKINTI

Sıkıntının en azından iki anlamı vardır: Acı çekme hali ve zarar veren gidişat. Ticari sıkıntı birincisini yansıtırken, finansal sıkıntı temelde ikincisini yansıtır. Genel kullanımda ticari sıkıntı ifadesi fiyatlarda ve işlerde keskin bir düşüş ve pek çok ticari ve sınai firmanın iflasına işaret eder. Tek bir firma için finansal sıkıntı ise, kazanma gücünün, borçları ve faizleri ödeyemez hale gelmeye ve sonuç olarak kredibilitenin bozulmasına yol açacak şekilde ciddi olarak düşmesi demektir.[16] Bir ekonomi için finansal sıkıntı fiili olmaktan ziyade muhtemel bir öneme sahiptir ve ilerideki finansal uyum veya bozulmayı içerir. Bu, muhtemel fırtınadan önceki sessizlik gibidir.

İkinci Bölüm'de tartışılan aşırı ticaret terimi gibi sıkıntı terimi de kesin tanımı olmayan bir sözcüktür. Bununla birlikte finansal kriz tartışmalarında çok kullanılır. Öforyanın sonu ile klasik yazarların çalkantı ve güven kaybı (bizim terimlerimizle iflas ve panik) dedikleri şeyin başlaması arasındaki evreyi tanımlamak için kullanılan diğer sözcükler *huzursuzluk, endişe, gerilim, parasal sıkıntı, baskı, belirsizlik, uğursuz şartlar* ve *kırılganlık* gibi sözcüklerdir. Daha albenili ifadeler arasında *"piyasadaki korkunç düşüş"*[17] veya *"fırtınalı atmosfer"*[18] gibi ifadeler vardır. Özellikle "Yine fırtına öncesindeki bunaltıcı atmosfer hissediliyor"[19] gibi meteorolojik benzetmeler ya da depremle ilgili ifadeler kullanılır. 1845 sonbaharında Lord Overstone, Bank of England'ın 20. yüzyıldaki başkanı Montagu Norman'ın dedesi olan arkadaşı G.W. Norman'a söyle yazmıştı: "Şu an için çöküş yok, sadece ayaklarımızın altında sezdiğimiz küçük bir kıpırdanma var."[20]

---

16 M. J. Gordon, "Toward a Theory of Finacial Distress", *Journal of Finance*, cilt 26 (Mayıs 1971), s.348.

17 Caswell, *South Sea Bubble*, s.170.

18 Sir John Clapham, *The Bank of England: A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 2, s.257.

19 Edouard Rosenbaum ve A. J. Sherman, *M. M. Warburg Co., 1758-1938: Merchant Bankers of Hamburg* (New York: Holmes & Meier, 1979), s.129.

20 D. P .O'Brien, ed., *The Correspondence of Lord Overstone* (Cambridge: Cambridge University Press, 1971), cilt 1, s.37.

Bu satırlar 1847 paniğinden 2 yıl önce yazılmıştı. Sismografik benzetme Michel Chevalier tarafından Başkan Jackson'ın Second Bank of the United States'e açtığı savaşı Amerika'dan yazarken kullanılmıştı: "Her ne kadar kısa sürse de, genel bir güven kaybı en korkunç depremden daha kötüdür."[21] Başka bir Fransız yazar "felaketi sezmek"ten bahsederken,[22] bir Alman benzetmesi "1782 sonbaharında yayın oku fırlatacak kadar gerildiği"ni[23] ifade etmektedir.

Sıkıntı tek bir şirket için nesnel bir koşul olabilirken ekonominin tümü için böyle bakmak mümkün değildir. Geçmişe bakıldığında belli büyüklükler normalden saptığında sık sık piyasanın gerildiği görülebilir: Merkez bankasının rezerv oranları, büyük sayıda firma veya şahsın borç-sermaye veya borç-servet oranları, dış borç-ihracat oranı vb. Günümüzde de bazı limitlere yaklaşıldığının farkına varılabilir: 1844 Bankacılık Yasası'na binaen Bank of England'ın tahvil çıkarma limiti, ABD hazinesinin 1893'te 100 milyon dolarlık minimum altın bulundurma zorunluluğu, 1924'te Bank of France'ın Hazine avans tavanı, Haziran 1931'de Dawes Planı altında Reichsbank'ın altın-rezerv oranı veya Şubat 1932'de Glass-Steagall Yasası'nın geçmesinden önce Federal Reserve Sistemi'nin bulundurabileceği serbest altın miktarı, bunlar arasında sayılabilir. Bir Hazine bakanının 1857'de dediği gibi, limitler tahrik edicidir:

> Kriz zamanında bir limit koyulduğunda bu limitin endişeyi arttırmaması imkânsızdır. İnsanlar bir tehlikenin baskısını hissettiğinde ticari sıkıntı zamanlarında ihtiyaç duydukları fonda ne kadar para kaldığını hesaplar; ister Parlamento'dan çıkan yasayla, ister Mr. Thomas Tooke'un [bankacılık okulunun önde gelenlerinden] önerdiği gibi bir kullanma şekliyle, ister Fransa'da olduğu gibi hükümetin Bank of France'la olan işlerini ayırarak olsun, ne şekilde bir li-

---

21 Michel Chevalier, *Lettres sur l'Amerique du Nord*, 3 baskı (Brüksel: Société belge du librairie, 1838), cilt 1, s.37.

22 Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale* (Paris: Presses universitaires de France, 1960), s.129, 133, 137.

23 Wirth, *Handeskrisen*, s.598.

> mit belirlersiniz belirleyin, kriz anlarında limitlerin endişeyi artıracağı kesindir.[24]

Aynı görüş Bank of France'ın değişmez bir yasal zorunluluk olmaksızın yükümlülüklerinin üçte biri oranında madeni para rezervini tutma geleneğini 20 yıl sonra savunan bir Fransız yetkili tarafından da ifade edilmişti: "Sabit bir oran zorunlu değildir. Sabit ve mutlak bir limit korkusu... akıllıca olmaz."[25] Limitin aşılması nesnel olmaktan ziyade psikolojik bir öneme sahiptir. Mart 1924'te tecrübeli bankerler, Fransa'nın para arzındaki küçük bir artışın tehlikeli olmayacağını biliyorlardı ama halk, Bank of France'ın Hazine'ye verdiği avansların tavanını bir ekonomik sağlık endeksi olarak görmeye başlamıştı. Bir bakanın dediği gibi, Fransızlar kendi paralarına duydukları güvenin esneklik limitlerine çok yakınlardı.[26]

Sıkıntının nedenlerini belirtilerinden ayırmak zordur fakat bu nedenler arasında, nakit sıkıntısı olduğunda sermaye piyasasında nakit talebi, sermaye piyasasının tümünde veya bazı kesimlerinde keskin faiz artışları, ödemeler dengesi açıkları, iflasların artışı; mal, tahvil, arazi, bina veya spekülasyon nesnesi olabilecek herhangi başka bir şeyin fiyat artışlarının sona ermesi sayılabilir. Bu gelişmelerin hepsi birbiriyle bağlantılı olabilir ve bunlar kredi mekanizmasının normal sınırlarının ötesinde zorlanmasının belirtileridir.

19. yüzyılda finansal sıkıntı, tahvil ihraçlarının sadece bir kısmına ödeme yapılmasını zorunlu kılan ve sonraki ödeme çağrılarına güvenen sistem tarafından büyütülmüştü. 1825 ve 1847'de İngiltere'de ve 1882'de Fransa'da birbirini izleyen ödeme çağrıları (sermaye harcamaları arttıkça hisse ihraç edenin ihtiyaç duyduğu) hisseleri alan-

24 D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the stock Exchange Panic of 1859* (1859; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1969), s.203.

25 Louis Adolphe Thiers'in tanıklığı, Ministère des Finances vd., *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie imperiale, 1867), cilt 436.

26 Stephen A. Schuker, *The End of French Predominance in Europe, the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan* (Chapael Hill: Univesity of North Carolina Press, 1976), s.87, 104.

ları rahatsız etmişti. Hisseleri elinde bulunduranlar bir sonraki ödeme gelmeden hisseleri kâr ederek satmayı hesaplıyorlardı. Tooke 1852'deki rahatsızlığı şiddetli olarak tanımlamıştır, çünkü para ödemesi acil ve aniydi; öte yandan kazanç ihtimali uzak ve belirsizdi.[27] Ocak 1847'de, demiryolu hisse ödeme çağrıları bir ayda 6,5 milyon pounda çıkınca finansal sıkıntı da artmıştı.[28]

South Sea Company'deki hisse senedi ihracının mektup zinciri boyutu Haziran, Temmuz ve Ağustos 1720'de yeni hisse senedi ihraç ederek para toplama teşebbüsüyle açığa çıktı. Bir yılda (1881) piyasa değeri 5 milyar frank olan 125 yeni ihraç edilmiş tahvil Paris'te satılmıştı ki, bu sırada yıllık tasarrufların 2 milyar frank olduğu tahmin edilmekteydi.[29] Bu dönem, 1887'den 1890'a kadar İngiltere'de çok sayıda şirketin halka açıldığı veya 1928'den 1929'a kadar ABD'de özel mülkiyetin yeni tasarrufa gerek olmaksızın kamu hisseleriyle değiştirilebildiği döneme benzemiyordu.

Yatırımcılar veya spekülatörler yükselen fiyatlara ve kâğıt üzerindeki kârlara alışmışlarsa, yükselen fiyatlar döneminin sona ermesi sıkıntıya yol açar. Elbette yükselen hareketin tepe noktasına vardığını ve artık aşağıya inişin başladığını önceden fark etmek zor, hatta çoğu kişiye göre imkânsızdır. Bu konudaki belirsizlik de bizatihi bir sıkıntı sebebidir. Sermaye kazancı sağlama çabası neticesinde kredilerin genişlediği bir dönemden sonra ise daha büyük bir sıkıntı oluşur. Bu tür gelirler kâğıt üzerinde bile daha fazla elde edilemez. Sonra kredi değeri azalır ve sabit bir kredi limiti çok yüksek hale gelir.

Sıkıntı dış kanallardan da kaynaklanabilir: İthalatı zorunlu kılan kötü hasat, ulusal fonları çeken dışarıdaki sıkı para politikası, yabancı sermayenin evine dönmesi vb. Bu durumlarda, kredi gerginliği sistemin yükümlülüklerinin genişlemesinden ziyade nakit tabanındaki

---

27 Arthur D. Gayer, W.W. Rostow ve Anna J. Schawartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), cilt 1, s.190.

28 *A.g.e.*, s.312.

29 Bouvier, *Le krach*, s.29, 130.

azalmadan kaynaklanır. Sermayenin dışarıya kaçması ihtimali doğabilir. Fransız-Prusya tazminatı gereği Reichsbank'tan altına dönüştürülebilecek çok miktarda sterlin talebinde bulunulduğunda, Londra Para Piyasası 1872'de sıkıntı yaşamıştı ve yine 1925'ten sonra sermaye kaçışının ve frankın değer kaybetmesinin bir sonucu olarak, Fransızların sterlin bakiyelerindeki birikme, altına dönüştürülme tehdidiyle poundun üzerinde Demokles'in kılıcı gibi sallandı. Finansal sıkıntının temeli güven kaybıdır. Sonra ne olur? Ekonominin çeşitli yönleri düzeltildikçe geleceğe yönelik beklentiler yavaş yavaş iyileşir mi, yoksa fiyatlar alt üst olur, panik, bankalara hücum, likit olmayan aktiflerden paraya doğru kaçış mı başlar?

Bu durum James S. Gibbons tarafından az ve öz olarak açıklanmıştır:

> Banka yetkilileri tüm gayretlerine rağmen batan saygıdeğer tüccarların bir köşeye atılıp çaresizlik havasına büründüklerini duyuracak kadar aldırışsız davranmazlar. Piyasanın üstünde gezinen tehlikenin farkındadırlar. Kredi çok fazla genişlemiştir; kamuoyunun heyecanı yüksek ve gergin bir endişeye dönüşmüştür. "Güçlü balonu" patlatmak için sadece "büyük bir kurumun" batmasına ihtiyaç vardır. Bunun bir balon olduğunu kim bilebilir? En yüksek basınç noktasına ulaşıldığını ve suların yarın durulmayacağını kim bilebilir? Sonra olaylar tedricen kendi akışına döner, güven tazelenir ve patlayacak bir balon olmadığı kanıtlanmış olur.[30]

SIKINTI NE KADAR SÜRER?

Eğer panik yoksa –1866'da Fransa'da, 1873 ve 1907'de İngiltere'de olmadığı gibi– finansal sıkıntı tedricen azalabilir. Yakın zamanda ABD Continental Illinois Bank, Gümüş tekelini elinde tutan müflis banker Hunt, Bank of America'nın büyük kayıpları ve First Republic Bank of Dallas vakaları sebebiyle panik aşamasına oldukça yaklaşmışlardı. Sonra, Ağustos 1982'den itibaren Üçüncü Dünya sendikasyon kredile-

30 James G. Gibbons, *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857* (New York: D. Appleton, 1859), s.94.

ri ve daha yakınlarda Louisiana, Oklahoma ve Teksas'taki tasarruf kurumları ve petrol arazileri konularında uzun süren bir sıkıntı dönemi yaşandı, fakat en azından 19 Ekim 1987'ye kadar panik yaşanmadı. Bu tarihte gerçekleşen ilginç olay ise panik kategorisine konamaz, çünkü diğer piyasalara yayılmamıştır; fakat rasyonel beklentilerle tam olarak uyumlu bir "düzeltme" olarak sınıflandırılabilir. Eğer öyleyse, Ağustos 1982'den Ağustos 1987'ye kadar süren yükseliş rasyonel beklentiler hipotezini çürüten karşıt bir örnek olarak kaydedilmelidir.

Finansal sıkıntıyı izleyen çöküş veya panik arasında standart bir boşluk yoktur. Haftalar ya da aylar geçebilir. John Law'un sistemi Aralık 1719'da zirveye ulaşmış ve Mayıs 1720'de çökmüştür. 1720'deki South Sea balonunda tahvil çılgınlığı Nisan sonunda açığa çıkmış, piyasadaki korkunç düşüş Ağustos'ta olmuş ve Eylül başında çöküş gelmişti. 1763'te ise sıkıntı Mart'ta başlamış ve Temmuz'da Amsterdam'da DeNeufville'in iflasıyla gerçek kriz hız kazanmıştı. 1772'de Bank of England yılın hemen başında iskonto oranlarını yükselterek frene basmıştı; Ayr Bank Mayıs'ta işlemleri yavaşlatmıştı ama çok geç kalmıştı. Fordyce'in 10 Haziran'da gizlice kaçması 22 Haziran'da İngiltere'de paniği hızlandırdı; Amsterdam'da bunu izleyen sıkıntı Clifford & Co.'nun Aralık'ta batışına kadar sürdü.

1789'dan 1815'e kadar krizlerin zamanı, XVI. Louis'nin Ocak 1793'te giyotine gönderilmesi, Şubat 1797'de Fransızların Fishguard'a çıkarma yapması ve 1799'da kıtasal ablukanın yarılması gibi olaylar tarafından belirlenmiştir. Bu olaylarda sıkıntı sınırlıydı; panik ise gerçekten ani gelmişti. Öte yandan, 1809-10'daki yavaşlama Brezilya'ya yapılan ihracatın tüketilemeyecek kadar aşırı olmasına ilaveten kıtasal ablukanın sıkılaştırılmasından da kaynaklanıyordu. 1809'un ortalarından sonra baskı önce yavaşça, 1810'un ortasından 1811 Ocak'ında iflasların doruğa ulaşmasına kadar ise hızlı şekilde arttı.

Listede tek tek ilerlemek sıkıcıdır, fakat birkaç olaya değinilebilir. Ocak 1847'de demiryolu taahhütleri için yeni bir ödeme çağrısı gerilime zemin oluşturdu; tahıl spekülasyonu ise Mayıs'ta zirveye çıktı, Ağustos'ta çöktü ve Kasım'da paniğe yol açtı. 1866 krizi, Fransa'ya da

aynı yıl paniği getiren 1864'teki pamuk fiyatlarının çöküşünün gecikmiş bir sonucu olarak düşünülebilir. İngiltere'nin 1864'te iki "kritik an"ı olmuştur: Biri Ocak'ta –pamuk fiyatlarında beklenen çöküşle ilgili gerçek kriz– diğeri yılın son çeyreğinde. Bu, en azından Fransızlara ait bir görüştür.[31] İngilizlerin dönemi değerlendirişi özellikle iskonto kurumlarını etkileyen ve 1863'e kadar giden spekülatif yayılmaya ve Credit-Mobilier'i hatırlatan bir dizi firmaya odaklanma eğilimindedir. Örneğin W. T. C. King, Albert Grant olarak ortaya çıkan ve muhteşem Credit Foncier ve Mobilier of England'ın hisselerini satışa sunup 1 milyon poundluk ödenmiş-sermaye veya daha ziyade ödeme çağrısı yapılmış sermayeye ulaşan Albert Gottheimer isimli birinden bahsetmektedir.[32] Temmuz 1865'te yükselişin ve "kâr payı yarışının" zirvesindeyken Overend Gurney & Co.'nun halka arzı, Ekim'de hisselerinin % 100 prim yapmasına ve Bank of England'ın iskonto oranını % 3'ten 7'ye yükselmesine yol açmıştır. Çöküş evresi Mayıs'a kadar sürmüş ve Ocak 1866'da Watson Overend & Co.'nun batışından sonra şiddetlenmiştir. Fransızlara göre ise sıkıntı dönemi 2,5 yıl sürmüştür.

ABD'de birkaç istisna hariç sıkıntı, kriz ve panik dönemleri, sonbaharda Batılı bankalar tahıl nakliye ücretlerini ödemek için Doğu'dan büyük meblağlarda para çektiklerinde oluşmuştu.[33] Sprague 1873 krizinin erken hasattan dolayı Eylül'de geldiğini, krizin patlamasının iş âlemi için her zamanki gibi bir sürpriz olduğunu ve 1873 krizinin de bir istisna olmadığını belirtiyor.[34] Burada bir zıtlık vardır. Büyük fon hareketleri mevsimsel olarak sıkıntıya yol açar, oysa ki krizlerin her zaman sürpriz olduğu ifadesi sıkıntının yokluğuna işaret etmektedir. 1873 vakasında demiryollarının bono ihraç etmekten borç almaya dönmesine neden olan ve Eylül 1872'den Mayıs 1873'e kadar

---

31 Bkz. Clément Juglar, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, 2. baskı (1889; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1967), s.427.

32 W. T. C. King, *History of the London Discount Market* (Londra: George Routledge & Sons, 1936), s.232.

33 O. M. W. Sprague, History of Crises *Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1968), s.127.

34 *A.g.e.*, s.33.

süren paradaki "aşırı darlık", mevsimsel darlığın aksine çöküşü hızlandıran bir sıkıntı işareti olarak görülebilir.[35] Dolayısıyla iş âleminin şaşırması iki kat gariptir.

Sıkıntı sürekli olabilir ya da kendi ritmi içinde gidip gelebilir. Ocak 1882'de Union Générale'in çöküşü, Temmuz, Ekim ve Aralık 1881'deki üç ayrı gergin dönemin sonunda gelmişti.[36] Geldiği görülen (fakat Sprague'ın tam vaktinin öngörülmediğini iddia ettiği) Ekim 1907 paniği, finansman senedi işlemlerinde en yaygın teminat olarak kullanılan Union Pacific hisseleri 50 puan düşünce Mart'ta gelen "zengin adam" paniğinden sonra başlamıştı.* Piyasalar bu fırtınayı da New York City bonolarının Haziran'daki başarısızlığını (29 milyon dolar değerindeki % 4'lük hisseye 2 milyon dolar talep gelince), Temmuz'da bakır piyasasının çöküşünü ve Ağustos'ta Standart Oil Company'ye antitröst yasasını ihlali nedeniyle verilen 29 milyon dolarlık cezayı atlattığı gibi atlattı. Piyasalar sadece Ekim'de Knickerbocker Trust Company'nin iflasına boyun eğmişti.[37] 1929'daki sıkıntı Haziran'dan belki de Ekim'in son haftasına kadar sürdü. 1987'de ise Ağustos başından Ekim'in ortasına kadar sürmüştü.

Para otoritelerinin oturdukları yerden ahlaki ikna yöntemiyle yetinmek yerine kredi spekülasyonunun maliyetini yükseltmek için sıkı para politikası uyguladıklarını varsayın. Mal ve aktif piyasaları birlikte aşağı ya da yukarı hareket ederse, para politikasının yönü bellidir. Fakat hisse senetlerinin veya gayrimenkullerin veya her ikisinin birden fiyatlarında, mal fiyatları sabit kalır veya düşerken tehditkâr bir patlama olursa, otoriteler bir ikilemle karşı karşıya kalır. ABD'deki olayda, Federal Reserve Sistemi 1929'da, Bank of Japan da 1989'da

---

(*) Chiristina Stead, *The House of All Nations* (New York: Simon & Schuster 1938) adlı kitabında karakterlerden biri olan Steward'ın şu söyledikleriyle bu döneme atıfta bulunuyor olabilir: "Bu benim ilk işim. Gerçekten eğlendik. Bir ara düzensiz arzları da aşacak şekilde Union Pacific'te açık pozisyon almışlardı. Mahvolmuşlar mıydı? O zaman değil. Onlarla anlaşma yaptılar... Yapmak zorundaydılar, aksi takdirde tüm dünyayı sarsacak bir panik ortaya çıkacaktı."

35 *A.g.e.*, s.36.

36 Bouvier, *Le krach*, s.133.

37 Sprague, *History of Crises*, s.237-53.

bununla karşı karşıya kalmıştı. Paul Volcker'ın aktardığı gibi ABD'deki olayda Federal Reserve Yönetimi, özellikle Başkan Benjamin Strong (1925 ve 1927'de) sistemin 1970'ler ve 1980'lerde yapmak zorunda kaldığı gibi uygun politikayı uygulamak için vargücüyle uğraştı. Elbette bir taşla iki kuşun vurulamayacak olması veya "Hedefiniz vurmamanız gereken bir diğerinin dibinde duruyorsa saçma değil kurşun atmanız gerekir" diye bir benzetmeyle ifade edebileceğimiz bir ikilem söz konusuydu. 1929 ve 1989'da para politikaları en sonda ve isteksizce uygulandı; bu yüzden bu krizler eğer 1929 New York ve 1990 Tokyo krizlerine "sebep" olmadılarsa bile ateşlemiş oldular.[38]

KRİZİN BAŞLANGICI

Mantık öğrencileri A'nın B'nin ayaklarına, B'nin C'ninkilere, C'nin D'ninkilere vs. atarak, en son Y'nin Z'nin yüzüne atmasıyla patlayan maytap tartışmasını hatırlayacaklardır. Suçlu kimdir? Uzak fail olan A mı? Yoksa yakın fail olan Y mi? Bu krizin uzak faili spekülasyon ve kredi genişlemesidir; yakın fail ise sisteme güveni sarsan, insanlara iflasın tehlikelerini düşündüren ve onları mal, hisse senedi, gayrimenkul, kambiyo senedi, borç senedi ve dövizden –veya başka herhangi bir şeyden– paraya yönlendiren olaylardır. Yakın failin kendisi önemsiz olabilir: Bir iflas, bir intihar, bir kaçış, bir ifşaat, bazı kredi müşterilerinin taleplerinin reddi, önemli bir oyuncunun mallarını satışa yönlendiren fikir değişikliği vb. Sonuçta fiyatlar düşer. Beklentiler tersine döner. Gelişmeler hızlanır. Spekülatörler ne kadar fazla oranda borç para ile işlem yapıyorsa, fiyatlardaki düşüş onlardan o kadar daha fazla kâr payı veya nakit talebine ve daha fazla tasfiyeye uğramalarına yol açar. Fiyatlar daha da düşünce banka kredileri durur. Bir ya da daha fazla ticaret kurumu, banka, iskonto kurumu veya aracı kurum batar. Kredi sisteminin bizzat kendisi sallanmaya başlar ve likiditeye hücum başlar.

İlk satıcıları tesbit etmek nadiren mümkündür, onları suçlamak da faydasızdır. Komplo teorileri artar. Bunlar içinde Joseph P. Kennedy

38 Bkz. C. P. Kindleberger, "Asset Inflation and Monetary Policy", Banca Nazionale del Lavoro *Quarterly Review*, no.192 (Mart 1995), s.17-35.

Sr. veya 1929'da Bernard Baruch gibi vurguncu spekülatörler, 1882'de Eugene Bontoux vakasında varlığı iddia edilen Protestan-Yahudi karteli; ya da Nisan ile Haziran 1720 arasındaki 6 haftada bir seferde 1000 pounddan daha fazla satmaksızın 54.000 poundluk South Sea hisselerini nakde çeviren ve "balonun en iyi anısı" olarak Londra'daki Guy's Hospital'a bağışlayan Thomas Guy sayılabilir.[39]

Bunlar daha da çoğaltılabilir ama bu bir amaca hizmet etmez. Sonuç itibariyle birileri satışa geçer. Bu bazen bir yabancıdır. Örneğin 1847'de fazla buğdayı satın alıp Haziran ve Temmuz'da İngiltere'ye 70.000 *quarter* (İngiltere'de 28, ABD'de 25 pounda eşit ağırlık ölçüsü) buğday gönderen ve cari fiyatın oldukça altında piyasa sürüldüğü için fiyatları 96'dan 95 şilin'e düşüren ve mısır işi yapan çok sayıda kuruluşun batmasına yol açan kişi bir Fransız'dı.[40] Bununla beraber hikâye ikna edici değildir. Buğdayın fiyatı Ağustos 1846'da buğday üretimini çökerten şiddetli fırtına ve İrlanda ve Kıta Avrupa'sındaki patates hastalığından dolayı Mayıs 1847'de 46 şilinden 93 şiline (ya da kaynağa göre değişerek 96, 105 veya 110 şiline) yükselmiştir. Temmuz 1847'de iyi giden hava koşulları ve iyi hasat beklentisiyle fiyatlar düşmüştür. Buğday ve un ithalatı 1846'da 2,3 milyon *quarter*'dan 1847'de 4,4 milyon *quarter*'a çıkmıştır; bunda elbette tahıl yasasının kaldırılmasının da rolü vardır.[41] 70.000 *quarter* bu miktarlar karşısında önemsiz kalır. Fransa'nın ise kendi problemleri vardı: 1846'da son 100 yılın en düşük buğday hasadı (patates hasadıyla birlikte) gerçekleşmiş, ardından 1847'de ise son 100 yılın en büyük buğday hasadı alınmıştı. Fakat durum geneldi ve İngiltere'de buğday spekülasyonu aşırıydı.

Arjantin bonosu satan Almanların 1890'daki Baring krizine katkıda bulundukları iddiası vardır. Alman yatırımcıların ister genel huzursuzluktan,[42] ister Arjantin döviz kurumundaki istikrarsızlık-

---

39 Carswell, *South Sea Bubble*, s.136-37, 158.

40 Evans, *Commercial Crisis*, s.13.

41 Gayer, Rostow ve Schwartz, *Growth and Fluctuation*, s.307.

42 W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton, Mifflin, 1907), s.59-60.

tan,[43] isterse Rus bonolarından* benzer şekilde çıkmalarına sebep olan içerideki yükselmeden olsun, 1888'de Arjantin bonolarını almayı durdurdukları doğrudur. Almanların satışları krizden ziyade sıkıntıya katkı sağlamıştır, çünkü İngiliz yatırımcılarının Arjantin'in çıkardığı 200 milyon poundluk bononun büyük bir kısmını tutmalarını sağlamışlardır. Kasım 1888'de Buenos Aires Drainage and Waterworks Company'nin 3,5 milyon poundluk teklifi alıcı bulmadı ve Baring Arjantin'e kabul kredisi ile borç vermek zorunda kaldı. 1890'da hammadde fiyatlarının düşmesi Arjantin hükümeti için vadesi gelen bu krediyi ödemeyi imkânsızlaştırdı. İki yıllık bir sıkıntı döneminden sonra Kasım 1890'daki Baring Krizi, Bank of Enland'ın Baring Brothers'a kabul kredilerinin miktarını azaltma uyarısının (1890 yazında 30 milyon pounda ulaşmıştı), Ekim'de New York'taki krizin, Baring'in Kasım'da vadesi dolan 4 milyon poundluk kabul kredisini ödemek için satacak hiç tahvili kalmamasının veya kısa vadeli borç bulamamasının yakın sonucuydu.

Paris-Lyons-Marsilya demiryolunun öngörülen 200 milyon frank yerine 300 milyon franka mal olduğunun ortaya çıkmasında olduğu gibi, doğru bilgi de bir çöküşü hızlandırabilir.[44] Çok daha önemli olan uzak fail, çok fazla demiryolu malzemesi ithalinden kaynaklanan ödemeler dengesi açıkları ve özellikle de 1846'daki kötü hasat ve ardından gelen bolluktu. Granger Hareketi 1873'te ABD'deki çöküşü hızlandırmıştı. Bir anlamda bugünün çevrecilerine benzeyen Grangerlar, 1980'ların sonu ile 1870'lerin başında eyaletler arasındaki taşımacılığı ayrımcı ücretleri yasaklamak, düzenleyici komisyonlar kurmak,

---

(*) Almanların Rus bonolarını satmalarının sebebi, İtalyan bonolarını almaktaki sebepleri gibi kısmen politikti. Fransızlar Rus bonolarını alıp İtalyan bonolarını satmışlardı. Fakat Almanlar 1888'de 10,5 milyon poundluk Meksika tahvili satmıştı, dolayısıyla Almanya'daki yükselişin politik olmayan koşullarda dışarı gitmiş olacak sermayeye ihtiyaç duyduğu iddia edilemez. Bkz. Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977) s.427, 433, 442. Mr. Stern bana kibarca Bleichröder'in yazışmalarında Almanların Arjantin tahvillerini satmasıyla ilgili hiçbir şeyin olmadığını söylemişti.

43 Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1959), s.523.

44 Johan Åkerman, *Structure et cycles économiques* (Paris: Presses univesitaires de France, 1955-57), cilt 2, s.292.

hatta maksimum ücretleri belirlemek suretiyle kontrol edecek yasaların çıkmasına çalışan aktivistler olarak ortaya çıktılar.[45] Kredi karşılığında açıktan demiryolu hisseleri satılırken, –Rockford, Rock Island ve St. Lois hattı gibi nominal değerlerinden satılan ve 6 sent'e düşmeye mahkûm "lüzumsuz ve saçma" teşebbüsler de bulunuyordu– yerel denetim ihtimalinin söz konusu olması iyimserliğe son verdi ve tasfiye sürecini başlattı.

Tesadüfi patlamalar ve olgunlaşmamış krizlerin kendiliğinden yatışmasını engelleyen olaylar, denizde batan gemilerle tarihi bir paralellik arzeder. 1799'da faiz oranları % 12 ve 14'ken, şeker fiyatı konvoyun kuşatmayı yarmasından önceki zirvenin % 35 altındayken, Amsterdam krizine yardımcı olmaya çalışan İngiliz tüccarlar nakit, yani madeni para sağlamaya çalışıyorlardı. 1 milyon sterlin, gelişi sabırsızlıkla beklenen Texel'e *Lutine* firkateyni ile yollandı. Firkateyn krizin yatıştırılmasına yönelik tüm umutları yıkarak Hollanda kıyılarında yakalandığı fırtına neticesinde maalesef battı.[46] Bu olayın tarihsel bir benzeri yaklaşık 60 yıl sonra 1857 New York krizi yoldayken gerçekleşti. 15 Eylül'de Philadelphia, Cincinnati ve Chicago'da aşırı para sıkışıklığı yaşandığı haberleri arasında Panama'dan New York'a 2 milyon dolarlık altınla yola çıkan *Central America* buharlı gemisinin geciktiği ve haber alınamadığı haberleri yayıldı. Haber muhtemelen California'dan gelmişti. İki gün sonra sigorta edilmemiş geminin büyük mal ve can kaybıyla battığı öğrenildi.[47] Böyle durumlarda insanlar Tanrı'nın onlara sırt çevirdiğini düşünürler.

Dolayısıyla, kazalar krizi hızlandırabilir, fakat onu engellemeye yönelik hareketler ya da otoritelerin başka hedefler için aldıkları kararlar da böyle olabilir. (Bu konuya daha sonra son kredi merciinin rolünü tartışırken tekrar döneceğiz.) Konu 1808-09 kriziyle ilgili olarak yazan H. S. Foxwell tarafından güzel bir şekilde ortaya konmuştur:

---

45 E. Ray, McCartney, *Crisis of 1873* (Minneapolis: Burgess Publishing Co., 1935), s.58-71.

46 Wirth, *Handelskrisen*, s.110.

47 George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Columbia Universty Press, 1943), s.68.

> "Uzlaşmayı (borç almayı) tümden reddetmek her zaman tehlikeli addedilmiştir. Kişisel atıfta bulunmak, özellikle de bir milli banka için adil olmayacaktır. Bankanın 1795-96'da uygulanan çareye başvurmuş olması mümkündür, yani nispi iskonto sağlanması çaresine... (dolaşımı yavaşlatma çabasıyla) piyasa üzerine ciddi baskı uygulanmış ve panik yaratma riski oluşturmuş olmalıdır... bu küçük, kötü yönetilen kurumlar (taşra bankaları) yığınının ödeme gücünden banka sorumluydu fakat genel bir kredi çöküşünü tahrik etme korkusuyla taşra bankalarını hesap vermeye çağırmaya cesaret edemedi."[48]

İlerde göreceğimiz gibi nispi iskonto teklifi şüphelidir; Bank of England'ın taşra bankalarının ödeme gücünden sorumlu olduğu ifadesiyse parasalcılara göre tartışmalıdır. Bununla birlikte ikilem net şekilde ortaya konmuştur. Disiplinize edilmediği taktirde kredi piyasası daha da kontrolden çıkar; disiplinize edildiğindeyse balon delinip çöküşe yol açabilir.

Sorunun bir yönü gecikmelerdir. Sistemdeki nakit miktarını azaltan dış bir kanal karşısında iskonto oranlarını arttırmak içeri para girişini tekrar sağlayabilir. Şehir kültüründe, Bank of England'ın iskonto oranının % 10 olması "aydan bile para çekebilir" ancak bu sonucu elde etmek ne kadar zaman alacaktır? Bu mesele Nakit ve Bankacılık okulları arasında, 1844 Bankacılık Yasası ile yasanın askıya alınmasının veya bir son kredi merciinin gerekliliği hakkında oluşan tartışma konularından biridir. 1825'te ve 1836'da yükseliş sırasındaki spekülasyonlar dövizin gidişini tersine çevirip finansal daralmaya yol açtı: Bir yoruma göre yükseliş, Bank of England yükümlülüklerini azaltmak için faiz oranlarını gecikmeli de olsa yükseltmeden önce durmuştu; dolayısıyla sıkı para ve düşük fiyat bileşimi, bankayı akışı tersine çevirmeye, faiz oranlarını düşürmeye ve kredi vermeye zorlayarak kriz üretmişti.[49] Bankacılık Okulu yükselişin tepeye varmasından ziya-

---

48 H. S. Foxwell, Andreades, *History of the Bank of England*, Giriş s.xvii.

49 E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.109.

de bankanın faiz oranlarını değiştirmesinin madeni para kanalını denetlediğini ve hemen hemen anında geri para çıkışı sağladığını düşünmektedir. Öte yandan Nakit Okulu ise iki kola ayrılmaktadır. Biri şimdi aktardığımız görüşü savunurken, Lord Overstone'un temsil ettiği diğeri, bankanın operasyonlarında bir son kredi merciinin boşluğu doldurmasını gerektirecek gecikmeler olacağını düşünmektedir.[50]

Bank of England faiz oranlarını 1820'ler ve 1830'lara göre daha iyi kullanmayı öğrenmişse de, yine de krizler, hatta bazı durumlarda çöküşler ve panikler oluşuyordu. Hawtrey, ticari bankalar ve dahili harcamalar düzeyinde ihmale dayalı bir gecikmeye dikkat çekmektedir:

> Bankacılar uygun adımları atabilir fakat süreç yavaş işlediği için panikleyebilirler: Durumun temel tehlikesini gerçekten kontrol etmiş... yeni kuralların gerilimini durdurmuş olabilirler. Sonuç, aldıkları tedbirlerin görünürdeki etkisizliğinin sebeplerinden habersiz olan bankacılar arasında ortaya çıkan bir panik hali (eski kuralların ihmallerinin düzeltilmesi), kendilerini umutsuzca iflastan kurtarma çabası, borçluların sıkıntısına bakmaksızın kredilerin geri çağrılması ve hem kendileri hem de müşterileri arasında bir dizi iflası hızlandırmaları olabilir. Gerçek şudur ki kredi genişlemesini belli sınırlar içinde tutacak altın bir kural yoktur.[51]

İskonto politikasındaki hatalar ve gecikmeler dışında otoriteler sıkıntının ilk evrelerindeki sert hareketleriyle de paniği hızlandırabilirler. 1836 yazında Amerikan kurumlarının İngiliz anonim ortaklık bankalarının açtıkları akseptanslarla kredi genişlemesine yol açmaları üzerine, Bank of England bir anonim ortaklık bankasının adını taşıyan herhangi bir senedi iskonto etmeyi reddetti ve özellikle İngiltere'deki yedi Amerikan bankası arasında bulunan ve W bankaları olarak adlandırılan üç bankanın (Wiggins, Wildes ve Wilson) senetleri tekrar iskonto etmemesi için Liverpool şubesine talimat verdi. Bu davranış "intikam-

---

50 Elmer Wood, *English Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939), s.183.

51 R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 3. baskı (New York: Longmans, Green, 1927), s.28.

cı görünüyordu"[52] ve hemen paniğe yol açtı.[53] Sonradan, Bank of England politikalarını tersine çevirmek zorunda kaldı. Ekim'de "W bankaları" ile uzun müzakereler yaptı. 1837'nin ilk çeyreğinde kredi limitlerini arttırdıysa da aynı yılın Haziran ayında batmalarını engelleyemedi. Bankanın içgüdüsü haklıydı: Tehlikeli kredilerin genişlemesini engellemek. Kredi hassas bir konudur. Beklentiler çabucak değişebilir. Bazı şeyler, bazen çok küçük şeyler beklentileri tersine çevirerek kredilerin üzerine gölge düşürür ve likiditeye hücum başlar.

Paniğin bir bankaya ya da bankalara hücum şekline dönüşmesi genellikle küçük mudiler tarafından başlatılır. FDIC (Federal Mevduat Sigorta Kurumu) tarafından sigortalanmamış Ohio ve Maryland eyalet bankalarının yakın zamanda yaşadığı sıkıntı da böyle bir sıkıntıdır. Öte yandan, borsa paniklerinin, genellikle içerideki büyük paralara sahip oyuncuların veya belki de benzer ticari program modellerini ayrı ayrı izleyen kurumsal yatırımcıların, ortaklık fonlarının, emeklilik fonlarının ve sigorta şirketlerinin yoğun satışının sonucu olduğu düşünülür. Fakat tersi örneklere de zaman zaman rastlanır. Franklin National Bank'a hücum, diğer bankalar, özellikle de New York'taki büyük bankalar tarafından gerçekleştirilmişti. Bu bankalar Franklin'in *futures* döviz sözleşmelerini almayı, ona federal fondan kredi vermeyi ya da çok derin bir güvensizliği yansıtan faiz oranları haricinde Franklin'in repolarını almayı reddetmişlerdi.[54] Ekim 1987'deki borsa çöküşünde, Boston'un ortaklık fonlarından Fidelity grubu ayın 19'unda New York Borsası açılmadan önce Londra piyasasında çok büyük satışlar yaptı. Bu satış emirleri New York'a iletilmiş ve orada piyasa açıldığında dağ gibi satış emirleri oluşturmuştu. Fakat Fidelity bir önceki hafta hisselerin bedelini ödeyerek geri alan ortaklık fonlarının sahiplerinde oluşan güven kaybına cevap verecek şekilde pozisyon almıyordu. Grubun nakit parası bitince, panik içinde küçük yatı-

---

52 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.153.

53 Leone Levi, *History of British Commerce* (Londra: John Murray, 1872), s.233.

54 Joan Edelman Spero, *The Failure of the Franklin National Bank: Challenge to the International Banking System* (New York: Colombia University Press, 1980), s.66-71, 85, 91.

rımcıyla piyasa arasında bir aracı gibi hareket ederek hisselerini satmak zorunda kaldı.

ÇÖKÜŞ VE PANİK

Çöküş, aktiflerin fiyatlarının alt üst oluşu veya önemli bir firma ya da bankanın iflasıdır. Panik (Yunan mitolojisinde doğa tanrısı Pan'dan gelen ve "sebepsiz, ani bir korku" anlamına gelen sözcük) aktif piyasalarda oluşabilir ve daha az likit aktiflerden daha likit olanlara koşuşturmaya yol açabilir. Finansal kriz, herhangi bir sırayla birini veya her ikisini de içerebilir. South Sea hisselerinin ve Sword Blade Bank'ın çöküşü neredeyse Bank of England'ı da çökertiyordu. New York Borsası'nda 1929'da oluşan çöküş ve panik, mal piyasaları gibi diğer aktif piyasalarında da tasfiyenin yayılmasına yol açmış ve kredileri daraltarak üretime ağır bir darbe vurmuştu. Fakat, faiz oranlarında keskin yükseliş veya bankalara hücum şeklinde açığa çıkan bir para piyasası paniğine yol açmadı. Bu muhtemelen New York Federal Reserve'in piyasayı fonlamak şeklindeki tavrından kaynaklanmıştı.[55] 1893'te ABD'nin baskı altındaki altın standardını gümüş tekellerinden koruyabileceğine duyulan güvensizliğe para piyasasının baskısı sebep olmuş ve bu durum sonunda banka iflaslarına götüren bir panik oluşturarak menkul kıymet piyasalarını baskı altına almıştır.[56]

Sistem olumlu bir geri besleme mekanizmasıdır. Fiyatlarda bir düşüş teminatların değerini düşürür ve bankaları kredileri geri çağırmaya veya yenilerini reddetmeye sevk eder. Bu da ticari kurumların mal satmalarına, hane halkının menkul kıymet satmasına, sanayinin borçlanmayı ertelemesine ve fiyatların daha da düşmesine yol açar. Teminatlarda daha fazla düşme daha fazla iflasa yol açar. Firmalar batarsa krediler geri ödenmez ve bankalar da batar. Bankalar batarsa mevduat sahipleri paralarını çeker (bu durum özellikle mevduat sigortasından önce geçerliydi). Mevduatların çekilmesi daha fazla kre-

---

55 Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), s.339.

56 Lauck, *Causes of the Panic of 1893*, bölüm 7.

dinin geri çağrılmasını ve daha fazla menkul kıymetin satılmasını gerektirir. Ticaret kurumlarının, sanayi firmalarının, yatırımcıların, nakit ihtiyacı içindeki bankaların tümü, satabilirlerse en kötü menkul kıymetlerini, satmak zorunda kalırlarsa en iyi menkul kıymetlerini satarlar. Sıkıntıda olduğu bilinen firmaların, şirketlerin ve kişilerin fiyatlar tekrar yükseldiğinde sağlıksız kredi gemisini yeniden yüzdürebilecekleri beklentisiyle, bir süre kâğıt üzerinde devam etmesine göz yumulur. Müfettişler bu ölüm kalım noktasında başka ölçütleri devreye sokabilirler, böylece bankalar da kredileri ve menkul kıymetleri piyasa değerinden ziyade maliyeti üzerinden değerleyebilir, vadesi gelen kredileri uzatabilir ya da sıkıntıdaki borçluların cari faizlerini ödemelerine imkân verecek şekilde kredi ilavesi yapabilirler. Fakat iflaslar başlayınca kötü kredilerin yaratacağı öfke de anlaşılmalıdır. Fiyatlar, ödeme gücü, likidite ve nakit talebi –Almanca'da Bargeld, Fransızca'da *numéraire*– birbiriyle bağlantılıdır. Sprague'ın ifade ettiği gibi, sadece bankacılık kurumları değil, şahıslar, firmalar ve bankalar da "bir tuğla sırası gibidirler, birinin düşmesi diğerlerinin de dengesini tehlikeye atar."[57] Benzetme basmakalıp olsa da yerine oturmaktadır.

Paniğin doruğunda para artık elde edilemez olur. 1825 hakkında olanlar dışında, tanımlamalar abartılıdır:

> Lombard Street'deki bankerler, Pazar günü (12 Aralık'ta taşra bankalarının paniği Pale, Thornton & Co.'ya ulaştıktan sonra), eğer 47 taşra bankasının borç verdiği böyle bir kurumun faaliyetini durdurmasına göz yumulursa, Londra'daki tüm bankalara hücumun başlayacağına dair başkana (Bank of England'ın) uyarı ziyaretinde bulundular.
>
> Kurumun kapanmasına göz yumuldu. Halkta daha önce görülmemiş bir panik başladı. Herkes para için yalvarıyordu –para– fakat para bulmak hemen hemen imkânsızdı. *Times* "dikkate alınan

57 Sprague, *History of Crises*, s.253.

menkul kıymetin niteliği değil, para yaratmanın imkânsızlığıydı"[58] diyor.

Huskisson'a göre bu ifade her neyi ima ediyorsa etsin, sonuçta 73 bankanın iflası İngiltere'yi 24 saat içinde trampaya mecbur eden bir durum oluştu.[59] "Duke'ün Waterloo için dediği gibi 'korkunç güzel bir şeydi –hayatımda gördüğüm en kısa koşu'."[60] Bank of France gümüşü altınla değiştirerek bu durumu çözerken, Bank of England elindeki 5 ve 10 pound'lar bittiği sırada (o zamana kadar bastıklarının hepsi) 1797'den kalan bir kasada unutulmuş 1 pound destelerini şans eseri bularak trampadan kurtuldu. Bunlar 17 Aralık'ta hükümetin onayıyla piyasaya çıkarıldı ve "mucizeler yarattı".[61]

1857'de New York Central hisseleri 93'ten 61'e, Reading hisseleri ise 96'dan 36'ya düştü.[62] Domuz eti fiyatı fıçı başına 24 dolardan 13 dolara, un fiyatı ise 10 dolardan 5 veya 6 dolara düştü.[63] Pensilvanya, Maryland, Rhode Island ve Virginia'daki 50 banka ayın son dört gününde batınca faiz oranları Eylül'de % 15'ten 24'e çıktı. 1415 bankanın battığı ve faiz oranlarının yıllık % 60'a ve % 100'e çıktığı Ekim ayında ABD'de panik doruğa ulaştı.[64] Bunlar elbette birkaç günlüğüne alman borçların faiziydi.

Birinci sınıf cirolu senetler[65] için ticari iskonto oranı yıllık % 4,5-5'lerde devam ederken bazen özel türde krediler için –örneğin 1884'te spot krediler– günlük % 4 gibi çok yüksek faiz oranları isteniyordu. 1907 paniğinin başlangıcında nakit pirimi günlük % 5'e ka-

---

58 Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a letter to Thomas Gisbourne, Esq. M.P.* (Londra: F. Ridgeway & Sons, tarihsiz [sonra 1832]), s.14-15.

59 Robert Baxter, *The Panic of 1866, with Its Lessons on the Currency Act* (1866; yeni baskı, New York: Burt Franklin, 1969), s.4, 26.

60 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.101.

61 *A.g.e.*, s.100.

62 Rosenberg, *Weltwirtschaftskrise*, s.118.

63 Van Vleck, *Panic of 1857*, s.74.

64 Rosenberg, *Weltwirtshaftskrise*, s.121.

65 Spague, *History of Crises*, s.113.

dar çıkmıştı.[66] Likidite sıkışıklığının zirvesi, belki de 1907'de Harvard-Yale futbol maçı hasılatı için bir bankanın her 1.000 dolara 48 dolar ödediğinde kaydedilmişti.[67]

Fırtına yatışacak, sel coşup durulacak mı? Nihayet bu soruya geliyoruz. Fakat bu soruya cevap vermeden önce, yükselme ve çöküşün bir piyasadan diğerine, bir ülkeden diğer ülkeye nasıl yayıldığına; sonra da ulusal ve uluslararası çapta paniği durdurmak ve verdiği zararı telafi etmek için atılabilecek adımlara değineceğiz.

66 Alvin H. Hansen, *Cysles of Prosperity and Depression in the United States, Great Britain and Germany: A Study of Monthly Data, 1902-1908* (Madison: University of Wisconsin, 1921), s.13.

67 H. S. Foxwell, "The American Crisis of 1907", *Papers in Curretnt Finance* (Londra: Macmillan, 1919), s.202-3.

YEDİNCİ BÖLÜM

Ulusal Salgın

LALE ÇILGINLIĞI

Konuya lale çılgınlığı ile başlıyorum. Bu genellikle yalıtılmış bir olay olarak görülür. Peter Garber Mendelci anlamda evrimi zor olduğundan egzotik lale çeşitlerinin fiyatlarının çok fazla arttığını, ancak bir kere yetiştirildikten sonra tekrar üretilmesinin kolaylığından dolayı yükselen fiyatların düşmesinin normal olduğunu savunuyor. Fakat Garber, Gouda, Switzer veya White Crown gibi bahçede yetişen ve sıradan halk arasında birlik veya han adı verilen yerlerde ticareti yapılan lale çeşitlerinin fiyatlarının neden çok fazla yükselip sonra düştüğünü açıklayamadığını da itiraf ediyor.[1] Bazılarına göreyse onun önem verdiği ve biraz da açıklamakta zorlandığı[2] nadir lale soğanlarına ilgi-

1 Peter M. Garber, "Tulipmania", Robert P. Flood ve Peter M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching* içinde (Cambridge, Mass: MIT Press, 1994), s.72'de.

2 Garber, Kasım-Aralık 1636'dan Şubat 1637'ye kadar fiyatlardaki dikkate değer artışı her halükârda düşük gösteren 8 lale soğanı fiyat diyagramını veriyor. Dolayısıyla şekil 3-1 ("lale çılgınlığı" s.62) 1625'te Semper Agustus lale soğanı için 2200 guldenden 1637'de 5500'e yükselen düz bir çizgi içeriyor. Bu yükseliş tek bir çılgınca saldırıdan ziyade düzenli yumuşak bir artış izlenimi bırakıyor. Diğer çizgiler zirvenin oldukça altında, 5 Şubat 1637 ağırlıklı ortalamasına göre çizilmiş. Gasper, Simon Schama'nın dönemle ilgili değerlendirmelerini görmezden gelmektedir.

nin artması, standart çeşitlere yoğunlaşmış çılgınlığın sadece bir yan oyunuydu.

Diğer bir ilginç gerçek de, lalelere olan ilginin, 1936 Eylül'ünden sonra, lalelerin bir sonraki ilkbaharda çiçek vermeleri için ekildiklerinde incelenecek lale soğanı kalmadığında başlamış olmasıdır. Üstelik gerçek lale olduğu düşünülen egzotik renk ve biçimdeki laleler, en son bir önceki ilkbaharda görülmüştü, çünkü soğanlar çoğaltılmak için Haziran'da sökülmüştü. 1636'nın Kasım-Aralık'ında ve 1637'nin Ocak'ında verilen heyecanlı teklifler ise elde tür örneği olmadan verilmişti.

Banka kredisinin olmadığı finansal gelişmenin ilk evrelerinde peşinatlar genelde mal ile ödenirdi. İktisat tarihçisi N. W. Posthumus bu gerçeğe tek cümleyle işaret ediyor.[3] Tarihçi Simon Schama ise örnekler veriyor. Bir seferinde White Crown'un (Hollanda dilinde Witte Croon, sıradan olduğu için kiloyla satılıyordu) bir poundu için teslimatta (muhtemelen bir sonraki Haziran'da) 525 florin ödenmesi ve peşinat olarak dört inek verilmesi gerekmişti. Öteki peşinatlar arasında arazi parçaları, evler, mobilyalar, altın ve gümüş kaplar, resimler, takım elbise, palto, at arabası, bir çift gri benekli at ve 2500 florin değerinde tek bir Viceroy (nadir bulunan bir tür) için iki *last* (yere ve mala göre değişen bir ölçü birimi) buğday, dört *last* çavdar, sekiz domuz, bir düzine koyun, iki *oxhead* şarap, dört ton tereyağ, bir ton peynir, bir yatak, birkaç elbise ve bir gümüş bardak vardı.[4]

(*The Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* [New York: Knopf, 1987]). Halbuki Schama ağılıklı olarak bir Felemenkçe kaynağa dayanmaktadır (E.H. Krelage, *Bluemenspeculation in Nederland* [Amsterdam: Kampe, 1942]). Garber'in sayfa göstermeden kullandığı iki genel referansa karşılık on bir tekil ve aralıklı alıntı yapmaktadır. Garber aynı yazarın 18. yüzyıl lale ve sümbül soğanlarıyla ilgili daha sonraki bir kitabını kitabın sonundaki birkaç sayfadan –muhtemelen metinden değil– sadece fiyatlara atıfta bulunarak kullanıyor. 18. yüzyıldaki fiyat çöküşü, Garber'ın 1936-37'de yeni çiçek türlerinin sıradanlaştıkça fiyatlarının düştüğünü göstermek için kullanıldığı bir model sunuyor, fakat Garber bu tecrübenin soğanlarla aynı mahiyette olabileceğini dikkate almamıştır. Bkz. Tablo 3.3 ve 3.4, s.69,70.

3 N. W. Posthumus, "The Tulip Mania in Holland in the Years 1936 and 1937", *Journal of Business and Economic History*, cilt 1 (1928-29), W. C. Scoville ve J. C. LaForce, ed., The Economic Development *of Western Europe*, cilt 2, *The Sixteenth and Seventeenth Centuries* (Lexington, Mass.: D. C. Heath, 1969), s.169'da yeniden basıldı.

4 Schama, *The Embarrassment of Riches*, s.358. Schama'nın kaynağı Krelage, *Bluemenspekulation*'dır.

Sıradan türlerden farklı, yüksek fiyatlı ve üretilmesi zor lale soğanları çılgınlıkları (çoğul da kullanılabilir) yalıtılmış olaylar değildir. On iki yıl aradan sonra tekrar başlayan İspanya savaşından dolayı Hollanda ekonomisi 1620'lerde depresyondaydı fakat 1630'larda etkileyici şekilde toparlandı. Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin Amsterdam Chamber'deki hisselerinin değeri 1630-69 arasında, özellikle de 1636'nın başlarından itibaren iki katına çıktı. Mart 1636'da 229'dan Ağustos 1639'da 412'ye ve 1640'ta % 20 daha artarak 500'e çıktı. Ev fiyatları 1630'ların başlarında düşmüştü ama ortalarına doğru tavana vurdu.[5] Diğer büyük yatırımcılar kanalizasyon projelerine, West Indies Company'e ve kanallara yapıldı.[6] Jan deVries 1636'da başlayıp 1640'ta bir "heyecan" haline gelen bir gezi kanalı sistemi olan *trekschuit*'ten bahseder. İnşaatı birbiriyle ticaret yapan şehirler tarafından başlatılan kanalda, seyahat rüzgâra ve hava şartlarına bağlı olan gemilere bağımlı olmaksızın gerçekleştiriliyordu. 1636'da Leiden ile Delft arasında bir, Amsterdam'dan küçük kasabalara da iki hat planlandı. Komple ulaşım ağı 1659 ve 1665'te zirveye çıktı fakat deVries projeyi lale çılgınlığı ve 1622-1660 arasında Hollanda ekonomisinde yaşanan büyüme patlamasıyla ilişkilendirmektedir.[7]

---

5 İsviçre'deki St.Gallen Üniversitesi'nden Jorg Baumberger bu ifadeyle ilgili soru işaretleri oluşturan bir tebliğe dikkatimi çekti: Piet M. A. Eicholtz, "A Long-Run House Price Index: The Herengracht, 1628-1973", Real Estate Economics, cilt 25, no.2, (1997), s.176-92. Herengracht ticaret kurumlarının iş yaptığı 1585, 1612 ve 1660'ta 3 aşamada inşa edilen yerleşim yerlerinin de bulunduğu ünlü bir kanaldı. Sadece birinci el satış fiyatlarına dayalı gayrimenkul indeksinde sorunlar vardı. Reel olandan büyük farklılık göstermeyen fiyat seviyesi değişikliklerine göre ayarlanmış nominal iki yıllık endeks 1932-33'te 218'den (1618-39 100'e eşit) 1934-35'te 113,5'e inişi gösteriyor. Daha sonra 189 ve 1642-43'te 250'ye yükselmeden önce hafif bir yükselişle 1636-37'de 124'e ve 1638-39'da 137'ye yükseliyor. Yüksek gelirlilerin konutlarıyla ilgili bir endeks bir gösterge olmayabilir fakat bu indeks lale fiyatlarıyla tam uyum göstermiyor.

6 Jonathan I. Israel, The Doutch Republic: Its Rise, Greatness ve Fall 1477-1806 (Oxford: Clarendon Press, 1995), s.533. Jan de Vries ve Ad van der Woude 1636 yazında mal türevlerindeki spekülasyonların lale çılgınları çevresini çok aştığını, yasakları ortaya çıkaran ciddi veba salgının da harareti körüklediğini belirtiyorlar.

7 Jan deVries, *Barges and Capitalism: Transportation in the Dutch Economy* (Wageningen: A.G. Bidragen, 21, 1978), s.52 v.d.

Jonathan Israel lale çılgınlığının çoğunlukla zenginlerin para kazandığı bir patlamanın yansıması olarak değil, küçük kasaba satıcılarının, han görevlilerinin ve bahçıvanların çılgınlığı olarak görülmesi gerektiğini yazıyor. Bu bakış açısı, zarar görenlerin olmamasından dolayı aslında lale çılgınlığının yaşanmadığı şeklindeki Garber'ın açıklamalarından birini çürütmektedir.[8] Gerçekte Hollanda ekonomisi 1650'den 1672'ye kadar süren büyük bir tırmanıştan önce 1640'lara kadar bir dereceye kadar yavaşlamıştı.[9] Bu yükseliş özellikle evlere, kent binalarına ve yağlı boya tablolara yönelikti ve 1672'de Fransızların istilasıyla çöktü.[10] Yükselişin zirvesinde cep saatleri ve saat kuleleri "çılgınlığı" vardı. Bir yolcu taşıma iskelesinin bulunduğu Leiden'de, mavnaların dakikliğini sağlamak için White Gate tepesindeki bir kuleye saat yerleştirilmişti.[11]

Salgını tartışırken fazla ileriye gitmemeye dikkat etmek gerekmektedir. Dow borsa teorisine göre, aşağı ve yukarı toplu bir hareket, ulaştırma endeksi sanayi endeksi ile birlikte hareket ettiğinde doğrulanır ve bu ikisi her zaman birlikte hareket etmez. Teknoloji hisseleri, özellikle internettekiler, arkalarında olumlu veya olumsuz, döngüsel, büyük ve/veya küçük tavan fiyatları bırakırlar. New York Borsası ve NASDAQ (National Assosciation of Security Dealers - Ulusal Menkul Kıymet Alım Satımcıları Birliği) her gün birlikte hareket etmezler. Endeks fonlarının (ve hangilerinin?) hisse toplayıcılarının yönettiği ortaklık fonlarından daha fazla mı yoksa daha az mı kazandırdığı hâlâ tartışılan bir sorudur.

BORSA VE GAYRİMENKUL

Önceki bölümlerde borsanın yükselmeye başladığı Mart 1928'de aniden kesilen dış kredilerin özellikle Almanya ve gelişmekte olan ülkelerde işleri nasıl durdurduğunu ve Ekim 1929 çöküşünün dünya fiyatla-

---

8 Israel, *The Dutch Republic*, s.533.
9 Garber, "Tulipmania", s.71-72.
10 Israel, *The Dutch Republic*, bölüm 33.
11 *A.g.e.*, s.869.

rını alt üst ederek nasıl New York bankalarını mal simsarlarına kredi sınırları koymaya yönlendirdiğini aktarmıştık. Çöküşün bir başka önemli etkisi de gayrimenkuller üzerinde görüldü. Arsalardan, Londra'dan başlayıp Thames kıyıları boyunca uzanan Canary Wharf gibi muazzam kalkınma projelerine kadar, Üçüncü Bölüm'deki spekülasyon nesneleri içinde gayrimenkullerden söz etmiştik. Fakat gayrimenkul ile diğer nesnelerdeki balonlar arasındaki bağlantı, bir dostumun benim dikkatimi, diğer pek çokları gibi benim de atladığım bir kitaba, Homer Hoyt'un *One Hundred Years of Land Values in Chicago*[12] adlı kitabına çekince aydınlığa kavuştu. Benden farklı olarak, Hoyt'un ilgi alanı gayrimenkullerdi. Hoyt Chicago'nun büyüme döneminde gayrimenkullerdeki patlama ve düşüş döngüsünü anlatırken, 1928-29'da borsadaki yükselişi şehir merkezi ve banliyölerdeki arsa, konut siteleri, ticari binalar vb.'nin fiyatlarındaki yükselişle, fakat özellikle de düşüşle ilişkilendirmiştir. Kitabın üst kısmında Hoyt, *Chicago Tribune*'ün Nisan 1890 tarihli başyazısından şu alıntıyı yapmıştır:

> Tüm çöken yükselişlerin enkazının altında, kurgusal olduğunu bildikleri fiyatlardan mülk alan, fakat daha da büyük ahmakların bu mülkleri onlardan alıp, onlara kâr bırakacaklarına güvenebileceklerini bildikleri için bu fiyatları ödeyen insanların işleri bulunmaktadır.[13]

Chicago'nun gayrimenkul fiyatlarındaki patlamalarıyla ün salması, 1870-71'de Fransa'ya karşı kazanılan zaferin coşkusunu yaşayan Berlin'deki gayrimenkul spekülasyonunu hatırlatıyordu. Öyle ki, "Chicago cümbüş içinde" dedirtiyordu.[14] Berlin ve Viyana'daki 1873 patlaması, bir sonraki bölümde gösterildiği gibi, New York Borsası'ndaki

---

12 Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Land Values, 1830-1833* (Chicago: University of Chicago Press, 1933)

13 Bu, "daha büyük aptal teorisinin" –olması gerekenden pahalı bir aktifi daha büyük bir aptala satabileceğini düşündüğünden satın alan spekülatör– en az bir asır geriye gittiğini ileri göstermektedir.

14 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the Germany Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977), s.161.

patlamayla ilişkiliydi. Patlamalarda spekülatif piyasalar birlikte yükselir. Bir yazar 1871'de Chicago'da her iki adamdan ve her dört kadından birinin bir kurumun hisselerine yatırım yaptığını iddia ediyor.[15] Balonlar 1873 yazına kadar benzer şekillerde yayılmaya devam etti.

Öforyanın bir piyasadan diğerine yayılması kolayca anlaşılabilir bir şeydir. Sürü psikolojisi başlamıştır ve dışarıya doğru yayılır. Zorunlu çözümleyici nokta düşüşle ilgilenir. Borsa altüst olunca hisse sahipleri özellikle de sınırlardakiler, başlarının dertte olduğunu ve hesapları temizlemek zorunda olduklarını bilirler. Gayrimenkul spekülatörleri başlangıçta böyle bir zorunluluk duymazlar. Onların borçları brokerların günlük borçlarından değil, bankalardan alınan uzun vadeli borçlardır. Sadece kâğıt üzerinde hakları değil, reel varlıkları da vardır. Yakında gelecek olan ya da gelmesini bekledikleri toparlanmayı bekleyebilirler.

Fakat bozulma gayrimenkule olan talebi kurutur. Bununla birlikte kredilerin faizleri ve vergiler sürekli yükselmektedir. Hoyt'un 1933'te yazdığı kitabında büyük bir öngörüyle belirttiği gibi, yavaş fakat engellenemez şekilde, gayrimenkul spekülatörleri dibe vurur, onlarla birlikte bankaları da zarar görür. Chicago'da 1933'te 200 bankanın 163'ü ödemeleri askıya almıştı. 1930-33 arasında 4.800 bankanın batmasının en büyük nedeni borsa simsarlarının batık hesapları değil, gayrimenkul kredileriydi.[16]

Kitabın çıkmasından yarım yüzyıldan fazla bir zaman sonra, Hoyt'un analizi günümüze, özellikle 19 Ekim 1987'de Kara Pazartesi'nde New York borsasının ve de Ocak 1990'da Japon borsasının batışına oldukça tekabül etmektedir. Ekim 1987'deki borsa sıkıntısı, para otoriteleri aracı kurum kredilerini sıkıntıdan kurtarmak için piyasaya önceden para enjekte edince akıllıca halledildi. % 50 marj zorunluluğu da elbette buna yardımcı oldu ancak portföy sigortasının bir yardımı olmadı. Bununla birlikte, gayrimenkul piyasasındaki sancı çoğaldı. Eskiler tamamlanıp yeni bina yapımı durunca inşaat sektörü yavaş-

15 Hoyt, *Land Values*, s.102. Patlamanın bir saiki şehirdeki 60.000 evin dortte birinden fazlasını yok eden 6 Ekim 1871'deki buyuk yangındı.

16 Hoyt, *Land Values*, s.401.

ladı. Şehir merkezinin aşağısındaki, kenarındaki ya da 1980'lerdeki patlamada banliyölerde inşa edilen "kenar kentler"deki ofis kiraları, yerlerine bağlı olarak değişik oranlarda artış gösterdi.

Hoyt'un görüşünün klasik örneklerinden biri, Center Properties Inc.'in Manhattan şehir merkezindeki Rockefeller Center'ı yatırım olarak Mitsubishi'ye satmasından sonra Rockefeller Center üzerine 1,3 milyar dolarlık ipotek koydurmasıdır. İpotek işlemi REIT olarak bilinen Real Estate Investment Trust (Gayrimenkul Yatırım Tröstü) tarafından gerçekleştirilmişti. Ayrıntılı bir gazete haberine göre, tröst yöneticileri 1987'de iskontolu olarak satılan bonoları tekrar satın almak için kısa vadeli kredi kullanarak tröstün kârını artırmak istemişlerdi. Kazançlar kâr payı olarak ödenmişti. 1989'da gayrimenkul sektöründeki bozulma artınca yöneticiler bir teminat mektubu alıp kısa vadeli borçları ödemeye karar verdiler. REIT'in başkanının şöyle dediği aktarılıyor: "O zaman böyle yapmak akıllıca bir davranıştı."[17] Hoyt'un kitabının 14. Bölümü başkana, borsanın çöküşünün ardından gayrimenkul piyasasında uzun süreli bir çöküşü beklemesi gerektiğini öğretmiş olabilir. Uzun bir sancıdan sonra REIT çöktü.

JAPON HİSSELERİ, GAYRİMENKUL VE BANKALAR

Homer Hoyt'un modeli, son dönemde ABD'dekinden çok daha etkileyici bir zaferi Japonya'da kazandı. Bu, finansal kontrollerin dereceli olarak azaltılmasını, ülke dışında büyük Japon yatırımlarını, dışarıdan ülkeye gelen yatırımları, yen'in dolar karşısında (260'tan 1982'de önce 80'e yükselip sonra biraz gerilemeyle 100'e inmesiyle) değerlenmesini ve Japon para otoritelerinin G-7 ile –Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve ABD– dünyadaki toparlanmayı sağlamak üzere 1980'lerin ortalarında faiz oranlarını düşürmek için işbirliği çabasını içeren karmaşık bir hikâyedir.

Japon ekonomisi 1950'lerin sonu ve 1960'lar boyunca hızla büyürken ihracat dalgalanmalarla da olsa arttı. Yatırım ve tasarruflar

17 "How to Ruin a Safe Bet: Did Rockefeller Center Financiers Reach Too Far?", *New York Times*, 5 Ekim, 1995, s.D1, D11.

yüksekti, teknoloji transferi lisansa tabiydi, icatlar ve yenilikler etkileyiciydi. Mayıs 1949'da 100'le başlayan Nikkei borsa endeksi 1970'lerin başında 5.000'e, 1984'te ise 10.000'e çıkmıştı. 1986'da % 20 artışla 12.000'e vardıktan sonra bir balonla havalanarak 1989'un sonunda 39.000'e ulaştı.[18] 1983'te 120 milyardan 1989'da 280 milyara çıkan hisse senedi ticaret hacmi bu hıza ayak uyduramadı.[19]

Tüm bu dönemlerde gayrimenkul piyasası çok gerilerde değildi. Altı büyük şehirdeki mesken fiyat endeksi 1955'te 100 iken 1970'lerin ortalarında 4100'e, 1980'lerde 5800'e, 1989'da ise zirveye çıkarak 20.600'e yükselmişti.[20] Arazi balonu, Tokyo'daki arazilerin değerinin tüm Japonya'dan daha büyük olan California eyaletindeki arazilerin değerinden daha fazla olduğu ya da Japonya'daki arazilerin tümünün değerinin ABD'dekilerden dört kat fazla olduğu şeklinde mülahazaları gündeme getirdi.[21]

Hisse senetlerindeki patlamanın mı gayrimenkuldeki patlamayı beslediği yoksa tersinin mi doğru olduğu, yoksa birdirbir mi oynadıkları konusunda yeterince bilgili değilim. Otoritelerin hangi davranışının balonu başlatan ağırlıklı etkilerin sorumluluğunu taşıdığı da açık değildir – bankacılık deregülasyonu mu[22] yoksa faiz oranlarını indirmek için Bank of Japan'ın öteki önde gelen merkez bankalarına katılması mı? Kesin olan, hiçbir balonun enflasyonu TEFE (Toptan Eşya Fiyat Endeksi) veya TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) düzeyinde yansıtmadığıdır. TÜFE 1983'te 100'den 1989'da 103,9'a çıkmış, TEFE ise aynı dönemde 100'den 93,6'ya düşmüştür.[23]

---

18 Masahiko Takeda ve Philip Turner, "The Liberalization of Japan's Financial Markets: Some Major Themes, "*BIS Economic Papers*, no.34 (Kasım 1992), grafik 8, s.53'teki şemadaki rakamlardan okuyabildiğim kadarıyla.

19 *A.g.e.*

20 Keizai Koho Center, *Japan 1994: An International Comparison* (Tokyo, 1993), grafik 11-3, "Increase in Land Prices in Japan", s.83.

21 Koichi Hamada, "Bubbles, Bust and Bailouts", *The Structure of the Japanese Economy*, Mitsuaki Okabe, ed., içinde (Londra: Macmillan, 1995), s.263-86.

22 Tadeda ve Turner, "The Liberalization of Japanese Financial Markets", s.99-121.

23 Keizai Koho Center, *Japan 1994*, Table 9-1, s.70.

Daha önce belirtildiği gibi yaklaşık 20 yıldan beri kısmen yabancı otoritelerin baskısıyla gerçekleşen deregülasyon trendi, bankaların hisse senedi ve gayrimenkul spekülasyonunu desteklemesine yardımcı olmuştur. Masahiko Takeda ve Philip Turner'ın Bank for International Settlements (BIS: Ulusararası Ödemeler Bankası) üzerine yaptıkları 23 sayfalık çalışmanın ekinde sürecin çeşitli aşamaları sıralanmıştır.[24] Özel öneme sahip bir diğer konu da bankaların büyük mevduatlara verdikleri faiz oranının deregülasyonuydu; büyük mevduat sınırı 1 milyar yen'den (3 aydan 2 yıla kadar olan vadeler için) 1989'da adım adım önce 500 milyon yen'e, sonra 300 milyon yene ve 1989'da 10 milyon yene düşürüldü.[25] Bu sürecin ilk aşamalarında Bank of Japan iskonto oranlarını 1982'de % 5,5'ten 1983'te % 5'e, 1986'nın başında % 3,5'e, bir yıl sonra % 2,5'e indirdi. 1986'daki indirim ABD'deki Federal Reserve System ve Federal Almanya'daki Bundesbank ile aynı anda ve benzer şekilde yapıldı. Buna mukabil, önce 1987'nin ortasında ABD, sonra 1988'de Almanya iskonto oranlarını yükseltmeye başladı. Bank of Japan ise, yeni başkan Yasuki Mieno Aralık 1989'da görevi devralıp istikametini değiştirinceye kadar bekledi. Bu, Ocak 1990'da bir çöküşe neden oldu. Bazı büyük bankaların iltimaslı müşterilerine verdikleri kredilerden büyük zarar ettikleri ve bunu düzmece hesaplarla gizledikleri ortaya çıkınca çöküş şiddetlendi.[26]

Gayrimenkul fiyatları Nikkei endeksi düşünce yatay bir seyir aldı, sonra anlaşılan o ki işlem hacmi büyük oranda azaldığı için yavaşlamaya başladı. 1995'te *New York Times*'da yayımlanan Japon hükümetinin bir incelemesi, Tokyo'daki bir konutun New York'taki benzerinin 30 katma satıldığını, Tokyo'nun merkezinde oturan bir ailenin konut almak için yıllık gelirlerinin 13 katını, New York'takinin ise üç katını vermek zorunda olduğunu söyleyebiliyordu. Finansal kurumlara inen darbe ağır olmuştu. ABD'deki günlük gazeteler Japon bankaları ve finansal kurumlarının, yen'in çevrildiği kura bağlı olarak, yak-

---

24 Takeda ve Turner, "Liberalization of Japanese Financial Markets", s.99-121.

25 *A.g.e.*, Tablo A-1, s.120-21.

26 A.g.e., s.58-65. Hamada ifşaatları "skandallar" olarak isimlendiriyor (s.9).

laşık 550 milyar dolarlık, çoğunluğu gayrimenkul kredisi olan kredi batırdıkları tahminleriyle doluydu.[27] Ayda ortalama 1.000 ticari ve sınai şirket batıyordu. Hükümet üç büyük kredi birliğini kurtarmak zorunda kalmıştı ve birkaç bankanın sıkıntıda olduğu düşünülüyordu. Bazı bankaların (ve sigorta şirketlerinin) sıkıntıları döviz portföylerindeki zararlarla birleşmişti ki, bu konu bir sonraki bölümün konusudur. Bank of Japan'in 1991'de % 6 olan iskonto oranını sürekli azaltarak 1995 Eylül'ünde % 0,5'e çekmesinden medet umulmuştu. Bankalar % 3 ve daha yukarısından kredi verdiklerinden, eğer müşteri bulabilirlerse, bu onlara kesin bir gelir kaynağı oluşturacaktı. Fakat genel durgunlukta bu zor görünmekteydi. 1990'ların sonunda kısa vadeli faiz oranları sıfıra yaklaştı ama yine de kredi talebinde kıpırdanma olmadı. Japonya üzerinde uzman iki iktisatçı bir sonraki on yıl için ülkenin problemlerini "borç, deflasyon, borçların ödenmesi, nüfus ve deregülasyon" olarak sıralamıştır.[28]

AKTİFLERİN FİYATLARI VE PARA POLİTİKASI

Japonya'da balonu patlatan, Bank of Japan'in özellikle 1986'dan sonra iskonto oranlarını düşürmesi olmuş ve bu indirimler diğer G-7 ülkeleri tarafından Japonya'da fiyatların genel düzeyinin istikrarlı oluşuyla gerekçelendirilip teşvik edilmişti. Japonya'da mal ve hizmet fiyatları büyük oranda yenin değer kazanması sebebiyle düşük kalmıştı. 1985'te bir dolar 240 yen iken 1986'da 170'e, 1987'de 145'e ve 1988'de 128 yen'e düşmüştü. Ulusal paranın değer kazanması fiyatları aşağıda tutar, bazen de düşürür ve genellikle dış ticaret dengesini olumsuz etkiler. Fakat her ne kadar biraz düşürülmüş olsa da, Japon tasarruf oranları o kadar yüksekti ki, cari denge artarken, ABD karşısındaki dış ticaret dengesi sabit kalmıştı.[29]

---

27 "Erosion in Japan's Foundation: Real Estate Crash Threatens the Entire Economy", *New York Times*, 4 Ekim 1995.

28 David Asher ve Andrew Smithers, "Japan's Key Challenges for the 21st Century", SAIS (School for Advanced International Studies) Policy Forum Studies, Nisan 1998.

29 Keizai Koho Center, *Japan 1994*, Şemalar 5-0, s.52 ve 4-19, 44.

Çoğu merkez bankası temel para politikası hedefi olarak fiyat istikrarını seçer.[30] Bunu ölçerken toptan eşya fiyat endeksi, tüketici fiyat endeksi veya gayri safi yurtiçi hasıla deflatöründen hangisini seçtiği çok önemli değildir. Bununla beraber, hisse senedi ve/veya gayrimenkul piyasasındaki balonun patlaması genel olarak bankaların ödeme gücünü etkilerse, o zaman merkez bankasının aktif fiyatlarına da dikkat etmesi gerektiğini söylemenin bir temeli olur. Bir görüşe göre, aktif fiyatları fiyatlar genel seviyesine dahil edilmelidir, çünkü etkili piyasaların hâkim olduğu bir dünyada aktif fiyatları, gelecekteki fiyatların ve tüketimin ne olacağı konusunda fikir vermektedir.[31] Fakat bu düşünce, aktif fiyatlarının elbette çoğunlukla dar bir aralık içinde asli unsurlar tarafından belirlendiğini ve sonunda patlayacak olan bir balona giden sürü psikolojisinden etkilenmeyeceğini varsaymaktadır.

C. E. V. Borio, N. Kennedy ve S. D. Prowse'tan oluşan bir Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ekibi, mal ve hizmet fiyatlarından ayrı olarak bir aktif-fiyat endeksi oluşturdu. Elbette bu endeksi oluşturmanın en iyi yönteminin ne olduğu, ticari ve yerleşimle ilgili gayrimenkuller gibi bileşenlere ait dataların tüm ülkeyi temsil edip etmediği ve tüm endekse uygun şekilde ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmadıkları soruları sorulabilir.[32] Bu endekslerin ve gerçek anlamda bileşenlerin grafikleri, Bario ve meslektaşları tarafından çoğunlukla verilerin ulaşılabilir olduğu G-7 ve İskandinav ülkelerinden oluşan 13 ülke için sağlanmış ve dikkat çekici şekilde öz sermayeleriyle iki tip gayrimenkul arasında benzerlikler bulunduğu ortaya konmuştur.[33] Elbette farklılık gösterenler de vardır: Ticari gayrimenkul ABD ve İsveç'te 1985'ten itibaren azalmış ve

---

30 Bkz. C. E. B. Borio, N. Kennedy ve S. D. Prowse, "Exploring Aggregate Price Formation across Countries: Measurement, Determinants and Monetary-Policy Implications", *BIS Economic Papers*, no.40 (Bahar 1994), s.46: "Para politikasının birincil hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği genel kabul görmüştür."

31 Bkz. Armen A. Alchian ve Benfamin Klein, "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, cilt 5, no.1 (Şubat 1973), s.172-91.

32 Finansal bir varlık olarak görülmekten ziyade içinde oturulduğundan (tüketildiğinden) meskenlerin toplamının % 70'ine yakınını oluşturduğu iddia edilebilir.

33 Borio vd., "Exploring Aggregate Price Fluctuations", grafik A.1, s.72-74.

Hollanda'daki gayrimenkuller öz sermaye ile aynı yolu izlememiştir. Yine de diyagramlar büyük oranda bu bölümün ana fikrini özetlemektedir: Bir piyasadaki çılgınlık ve panikler diğerlerine de bulaşır.

Hepsinden önemlisi, hisse fiyatlarının Finlandiya, Japonya ve İsveç'te 1980'den 1990'a veya 1989'da beş kat arttığını gösteren diyagramların, balonların olmadığı, aktif fiyatlarının etkin-piyasa hipotezine uyduğu ve asli unsurları yansıttığı fikirlerini belki de ortadan kaldırabilecek olmasıdır.

SEKİZİNCİ BÖLÜM

Uluslararası Salgın

KRİZ SORUMLULUĞUNUN PAYLAŞILMASI

Yaygın bir tarihsel görüş krizin sorumluluğunu belli coğrafyalara yükler. Örneğin Başkan Hoover 1929 krizinin sorumlusunun Avrupa olduğunda ısrarcıydı. ABD'nin bazı hataları, özellikle borsa spekülasyonunu kabullenmesine hazırsa da, buğday, kauçuk, şeker, gümüş, çinko ve bir ölçüde pamuğun aşırı üretiminden tüm dünyayı sorumlu tutmuştu. Yine de kartelleriyle en başta hata Avrupa'nın ve "bu meseleyle yüzleşme cesareti olmayan Avrupalı devlet adamlarınındı."[1] Öte yandan Friedman ve Schwartz'a göre altın-kambiyo standardı uluslararası finansal sistemi kırılgan hale getirdiyse de kriz ABD'de oluşmuştu. İlk kritik olay –borsanın çöküşü– ve para stoğunu 1930'ların sonunda azaltmaya başlayan gelişmeler zinciri, daha çok şekilde ABD'ye aitti.[2]

Daha önce 1837'de Başkan Jackson o yılki krizin bedelini ABD ve İngiltere arasında eşit şekilde paylaştırmıştı:

---

1 Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover* (New York: Macmillan, 1952), cilt 3, s.61-62.

2 Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), s.359-60.

> Samimi araştırmaların her iki ülkedeki çalkantının nedenlerinin özde aynı olduğu fikrine direnmesi pek de mümkün görünmemektedir. Her ikisi de yakın zamanda açıkça görünür şekilde en yüksek refah seviyesine çıkmış dünyadaki en tüccar iki ulus, ulusal bir felaket olmaksızın aniden bu alanda duraklamış, rahatsızlık ve sıkıntıya düşmüştür. Her iki ülkede de aynı para bolluğuna ve diğer kredi kolaylıklarına, aynı spekülasyon ruhuna, aynı kısmi başarıya, aynı zorluklara ve tersliklere ve sonunda aynı karşı konulmaz felakete tanık olduk.[3]

1987 krizi çağdaş bir iktisatçının genel olarak görülebilecek benzer bir değerlendirme yapmasına yol açmıştır: Her ne kadar 1836-37 paniğini yirmi yıl sonra değerlendiren gözlemciler Amerika'da başladığı ve ABD ile ticaret yapan kurumlarla[4] sınırlı kaldığı için bu paniğe "Amerikan paniği" adını verseler de, Matthews "kendi bireysel aşamalarında veya bir bütün olarak bu döngüde herhangi bir ülkeye nedensel öncelik atfeden değişmez hatlar çizmeye çalışmayı boş bir çaba" olarak nitelemektedir.[5]

Yine Friedman ve Schwartz 1920-21 durgunluğu için altın hareketlerini kanıt olarak göstererek ABD'yi sorumlu tutma eğilimindedir.[6]

Başka bir gözlemci buna karşı çıkmaktadır:

> (Ekonomik aktivitelerdeki ilk savaş sonrası düşüş) nasıl ortaya çıktı?.. Sanırım cevap şöyle olmalıdır: Bu ekonomik olarak hâkim iki ülkenin, ABD ve İngiltere'nin başlattığı bilinçli politikayı resmi olarak ilk açıklayan şüphesiz İngiltere'ydi. Öte yandan ABD'nin politikası tesadüfen daha fazla ağırlık kazanmış olmalıdır.[7]

---

3 Leone Levi, *History of British Commerce* (Londra: John Murray, 1872), s.234'te alıntılamıştır.

4 S. Saunders, D. Morier Evans'ın, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Sock Exchange Panic of 1859* (1859; yeni baskı New York: Augustus M. Kelley, 1969), s.13'te alıntılamıştır.

5 R. C. O. Matthews, *A Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1982-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), s.69.

6 Friedman ve Schwartz, *Monetary History*, s.360.

7 Jorgen Pedersen, "Some Notes on the Economic Policy of the United States During the Period 1919-1932", Hugo Hegelund, ed., *Money, Growth and Methodology: Papers in Honor of Japan Åkerman* içinde (Lund: Lund Social Scence Studies, 1961); J. Pedersen, *Essays in Monetary Theory and Related Subjects* (Kopenhag: Samfundsvienskabeligt Forlag, 1975)'de yeniden basıldı, s.189.

Pek az kriz tamamen ulusaldır (1869'da ABD'de altın para farkından kaynaklanan kriz, 1879 City of Glasgow Bank krizi, 1882'de Fransa'da Union Générale krizi) Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki yarım asırda, 1879, 1887 ve 1908'de yaşandığı gibi Kanada'da finansal krizler çok sık yaşanıyordu fakat bu krizlerin Batı Avrupa, İskandinavya ve ABD'yi birlikte saran finansal akımlarla çok gevşek bir ilişkisi vardı.[8] Bu örneklerde coğrafi nedensellik meselesi ortaya çıkmamaktadır. Uluslararası krizlerden bir veya daha fazla ülke belli sebeplerle devredışı kalmış olabilir. 1873'te Fransa'nın pozisyonu böyleydi, çünkü Fransız-Prusya tazminatını transfer çabası içinde 1871 ve 1872'de ciddi deflasyona maruz kalmıştı. 1847'de Fransa, demiryolu spekülasyonundan, Avrupa'dan gelen patates hastalığından ya da Avrupa'da kopan buğday gürültüsünden etkilenmeden önce de ABD'nin durumu böyleydi. Üstelik bazı bölgelerin büyük fırtına merkezleriyle ilişkisi belli vakalarda belirsizdir. Örneğin Köln'ün 1848'de Londra-Paris kriziyle veya İtalya'nın 1866 ve 1907 krizleriyle ilişkisi böyledir. Bununla beraber uluslararası finansal yapıların içinde oluşan krizler çoğunlukla ülkeden ülkeye sıçrayacaktır. Juglar,[9] Mitchell[10] ve Morgenstern[11] gibi gözlemciler, finansal krizlerin ister ülkeden ülkeye paralel işlemeleri, ister başladığı merkezden şu veya bu vasıtayla diğer ülkelere yayılmaları şeklinde olsun, uluslararası nitelik taşıdıklarını tekrar tekrar gözlemlemişlerdir.

Mal fiyatlarının uluslararası piyasalarda birlikte yükselip düştüklerini söylemeye gerek bile yoktur. Dikkate değer olan şudur ki, menkul kıymet fiyatları, sadece birkaç menkul kıymeti uluslararası ni-

---

8 R. T. Naylor, *The History of Canadian Business, 1867-1914*, cilt 1, *The Banks and Finance Capital* (Toronto: James Lorimer & Co., 1975), s.130.

9 Clément Juglar, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, (New York: Agustus M.Kelley, 1967), s.xiv, 17, 47, 149 ve kitapta çeşitli bölümler.

10 Willard L. Trorp'un giriş yazısı, *Business Annals* (New York: National Bureau of Economic Research, 1926), s.88-97.

11 Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1959), bölüm 1, özellikle 6. kısım, 1893'ten 1931'e kadar borsa panikleriyle ilgili olarak bkz. Tablo 139, s.546-47 ve şema 72, s.548.

telik taşıdığında bile aynı şekilde hareket ederler, yani çeşitli piyasalarda alınıp satılırlar ve fiyatları arbitraj sayesinde birleşmiştir. 1929'da tüm borsalar aynı anda çökmüştü. Aynı şey Ekim 1987'de –belki krizden en az etkilenen Tokyo borsası hariç– büyük oranda gerçekleşmişti. Sıradan bir gözlemciye, Tokyo borsası o sırada hepsinden daha fazla değerlenmiş görünüyordu. 1987 ve 1990'da Tokyo ve New York'takiler hariç, finansal piyasaların 1920'lerde 1980'lerdeki kadar iç içe geçmiş olmadığı düşünülse de, hisse senedi fiyatlarının 60 yıl sonra bile benzer şekilde hareket etmiş olması dikkat çekicidir. Yine farklı ulusal piyasalardan alım yaparak portföyünü çeşitlendirmek isteyen yatırımcıların bunu başaramaması da dikkat çekicidir. Bu özellikle 1990'dan beri doğrudur. İzleyen on yılda Japonya'da yaşanan sıkıntılar ABD'dekiyle aynı değildi. 1994-95'teki Meksika krizi Brezilya ve Arjantin'i tehdit etmiş fakat Arjantin en azından dik durmayı başarmıştı. 1997-98 Doğu Asya Krizi ise ABD'ye ve İngiltere'ye uğramamış ama 1998'de Brezilya'ya ve dev bir adımla Rusya'ya sıçramıştır. Avrupa ülkeleri çoğunlukla ne Doğu Asya krizinden ne de Wall Street'teki yükselişten etkilenmemişlerdir.

AKTARIM MEKANİZMALARI

Hızlı yükseliş, sıkıntı ve panik çeşitli kanallarla ulusal ekonomiler arasında aktarılır: Bunlar arasında mal veya menkul kıymetlerde arbitraj (fiili alım satımı olmadan bir piyasadaki fiyatların diğer bir piyasadaki fiyatlar değiştiğinde artıp azalması), çeşitli şekildeki para hareketleri –madeni para, banka mevduatı, kambiyo senedi, karşılıksız arbitrajla değiştirilen faiz oranları, para otoriteleri arasında işbirliği ve kolayca ihmal edilen saf psikoloji– sayılabilir.[12] Üstelik bu kanallar çeşitli şekiller alabilir ve birbiriyle çok değişik yollarla bağlantılı olabilir. Analizle ilgili birkaç paragraftan sonra örneklere geçeceğiz.

Bir ülkedeki hızlı yükseliş ve panik, Üçüncü Bölüm'de tartışı-

12 Bkz. Martin Feldstein'ın editörlüğündeki *The Risk of Economic Crisis* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), s.128-32'de benim "The International (and Interregional) Aspects of Financial Crises" isimli çalışmam.

lan tamamen psikolojik kanallar aracılığıyla, genellikle diğerinde de hızlı bir yükseliş ve paniğe yol açar. Büyük bir balonun ülkedeki diğer balonları beslemesi gibi, bir finansal piyasadaki balonlar diğer ülkelerde balonların üremesine yol açar. Panik de psikolojik kanallarla seyahat eder.

Mal bağlantıları mal ticaretinde bir değişimi içerebilir de içermeyebilir de. 1830'larda bir ülkede pamuk üretimi tırmandığında diğer ülkelerde de yükselir, düştüğünde de, 1864'ten sonra olduğu gibi tüm dünyada düşerdi. Verili bir malın –özellikle de buğday ve pamuk gibi çok fazla ticareti yapılanlar– fiyatındaki düşüş, piyasaların kırılganlığına ve spekülatörlerin faaliyetlerine de bağlı olarak, arz ve talepteki değişikliklerin başlangıç yerinden uzakta iflaslara ve bankaların batışına neden olabilir.

Aynı şey tahviller için de geçerlidir. Uluslararası ticareti yapılan tahvillerin fiyatları tüm dünyada yükselip düşebilir; fakat ulusal tahvil fiyatları da psikolojik bağlantılar veya kısa vadeli sermaye hareketleriyle aktarılan faiz oranları üzerindeki etkilerle, ticarete konu olmaksızın aynı anda yükselip düşebilir.

Para tarafında ise, eski altın veya gümüş maden yataklarının bulunmasına veya tükenmesine ya da arzı sabit kaldığı halde kredi ve fiyatların değişimine bağlı olarak, reel para arzında artma ya da azalma olabilir. İlave olarak, Dördüncü Bölüm'de tartışıldığı gibi, altın-kambiyo standardı ya da Avrupa para piyasası gibi diğer aracılar vasıtasıyla uluslararası finansal genişleme olabilir. Verili bir ülkede para arzı şişkinliği olduğunda büyüme dışarıya sermaye akışıyla aktarılabilir; bu kısa vadede ülke içindeki enflasyonu sona erdirebilir de erdiremeyebilir de. Sermaye akışı savaş, devrim, yeni pazarlar, yeni icatlar, vb. gerçek nedenlere olduğu gibi, politika değişikliklerine (parasal, finansal vs.) ya da döviz dengelerinin bozulmasına ve döviz spekülasyonuna da dayalı olabilir.

Aradaki bağlantılar için, banka iflaslarını, bankaların işlemlerini durdurmasını ve para arzındaki değişimleri düşünelim. Bunlar, dövizin değer kazanması ve deflasyon ya da dövizin değer kaybetmesi ve

enflasyon ile ilişkilidir. Örneğin Friedman ve Schwartz "banka iflasları serisini (ABD'deki) dışarıdan o andaki büyük bir etkiye bağlamak zordur"[13] derler. Ama bence bu kolaydır. 1930'ların başında Arjantin, Uruguay, Avustralya ve Yeni Zelanda paralarındaki değer kaybı ABD'de buğday fiyatlarının düşmesine yardımcı oldu.* Buğday fiyatlarının düşmesi, mısır ve öteki besinlere de sıçrayarak özellikle 1930'da Missouri, Indiana, Illinois, Iowa, Arkansas ve Kuzey California'da çiftçilerin ve çiftlik bölgesindeki bankaların batmasına yol açtı.[14]

Hızlı yükselişler ve çöküşler uluslararası alanla ilişkilidir fakat mesele bazen bundan daha karmaşıktır: Bir ülkedeki hızlı yükseliş dışarıya verilen borçları kesebilir, bu da krediyi alan ülkedeki yatırımları sekteye uğratır. Berlin ve Viyana 1872'de New York'a borç vermeyi kestiklerinde olan buydu; 1928'in ikinci çeyreğinde New York Borsası'ndaki hızlı yükseliş yabancı bonoların fiyatlarının artmasına yol açmış ve Ekim 1929'dan çok önce büyük borçlanıcıları (Almanya, Avusturya ve Latin Amerika) bunalıma sokmuştu. 1981'de Üçüncü Dünya'ya verilen sendikasyon kredilerinin çökmesi ise Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'yı bunalıma sürüklemişti.

Salgına maruz kalan ülkelerde dikkati çeken benzer bir balon vakası, 1980'lerin ve 1990'ların başında İskandinavya'da, özellikle de sermaye piyasalarında görüldü. Reel endeksler, yani enflasyondan arındırılmış endeksler 1980'de 100 iken, 1990'da Norveç ve Danimarka'da 300'ün üzerine, 1987 ve 1988'de sırasıyla İsveç ve Finlandiya'da 500'e yükseldi.[15]

(*) 1971'den sonra keşfettiğimiz gibi, enflasyonlu bir dünyada bu durum, paraları değer kaybeden ülkelerde fiyatları yükseltecektir, deflasyonun kenarında duran bir dünyada ise parası değer kaybeden ülkede fiyatları düşürecektir.

13 Friedman ve Schwartz, *Monetary History*, s.360.

14 *A.g.e.*, s.308.

15 Bkz. C. E. V. Borio, N. Kenndey ve S. D. Prowse, "Exploring Aggregate Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants ve Monetary Policy Implications", *BIS Economic Papers*, no.40 (Nisan 1994), grafik A1, s.74.

KIPPER UND WIPPERZEIT

Bu patolojik finansal görünüm, finansal krizin banka kredisi olmadan sadece metal parayla da mümkün olduğu ispatlandığından oldukça ilginçtir. Prensler, başrahipler, piskoposlar, hatta Kutsal Roma İmparatorları, mevcut paranın ölçü birimini yükseltme, değerli metali daha değerli parayla değiştirme veya ağırlığını azaltma –bu 1918'de patlak veren Otuz Yıl Savaşları'na yol açmıştır– yöntemleriyle, etkili bir vergi sistemi geliştirmişler ve sermaye piyasasının olmadığı zamanlarda daha fazla senyoraj geliri elde etmek için günlük işlemlerde kullanılan paraların değerini düşürmüşlerdi. Paranın değerinin düşürülmesi başta herkesin kendi ülkesiyle sınırlıydı. Fakat daha sonra bir ülkedeki kötü paraları öbür ülkeye götürüp orada cahil halkın iyi parasıyla değiştirip tekrar kendi ülkesinde kötü paralarla değiştirerek kazanç sağlanabileceği anlaşıldı. İlk zararın yüklendiği bölge kendini savunmak için paranın değerini düşürüyor ve komşusuna dönüp zararını çıkararak kendi savaş fonunu oluşturuyordu. Darphane sayısı gittikçe daha arttı. Günlük işlemlerde kullanılan paralar neredeyse tamamen değersiz hale geldi. Tolstoy'un kısa hikâyesi "Aptal Ivan"da anlatıldığı gibi çocuklar sokakta bu paralarla oynamaya başladıktan sonra, bu süreci durdurma çağrısı yapılıncaya kadar paranın değer kaybı hiper denebilecek hızda arttı.

Ben burada bu sürecin yayılmasıyla ilgileniyorum. Özgür Berlin Üniversitesi'nden Prefesör Wolfram Fischer'in değerli yardımlarıyla elde ettiğim bazı yerel kaynaklar düşük paranın yayılmasının önce İtalya'da başladığını ve oradan da Constance Gölü'ndeki Chur Piskoposu vasıtasıyla güney Almanya'ya ulaştığını ortaya koyuyor. Ulm'deki aynı kaynak ise Strasbourg'u da içine alan Yukarı Rhine Muhiti'nde sahte para basımının çok abartılı boyutlarda olduğunu iddia ediyor. 1600'lerde küçük çaplı başlayan paranın değerini düşürme işi yavaş yavaş büyüyüp 1618'den sonra hız kazanmış ve yalnızca Almanya'ya değil, daha sonra isimleri Avusturya, Macaristan ve Çekoslovakya olacak yerlere, hatta Polonya'ya ve bazı görüşlere göre Rusya'daki Lvov yoluyla Yakın ve Uzakdoğu'ya da yayılmıştı.[16]

16 C. P. Kindleberger, "The Economic Crisis of 1916 to 1623", *Journal of Economic History*, cilt 51, no.1 (Mart 1991), özellikle, s.159-61.

SOUTH SEA VE MISSISSIPPI BALONLARI

Åkerman 1720 krizine ilk uluslararası kriz demektedir çünkü Fransa'da ve İngiltere'de 1717'den 1720'ye kadar süren spekülasyon Hollanda'nın ve Kuzey İtalya'nın şehirlerinde olduğu kadar Hamburg'da da yankı bulmuştu (Åkerman daha önceki bir paragrafta benim on beş standart uluslararası dalgalanma dediğim şeyin 1825'le birlikte başladığını söylemektedir).[17] South Sea ve Mississippi balonları pek çok yönden birbirleriyle bağlantılıdır. Daha 1717'de İngiliz yatırımcılar John Law'un banka ve şirketlerinin hisselerinin alınıp satıldığı Paris'teki Rue de Quincampoix'daki gelişmeleri takip ediyorlardı. Mayıs 1719'da Paris'teki İngiltere Büyükelçisi Stair İskoçya'daki dostları ve akrabalarından kendileri adına Compagnie des Indes'in hisselerini almaları için yalvaran mektuplar alıyordu. İngiliz soyluların da bulunduğu otuz bin yabancı şahsi olarak taahhüde girmek için Paris'e akın etti. Mayıs'ta Büyükelçi Stair, John Law ile rekabet etmek ve İngiltere'den Paris'e sermaye akışını durdurmak üzere bir şeyler yapması için hükümetini uyardı. Law'ın sistemi Aralık 1717'de zirveye çıkarken, Chandos Dükü'nün de aralarında bulunduğu bazı spekülatörler South Sea hisselerini satıp Mississippi hisseleri aldılar.[18]

İngilizler Paris'te Mississippi hisseleri alırken pek çok Kıtalı (Kıta Avrupa'sından olan –ç.n.) Londra'da South Sea hissesi aldı. Sir Theodore Janssen'in elinde, Cenevre, Paris, Amsterdam ve Lahey'den taahhütte bulunanların uzun bir listesi vardı. Lambert'in Fransızlardan oluşan listesinde daha önce belirtildiği gibi 500 poundluk taahütte bulunup, "Dünyanın büyük bölümü çılgınca davrandığında belli ölçüde onları izlemek gerekir" diyen banker Martin de vardı. Berne Kantonu'nda 200.000 poundluk kamu fonuyla spekülasyon yapanlar erken davranıp Temmuz'da hisselerini satınca 2 milyon pound kâr ettiler.[19]

---

17 John Åkerman, *Structure et cycles économiques* (Paris: Presses universitaires de France, 1957), cilt 2, s.247, 255.

18 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londra: Cresset Press, 1960), s.84, 94, 100, 101.

19 *A.g.e.*, s.151,160-1, 166. Bununla ilgili birtakım şüpheler olabilir. P. G. M. Dickson Berne Kantonu'nun 1750'de hâlâ South Sea ödeneklerinin 287.000 poundluk kısmını elinde bulundurduğunu iddia ediyordu, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756* (New York: St. Martin's Press, 1967), s.90.

Amsterdam, Paris ile Londra arasında duruyordu. Böyle yapmakla kazançlı çıkmıştı. Hollandalıların ellerindeki Mississippi Compagnie de Indes hisselerini doğru psikolojik zamanda sattıkları ve çöküşte çok az zarar ettikleri söyleniyordu. Nisan 1720'de belki biraz da erken olarak David Leeuw, South Sea hisselerini satıp Bank of England ve Doğu Hindistan Şirketi hissesi aldı. O ayın sonunda Hollandalı banker Crellius Borsa Sokağı'nın "Sanki tüm delilerin hep birden tımarhaneden kaçtığı bir yere"[20] çok fazla benzediğini soğukkanlılıkla gözlemlemişti. Haziran ve Temmuz'da İngiltere ile Amsterdam arasında gemiler on iki saatlik vardiyalarla çalışmaya başladı. 16 Temmuz'da Borsa Sokağı'ndan yaklaşık 80 Yahudi Presbiteryan ve Anabaptist spekülatör Kıta Avrupasında sigortacılık hisseleriyle spekülasyon yapıp servetlerini düze çıkarmak için Hollanda ve Hamburg'dan yola çıktılar.[21] Sonbaharda Londra ve Kıta Avrupası ortak bir felaket içine düşmüştü. Fransız banker Samuel Bernard, South Sea hisselerini altın karşılığı satmak ve bu altınları Law'ın sistemine karşı çalkantı içinde olan Fransa'ya getirmek üzere Londra'ya gönderildi. Hollanda bankaları "avansları geri çağırıp yeni kredi taleplerini geri çevirerek ve teminat olarak tutulan hisseleri satarak yelkenleri suya indirdi."[22] Nisan'da South Sea hisseleri artıp "Fransa, Hollanda ve bir dereceye kadar Danimarka, İspanya ve Portekiz" alım yaptığında 35-4'ten (gulden-pound oranı) 36-1'e çıkmış olan pound (sterlin) kuru, "yabancılar İngiliz tahvillerine olan ilgilerini kaybedince 1 Eylül'de 33-11'e düştü. Panik en uç noktadayken tekrar artarak 35-2'ye yükseldi.[23]

---

20 Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), s.103, 124.

21 Carswell, *South Sea Bubble*, s.167.

22 *A.g.e.*, s.178, 199. *In The Great Mirror of Folly (Het Groote Tafereel der Dwaasheid), An Economic Bibliographical Study* (Boston: Baker Library, Harvard Graduate School of Business Administration, 1949), Arthur H. Cole Hollanda'da Nisan ve Ekim 1720 arasında Paris ve Londra'nın heyecanının harekete geçirdiği tam teşekküllü bir balon gözlemliyor. Kırk yeni şirket çoğu küçük 30 kente 350 milyon guldenlik hisse satışı yaptı. Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin hisseleri bu dönemde üçe katlandı, Batı Hindistan Şirketi'nin hisseleri ise balon patlamadan önce 40'tan 600'e çıktı (s.5, 6).

23 T. S. Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800* (Oxford: Oxford University Press, Clerendon Press, 1959), s.120.

1763'ten 1819'a

1763 krizi Londra'nın da yardım ve etkisiyle esas olarak Hollanda, Hamburg, Prusya, İskandinavya'yı içine aldı. Yedi Yıl Savaşları Fransa'ya yöneldiğinden kriz Fransa'ya girmedi. Kavrayışı gelişmiş çağdaş gözlemcilerden olan George Chalmers, ABD'deki arazi spekülasyonunun krizde etkisinin olduğunu iddia etmektedir fakat bu iddia, o dönemle ilgili diğer yazılarda desteklenmemektedir.[24] Amsterdam İngiliz müttefiklerine para ödenen bir antrepo olmuştu ve Hollandalılar hem İngiliz hükümetinin tahvillerine hem de *Wisselruitij*'e (borç senedi zinciri) yatırım yaparak kredileri genişletiyorlardı. Borç senetleri DeNeufvilles'in Stockholm, Hamburg, Bremen, Leipzig, Altona, Lübeck, Kopenhang ve St. Petersburg'daki ticaret kurumlarına keşide edilmiş senetlerle zayıf bir temel üzerine bina ettikleri baş döndürücü bir yapıydı. Borç senetlerine ek olarak, Amsterdam piyasasında, gemilerle gönderilen mallar karşılığında senetler dolaşmaya başladı. Savaştan sonra mal fiyatları düşünce (muhtemelen Fransız Batı Hindistan'ından yeniden gönderilmeye başlanan şeker fiyatları) senet fiyatları da düştü ve senetler ödenemez oldu.[25] Hamburg'un DeNeufvilles'e destek sağlanıncaya kadar ödemeleri askıya alacağı konusunda Amsterdam'daki kurumları uyardığı söylenmektedir. Bir görüşe göre mektup çok geç kalmıştı.[26] Bir diğerine göre kurtarma planı başarısız olmuştu çünkü firmanın namı çok kötüydü.[27] Uzun vadede DeNeufvilles borçlarının % 70'ini ödeyebilirlerdi fakat bu ortaya çıkmadan önce kredi verenlerle anlaşmaya varmışlardı. Sonuç olarak, Hamburglu kredi kuruluşlarının bu kadarını bile alabilmek için 1799'a kadar, yani 36 yıl beklemeleri gerekti.[28] Savaşı desteklemek için 1759'da gümüş paranın değerini düşürmüş olan Prusya Kralı II. Frederick eski parayı tedavülden

---

24 George Chalmers, *The Comparative Strength of Great Britain* (Londra, 1872), s.141, Ashton, *Economic Fluctuations*, s.151'de alıntılanmıştır.

25 E. E. de Jong-Keesing, *De Economische Crisis van 1763 te Amsterdam* (Amsterdam, 1939), s.216-17.

26 Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, s.168.

27 De Jong-Keesing, *Economische Crisis van 1763*, s.217.

28 Ernst Baasch, *Hollandische Wirtschaftsgeshicgte* (Jena: Gustav Fischer, 1927).

kaldırıp Hollanda bankerlerinden alınan krediyle Amsterdam'da yenilerini bastırmaya karar verdiğinde öldürücü darbe de geldi.[29] Yenilerini piyasaya sürmeden eskilerini çekmek sistemdeki krediler üzerinde deflasyonist baskı oluşturmuştu.

Daha sonra göreceğimiz gibi Londra Amsterdam'ın imdadına koştu ve böylelikle Hollanda'nın Ruslar ve İskandinavlarla olan ticaretinin ve finasmanının önemli bir kısmını ele geçirdi. Niyetinin tam tersine, Kral Frederick protesto edilmiş senetlerini alarak krizdeki Berlinli tüccarlara yardım etmek zorunda kaldı.[30] 1762 sonbaharının başında İsveç kurumları senetlerinin karşılığı olarak havale ettikleri paralar alıkonurken senetlerinin protesto edildiğinden ve ödenmediğinden şikâyet ediyorlardı. Amsterdam'ın İngiliz hükümetinin tahvillerini satarak kendini kurtarmaya çalışıp çalışmadığı tartışmalıdır. Wilson, Amsterdam'ın Londra'ya krizi bu şekilde bulaştırdığını iddia ediyor. Carter ise transfer defterlerinde satışla ilgili kanıt olmadığında ısrar ediyor.[31]

Örneklere devam edilebilir. 1772 krizi İskoçya ve Londra'dan Amsterdam'a ve oradan da Stockholm ve St. Petersburg'a yayıldı. Paris'ten Londra'ya çok miktarda para akışı, Ocak 1793'te XVI. Louis'nin giyotine gönderilmesiyle zirveye çıkan 1792'deki Terör Dönemi'nde kanal ve taşra bankaları çılgınlığını besledi; *assignat*'lardan (Fransız Devrimi'nde müsadere edilen araziler karşılığı çıkarılan kâğıt para) sonra Consulate döneminde parasal düzen az çok onarıldığında bu değerli maden akışı 1797'de tersine döndü. 1799'da kıta ablukasının yarılmasıyla bağlantılı olan Hamburg-Liverpool krizi ortaya çıktı. Daha sonra 1810 yılında oldukça yerel olduğu düşünülebilecek İngiliz krizine geliyoruz. Bu dönemde İngiliz ihracatçıları önce Brezilya'ya aşırı mal satmışlar ve sonra ablukadan dolayı Baltık'taki çıkış-

---

29 Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4. baskı (1890; yeni baskı, New York: Burt Franklin, 1968), s.87.

30 Stephan Skalweit, *Die Beerliner Wirtschaftskrise von 1763 und ihre Hinterfründe* (Stuttgart/Berlin: Verlag W. Kohlhammer, 1937), s.50.

31 Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, s.168; Alice Clare Carter, *Getting, Spending and Investing in Early Modern Times: Essays on Dutch, English and Huguenot Economic History* (Assen: Van Gorcum, 1975), s.63.

larını kullanamaz olmuşlardı. Fakat bu kriz de Hamburg ve New York'ta yankı buldu.

1816 ve 1819 krizlerinin uluslararası yönü de birkaç cümleyle özetlenebilir. Savaşı 1814'te bitirebilme ihtimali çok miktarda İngiliz ürününün Kıta'ya satılmasına yol açtı. Smart bunu Mississippi ve South Sea balonları gibi çok çabuk patlayan bir ihracat çılgınlığı olarak adlandırmaktadır. Fiyatlar çökünce mallar Kuzey Amerika'ya gönderildi ve ABD'de 1816 gümrük tarifelerinin çıkarılmasına sebep oldu. Bu, paniğin hatta krizin oluşmadığı derin bir depresyondu.[32] 1818 ve 1819'da Atlas Okyanusu'nun her iki yakasında da panik vardı; bunlar şüphesiz birbiriyle bağlantılıydı. Ancak ilişkinin tam mahiyeti açık değildir. İngiltere'de 1919 krizi 1918'deki mal spekülasyonunun çöküşünü ve "açıkça önceki aşırı ticaret döneminde oluşmuş güvensizlik ve sıkıntı"yı takip etti.[33] 1819 yılına, madeni para ödemelerine tekrar başlanması ve Manchester'li işçilerle ailelerinin protestoları esnasında atlı süvarilerin saldırısına uğrayarak en az sekiz protestocunun öldürüldüğü Peterloo katliamı damgasını vurdu. Smart bu yılı "felaket yılı" olarak adlandırmıştır.[34] Amerika'da Second Bank of the United States, şubelerine devlet bankalarındaki bakiyelerinin ödenmesi ve ellerindeki senetlerin tahsil edilmesi emrini verince krizi hızlandırmıştı. Amaç Louisiana Alımı'nı gerçekleştirmek üzere 1803'te Avrupa'dan alınan borçların geri ödemesi için 4 milyon dolarlık madeni parayı bir araya getirmekti.[35] Fakat Second Bank'ın bizatihi kendisi 1811'de tasfiye edildikten sonra 1817'de tekrar oluşturulan bir balondu. Banka, hisse ödemelerinde borç senetlerini kabul eden, mülkiyet yoğunlaşmasını sınırlandıran kanundan kurtulmak için farklı isimlere hisse kayde-

---

32 William Smart, *Ecomic Annals of the Nineteenth Century*, cilt 1 (1911; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1964), s.529-30.

33 Arthur D.Gayer, W. W: Rostow ve Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), cilt 1, s.159.

34 Smart, *Economic Annals*, cilt 1, bolum 31.

35 Murray N. Rothbard, *The Panic of 1819: Reactions and Policies* (New York: Columbia University Press, 1962), s.11.

den, teminatsız kredi veren, hesapların borç bakiye vermesine göz yuman açgözlü ve ahlaksız yöneticiler tarafından idare ediliyordu. Hammond 18. yüzyıl iş hayatındaki temkinli gidişin hızla demokratik bir zengin olma tutkusuna yol açtığını ve bu tutkuyla dolu vicdansız adamların Second Bank'ın kontrolünü ele geçirdiklerini belirtmektedir.[36] Kriz belki bu anlamda uluslararası mahiyet taşımaktaydı.

1825'ten 1896'ya

1825 krizi İngiltere ve Güney Amerika'yı içine aldı; Paris'e kadar taşan kriz Ocak 1828'de orayı da vurana kadar büyüdü. Aralık 1825'te Londra'daki panik Kıta'ya satışları durdurdu. Bu, Paris, Lyons, Leipzig ve Viyana'daki bankaları da etkiledi ve bu merkezlere bağlı olan İtalya ve diğer piyasaları alımlarını azaltmaya zorladı. Alsace'ın tekstil üretim merkezlerindeki sorunlu senetlerinden kaynaklanan sıkıntı geneldi; firmalarda nakit azdı. Fakat 9-10 milyon, hatta 15-16 milyon franka varan borç senetleri çıkararak varlıklarını devam ettirdiler. Paris bankalarının Alsace'ın borç senetlerini yenilemeyi reddetmesi üzerine bu yapı Aralık 1827'de yıkılınca, Güney Amerika hisselerinin aşırı ticareti sonucunda oluşan Londra krizi Kıta Avrupasına da ulaştı.[37]

Åkerman "Anglo-Fransız" olarak adlandırdığı 1847 krizinin tersine, 1825 ve 1836 krizlerini "Anglo-Amerikan" olarak isimlendirmektedir.[38] Fakat biraz önce gösterdiğimiz gibi 1825 krizi aslında Fransızları da kapsıyordu ve ilk iki kriz farklı yönlerden Anglo-Amerikan'dı: 1825 krizi Anglo-Güney Amerikan, 1836 krizi ise Anglo-ABD idi. Ayrıca 1836 krizinde durum 1825'tekinden çok daha karmaşıktı.

Daha önce belirttiğimiz gibi Başkan Jackson 1836'dan 1839'a kadar süren krizin sorumluluğunun İngiltere ile ABD arasında paylaş-

---

36 Bray Hammond, *Bank and Politics in America from the Revolution to the Civil War* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1957), bölüm 10, özellikle s.253-62.

37 Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la prèmiere moitié du XIX siècle* (Paris: Press universitaires de France, 1964), s.464-79.

38 Åkerman, *Structure et cycles économiques*, s.294.

tırılması gerektiğini düşünürken, Matthews nedensel öncelik atfedilmesini boş bir çaba olarak görüyordu. İki ülkedeki parasal genişleme çok farklıydı. İngiltere'de 1826 ve 1833'teki yeni yasamadan itibaren yeni anonim ortaklı bankalar kurulurken, ABD'de gümüş ithalatının yardımıyla kuralsız bankacılık başlamıştı. İngiltere'de spekülasyon nesneleri pamuk, pamuk tekstili ve demiryolları iken ABD'de pamuk ve özellikle de pamuk üretimine elverişli arazilerdi. Üstelik İngiltere'deki Anglo-Amerikan kurumları İngiltere'nin ABD'ye ihracatını finanse ediyorlardı. Hem bu yüzden hem de pamuktaki bağlantıdan hareketle iki piyasa birleşmiş olarak görülebilir.

Bank of England'ın iskonto politikasının gelişimi üzerindeki etkilerine vurgu yapılarak genelde bu terimlerle tartışılsa da kriz kesinlikle sadece bir Anglo-Amerikan krizi değildi.[39] Hawtrey bu krizin 1836 ve 1837'de İngiltere'de patladığını, sonra ABD'ye yayıldığını ve Mayıs 1838'de tekrar İngiltere ve ABD'ye geri döndüğünü belirtiyor.[40] Bu iddia biraz fazla basitleştirilmiş görünüyor. ABD'deki kriz ithalat hacmindeki azalma, fiyat düşüşleri ve bir dizi finansal kanal yoluyla Fransa ve Almanya'yı doğrudan etkiledi. Lyons ipek çıkış yollarının kaybedilmesinin etkisini hemen hissetti. Frankfurt ve Leipzig'deki fuarların başarısı için Amerika'nın alımları önemliydi. Alımların finansmanını büyük ölçüde Londra'dan sağlayan Amerikan komisyon kurumları ve aynı şekilde hareket eden Amerikalı banker Samuel Welles henüz 1837 baharında iflas tehlikesiyle karşı karşıya kalmışlardı.[41] Bir Fransız bankası olan Maison Hottinguer, Bank of the United States'ten Nicholas Biddle'a pamuk üretiminde tekel olması için yardım etti. Tekel bir Anglo-Fransız boykotuyla 1838 Kasım'ında yıkılmadan önce o yılın yazında ve sonbaharında Manchester, Roven ve Alsace'taki pamuk ipliği üreticilerini batırmıştı.[42] Onbirinci Bölüm'de göreceğimiz

39 Maurice Lévy-Leboyer, "Central Banking and Foreign Trade: The Anglo-American Cycle in the 1830s", C. P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue, ed., *Financial Crises: Theory, History and Policy* içinde, (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s.66-110.

40 R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 3. baskı (New York: Longmans, Green, 1927), s.177.

41 Lévy-Leboyer, *Banques européennes*, s.570-83.

42 Juglar, *Crises commerciales*, s.414.

gibi, Bank of France, Bank of England'ın imdadına koştu. 1830'lar itibariyle finans dünyası sadece İngiltere ve ABD arasında değil, aynı zamanda her ikisiyle de yakın ilişkide olan Fransa da dahil ticaret, mal fiyatları ve sermaye hareketleri bağlamında karmaşık ve Atantik ötesi ilişkilere sahipti.

Altıncı Bölüm'de belirtildiği gibi Ocak 1847'de Londra'da demiryolundan gelen çağrılarla (sermaye çağrıları) sıkıntı arttı ve krizin kendisi yazın sonunda geldi. Åkerman'ın belirttiği gibi bu bir Anglo-Fransız kriziydi fakat İngiltere-Hindistan ticaretinde, Amsterdam'da, Benelüx ülkelerinde, bir dereceye kadar Almanya'da ve hatta New York'ta yankı buldu. Krizin yayılmasıyla ilgili bazı fikirler Evans'ın bir araya getirdiği iflas kayıtlarından elde edilebilir. Maalesef bunlar önemleri hakkında daha iyi fikir verebilecek olan batık banka ve firmalara ait malların hacminden ziyade sayılarından oluşmaktadır. Diğer ülkelere göre İngiltere'ye ait veriler daha tam görünmektedir. Evans ise şüphesiz bir İngiliz gözüyle bakıldığı anlaşılan "başlıca yabancı iflaslarını" vermeyi tercih etmiştir. Ciddi pek çok eksikliğine rağmen aylık iflaslardan oluşan bir tablo, krizin şok dalgasının nasıl yayıldığı hakkında faydalı bir izlenim vermektedir. Fransa ve Almanya'daki devrim muhtemelen Evans'ın verilerinde tam olarak kaydedilmemiş olan Mart ve Nisan 1848 tepkilerini yarattığında, İngiltere'deki kriz Londra hariç hemen hemen bitmiş görünmektedir.

İlgilenmeye değer diğer bir konu da Alman bankacılığının gelişmesinde rolü olan A. Schaaffhausen Bank of Cologne'un 29 Mart 1848'de (Evans'ın kaydettiği gibi Nisan'da değil) iflasıdır. Durumu kurtarmak için Prusya hükümeti kredi genişlemesine karşı mevcut politikaya rağmen bankanın bir anonim ortaklı şirkete dönüşmesine izin verdi. Bu olay 1850'lerde Almanya'nın büyümesine önemli etkileri olan Alman bankalarının ciddi olarak genişlemesinin de yolunu açtı.[43] Evans'ın da dikkat çekici şekilde belirttiği gibi, Köln bir Lonca şehri olduğundan bankanın Londra-Antwerp-Hamburg-Bremen-Le Havre-

43 Richard Tilly, *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815-1870* (Madison: University of Wisconsin Press, 1970), s.112.

Marsilya'dan geçen tüccar bankacılık ağına bağlı olması beklenebilir. Bununla birlikte Köln hakkında bulabildiğim Almanya'ya ait olmayan tek bahis Schaaffhausen Bank'ın isminin bu listeye dahil edilmesidir. Yerel bir kaynak Köln'ün Hollanda, Brabant, Fransa, Doğu ve Yukarı Almanya arasındaki ticaretin kesiştiği noktada bulunduğunu ve şehirde 1825 İngiliz krizinden dolayı pek çok iflas yaşandığını belirtiyor. Bununla birlikte kaynak, Latin Amerika'dan bir miktar deri ithalatının finansmanından başka çoğu bankacılık finansmanının yerel olduğunu ve ağır sanayiyi finanse ettiğini de kabul ediyor. Johann Wolter ve Abraham Schaaffhausen önce Amsterdam kanalıyla, sonra doğrudan İspanya'dan Latin Amerika derisi satın alarak ticari hayatlarına deri tüccarı olarak başladılar. Oğul Abraham bir tüccar, komisyoncu, taşımacı ve uluslararası bağlantıları olan bir bankerdi. 1848'deki sorunlar büyük oranda şehirdeki gayrimenkul spekülasyonundan kaynaklanıyordu. Bankanın portföyünün hemen hemen dörtte biri sahip olunan arazilerden ve tek bir müteahhite verilen kredilerden oluşuyor ve ikisinin toplamı 1,6 milyon *thaler*'i bulunuyordu. Bankanın sermayesi ise 1,5 milyon *thaler*'di. Toplumsal huzursuzluk başlayıp mevduat sahipleri nakit istemeye başlayınca banka önce Hollandalı bir ortak edindi, sonra Prusya Bankası'nın Köln'deki şubesinden, aynı bankanın Münster şubesinden, Prusya Seehandlung'dan (diğer bir devlet finansal aracı kurumu) ve Prusya Piyango kuruluşundan yardım aldı. A. Schaaffhausen'in A. Schaaffhausen'scher Bankverein'a dönüşmesine izin verilmesi, anonim ortaklı bankalarının inşaat sitelerine ve diğer tüm spekülasyon alanlarına yatırım yapmasının yasak olmasıyla ilişkili olabilir.[44]

1857 paniğine götüren hızlı yükseliş dünya çapındaydı ve kesinlikle fazlasıyla açıklanmıştır. California (1849) ve Avustralya'da altın madenlerinin bulunması bu ülkelere ihracatı hızla arttırdı ve Avrupa ile ABD'nin kredi tabanını genişletti. Eğer Hindistan ithal ettiğinden çok daha fazlasını ihraç ediyor olmasaydı ve 1848 devrimleri sebebiy-

---

44 Alfred Krüger, *Das Kölner Bankiergewerbe vom Ende de 18.Jahrhunderts bis 1875* (Essen: G.D. Baedeker Verlag, 1925), s.12-13, 35, 49, 55-56, 203-3. Bana bu referansı Prof. Richard Tilly verdi.

TABLO 8.1
1847-48 Krizinde Bildirilen İflaslar, Şehir Bazında (İflas Sayısı)

	1847					1848								
Şehir	Ağus.	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	May.	Haz.	Tem.	Ağus.	Ek.-Ar.
Londra	11	19	21	25	7	3	7	3	1	8	2	1	1	1
Liverpool	5	4	28	10	4		3						1	
Manchester		6	11	8	1				1					
Glasgow	2	4	6	9	7	6				1				
Diğer İngiliz şehirleri	2	4	16	7	7	2		1	1					1
Kalküta					1	11	5		1	2				1
İng. İmp'nun diğer şehirleri											1	2	1	4
Paris		1				2	1	14	2					
Le Havre				1			1	5	2					
Marsilya		1			1	1		2	13					
Fransa'nın diğer şehirleri			2			1		1		1	1			
Amsterdam				3	1	1		14	4		1			
Diğer Benelüx ülkeleri	1		1	4				4		1	1			
Hamburg	1			2		1			7	4	3	1		
Frankfurt					3	1			1					
Berlin								3	4	1				
Almanya'nın diğer şehirleri		2			1		1		6					
İtalya		3		7	1									
Avrupa'nın diğer şehirleri		1		3	2	1	1		1	1				
New York		1		3	1				1	5				4
Diğer ABD şehirleri														7
Diğer yerler		1			1					2	1			2

Kaynak: D. Morrier Evans'ın *The Commercial Crises, 1847-48* (1849; tekrar basım, New York: Augustus M. Kelley, 1969), s.69, 74, 91-92, 103-4, 105-6, 112-113, 118-120, 123, 127'de listelenmiş banka ve firma isimlerinden hazırlanmıştır.

le Kıta Avrupasına yatırım yapma cesareti kırılan İngiltere'nin sermayesini ABD ile birlikte buraya çekmeye başlamasaydı, genişleme çok daha büyük ölçekte gerçekleşecekti. Bu ödemeler bilanço fazlası gümüş olarak alınıyor, Avrupa'da maden ocağından yeni çıkarılmış altınla değiştiriliyordu. Hem Avrupa hem de ABD'de demiryolu ve bankacılıkta patlama yaşanıyordu. Genişleme aynı zamanda İngiltere ve Almanya'daki anonim-ortaklık bankalarından ve ticaret ve sanayide büyük krediler veren Fransa'daki Credit Mobiller, Credit Foncier ve Credit Africole'den geldi. İngiliz Tahıl Yasaları'nın kereste vergilerinin ve Denizcilik Kanunu'nun kaldırılmasının yarattığı hızlı yükseliş özellikle İskandinavya'yı harekete geçirdi.[45] Rus ihracatını kesen kötü hasat ve Kırım Savaşı tüm dünyada tahıl fiyatlarını çiftçiler lehine yükseltti. Tahıl yasasının 1846'da kaldırılmasına rağmen bu yıllar İngiliz çiftçileri için gerçekte altın yıllardı. Savaştan sonra Rusya'nın arzı tekrar piyasaya girince tahıl fiyatları dibe vurdu ve demiryolu yapımının aşırıya kaçtığı görüldü. Çöküş domino taşları gibi Ohio'da –veya daha ziyade bir Ohio Bankası'nın New York şubesinde– başladı ve New York, Ohio, Pensilvanya, Maryland, Rhode Island ve Virginia'ya sonra da Liverpool, Londra, Paris, Hamburg, Oslo ve Stockholm'e yayıldı. Evans'ın 1857 iflasıyla ilgili verileri 1847'dekilerden daha yüzeyseldir ve yıkımın izlediği yolu aynı şekilde açıkça izlememize izin vermez. Aslında, Ohio Life and Trust Company'nin iflasına geri giderek faiz oranları içeride daraldıkça İngilizlerin ABD'den paralarını nasıl çektiklerini incelemek mümkündür.

Çarpıcı olan, krizin 24 Ağustos'ta Ohio Life'taki sıkıntıların ortaya çıkmasından, 12 Kasım'da Londra'da Bankacılık Yasası'nın askıya alınmasına, oradan da 10 Aralık'ta Hamburg'un Avusturya'dan (Silberzug) kredi almasına kadar geçen sürede yoğunlaşan doğasıydı. Clapham, krizin ABD, İngiltere ve Orta Avrupa'da hemen hemen ay-

---

45 Bu konu benim okuyamadığım 1857 kriziyle ilgili İsveççe bir çalışmada tartışılmaktadır: P. E. Bergfalk, *Bidrag till de under de sista hundrade aren intraffade handelskriserhistoria* (Uppsala: Edquist, 1859), konuya Theodore E. Burton'ın *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* (New York: Appleton, 1902), s.128-29'da da değinilmektedir.

nı zamanda patladığını ve Güney Amerika, Güney Afrika ve Uzakdoğu'da hissedildiğini belirtmektedir.[46] Rosenberg bu krizi "*Dünya çapında* ilk kriz" (benim vurgumla) olarak isimlendirmektedir. Elberfeld Ticaret Odası: "Dünya tek parçadır; sanayi ve ticaret onu bu hale getirmiştir"[47] diyor.

Gördüğümüz gibi 1866, 1864'ten 1866'ya kadar uzanan krizin neticesidir. Åkerman bu kriz ile 1857 krizinden bahsederken ilkinin Amerikan İç Savaşı'nı takiben, ikincisininse Kırım Savaşı'nı takiben oluştuğunu, yine ilkinde 1866'daki pamuk üretiminin çöküşü ile ikincisinde buğday fiyatlarının çöküşünün benzer özellikler olduğunu belirtmektedir.[48] 1864'teki olaylar dahil edildiğinde krizin tamamen İngiltere'ye ait olduğu genel düşüncesi bertaraf olmaktadır.[49] Bu görüş hiçbir zaman ikna edici olmamıştır. ABD'nin küçük veya önemsiz bir rolü olduğu doğrudur. 11 Mayıs 1866'daki Kara Cuma paniğinin zamanlaması savaş söylentilerinin sonradan gerçekleşmesinin borsada yıkıma yol açtığı Prusya-Avusturya savaşına sıkı sıkıya bağlıydı. Aynı şekilde İtalyan hükümetinin 1 Mayıs 1866'da liretin altına konvertibilitesini askıya aldığı ve bu imtiyaza karşılık ulusal bankalardan 250 milyon liret kredi aldığı *corso forzoso* ile de ilişkiliydi.[50] Overend, Gurney'in çöküşü gibi *corso forzoso* da Paris'e yönelik sermaye çekişlerini harekete geçirmiş ve daha sonra Paris'i yabancı tahvillerin tasfiyesi sorunuyla karşı karşıya bırakarak altına karşı senetlere hücumu tetiklemiştir. Nisan ortasında Londra piyasası savaş söylentileriyle çalkalanıyordu. Berlin borsasında 2 Mayıs'ta seferberlik nedeniyle ve yine 12 Mayıs'ta savaş fiilen başlayınca panik de başladı. Prusya Banka-

---

46 Sir John Clapham, *The Bank of England: A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 2, s.226.

47 Hans Rosenberg, *Die Weltwirtshaftskrise von 1857-1859* (Stuttgart: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), s.136.

48 Åkerman, *Structure et cycles économiques*, s.323.

49 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.268. R. G. Hawtrey krizin yalıtılmış değil 1864 kıtasal krizinin bir devamı oduğuna dikkat çekmektedir. Bkz. *Currency and Credit*, s.117.

50 Shepard B. Clough, *The Economic History of Modern Italy* (New York: Columbia University Press, 1964), s.53.

sı 11 Mayıs'ta iskonto oranlarını % 9'a yükseltti. Aynı gün Londra'daki panik, şiddetli finansal sıkıntının yaşandığı bir zamanda zayıf bir şirkete karşı genel likidite koşuşturmasının bir parçasıydı. Mısır'da büyük yatırımları olan Parisli banker Alfred André Overend, Gurney krizi esnasında firmanın yatırımlarının peşinde koşarken Londra'da "bitirici bir hafta" geçirmişti. İtalya, Prusya, Avusturya ve Rusya'da finansman şirketlerinin yıkıldığına, işletmelerin felç olduğuna, Fransa'nın durumunun oldukça iyi olduğuna, ama bunun da geçici olduğuna kanaat getirdikten sonra 17 Mayıs'ta Paris'e döndü.[51] Bu manzara karşısında 1866 krizinin İngiltere'ye has bir olay olduğu sonucuna varmak imkânsızdır. Bu, diğer uca savrularak bir Doğu Alman Marksistinin yaptığı gibi, Almanya'daki krizin Prusya-Avusturya savaşıyla ilgisinin olmadığını ve –ne anlama geliyorsa– kapitalist üretim boyutlarıyla üretici güçler arasındaki çelişkiyi burjuvazinin kontrol etme yetersizliğinden kaynaklanan aşırı ve/veya yetersiz üretimden kaynaklandığını savunmak değildir.[52]

ABD'de 1869 Eylül'ündeki altın kriziyle aynı ayda Avusturya'da yaşanan kriz arasında bir ilişki olduğu iddia edilse de ben göremiyorum. Her iki ülkenin ulusal paraları dalgalanıyordu. Her ne kadar çatışmaların yol açtığı yıkım çok farklı oranlarda olsa da, her iki ülkede de savaş sonrasında yatırım patlaması yaşanmıştı. Wirth kitabının önsözünde gerçek büyük 1873 çöküşünden önceki "1869 büyük çöküşü" ile ilgili olarak ABD'deki Alman ve Avusturyalı yatırımcılarla, Amerikan mallarının Avrupa pazarlarını istilasıyla ve Atlas Okyanusu'nun öbür tarafıyla kurulan gemicilik ve bankacılık bağlantılarının yayılmasıyla ilgili bazı vurgular yapıyor.[53] ABD'deki altın krizine değinmese de, arada bir bağlantı görmediği anlaşılıyor. ABD'de yaşanan 1869 altın kriziyle ilgili anlatılanlar da aynı şekilde Avusturya'ya

---

51 David S. Landes, *Bankers and Pashas: International Finance and Economic Imperialism in Egypt* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1958), s.287.

52 Jurgen Schuchardt, "Die Wirtschaftskrise vom Jahre 1866 in Deutschland", *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* (Doğu Berlin, 1962), s.107, 109, 133.

53 Wirth, *Handelskrisen*, s.462-63.

değinmiyor.[54] Jay Gould ve Jim Fisk'in altın primi (dolar cinsinden iskontolu) için teklif verdiklerinde yükseltmeye çalıştıkları *greenback* (arkası yeşil Amerikan banknotu –ç.n.) karşılığı buğday fiyatı vasıtasıyla arada muhtemel bir bağlantı kurulabilir. Eylül 1869 "çöküşü"nü izleyen zorluklar buğday üreten bir ülke olan Macaristan'da yoğunlaştı.[55] Başka yerde görünür etkiler uyandırmayan bu iki olayı birbiriyle ilişkilendirmek garip olacaktır. Doğrudan bağlantıyla ilgili bulabildiğim tek ipucu, Gould'un kendi araştırmalarına göre, ABD'nin düşük emek ücreti ve 45 altın acyo'suyla* Akdeniz'den su naklederek elde edeceği rekabet gücüyle buğday üretip İngiltere'ye satabileceği, ancak altın acyo'su 40'ın altında olduğundan bunu yapamadığı şeklindeki ifadesidir.[56] Buğdaydaki rekabetçi gidişatı tamamlayıcı finansal kırılganlığa dönüştürmek zordur. ABD'de Eylül ayında altın acyo'sundaki düşüş Macaristan'da ekonomik beklentilere zarar vermekten ziyade desteklemiş olmalıdır.

1873 krizinin hikâyesi detaylarına girmeye gerek olmayacak kadar aşina olduğumuz bir olaydır. 1971'de onda biri altın olarak ödenen Fransa-Prusya tazminatı, Almanya'dan Avusturya'ya yayılan büyük spekülasyona sebep oldu.[57] Demiryolu finansmanına geç katılan ve Avrupa'da finansman arayan Jac Cooke Büyük Okyanus'un kuzeyinde aşırı büyüdü; Frankfurt'tan kredi almaya çalıştı ama Almanya ve Avusturya'daki bina yapımı patlamalarıyla rekabet edemedi.[58] Ağırlık kazanan diğer etkiler arasında 1869'da Süveyş Kanalı'nın açılması, Al-

---

(*) Hisse senedi veya paranın mübadelesindeki para farkı (ed.).

54 Lary T. Wimmer, "The Gold Crisis of 1989: A Problem in Domestic Economic Policy and International Trade Theory" (Doktora tezi, University of Chicago, 1968), Birleşik Devletler Kongresi Temsilciler Meclisi, Gold Panic Investigation, 41. Kongre, 2. Oturum, Temsilciler Meclisi Raporu, 31 Mart 1870.

55 Wirth, *Handelskrisen*, s.464.

56 Birleşik Devletler Kongresi Temsilciler Meclisi, Gold Panic Investigation, s.132.

57 C. P. Kindleberger, "The Panic of 1873". Bu tebliğ Finansal Panikler Üzerine Salomon Brothers Sempozyumu'nda NYU'ya sunuldu ve benim *Historical Economics: Art or Science?* adlı kitabımda basıldı (New York: Harvester/Wheatsheaf, 1990), s.310-25.

58 Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936).

man otoritelerinin eski gümüş paraları piyasadan çekmeden yeni paralarla ödeme yapma hataları, 9 Ekim 1871'deki Chicago yangını[59] ve özellikle Prusya İmparatoru Bismarck liderliğinde Almanya'nın birleşmesinin yarattığı heyecan bulunmaktadır. Almanya'nın tazminattan elde ettiği 90 milyon poundun altına dönüştürülmesi tehdidi İngiltere'de istikrarı tehlikeye attı. Fransa tazminatı ödemek ve Avrupa'daki enflasyonun dışında kalmak için fiyatları düşürdü. Birkaç ay süren sıkıntıdan sonra Mayıs 1873'te Almanya ve Avusturya'da yaşanan çöküşle, Eylül'de ABD'de yaşanan çöküş arasındaki bağlantı bir kez daha sır olarak karşımıza çıkmaktadır. Bağlantı, Amerikan demiryollarına yapılan Alman yatırımlarında yatmaktadır. Almanlar önce demiryolu ve Batı'daki araziler üzerindeki spekülasyonu desteklemişler, sonra aniden yatırımları durdurarak spekülasyonu kesmişlerdir. McCartney 1873'ün genellikle ilk *önemli* (vurgu bana ait) uluslararası kriz olarak kabul edildiğini ifade ediyor. Kriz Mayıs'ta Avusturya ve Almanya'da patlak verdi; İtalya, Hollanda ve Belçika'ya yayıldı; Eylül'de Atlas Okyanusu'nu geçti ve sonra tekrar geri dönüp İngiltere, Fransa ve Rusya'yı içine aldı. İkinci bir panik ise 1 Kasım'da Viyana'yı vurdu fakat kısa süreli oldu.[60] Morgenstern uluslararası borsa paniklerinin "bütün bir yıl boyunca Amsterdam ve Zürih'e dek uzanan açık bir aktarım olduğunu" kaydetmektedir.[61] Baron Carl Meyer Von Rothschild 1875 sonbaharında Gerson von Bleichröder'e yazdığı mektupta, her yerde görülen düşük borsa fiyatları üzerinde yaptığı yorumda "Tüm dünya bir şehre döndü"[62] diyordu. Ertelenmesi gereken bir mesele de, 1847, 1857 ve 1866'da Londra'da olduğu gibi, 1873'te paniği çabucak durdurmada yaşanan başarısızlığın, onu izleyen bunalımın yayılmacı doğasıyla ilişkili olup olmadığıdır.

---

59 Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Land Values, 1830-1933* (Chicago: University of Chicago Press, 1933), s.101-2,117.

60 R. Ray McCartney, *Crisis of 1873* (Minneapolis: Burgess, 1935), s.85.

61 Morgenstern, *International Financial Transactions*, s.546.

62 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleirchröder, and the Building of the German Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977), s.189.

Bunun neticesinde birbiriyle daha az bağlantılı bir dizi iflas ve panik ortaya çıkmıştır. Bunlar arasında 1878'de City of Glasgow, 1882'de Union Générale, 1884'te New York Borsası, Rusya ile Türkiye arasındaki savaş gerginliği dolayısıyla 1887'de Avrupa çapında oluşan borsa panikleri; 1888'de Comptoir d'Escompte'un iflasıyla Paris'te ortaya çıkan bakır tekeli; 1890 Baring krizi, 1892 Panama skandalı, 1893 New York paniği vb. sayılabilir. Bunlara burada daha az değiniyoruz, çünkü bu krizlerin yayılması Morgenstern tarafından detaylarıyla incelenmiştir.[63] Özellikle Baring krizine yoğunlaşan Pressnell krizin Bank of England'ın altın rezervlerine etkisine özel önem atfetmektedir.[64] 1890 Baring krizi New York'ta panik yaratmamış ama, İngiliz yatırımcılar kötü Latin Amerika kredilerini dengelemek amacıyla iyi Amerikan (ABD) hisselerini sattıkça finansal sıkıntı yaratmıştır.[65] 1890 Ekim'inde New York'ta yaşanan finansal krizin Londra'da bir dizi iflasa sebep olarak Baring Brothers'ın Kasım'da çöküşüne yol açacak şiddetli bir sıkıntı dönemi başlattığına dair görüşler de vardır. Açık olan şudur ki, Arjantin'deki sıkıntıların sebep olduğu Baring krizi, İngiltere'nin dünya çapında verdiği kredilerin şiddetli şekilde azalmasına yol açmış ve 1893'e kadar Güney Afrika, Avustralya ve ABD'de ekonomik krizi hızlandırmış ya da oluşumuna katkıda bulunmuştur.[66]

1907

Her ne kadar Morgenstern'in tablosu İtalya'yı kapsamıyorsa da elimizde aynı iktisat tarihçisinin içerideki ve dışarıdaki çöküşler arasında karşılıklı etkileşimi açıklıkla ve önemli ayrıntılarıyla anlatan 1907 kri-

---

63 Morgenstern, *International Financial Transactions*, s.548.

64 L. S. Pressnell, "The Sterling System and Financial Crises Before 1914", C. P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue, ed., *Financial Crises*, s.148-64.

65 O. M. W. Sprague, *History of Chises Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1968), s.132.

66 C. P. Kindleberger, "International Propagation of Financial Crises: The Experience of 1888-93", *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History* içinde, (Londra: Allen & Unwin, 1985), s.226-39.

zine ait bir monografisi[67] ve bu konuda son kredi merciinin rolüyle ilgili bir çalışması bulunuyor.[68] Kredilerin beslediği spekülasyonun yaygın olduğu İtalya yükselişe yüzyılın ilk yarısında katılmıştı. Reel yatırımlar için borç alman fonları kendi hisseleri üzerinde spekülasyon yapmak için kullanan spekülatörlerin ilgisini çekmek için aldıkları borçlarla yüksek kâr payları ödeyen hayali şirketler ve çelik tröstleri vardı. Pek çok yeni şirketin batmasıyla sıkıntı daha 1905 Mayıs'ında başlamıştı. İkinci bir sıkıntı Ekim 1906'da Cenova borsasında görüldü. Nisan ve Mayıs 1907'den itibaren Londra ve Paris'ten alınan krediler yavaşladı ve sıkıntı daha şiddetlendi.

Società Bancaria Italiana 1898'de 4 milyon liret sermayeyle çalışmaya başlayan türedi bir bankaydı. Her aşamada yeni insanların ve eski (genel sorunlu) bankaların bünyeye katılımıyla sermayesi 1899'da 5 milyona, 1900'de 9 milyona, 1904'te 20 milyona, 1905'te 30 milyona ve 1906'da 50 milyon lirete çıkarıldı.[69] Merkezi yönetimden o kadar yoksundu ki, Milano bürosu Cenova şubesinin ne kadar risk aldığını bilmiyordu.[70] Banka özellikle tahvillere *(riporti)* karşılık avans verme işinde yoğunlaşmıştı. Banca d'Italia'nın başkanı Stringher daha Aralık 1906'da elindeki zayıf krediler ve merkez bankasından yaptığı ağır borçlanma dolayısıyla bu bankadan endişe duymaya başlamıştı.

Paris ve Londra, 1907 ilkbaharında İtalya ve ABD'ye verdiği kredileri durdurunca piyasa daraldı; türedi marjinal banka da battı. Turin-Milano-Cenova ve New York arasındaki doğrudan bağlantı sınırlıydı. Fakat İtalya'daki merkezler Paris'le; New York asıl olarak Londra ile; Paris ile Londra da birbiriyle irtibat halindeydi. Bonelli, Paris'in elindeki Londra tahvillerinin hesabını kapadığında ve Paris ile Londra kredileri kestiğinde, koloni ülkelerinin birden sermayesiz kaldıklarını

---

67 Franco Bonelli, *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industriale in Italia* (Torino: Fondazione Luigi Einaudi, 1971).

68 Franco Bonelli, "The 1907 Financial Crisis in Italy: A Peculiar Case of the Lender of Last Resort in Action", C. P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue, ed., *Financial Crises*, s.51-65.

69 Franco Bonelli, *La crisi del 1907*, s.31-32.

70 *A.g.e.*, s.34.

ve devam etmekte olan yatırım projelerini durdurarak üretimi ve istihdamı azaltmak zorunda kaldıklarını, bunun sonucunda da talepte ve fiyatlarda aşağı yönde baskı oluştuğunu öne sürüyor. 1907'de İtalya ile bir koloni arasındaki benzerlik dikkat çekicidir. Aynı şekilde, 1928'de ABD'nin dış kredileri durdurmasının yol açtığı korkunç sonuçları önceden gösteren örnek de dikkat çekicidir. Bonelli, Paris'in İtalya'ya verdiği kredileri kesmesinin, özellikle de ABD'den gönderilen göçmen havaleleri hızır gibi yetişmemiş olsaydı çok daha ciddi sonuçlar doğuracağını iddia ediyor.[71] Bu konuda Atlantik'in iki yanı arasında, özellikle de New York'la Napoli arasında direkt bağlantı vardı.

Doğrudan bağlantılar üzerine odaklanan bu açıklama, o dönemdeki bir gözlemci olan New Yorklu banker Frank Vanderlip'in "*The Panic as a World Phenomenon*" (Bir Dünya Fenomeni Olarak Panik) adlı makalesindeki açıklamayla çelişiyor. Vanderlip paniğin temel sebeplerini Boer Savaşı, Rusya-Japonya Savaşı ve San Francisco Depremi gibi olaylara bağlamasına rağmen, şatafatlı bir girişten sonra tartışmayı, yeni kurulmuş tröst şirketlerinin aşırı ticaretine ve daha değerli bir paranın gerekliliğine taşıyordu.[72]

Bir kez daha hikâye sıkıcı olma riski taşımaya başlıyor; bu yüzden 1929 krizi hariç diğer krizlerin uluslararası yönünü açıklamaktan kaçınıyoruz. 1914'te yabancı tahvillerin sahipleri bu piyasalardaki tahvillerin fiyatlarını düşürdüler. Friedman ve Schwartz'ın ABD'deki krizin temelleri hakkında söylediklerine rağmen 1920-21'de savaşın (ve İngiltere'de, Alman ihracat piyasalarını ele geçirmeye yönelik pembe hayallerin) tükettiği stokları yerine koymak için yapılan yarışa dayalı bir patlama aynı anda her yerde çöktü. 1937 durgunluğu stoklarda cobweb (örümcek ağı) modeliyle açıklanabilecek bir birikime dayalı ve tamamen ABD'ye has bir olguydu. 1974 yılı Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nün (OPEC) yıllık olarak 50 milyon dolar petrol vergisi toplamasına tanıklık etti. Bu vergiler büyük oranda stoklandı ve her-

71 *A.g.e.*, s.42-43.

72 Frank Vanderlip, "The Panic as a World Phenomenon", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, cilt 31 (Ocak-Haziran 1908), s.303.

hangi bir yerde bunu dengeleyecek hiçbir yatırım artışına dönüşmedi. Benzer bir vergi (fiyat artışı) 1979'da İran'la Irak arasında yaklaşan savaş petrol sanayine ve ekonomik uydularına büyük zarar verdiğinde yaşandı. Araştırmalar patladı, yeni petrol yatakları bulundu ve kısa süreli bir yükseliş Ortadoğu, Meksika, Birleşik Devletler'in güneybatısı ve diğer yerlerde bunalıma dönüştü.

1929'UN ULUSLARARASI SONUÇLARI

1929 buhranına 4. Bölüm'de ve diğer yerlerde değindim; bu yüzden uluslararası yönünün kısa ve öz olmasından dolayı mazur görülebilirim.[73] Hoover'in dediği gibi buhranın gerçek nedenlerinden biri Birinci Dünya Savaşı boyunca Avrupa dışında üretimin genişlemesiydi. 1925 yılı fiyatlarıyla bu genişlemenin aşırı noktalara vardığı ertesi yıl Avrupa üretimi düzeldiğinde ortaya çıktı. Buna ek olarak, savaş borçları ve tazminatlarının yol açtığı finansal zorluklar; Fransızların Londra'dan taleplerini artırmasına sebep olan özellikle İngiliz pounduyla Fransız frankı arasındaki kötü tespit edilen döviz kurları; Alman şirketlerine ve kamu kurumlarına verilen Amerikan özel sektör kredilerini içeren Dawes Planı'ndan sonra Alman tazminatlarının yeniden dalgalanması da sayılabilir. Bazıları sorumluluğu, ABD'nin iç hedeflerine sınırlamalarla daha iyi hizmet edilebileceği bir dönemde, İngiltere'ye pound değerini koruyabilmesinde yardımcı olacak şekilde 1927 yazında New York'ta faizlerin indirilmesinde bulmaktadır. Mart 1928'de, özellikle de Haziran'dan sonra New York Borsası uçuşa geçtiğinde dışarı verilen krediler kesildi. Bir süreliğine Almanya, Latin Amerika'daki çevre ülkeler ve Avustralya kısa vadeli borç almaya başladılar. Azalan sermaye girişi karşısında Almanya dışarıya tazminat ödemesi yapabilmek için ekonomisini küçülttü. Arjantin, Avustralya, Uruguay ve Brezilya ödemeler dengesinin hızla tersine döndüğünü gördüler. Kısa vadeli borç birikimini karşılayamayan veya daha fazla borçlanamayan bu ülkeler, Ekim

---

73 C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2. baskı (Berkeley: University of California Press, 1986), özellikle bölüm 7.

1929'daki borsa çöküşünden kısa bir süre sonra buğday, kahve, kauçuk, şeker, ipek ve pamuk gibi ürünlerin fiyatları keskin şekilde düşünce paranın daha da hızla değer kaybettiğini gördüler. Dördüncü Bölüm'de belirtildiği gibi, ABD'deki fiyatlar ve işletmeler likidite krizinden çok fazla etkilendi. New York Federal Reserve Bank'ın, Washington Federal Reserve yönetiminin protesto edilmesi üzerine kendi inisiyatifiyle giriştiği açık piyasa programı düşük bir üretim ve fiyat seviyesinde de olsa yılın ilk ayında kredi sıkışıklığını hafifletti.

1930'un ilk yarısı uluslararası kredilerin tekrar başlamasına tanık oldu, öyle ki 1930 Nisan ve Haziranı'nda ABD'nin verdiği krediler iki dünya savaşı arasındaki tüm üç aylık dönemlerin en üst noktasına çıktı. Bununla birlikte, düşük fiyat seviyesi, özellikle Nasyonel Sosyalistler'in Eylül 1930'da seçimleri kazanmasından sonra Almanya'da oluşan güven kaybı dünyanın bir bütün olarak sıkıntıda kalmasına neden oluyordu. Orta Avrupa'daki ve özellikle Avusturya ve Almanya'daki bankalar kendi hisselerinin fiyatlarını yükselterek durumlarını düzeltmeye çalıştılar. Banque Adam ve Banque Oustric gibi iki özel banka Paris'te battı. Bunlardan ikincisi üç hükümet yetkilisinin de bulaştığı bir skandal yaratarak hükümeti düşürdü. Deflasyonist Laval hükümeti 1931 başında iktidara geldi ve sonra dalgalı deflasyon dönemi başladı. Bunlar arasında Mayıs'ta Avusturya'da Credit Anstalt, Temmuz'da Danatbank, Almanların Temmuz'daki duraklama anlaşması, Ağustos'ta Britanya'dan bir dizi para çekilmesinin Eylül'de sterlinin değerinin düşmesine yol açması gibi olaylar sayılabilir. Bu dönemde, Fransa, Belçika, Hollanda ve İsviçre'den oluşan altın bloku ülkeleri dolarları altına çevirmeye başlayınca bu durum ABD'deki banka rezervlerinin üzerinde baskı oluşmasına yol açtı. Japonya Aralık 1931'de altından çıktı. ABD'deki deflasyon paranın değer kazanmasından (yani pound sterlinin ve bir bütün olarak sterlin havzasının değer kaybetmesi) ve banka rezervlerinin azalmasından kaynaklandı. Şubat 1932'de Glass-Steagal kanunu, açık piyasa işlemleriyle parasal alanda reflasyonu mümkün kıldı, fakat oldukça geç olmuştu. Bankaların batması, fiyat düşüşleri ve iflaslardan

oluşan pozitif-geri besleme süreciyle yayılmaya devam etti. 1933'teki genel Banka Tatili ve o yılın baharında doların değer kaybına uğramasıyla süreç durdu.

Bu olaylar göz önünde bulundurulduğunda, 1929 buhranının ABD'nin içinden kaynaklandığı görüşünü kabul etmeyi mümkün görmüyorum.

Doğu Asya, Rusya ve Brezilya

Dünyanın yarısına yayılan Doğu Asya krizi 2 Temmuz 1997'de Tayland'ın dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamasıyla başlamıştır. Bunu izleyen sorunlarla ilgili literatür çok geniştir. Bunlar arasında özellikle *Asian Economic Bulletin*'in Aralık 1998 sayısında çıkan A *Special Focus*[74] ve *New York Times*'ta Şubat 1999'da peş peşe çıkan daha az bilimsel üsluba sahip dört makale sayılabilir.[75] Dalgalı krizlerin sorumluluğu, sorun yaşayan ülkelerde –özellikle Tayland, Endonezya, Malezya ve Güney Kore– deregülasyonu teşvik eden özel ve devlet uzmanları ile dövizle kredi verip sonra aniden krediyi kesen bankalar ve yatırım kurumlarının da içinde bulunduğu kredi verenler ve alanlar arasında paylaşılmıştır.

Doğu Asya Kaplanları'nın 1980'ler ve 1990'larda çok güçlü şekilde büyümesi nedeniyle Asya krizi özellikle şaşırtıcı bulunmuştu. Daha açık bir piyasa için teşvikler entelektüel anlamda Stanford İktisatçıları Roland McKinnon ve Edward Shaw'ın hükümetin finansal piyasalara müdahalesini kınadıkları 1973 yılına kadar gider.[76] Asya Kap-

74 H. W. Arndt ve Hal Hill, ed., "South East Asia's Economic Crisis: Origins, Lessons and the Way Forward", *Asian Economic Bulletin*, cilt 15, no.3 (Aralık 1998), kitapta değişik yerler.

75 "Who Went Under in the World's Sea of Cash?", *New York Times*, 15 Şubat 1999, s.A10, A11; "How U.S. Wooed Asia to Let the Cash Flow In", *New York Times*, 16 Şubat 1999, s.A1, A110, A11; "Of World Markets None Is an Island", *New York Times*, 17 Şubat 1999, s.A1, A8, A9; "World's Ills Are Obvious, the Cures Much Less So", *New York Times*, 18 Şubat 1999, s.A1, A14, A15.

76 Bkz. Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973); Roland I. McKinnon, *Money and Capitalism in Economic Development* (Washington, D.C.: Broolings Institution, 1973); John Williamson ve Mollay Mohar, "A Surver of Financial Liberalization", *Essays in International Finance*, no.221 (Princeton, N.J.: International Finance Section, Kasım 1998).

lanları arasındaki sürü davranışı, iç fiyatlar artarken aşırı değerlenmeye yol açan dövizle aşırı borçlanma ile spekülatif bir yapı oluşması ve yerli paranın dolara bağlanması şeklinde görülmüştür. Hong Kong otoriteleri inşaat kredilerine verdikleri limitleri düşürerek faiz oranlarının kontrolünü sağlamışlardır. Bu limitler 1990'ların başında % 90'dan 1990'ların sonuna doğru % 60'lara inmiş, böylece banka ipotekleri üzerine büyük zararlar yüklemeden faiz oranları yükseltilebilmişti. Sürü davranışı büyük oranda bütünsel olsa da ülkeler arasında farklılıklar vardı. Örneğin Tayland hükümeti dürüst ama zayıf ve kararsızdı; Endonezya hükümeti ahlaksız ama güçlü ve kararlıydı.[77] Dolayısıyla politikalar da farklılaşıyordu. Tayland açık pozisyon spekülatörlerine karşı baht'ı* korudu ve paranın değer kaybetmesine boyun eğmeden önce uluslararası rezervlerinden 23,9 milyar dolar kaybetti. Endonezya ise daha önce dalgalı kura geçmişti. Malezya Başbakanı Dr. Mahathir açıktan rupiah** sattığını inkâr eden Quantum Ortaklık Fonu sahibi George Soros'un da içinde bulunduğu spekülatörleri sorumlu tutarak dış borçların geri ödenmesi hususunda sınırlı moratoryum ilan etti.

Finansal piyasalar bu ülkelerin de şiştiğini, dış borçlarının arttığını, paralarının aşırı değerlendiğini ve özelde Rusya'nın çok fazla bozulduğunu fark ettikçe kriz Rusya ve Brezilya'ya büyük oranda psikolojik olarak yayılmaya başladı. 1990'ların başında Rusya'daki hızlı yükselişe yol açan ağırlıklı etken komünist sistemin terk edilmesi ve yaygın özelleştirmelerdi. Bu süreç öforya, aşırı ticaret ve aşırı sermaye yatırımıyla birlikte şüpheli şekilde elde edilmiş paraların yurtdışına çıkmasına yol açan yolsuzluklar üretti. 11 Ağustos 1998'de çöken bor-

---

77 Andrew McIntyre, "Political Institutions and the Economic Crisis in Thailand and Indonesia", *Asian Economic Bulletin*, cilt 15, no.3 (Aralık 1998), s.363-72. McIntyre, tamamen farklı olsalar da, iki ülkede de hükümetlerin uyguladığı politikaların aşırı karakterinin krizi daha da kötü hale getirdiğine inanmaktadır.

(*) Tayland para birimi – ç.n.

(**) Malezya para birimi – ç.n.

sayı altı gün sonra rublenin yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakılması izledi.[78]

Brezilya'nın sorunları deregülasyon, ciddi bütçe açıkları, ülkeye giren sermaye akışındaki ani kesilme ve Asya'daki ihracat pazarlarının, özellikle de kâğıt hamuru pazarının kaybedilmesinden kaynaklanıyordu. 1999'un başında realin ikinci kez değer kaybetmesi ve dalgalanmaya bırakılması borsanın yükselişini ve paranın değer kazanma sürecini tersine çevirdi.[79]

Dahası, Rusya'daki Ağustos 1998 çöküşü riskli ve güvenli bonolar arasında faiz oranları farkının genişlemesine yol açtı. Bu, faiz oranları farkının daralacağına oynayan Long Term Capital Management ortaklık fonunun beklentilerinin tersine bir gelişmeydi. Fonun sermayesi yaklaşık 5 milyar dolardı. Fakat bunu 1'e 25 oranında yükseltince spekülatif fonları 125 milyar dolara yükseldi. Bu durum karşısında ABD otoriteleri yaygın borsa ve banka iflaslarının önüne geçmek için fonun kurtarılması gerektiğini düşündüler.[80] Fonun ortakları sermayelerini kaybetti ve aralarında Union Bank of Switzerland, Dresdener Bank ve Credit Suisse First Boston'un da bulunduğu kredi veren çok sayıda kuruluş zararı kabul etmek zorunda kaldı. Union Bank of Switzerland'ın zararı 700 milyon doları bulmuştu. 9 Ekim 1987 Kara Pazartesi'ndeki gibi Federal Reserve'in müdahalesi 10. Bölümde tartışıldığı üzere paniğin ve çöküşün yayılmasını önledi. Kasım 1998'den itibaren aktif piyasalarıyla birlikte ABD ekonomisi de yükselişe geçti.

---

78 Prof. Richard E. Sylla tarafından New York Üniversitesi'nde okutulan finans tarihi dersinde Mayıs 1999'da Rusian L. Margullin'in sunduğu "1998 Rus Finansal Krizi" başlıklı mükemmel dönem ödevinden, ödevi bana kıbarca ulaştıran profesör sayesinde faydalandım. Ödev özellikle 1967'den sonraki olayları ve Mayıs 1998'den Eylül'e kadar gün gun gelişen olayların detaylı kronolojisini verdiği ve *web* sitelerinden alınmış Rusya'ya ait bir dizi veriyi bibliyografyada kullandığı için faydalıdır.

79 "Turmoil in Brazil: Markets Rally but More Convulsions Are Possible", *New York Times*, 16 Ocak 1999, s.A1, B4.

80 Franklin. E. Edwards, "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management", *Journal of Economic Perspectives*, cilt 13, no.2 (Nisan 1999), s.189-210.

DOKUZUNCU BÖLÜM

Yangının Kendi Kendine Sönmesini Beklemek ve Diğer Araçlar

Kitabın başında Walter Bagehot'tan alınan paragraftaki gibi bir aşırılığı, spekülasyonu ve paniği düşünün. Peki ya sonra? Bundan sonraki üç bölümde kriz yönetimi işlenecektir. Bu ilk bölümde krizin en iyi çaresi olarak kendi haline bırakma ve kendi istikametinde akmasına izin verme imkânı ele alınacaktır. Daha sonra bir son kredi merciinin yeni para basmadığı, gerçek dünyada kullanılmış bir dizi tasnif edilmiş çareyi tartışacağız. Sonraki iki bölümde ise ulusal ve uluslararası alanda olmak üzere son kredi merciinin rolü ele alınacaktır.

YÖNETİMSİZLİK

Parasalcıların çoğu ve az sayıda parasalcılık karşıtı, paniğin kendi çaresini üreteceği, bu yüzden kendi kendine sönmesinin beklenebileceği görüşündedir.[1] "Çok yaratıcı olmasa da Banka'nın (Bank of England'ın) soğukkanlı beyinleri, onun kendilerini bitirecek panik yapısın-

1 Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a Letter to Thomas Gisborne, Esq.M.P.* (Londra: James Ridgeway & Sons, tarihsiz [1832'den sonra]), s. 10 (1825 paniği vesilesiyle).

da olduğunu düşündüler."[2] Lord Overstone krizdeki finansal sistemin desteklenmesinin gerçekten gerekli olmadığını savunuyor ve sistemin kaynakları çok fazla oldukça, en sıkı zamanlarda bile "geniş fonlar yeterli faiz oranını verenlere gidecektir" diyordu.[3] Meslektaşım Rudiger Dornbusch, gayri resmi bir tartışmada aynı görüşü benimsemiş ve 1847'de iskonto oranlarının Londra'da % 10 ve 12'ye yükselmesinin ABD'ye altın akışını durdurması ve hatta daha önce ABD'ye gönderilen bir gemiyi geri çevirip taşıdığı 100.000 poundluk altını geri boşaltması için küçük bir yelkenli gönderilmesiyle ilgili bir olayı anlatırken büyük keyif almıştı.[4] Para spekülasyonuyla ilgili 1865'deki Fransız *Enquête*'inden (Araştırma) önce bunu doğrulayan Baron James de Rothschild, mala ve kamu fonlarına dayalı spekülasyonu durdurmak için yükselen faiz oranlarına dayanılabileceğini belirtmiş ve "spekülatörler sınırsız kredi bulursa bunun hangi krizleri ortaya çıkaracağını kimse bilemez"[5] demişti.

Bu yaklaşımlar pek çok doğruyla birlikte, paniği durdurmak için piyasanın imdadına çok çabuk, çok sık, çok öngörülebilir şekilde ve hatta her durumda koşmak gibi bazı tehlikeleri de barındırıyor. Son kredi mercii ile ilgili ikileme önümüzdeki bölümde değineceğiz. Burada teorisyenlerin yaptığı gibi *a priori* olarak değil, tarihsel olarak, son kredi merciinin her şeye çözüm olup olmayacağını inceleyeceğiz.

Paniğin kendi mecrasında akmaya bırakılması fikri muhtemelen iki yaklaşımdan oluşmaktadır. Birinci yaklaşım geçmişin aşırılıklarının bir karşılığı olarak piyasada oluşan sıkıntıdan bir miktar keyif veya

---

2 Sir John Clapham, *The Bank of England: A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 2, s.236 (1847 paniği vesilesiyle).

3 E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.133.

4 Olay Andreades, *History of the Bank of England*' (Londra: P.S. King, 1909), s.334'te belirtilmektedir. Daha genişbir tartışma için bkz. Rudiger Dornbusch ve Jacob Frenkel, "The Gold Standard and the Bank of England in the Crisis of 1847", Michael Bordo ve Anna J. Schwartz, ed., *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (Chicago: University of Chicago Press, 1984), s.233-64'te.

5 Maliye Bakanlığı ve diğerleri, *Enquâte sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie imperiale, 1867), cilt 1, s.456.

Schadenfreude duymaktadır; bu biraz kendi dışındakilere cehennem ateşini reva gören püriten veya köktenci bir bakış açısıdır. Diğeri ise paniği "zehirli ve sağlıksız atmosfer"de meydana gelen ve havayı temizleyen bir fırtına olarak görür. "Ticari ve finansal unsurları temizleyip, sağlığı ve canlılığı yeniden tesis ettiği gibi düzenli ticareti, sağlam gelişmeyi ve sürekli refahı da getirdi."[6] Her ne kadar onaylamasam da, bu düşüncenin bulabildiğim en güçlü ifadesi Andrew Mellon'un görüşünü karakterize eden Herbert Hoover'den gelmektedir:

> Hazine Bakanı Mellon'un başını çektiği "kendi haline bırakma taraftarı tasfiyeciler"... hükümetin bu işten elini çekmesi ve çöküşün kendi kendini tasfiye etmesi gerektiğini düşündüler. Mr. Mellon'un tek bir formülü vardı: "Emeği tasfiye edin, hisseleri tasfiye edin, çiftçileri tasfiye edin, gayrimenkulü tasfiye edin." Mellon, insanlar enflasyonist bir beyin fırtınasına tutulduğunda, bunu vücuttan atmanın tek yolunun, kendi kendini yok etmesini beklemek olduğunda ısrar ediyordu. Paniğin bile bütünüyle kötü olmadığını savunuyordu. "Sistemin çürümüşlüğünü temizleyecek. Hayat pahalılığı ve lüks yaşam azalacak. İnsanlar daha çok çalışacak, daha ahlaki bir yaşam sürecek. Değer yargıları düzelecek ve girişimci insanlar enkazı yetersiz insanlardan geri alacaklar" diyordu.[7]

Paragraf yeni Avusturya okulunun iktisat tarihçilerinden Murray Rothbard'dan alınmıştır. Rorthbard şöyle ekliyordu: "Dehşet verici bir tarzda ifade edilmiş olsa da, yönetimin izlemesi gereken sağlam ve uygun yol buydu."[8] Benzer şeyler tarihçi Paul Johnson tarafından da ifade edilmiştir: "Bu, Hoover'in başkanlığı boyunca aldığı tek makul tavsiye idi."[9]

---

6 "The Revulsion of 1857-Its Causes and Results", *New York Herald*, tarihsiz, D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1969), s.121'de alıntılanmıştır.

7 Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover* (New York: Macmillan & Co., 1952), cilt 3, s.30.

8 Murray N. Rothbard, *Amerca's Great Depression*, 3. baskı (Kansas City: Sheed & Ward, 1975), s.187.

9 Paul Johnson, *Modern Times: The World from the Twenties to the Eighties* (New York: Harper & Row, 1983), s.244.

Karşıt görüş ise, sistemi balonlardan ve çılgınca yatırımlardan arındırmanın istenen bir şey olduğunu, fakat deflasyonist bir paniğin yayılma ve varlığını devam ettirmek için ihtiyaç duyduğu kredileri almasını engelleyerek sağlıklı yatırımları da yok etme riski taşıdığını iddia etmektedir.

Daha önce de bahsedildiği gibi, likidite için yüklenen yüksek faiz oranlarının kanıtları, özellikle de bu oranlar, bir, iki veya en fazla birkaç günlük likidite primleri olduğu halde, yıllık % olarak ifade edildiğinde önemli değildir. Asıl soru, bu oranlarda fonların elde edilip edilmediği, piyasanın kendi payına düşen ölçüde hesaplarını temizleyip temizleyemeyediği (piyasa takas fiyatlarıyla değil) ve sonucun sıfır olup olmadığıdır. Panik esnasında kredi bulmanın zor, hatta bazen imkânsız olduğunu gösteren çeşitli krizlerde dikkate değer kanıtlar vardır:

1763: 1763'te önce Arend Joseph ve arkasından DeNeufville iflas etti. 25 Temmuz'da panik başlayınca çok bilgilendirici veya ikna edici olmayan kısa ve özet bir raporda şöyle deniyordu: "Paniğin sebebi tahviller ve mallar üzerinden bile hiç para elde edilememesiydi."[10]

1825: "Daha önce hiç şahit olunmayan türden bir panik halkı yakalamıştı, herkes 'Para! Para!' diye yalvarıyordu fakat hiçbir şekilde para bulunamıyordu. *Times* 'Sorun tahvilin niteliği değil, para yaratmasının imkânsızlığıydı' diyor."[11]

1847: 1847 Ticaret Krizi'yle ilgili olarak Thomas Tooke'un Seçme Komite'deki sorgusu:

Soru 5421: "Birkaç hafta değilse bile birkaç gün için Bank of England iskonto yapan tek kurum muydu?"

Cevap: "Evet".

Soru 5472: "Bank of England'ın başkanı eğer yetki belgesi olmasaydı Ekim'den önceki haftada 1 milyon poundluk hisse (İngiliz hazine bonosu) satmasının mümkün olmadığını söyledi. Sizce mümkün müdür?"

---

10 Ernst Baasch, *Hollandische Wirtschaftsgeschichte* (Jena: Gustav Fischer, 1927), s.238.

11 Joplin, *Parliamentary Inquiry*, s.14-15.

Cevap: "Hayır, tamamen imkânsızdır, imkânsız sözcüğünü böyle bir fiyat indiriminin tasarlanmasının imkânsızlığı dışındakiler için kullanıyorum."[12]

1847: Mr. Glyn'ın kanıtı:

Soru: "*Consol*'lerin (kalıcı İngiliz bonoları) fiyatlarını maddi olarak etkilemeksizin büyük bir miktarın satılabileceğinin Bank of England'ın komisyoncusunun fikri olduğundan haberdar mısınız?"

Cevap: "Banka'nın komisyoncusunun böyle söylediğinden haberim yok. O sırada gördüklerimden hareketle, konuşulduğu gibi 1 veya 2 milyonluk satışın fon fiyatlarını yeni bir panik yaratacak noktalara düşürmeksizin gerçekleşmesinin hemen hemen imkânsız olduğunu söyleyebilirim."

Mr. Browne, M.P., büyük bir zararına satış olmaksızın böyle bir satışın gerçekleştirilemeyeceğini düşünüyor ve ekliyor: "Eğer panik bizim varsaydığımıza eşit olsaydı, bu şartlar altında bunların satılacağından kuşku duyardım."[13]

1857: "Kriz esnasında, en uygun şartlardaki karşılık % 12 ve 15 olduğu bir aşamada, kâğıtları ciro etmek imkânsızdır."[14]

Liverpool'dan bir mektup: "Bu ve diğer bankaların ciro etmek isteyecekleri birinci kalite kambiyo senetleri kendi içinde kesinlikle nakde çevrilmiyordu ve benim kanaatime göre hükümet teminat mektubu vermeseydi, % 100 değil, % 40 ve 60 oranında ödeme gücü olan kurumlar işlemlerini durdurmak zorunda kalacaklardı."[15]

"Hamburg'da ticari güven tamamen bitmişti. Sadece ilk üç veya dört kurumun senetleri yüksek faizden ciro edilebiliyordu... Bankalar tarafından ödenebilir 15 milyon marklık hükümet bonosu avansı bir işe yaramadı. Panik öylesine büyüktü ki hükümet bonoları iskonto edilemiyordu ve sermayedarlar hiçbir teminat karşılığında parala-

12 Great Britain, *Parliamentary Papers, Monetary Policy, Commercial Distress*, (1857; Shannon: Irish University Press, 1969), cilt 1, s.427, 431.

13 D. Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-1848*, 2. baskı (1849; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1969), s.89n.

14 Evans, *Commercial Crisis*, s.181.

15 Parlimentary Papers, *Commercial Distress*, s.xii.

rından ayrılmıyorlardı. 12 Aralık'ta herkese yardım edileceği öğrenilince panik durdu. Ayın birinci günü % 15'le iskonto edilemeyen hükümet bonoları % 2 ve 3'e hemen alınmaya başlandı."[16]

Jay Cooke kendi firmasını kurması için Edward Clark'ın yanından ayrılmasına izin vermeden önce, Clark New York'tan Philadelphia'daki Cooke'a şöyle yazıyordu: "Para sıkışıklığı yok; çünkü para yok. Para yok, güven yok, hiçbir şeyin değeri yok. Bu durum bir hafta daha sürerse Bks (*aynen alınmıştır*) (Bks: bankalar – ç.n.) batacak."[17]

1866: "Banka meclisi iskonto oranlarını % 9'a yükseltti ve böylece devlet tahvilleri karşılığı kullanılacak kredinin faizinin de % 10 olacağının mesajını verdi. Bu açıklamadan önce ne Consol ne de Hazine bonosu satmak mümkün değildi. Diğer tahvilleri satan komisyoncular da alım satım yapmayı reddediyorlardı."[18]

1873: "New York Ulusal Tröst Şirketi kasasında 800 bin dolar değerinde devlet tahvili bulunduruyordu. Fakat bunlar karşılığında bir dolar bile kredi alamıyordu. Sonunda işlemlerini geçici bir süreliğine durdurdu."[19]

1883: Büyüyen para talebi sonunda para kıtlığına yol açtı. Vadeli kredi bulunmuyordu, spot kredilerin faizi Haziran'da % 72 idi, 28 Temmuz'da yine % 72'yken 4 Ağustos'ta % 51'e yükseldi. Birinci sınıf ticari kâğıtların kotasyonu çok az paranın elde edilebildiği koşullarda nominal olarak % 8-12 arasında değişiyordu."[20]

Kanıtlar biraz önce "böyle bir fiyat indiriminin (yani faiz oranlarındaki artış) tasarlanmasının imkânsızlığı dışındakiler" şeklinde ifade edilen hükümet bonolarının satışı vakasında iddia edildiği gibi hiç de belirsiz değildir. Üstelik iddianın öbür yanında, özellikle de son kre-

16 *A.g.e.*, cilt 4, *Foreign Communications Relative to the Commercial Crisis of 1857*, Hamburg Konsolosluk Genelgesi, no.76, 23 Kasım 1857, s.435, 440, 441.

17 Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936), s.243.

18 W. C. T. King, *History of the London Discount Market* (Londra: George Routledge & Sons, 1936), s.243.

19 Theodore Dreiser, *The Financier* (1912), *Trilogy of Desire* içinde, (New York: World Publishing, 1972), s.102.

20 W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton, Mifflin, 1907), s.1-2.

di merciinin çoğunlukla bulunmadığı ulusal bankacılık sisteminin işlediği ABD'yle ilgili tesadüfi bilgiler vardı:

1884: "Satıcıların huzursuzluğunu daha da artıracak şekilde para aşırı derecede kıt hale geldi ve öyle bir zaman geldi ki 24 saatlik faiz oranı % 4'e çıktı. İstenen bu yüksek oranı çok az kişi ödeyebileceğinden bu daha fazla hissenin zararına elden çıkarılmasına yol açtı. Gerçek bir kıtlık olmadığından bu yüksek karşılık yaygınlaşan güven bunalımının bir sonucuydu. Perşembe ve Cuma günü Birleşik Devletler hükümet bonosundaki yaklaşık % 7'lik düşüş kâr realizasyonu ve para elde etme isteğinin bir sonucuydu. Bunlarda güven kaybı oluşmamıştı, aynı şekilde değerli demiryolu bono ve hisselerinde de güven kaybı yoktu.

"Para faiz oranlarındaki hayret verici ve geçici yükselişin bir sonucu piyasaya büyük miktarda yabancı sermaye girmesiydi. Bu sermayenin bir kısmı düşük fiyattan hisse senedi almak için, daha çoğu da yüksek faiz karşılığı hisse ve diğer sağlam tahvillerin tazminatıyla kredi olarak geldi. Bunun sonucu, bizim aleyhimize yükselen döviz kurunun tersine dönmesi oldu."[21]

Panik şiddetli likidite sıkıntısı oluşmadan önceki aşamada başladığından bu da anlaşılmaz değildir.

1997'de Tayland'da başlayan Doğu Asya krizinde Uluslararası Para Fonu (IMF) son kredi mercii rolü üstlendi –bir sonraki bölümde tartışılan– fakat ülkenin bütçe dengesini sağlaması ve faiz oranlarının yükselmesi gibi katı önlemlerde ısrar etti. Özellikle Harvard Üniversitesi'nden Jeffrey Sachs gibi bir dizi iktisatçı, sorunlara rahatı yerinde yetkililer ve zengin bankacılar yol açtığı halde, büyük oranda fakirleri etkileyecek işsizliğe yol açtığını söyleyerek bu deflasyonist tedbirlere karşı çıktı. Bununla birlikte katı önlemlere destek, dövizin değer kazanmasıyla birleşen genişleyici para politikalarının Keynes'in "likidite tuzağı" dediği olguya yol açtığı Japonya deneyiminden geldi. 1990 çö-

---

21 *The Commercial and Financial Chronicle*, Mayıs 16, 1884, s.589, alıntı O. M. W. Sprague, *History of Crises Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1968), s.112.

küşünden sonra Japon faiz oranları çok düşük seviyelere inmiş fakat bu durum kredi alınmasını ya da verilmesini teşvik etmemişti. Bankalar kötü krediler tarafından engellenirken, sanayinin önündeki engel ürünlerine talep olmamasıydı. Bazı zamanlar kısa vadeli faiz oranları % 1'e kadar düştü. Bu da sermayedarları "taşıma ticareti" olarak adlandırılan, örneğin Tokyo'dan % 1'le kredi alıp New York'ta % 3 veya 4'le yatırım yapmaya yönlendirdi. Döviz kurları nispeten sabit olmasına rağmen bu durum kesin bir kâr elde edilmesini sağlamış ve üretimi teşvik etmede işe yaramayan sermayenin Japonya'dan çıkışına yol açmıştır.

Kredi alan bankaları ve sanayi kuruluşlarını ya da dışarı kredi veren sermayedarları daha temkinsiz hale getirdiği öne sürülerek, bunlara yardım edilmesine itiraz edilmektedir. Sigorta alanında bu durum "ahlaki tehlike" olarak adlandırılmaktadır ki aşağıda bunu tartışıyoruz. Bu, ileri görüşlü olma ve mevcut bir kriz karşısında ilerideki bir krizden eşit şekilde veya neredeyse eşit şekilde kaygı duyma kaydıyla bir krizin kendiliğinden geçmesini bekleme yönünde güçlü bir kanıt sunmakta ve sorunu aşmak için düşük bir faiz oranını gerektirmektedir.

ÇEŞİTLİ ARAÇLAR

Paniklerin kendi haline bırakılarak düzeleceği şeklindeki *a priori* görüşün karşısındaki hâkim iddia, neredeyse hiçbir zaman kendi haline bırakılmadıklarıdır. Otoriteler kendilerini müdahale etmek zorunda hissederler. Panik üstüne panik, çöküş üstüne çöküş, kriz üstüne kriz yaşanırken otoriteler veya bazı "sorumlu vatandaşlar" şu veya bu araçla paniği durdurmaya çalışırlar. Bunlar gereksiz yere endişelenmiş olabilirler ve durumun ciddi bir zarara yol açmadan kendi kendine düzelme ihtimali bulunabilir. Bu insanlar aptal ve öğrenme özürlü olabilirler. Aslında parasalcı Chicago Okulu hükümetin evrensel olarak aptal, piyasaların ise daima akıllı olduğunu varsayar. İncelediğimiz paniklerde bu eşitsiz akıl dağılımı kriz yönetimine karşı test edilemez, çünkü piyasadaki otoriteler ve önde gelen simalar aynı yönde çaba sarf ederler. Fiyat düşüşlerinin, iflasların ve banka iflaslarının yayılmasını dur-

durmak için şu veya bu yolla müdahale ederler. Eğer bir öğrenme süreci varsa –rasyonellik varsayımı bunu gerektirir– öğrenme sadece piyasanın rekabetçi güçlerine dayanmaktan ziyade son kredi merciinin arzulanılırlığını ve hatta erdemlerinin keşfi biçimlerini almıştır.

Bir sonraki bölümde açıklanan nedenlere bağlı olarak, tarih, otoritelerin müdahale etmeme kararı aldıkları halde istemeden de olsa kendilerini buna mecbur buldukları çok sayıda vaka sunmaktadır. Aralık 1825'te Hazine bakanı olan Lord Liverpool, altı ay önce aşırı spekülasyona karşı uyardığı halde, piyasayı kurtarmak için Hazine bonosu çıkarılması halinde istifa etmekle tehdit etmişti.[22] Baring krizi sırasında Bank of England'ın başkanı olan William Lidderdale Banka'nın kredi limitlerini aşmasına izin verecek bir "tazminat mektubunu" kabul etmeyi kategorik olarak reddetmişti.[23] Her durumda, paniği önleme görevini yerine getirmek için başka bir araç bulunarak görüntü kurtarılmıştır. Pek çok başka vakada, örneğin II. Frederick'in 1763'te krizin Berlin cephesine müdahalesinde,[24] ABD hazinesinin 1869'daki "W bankaları"[25] için iskonto yapmayı reddetmesinde, ABD hazinesinin 1869'daki kararında[26] ve 1975'te New York'un kurtarılmasında piyasayı kendi araçlarına bırakma yönündeki güçlü ahlaki duruş panik arttıkça tersine dönmüştür.

Zaman Kazanmaya Çalışmak

Koşuşturma anında, mevduat sahipleri paralarını alma telaşı içindedir. Bankalar ise ödeme telaşında değildir. 1931'den 1933'e kadar süren banka hücumlarında mevcut bankaların mevduat sahiplerine ödeme

---

22 W. R. Brock, *Lord Liverpool and Liberal Toryism, 1820-1827* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), s.209-10, Clapham, *Bank of England*'da alıntı, cilt 2, s.108.

23 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.332.

24 Stephan Skalweit, *Die Berliner Wirtshaftskriese von 1763 und ihre Hintergründe* (Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 1937), s.49-73.

25 Arthur D. Gayer, W.W. Rostow ve Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), cilt 1, s.272.

26 Larry T. Wimmer, "The Gold Crisis of 1869: A Problem in Domestic Economic Policy and International Trade Theory" (Doktora tezi, University of Chicago, 1968), s.79.

yapmak için zaman kazandıkları ve Micawber gibi bir şeylerin değişmesini beklediklerine dair hikâyeler vardır. Bu teknik en az 18. yüzyıla kadar giden eski bir tekniktir.

McLeod'un *Theory and Practice of Banking* adlı kitabı, Bank of England'ın, South Sea Company'nin bonolarını 400 pounddan alma vaadinden vazgeçmesinin sebep olduğu bir hücuma karşı Eylül 1720'de kendini nasıl koruduğunu anlatmaktadır. İflası önlemek için banka sıranın önüne kendi dostlarını koyup onlara yavaşça *sixpence* (altı penilik metal para) ile ödeme yapmıştır. Bu dostlar paraları başka bir kapıdan tekrar geri getirmişlerdir. Paralar bankaya yatırılmış, tekrar yavaşça sayılmış ve bir kez daha ödeme yapmaya uygun hale getirilmiştir. Hikâye, "bu şekilde hücum Michaelmas Festivali'ne (29 Eylül) kadar ertelenmiştir" diyerek bitmektedir. Tatil bittiğinde hücum da bitmişti ve banka yeniden açıldı.[27]

Aynı kaynaktan çıkmış olabilecek ikinci bir hikâyenin doğru olma ihtimali daha fazla görünüyor. Hikâye, borcunu gümüşle ödemesi için her yönden gelen baskılara direnen South Sea Company'nin destekçilerinden biri olan Sword Blade Bank ile ilgilidir. 19 Eylül'de hücum başladığında banka vagon dolusu gümüş getirerek "yavaşça küçük miktarda" ödeme yapmaya başladı. Banka 24 Eylül'de kapılarını kapamadan önce şanslı bir mevduat sahibinin *shilling* ve *sixpence* olarak 8.000 pound aldığı belirtilmektedir.[28] Şartlar bir; tarihlerse iki hikâyeden bahsediyor. Sword Blade ile Bank of England birbirlerinin can düşmanı olduklarından bu olay onların işbirliği yaptıkları bir olay olamazdı.

Detayları ne olursa olsun Bank of England 1720'den çıkarılan dersi çeyrek yüzyıl sonra da olsa unutmamıştı. Tahtta hak iddia eden Genç Charles Edward (II. James'in torunu) Temmuz 1745'te İskoçya'da karaya çıktı, Kasımda İngiltere'ye saldırdı, 15 Kasım'da Carlisle'ye ulaştı ve 4 Aralık'ta Derby'e vardı. 5 Aralık 1745'te Kara Cuma

27 Andréadès, *Bank of England*, s.137, Henry D. McLeod, *Theory and Practice of Banking*, 3. baskı (Londra: Longman Green, Reader & Dyer, 1879), s.428.

28 John Carswell, *The Sout Sea Bubble* (Londra: Cresset Press, 1960), s.184.

paniği patladı. İngiliz Consol'ü kaydedilen en düşük fiyat olan 45'e düştü ve Bank of England'a hücum başladı. Banka *sixpence* ile senetlerini ödeyerek kısmen direndi. Böylece kazanılan zaman Londralı tüccarları Banka of England'ın senetlerini kabul etmeye istekli hale getirmekte ve bağlılık beyannamesi imzalatmakta kullanıldı. Reçetenin ikinci kısmı olan senetlere güven taahhüdü toplama, Fransızlar 1797'de Fishguard'a çıkarma yaptığında benzer koşullarda tekrar kullanıldı. Bu sefer tek bir günde devlet tahvilleri için 1.140 tüccar ve yatırımcının imzası toplandı.[29] Belki şunu da eklemek gerekir ki: 1745'te yavaş ödeme yapma ve destek dilekçeleriyle kazanılan zaman 1746 Nisan'ında Culloden'de Genç Charles Edward'ı bozguna uğratan ordunun örgütlenmesinde de kullanıldı.

Piyasaların Tümden Tatil Edilmesi

Paniği durdurmanın yollarından biri de piyasayı kapamaktır. Bu, 1873'te New York Borsası'nda, 1914'te savaşın patlak vermesiyle ise Londra ve daha pek çok şehirde yapılmıştır. Piyasanın tatil edilmesi paniği yeraltına iterek daha da kötüleştirebileceği için genelde tavsiye edilmez. Üstelik kısa ve uzun vadeli hedefler birbiriyle çatışır. Panik esnasında borsayı kapamak, ellerinde patlamaması için insanların hisselerin fiyatını düşürüp satmaya ve vadesiz mevduatları istemeye yöneltiğinden, bir sonraki paniğin şiddetini artırır. New York Borsası Eylül 1873'teki panikte ilk ve son defa tatil edilmişti fakat bir finans yazarı Ekim 1929'da borsanın kapanacağı korkusunun şehir dışındaki ve "diğer" bankalardan vadesiz mevduatların çekilmesine yol açtığını iddia etmişti.[30] 1873'te Pittsburgh ve New Orleans'taki yerel borsaların iki aylığına tatil edilmesi, bu borsalarda sadece kendi sorunlarını taşıyan yerel tahvillerin ticareti yapıldığından, muhtemelen daha az ciddi sonuçlar doğurdu.[31]

---

29 Andréades, *Bank of England*, s.151.

30 Alexander Dana Noyes, *The Market Place: Reminiscences of a Financial Editor* (Boston: Little, Brown, 1938), s.333.

31 Sprague, *History of Crises*, s.259.

Bir piyasayı kapamanın diğer bir aracı da resmi tatil ilanıdır. Bu, 1907 paniği esnasında Oklahoma, Nevada, Washington, Oregon ve California'da yapıldı.[32] Bu araç 1932 sonbaharında yerel düzeyde başlayan ve 3 Mart 1933'te tüm ülkeye yayılan banka tatilleriydi. Resmi tatil tüm işyerlerini kapatırken banka tatili sadece bankaları kapatır.

Daha az tatmin edici bir araç, 1873'te yapıldığı gibi "bilmediğiniz şey size zarar vermez" ümidiyle banka bilançolarının yayımlanmasını askıya almaktır. Bu teknik, açığa çıktığında mevduat sahiplerinin bu bankalara olan güvenini daha da azaltacağından, korkulan büyük rezerv kayıplarını gizlemeye dayalıdır.[33]

Mallarda kısmi ancak bütünüyle kabul edilen bir araç da, ulaşıldığında piyasanın otomatik olarak kapanmasına yol açan günlük fiyat değişim limitidir. Genellikle "devre kesici" olarak isimlendirilen bu araç, 19 Ekim 1987 Kara Pazartesi günü yaşanan çöküşten sonra tahvil piyasaları için tavsiye edilmiştir. Mallarda, bir fiyat artışı ya da düşüşü limiti aşarsa, ticaret bir günlüğüne durdurulur. New York Borsası için teklif edilen, limitin üstüne çıkan veya altına inen tahvillerin yirmi dakika gibi belirlenen bir süreliğine ertelenmesiydi. Bu, uzmanlara kayıtlarındaki talimatları tasnif etme ve muhtemelen denkleştirme, stok ve nakit pozisyon bilançolarını kontrol etme şansı verecekti.

Tüm borçları veya vadesine iki haftadan az kalan kambiyo senetleri gibi özel tipte ödemeler için moratoryum ilan etmek de –aslında iflas ilan emek gerektiğinde– zaman kazandırabilir. Bu tür uygulamalarda her yerde ve her zaman hazır olan önlem, yapabildikleri ölçüde banka müfettişlerinin, bankaların portföylerindeki kötü kredileri görmezden gelme alışkanlığıdır. Gayrimenkul Yatırım Tröstleri (REIT'ler), ipotek altındaki alış veriş merkezlerinin ve hangara çekilmiş 747'lerin sahipleri faizlerini kredi limitlerini arttırarak ödemek isterlerse, bankaların buna karşı çıkması pek muhtemel değildir; banka müfettişleri de her zaman tehlikeyi işaret edecek koruyucu ve erdemli tavrı takınmakta ısrar etmezler.

32 *A.g.e.*

33 *A.g.e.*, s.181.

Bununla birlikte resmi moratoryumlar gayriresmi olanlardan daha az etkili olabilir. 1873'te Viyana borsasında ilan edilen moratoryumda, ödeme sorunlarının halli borsanın çöktüğü 15 Mayıs'tan itibaren bir hafta sürdü. İki kurtarma komitesine ek olarak, Austrian National Bank ve sağlam ticari bankalarca 20 milyon guldenlik bir teminat fonu kondu; daha önceki tedbirlerin bir taklidi olan bu uygulamalar pek az işe yaradı.[34] Diğer bir moratoryum, Temmuz Monarşisi'nden sonra belediye meclisi 25 Temmuz ile 15 Ağustos arasında vadeli olan tüm senetlerin vadelerinin 10 gün uzatılması kararı aldığında ilan edilen moratoryumdu. Bu, banka portföylerindeki ticari senetleri sterilize etti fakat elinde senet olanların bunları madeni parayla değiştirmek için hücum etmelerini engellemediğinden işe yaramadı.[35]

Takas Odası Sertifikası

Federal Reserve Sistemi kurulmadan önce ABD'de kullanılan en önemli araç takas odası sertifikalarıydı. Takas odaları ABD'de 1850'lerde kurulmuştu: New York takas odası 1853'te, Philadelphia'nınki ise 1857 paniğinden sonra 1858'de kurulmuştu. 1857 paniği esnasında New York'ta bankalar deflasyonun yayılmasını önlemek için işbirliği yapmayı başaramadılar. New York Tüccarlar Birliği, en güçlü dört ya da beş banka yükümlülüklerini karşılama imkânını sağlayacak şekilde Ohio Life and Trust Company'nin yardımına gelirse, ülkenin işletmelerinin ve kredi sisteminin korunabileceği fikrini savunmuştu.[36] 1873'ten itibaren, takas odası sayesinde, bankalar nakit veya banknot talep etmeden takas odası sertifikaları (bir bütün olarak takas odası yükümlülükleri) şeklinde takas edilen çeklerle ödemeleri kabule hazır hale gelmişlerdi. Bu sistemin avantajı, bankaların mevduatları rakiplerinden kaçırmaya çalışma dürtülerini azaltmasıydı. Sprague

---

34 Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4. baskı (1980; yeni baskı, New York: Burt Franklin, 1968), s.521.

35 Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), s.480, metin ve 5. Not.

36 George W.Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Columbia University Press, 1943), s.80.

sistemin banka rezervlerinin bir havuzda toplanması anlaşmasıyla desteklenmesi gerektiğinde ısrar etmektedir; aksi takdirde net para akışı olmayan bir banka kendi mudilerine nakit ödeme yaptıktan sonra takas için nakit bulamadığında ödemeleri askıya almak zorunda kalacaktır.[37] 1873'te rezervler havuzda toplandı, sonra bundan vazgeçildi ve sertifikalar daha az olmakla beraber bir miktar yardımcı oldu.

Takas odası sertifikalarının diğer bir ciddi dezavantajı de elbette geçici senetler gibi sadece yerel olarak geçerli olmalarıydı. Dolayısıyla maaş ödemelerinde ve perakende satışlarda ülke içi ödemelerde işe yarıyorlardı fakat şehirler arasında etkili ödeme akışını azaltıyorlardı. 1907'de ABD'deki 160 takas odasından 60'ı yerel ödemeleri kolaylaştırmak için takas odası sertifikalarını kabul etti. Sprague ülke içindeki borsaların bozulmasının önceki olaylardan daha kusurlu ve rahatsız edici olduğunu iddia ediyor. 26 Ekim ile 15 Aralık 1907 arasında Boston, Philadephia, Chicago, St. Louis, Cincinnati, Kansas City ve New Orleans'taki New York fonlarının kotasyonunu veren bir tablo, New York'un diğer finans merkezlerine göre çoğunlukla prim yaptığını ya da başa baş kaldığını, fakat bir önceki haftaya göre % 1,5 yükselen kotasyon aralığında 2 Kasım'da Chicago'da % 1,25'lik iskontodan 26 Kasım'da St. Louis'de % 7'lik prime çıktığını gösteriyor.[38] Jocob H. Schiff Aralık 1907'de şöyle yazıyordu: "Geçen tecrübemizden çıkarmamız gereken derslerden biri, farklı bankacılık merkezlerinde takas odası sertifikaları çıkarmanın aynı zamanda ciddi zararlara yol açmış olmasıdır. Bu uygulama yerel borsaları çökertmiş ve ülke işletmelerini büyük oranda felç etmiştir."[39]

Esnek döviz kuru sistemini veya Avrupa Ödemeler Birliği gibi sınırlı bölgesel araçları savunanların takas odası sertifikaları deneyimini 1) Yerel paranın güzelliklerinin 2) Yerel takas odasının faydalarının

---

37 Sparague, *History of Crises*, s.120, 182-83.

38 *A.g.e.*, s.75, 291-92.

39 Jacob H. Schiff, "Relation of a Central Bank to the Elasticity of the Currency", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, cilt 31 (Ocak-Haziran 1908), s.375. güncel bir değerlendirme için bkz. Jean Strouse "The Brilliant Bailout", *New Yorker* (23 Kasım 1998), s.62-77. Bu J. P. Morgan'ın okumadığım Strouse biyografisinin bir karakteri gibi görünüyor.

örneği olarak selamlamamaları şaşırtıcı değildir. Milton Friedman'ın merkez bankalarının büyük oranda son kredi mercii rolü oynama davranışına göre daha saygıdeğer araçlar oldukları yönündeki bazı önermelerini gördüğümü hatırlasam da, takas odası sertifikalarına en iyi onuncu araç olmaktan daha iyi bir şey olarak bakma eğiliminde olan pek kimseyi de hatırlamıyorum. (Fakat bu izlenimi nereden edindiğimi de tam olarak anımsamıyorum). Aynı genel karakterdeki diğer araçlar, her ikisi de nakit gerektirmeksizin ödeme araçlarına katkı sağlayan takas odası çekleri ve sertifikalı çeklerdir.

Bankalar ancak 19. yüzyılın ortalarından sonra takas odalarını organize etmişlerdir. Paniği hafifletmek için organize olan başka gruplar da vardır. Örneğin sermaye piyasası konsorsiyumunu ele alalım. 24 Ekim 1907'de J. P. Morgan'ın başında bulunduğu bir bankacılar havuzu borsanın çöküşünü önlemek için % 10 faizle 25 milyon dolarlık spot kredi verdi.[40] O günden 22 yıl sonra, 1929 Kara Perşembesinde, Richard Whitney yine J. P. Morgan and Company tarafından başkanlık edilen bir sendikasyon için borsa binasında kapı kapı dolaşarak hisse senedi teklifleri veriyordu.[41]

Bankaların İşbirliği

Bankalar, takas odalarından başka, kurtarma komiteleri (Mayıs 1873'te ve daha öncesinde Viyana'da olduğu gibi), kredi fonları, borç teminat fonları kurmak, zayıf banka ve firmaların birleşmelerinin düzenlenmesi ve güçlünün zayıfı desteklemesi için başka araçlar geliştirmek yoluyla işbirliği yapmışlardır.* Bu konuda üç örnek yeterli ola-

---

40 Myron T. Herrick, "The Panic of 1907 and Some of Its Lessons", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, cilt 31, (Ocak-Haziran 1908), s.309.

41 John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929*, 3. baskı. (Boston: Houghton Mifflin, 1972), s.107-8.

(*) Viyana'daki kurtarma komitesi (*Aufhilfsfonds*) hakkında bir tartışma için bkz. Eduard März, *Österreich Industrie-und Bankpolitik in der Zeit Franz Josephs I: Am Beispel derk k.k. priv. Österreichischen Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe* (Viyana: Europa Verlag, 1968), s.177-82. März, (s.179), krizin en iyi açıklamasının Josef Neuwirth'in benim görmediğim, *Bank und Valuta in Österreich*, cilt 2, *Die Spekulationskrisis von 1773* (yayın bilgileri yok) adlı kitabında olduğunu belirtiyor.

caktır: Bunlar Alsace krizinde Paris bankalarının rolü, 1857 sorunlarını aşmak için Hamburg'un uyguladığı çeşitli araçlar ve 1890'da Baring Brothers kredi teminatlarıdır.

1828 Alsace Krizi

Mulhouse'ta üç tekstil firması 1827'de battı. Beklemeksizin Paris bankaları tüm Alsace senetlerini reddettiler ve hatta Bank of France 6 milyon franklık "ancak iki Alsace kurumu serveti"ne denk gelen bir limit çıkardı. Daha sora Mulhouse veya Basel cirolu hiçbir kâğıdı kabul etmeme kararı aldı. Bu bir paniğe yol açtı. 19 Ocak'ta iki Mulhouse tüccarı daha iflas etti. Paris'te 22 Ocak'ta iki Schlumberger firmasının iflası söylentileri yayıldı. Paris bankaları Jacques Laffitte'i özel görevli olarak gönderdi. Laffitte 26 Ocak'ta Malhouse'a vardı fakat sadece 1 milyon franklık kredi veriyordu, o da mal karşılığı olarak. Bununla birlikte, o gelmeden önce iki tekstilci, Nicholas Koechlin ve Jean Dollfuss Mulhouse'u terk edip Paris'e gitmişler ve onları iki kişi daha takip etmişti. Stoklar pazarda % 30'dan 40'a varan iskontolara uğruyordu. 26 Ocak'tan 15 Şubat'a kadar 9 kurum battı. Levy Leboyer "daha da kötü olabilirdi" diyor. Son dakikada J.-C. Davillier'nin başkanlık ettiği 26 Paris bankasından oluşan bir sendikasyon Koechlin ve Dollfuss'a 5 milyon franklık bir kredi verdi. Bunlar 3 Şubat'ta Alsace'a dönerek 4 milyonu ayırıp 1 milyonu teminat vermeye hazır meslektaşlarına dağıttılar. Bu hareket güveni tekrar tesis etmeye katkıda bulundu ve Basel'de kısmen diğer tüccarların teminatıyla bazılarından kopartılan 1,3 milyon frankla güven tamamen geri geldi.[42] Ne Koechlin-Dollfuss ne de Basel'den gelen paraları alma niteliğine sahip olmayanlar ise iflas etti.[43] Bu, Bank of France veya Paris bankalarının biraz basiret ve güven yansıtan "bir kerelik" ibret verici hikâyesidir.

---

42 Lévy-Leboyer, *Banques européennes*, s.470-71.

43 Bertrand Gille, *La banque en France au XIXe siecle* (Paris: Droz, 1970), s.93.

1857 Hamburg Krizi

Hamburg'daki 1857 krizinin arka planına okuyucu artık aşina olmuştur. Özellikle Kırım Savaşı nedeniyle ticaret genişlemişti, kredi ise çok daha fazla genişlemişti. Hamburg Almanya'nın yalnızca İngilizlerle ticaret yapan bir kentiydi fakat şeker, tütün, kahve ve pamukta ABD ile yakın ilişkileri vardı. İskandinavya ile de sıkı ilişkilere sahipti. Deflasyonist gelgit dalgası Atlas Okyanusu'nu geçince Hamburg'un bundan etkilenmemesi mümkün değildi. 24 Ağustos'ta Ohio Life'tan başlayan panik Hamburg'a üç ay sonra (% 30 fiyat düşüşlerini takiben) Amerika'yla ticaret yapan Winterhoft ve Piper'in işlerinin askıya alınmasıyla birlikte geldi.[44] Hamburg'daki İngiliz konsolosluğundan çekilen günlük telgraflar hikâyeyi aktarmaktadır:

21 Kasım: Önde gelen bazı ticaret kurumları ve iki banka yardım almayı planlıyor.

23 Kasım: Londra'yla ticaret yapan iki büyük kurum battı ve Discount Guarantee Association Hamburg senetlerini ciro etmede giderek daha temkinli davranıyor.[45] Bir yetkilinin dediğine göre Discount Guarantee Association üç gün içinde tükendi.[46]

24 Kasım: İskonto Teminat Birliği (Garantie-Diskontverein) kuruldu. Kuruluş sermayesi 10 milyon marktı, daha sonra 13 milyona çıkarıldı (yaklaşık 1 milyon pound), bunun 1 milyon markı hemen ödendi.

28 Kasım: Ticaret odası ve önde gelen tüccarlar Senato'yu sıkıntıdaki tüccarlara ipotekli mallarının, bonolarının ve hisselerinin % 50'si ile % 66.2/3'ü kredi vermek amacıyla hükümet bonosu çıkarma konusunda Parlamento'yu ikna etmeye çağırdılar.

1 Aralık: Ullberg ve Cremer'in faaliyetlerinin durmasıyla İsveç'le ticaret yapan 10 ile 12 arasındaki kurum battı. İskonto Teminat Birliği yeni teminat vermeyecek. İş hayatı durmuş durumda.

---

44 Parlamento Tebliğleri, *Commercial Distress*, cilt 4, ekler, Hamburg'dan gönderilen konsolosluk raporu, no.75. s.343.

45 *A.g.e.*, s.435.

46 Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-1859* (Stuttgart/Berlin: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), s.129.

2 Aralık: Malların haczi sırasında alacaklıların da pay alabilmeleri için iflas yasasında değişiklik önerisi yapıldı.

7 Aralık: 30 milyon marka (yaklaşık 2,4 milyon pound) kadar olan sağlam senetleri iskonto etmek üzere bir devlet bankası kurulması için teklif verildi. Banka ticari kambiyo senetlerinin % 6.2/3 oranında faiz veren devlet tahvilleri ihraç edecekti. Parlamento bunu reddetti ve yasal ödeme aracı olarak 30 milyon marklık kâğıt para basmasını istedi. Senato da bunu reddetti ve gümüş standardına bağlı kalınmasında ısrar etti.

Sonunda uzlaşmaya varıldı. Buna göre 5 milyon markı Hamburg hükümet bonolarından ve 10 milyon markı da dışardan borçlanılacak gümüşten oluşmak üzere 15 milyon mark fonu olan bir Devlet Kredi Kuruluşu oluşturulmasına karar verildi.[47] Gümüş tren (Silverzug) hikâyesi son kredi mercii örneği olarak Onbirinci Bölüm'ün konusudur.

Bir gözlemci, kurtarma operasyonun toplam 35 milyon marka mal olduğunu; bunun 15 milyonunun İskonto Teminat Birliği'nden, 15 milyonunun Devlet Kredi Kuruluşu'ndan ve 5 milyonunun da açıklanmayan yollarla ticaret odasından sağlandığını belirtiyor. Bunu 100 milyon marklık protestolu senetlerle karşılaştırıyor ve "eğer tüccarlar mallarının altıda birine denk bir sermaye ile spekülasyon yapsalar, fiyatlarda % 17'lik bir düşüş onları yok etmeye yeterdi" diyor. Senato'nun dönemin 300 yıl gerisinde olduğu iddiasına ise, onaylayarak Senato'nun şu cevabını aktarıyor: "Tüccarlar borç senedi çıkarmakta dönemin 300 yıl önünde gidiyorlardı." Bu durumda devlet yardımının sadece spekülasyona ve daha yüksek fiyatların tüketici aleyhine devam etmesine yardımcı olduğunda ısrar ediyor. Bugün artık yabancısı olmadığımız bu görüşü bir sonraki bölümde daha ayrıntılı ele alacağız.[48]

---

47 Parlamento Tebliğleri, *Commercial Distress*, cilt 4, ekler, Hamburg'dan gonderilen konsolosluk raporları, no.77, 80, 81, 82, 84, 86, s.435-37.

48 Albert E. Fr. Schaffle, "Die Handelskrise von 1857 in Hamburg, mit besonderer Rucksicht auf das Bankwesen", *Gesammelte Aufsatze* (Tubingen: H. Raupp'schen, 1885), cilt 2, s.44, 45, 52, 53.

Borç Teminatları: Baring Krizi

En ünlü borç teminatı işlemi Baring Krizi sırasında William Lidderdale tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu, İngiltere'de ilk değildi. Yetmiş iki ülke bankasının Londra'daki aracısı olarak hizmet veren Esdailes, Grenfell, Thomas and Company Aralık 1836'da sıkıntıya düşmüştü. Taşra bankacılığıyla olan bağlantıları sebebiyle firmanın batmasına izin verilmediği söyleniyordu; üstelik elindeki senetlerin altında şehrin en iyi isimlerinin imzaları vardı. Aktifleri yükümlülüklerinin çok üzerindeydi ve Londra bankerleri teminat karşılığında yardım etmeye hazırdı. Bank of England 150.000 poundla listenin başındaydı. Esdailes sadece iki yıl daha ayakta kalabildi ve Clapham'ın dediğine göre sonra verdiği krediler sebebiyle battı.[49]

Daha önce belirtildiği gibi teminatlar 1844 Bankacılık Yasası'nın askıya alınmasına izin veren tazminat mektubuna alternatif olarak kullanılıyordu. Mektup Hazine bakanı Lord Goschen tarafından Bank of England'ın başkanı olan Lidderdale'e sunulmuştu. Lidderdale mektubu "Böyle bir mektuba bel bağlamak İngiltere'de pek çok kötü bankacılık işleminin ortaya çıkış sebebidir" diyerek reddetmişti.

1847, 1857 ve 1866'da uygulanan geleneksel araçlarla piyasayı sakinleştirmeyi reddeden Lidderdale piyasayı tedavi edecek kişi değildi. Ağustos 1890'da Baring Brothers'ı Arjantin temsilcisi S. B. Hales'ten aldığı akseptansları hafifletmesi için uyardı. Baring Brothers 8 Kasım Cumartesi günü şiddetli sıkıntısı olduğunu Lidderdale'e iletti. Baring Brothers'ın durumunun ortaya çıkması halinde doğacak panikten endişelenen Bank of England 10 Kasım Pazartesi günü Hazine'yle toplandı, tazminat mektubunu geri çevirdi ve iki cephede hazırlık yaptı. Bankanın rezervleri azdı ve iskonto oranlarını arttırmak yavaşça rezervleri yükseltebilirdi. Dolayısıyla dışardan yardım istendi (Onbirinci Bölüm'ün konusu). Daha sonra banka, Lord Rotschild tarafından yönetilecek ve piyasadaki sindirilemeyen çok miktardaki Arjantin tahvilleri sorunuyla ilgilenecek bir komite oluşturdu.

---

49 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.156.

Hafta biterken söylentiler yayıldı ve Baring senetleri Bank of England'da artan oranlarda iskonto edilmeye başlandı. Çarşamba günü Lidderdale, Baring'in uzun vadede ödeme gücü bulunduğunu fakat 8-9 milyon pound ihtiyacı olduğunu öğrendi. Cuma günü Bank of England tarafından açık piyasa işlemlerinde kullanılan Mullens and Co.'nun en önemli adamı John Daniell, Lidderdale'e gelip ağlayarak şöyle diyordu: "İnsanların rahatlamasını sağlayacak bir şey yapamaz mısınız ya da bir şey söyleyemez misiniz?.. Korkunç bir şeyler olduğuna kendilerini inandırmışlar ve çok üst düzey isimlerden bahsediyorlar; *en üst düzeydekilerden!*"[50]

14 Kasım'da Lidderdale, kabineden Hazine'yi temsil eden iki bakanla, Lord Smith ve Lord Salisbury ile görüştü. Hükümetin bankadaki bakiyesini çok acil yükseltmesi konusunda mutabakata varıldı. Daha zor olmakla beraber, bankanın Cuma saat 14:00 ile Cumartesi saat 14:00 arasında iskonto ettiği Baring Brothers senetlerinden ettiği zararı hükümetle paylaşması konusunda da anlaşmaya varıldı. Bu anlaşmaya binaen Lidderdale, Baring'in borçlarına teminat verecek bir fona katkıda bulunmalarını sağlamak için on iki özel bankayla görüştü ve Rusya Devlet Bankası'yla Baring'deki 2,4 milyon poundluk mevduatını çekmeme anlaşması yaptı. Özel bankalar toplam 3 milyon 250.000 pound katkıda bulundular fakat bunun 1 milyon poundu bizatihi (farklı türden özel bir banka olan) Bank of England'dan; her biri 500.000 pound olmak üzere üç kreditörden (Glyn, Mills & Co.; Currie and Co. ve Rothschilds'den) geldi. Bu başlangıç aynı akşam beş Londra anonim ortaklı bankasının bir diğer 3 milyon 250.000 poundla teminat fonuna katılmasını sağladı. *Times* bu teminatlara binaen 15 Kasım'da Baring Brothers'ın iflas edeceğini ancak kimsenin zarar et-

---

50 *A.g.e.*, s.331. Baring krizi ve kurtarma operasyonuyla ilgili daha ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. C. R. Whittlesey ve J. S. G. Wilson, ed., *Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers* (Oxford: Clarendon Press, 1968), s.67-228'deki L. S. Pressnell, "Gold Reserves, Banking Reserves and the Baring Crisis 1890" ve aynı yazarın C. P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue, ed., *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s.148-64'te yer alan "The Sterling System and Financial Cises Before 1914" isimli makalesi.

meyeceğini duyurdu. Teminat fonunun çalışmaları Cumartesi günü de devam etti. Bunun sebebi anonim ortaklı bankaların taahhütlerini onaylatmak için yönetim kurullarını toplamalarının gerekmesiydi. Bu da öğleden önce saat 11.00'de yapıldı. Sonra diğer bankalar ve finansal kurumlar sabah 7,5 milyon pound olan fonu saat 16:00'da 10 milyon pounda yükselttiler (en son 17 milyon pounda yükseldi). Teminat fonu Baring'in dramatik kurtarılışının bir zayıflık işareti olarak algılanmasından çok daha fazla, Londra finansal sisteminin gücünün bir işareti olarak algılandı. Martin's Bank ise Baring'e ve Arjantin'de iş yapan bir diğer banka olan Murrittas'a verdiği krediler yüzünden sıkıntılıydı. Teminat fonuna 100.000 poundla 18 Kasım'da (Salı) katıldı. Bu, Baring'e fayda sağlamak için çok geç ancak tüm dünyaya Martin'in gücünü göstermek için yeterince erken bir davranıştı.[51] Powell dönemi özetlerken şöyle diyordu: "Banka, savaşması ya da çekilmesi gereken yalnız bir savaşçı değildi. Fakat dünyanın o ana kadar şahit olduğu en muazzam finansal güç birlikteliğinin lideriydi."[52]

25 Kasım'da yeni bir firma, Baring, Brothers and Co. Ltd., 1 milyon pound sermayeyle anonim-ortaklı bir şirket olarak kuruldu. Teminatın şeklinin mütevazı bir ilgi çekebileceğini düşünüyorum:

> *Teminat Fonu*
> *Bank of England, Kasım 1890*
>
> Bank of England'ın 15 Kasım 1890 gecesinde var olan veya 15 Kasım'da ve öncesinde başlayan işlerinden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için Baring Brothers and Co.'ya vermeyi kararlaştırdığı avanslar dikkate alınmıştır.
>
> Biz aşağıda imzası bulunanlar, burada, her bir şahıs, firma veya şirket yalnızca kendi veya kendileri adına ve sırasıyla yalnızca kendi isimlerinin karşısındaki miktarları, Bank of England'ın Ba-

---

51 Diary of John Biddulph Martin, in George Chandler, *Four Centuries of Banking* (Londra: B. J. Batsford, 1964), cilt 1, s.330.

52 Ellis T. Powell, *The Evolution of the Money Market (1384-1915): An Historical and Analytical Study of the Rise and Development of Finance as a Central Coordinated Force* (1915: Yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1966), s.528.

> ring Brothers and Co.'nun yükümlülüklerinin nihai tasfiyesinin başkanların görüşüne göre tamamlandığına karar verdiğinde oluşabilecek herhangi bir zararın karşılığında Bank of England'a sunmayı kabul ediyoruz.
>
> Tüm kefiller kendi oranları tutarında katkıda bulunacak ve hiçbir kişi, firma veya şirket aynı çağrı diğerlerine de yapılmadan katkı yapmaya çağrılmayacaktır.
>
> Tasfiye 15 Kasım 1890'dan itibaren en fazla üç yıl içinde tamamlanacaktır.[53]

Yüzyıldan fazla bir zaman sonra Long-Term Capital Management ortaklık fonunun 1998 Eylül'ünde kurtarılması Baring operasyonuyla yakın benzerlik göstermektedir. New York Federal Reserve Bank'ın başkanı William McDonough, Long-Term Capital Management'ın iflasını önlemek için 3-6 milyar dolarlık sermaye desteğinde bulunmalarını ve öz sermayesinin % 90'ını satın almalarını sağlamak amacıyla önde gelen on dört finans kurumunu bir araya getirdi. Bu kurumlar arasında Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, J. P. Morgan, Chase Manhattan Bank ve Union Bank of Switzerland da vardı.[54]

Federal Mevduat Sigortası

1890 ve 1998 teminatları doğabilecek sonuçlara karşı özel olarak sağlanmıştı. 1934'ten beri ABD'de federal mevduat sigortası başlangıçta 10.000 dolara kadarken, tedricen 100.000 dolara kadar olan mevduatlarla sınırlı olarak önsel bir teminat oluşturarak banka hücumlarının yayılmasını önlemiştir. Konuyu bilen bir bürokratın dediğine göre bu son rakama, biri ABD Temsilciler Meclisi diğeri Senato'dan gelen ve biri limiti 40.000'den 50.000 dolara, diğeri de 60.000 dolara çıkarmayı teklif eden iki yasa tasarısının uzlaştırılması neticesinde ulaşılmıştı. 1984'te Continental Illinois'nin, 1988'de First Republicbank of Dallas'ın kurtarılması gibi daha sonraki vakalarda FDIC (Federal Deposit Insurance Company: Federal Mevduat Sigorta Şirketi) yaklaşan hü-

---

53 *A.g.e.*, s.525.

54 "New York Fed Assists Hedge Fund Bailout", *New York Times*, 24 Eylul 1998, s.A1, C11.

cumları önlemek için teminatlar üzerindeki tüm limitleri bilinçli olarak kaldırdı ve 100.000 doların üzerindeki tüm mevduatları "batmayacak kadar büyük" kuralının içine aldı. Baskılar başlayınca mevduat sigortasının amacının 100.000 doların altında mevduatı olan "küçük yatırımcı"yı korumaktan ziyade, tüm sistemi sıkıntıya sokacak banka hücumlarını önlemek olduğu ortaya çıktı.[55]

100.000 dolarlık sınırın kötü bir özelliği, büyük mevduatları alıp küçük komisyonlar karşılığında her birini limitin içinde kalacak şekilde 100.000 dolardan küçük parçalara bölen "mevduat simsarlarını (broker)" ortaya çıkarmasıydı. Yenilik iki yan etki oluşturdu. Birinci olarak, küçük yatırımcıların tersine bankaların kendilerine sağlayacakları güveni saptama gücü olan oldukça zengin ve tecrübeli mevduat sahiplerine bir teminat verdi. İkinci olarak, aracılık edilen mevduatlar aslında riskli banka kredilerine cesaret veriyordu, çünkü bankalar yüksek getiri oranları sunarak bu mevduatları çekebiliyorlardı ve ayrıca mevduatlar sigortalı olduğundan riskli ama yüksek getirili yatırımlar yapabiliyorlardı.[56]

Bununla birlikte mevduat sigortası genel olarak banka hücumlarını sınırlandırdı, çünkü yasa muhtemelen dünyanın gördüğü en büyük banka iflasından sonra çıkarılmıştı. Peki bu tür teminatların sağlanması konusundaki daha önceki isteksizlik nasıl açıklanmalı?

ABD'nin uzun geleneğinde serbest bankacılık, hatta kuralsız bankacılık bir kuraldı. Herkes böyle bir banka kurabilirdi ve çoğu da kurdu. Riskler büyük, sermaye devri hızlıydı. Banka mevduatlarının

---

55 Banka hücumlarının mevduat sahiplerinin en optimal cevabı olduğunu ve bir izleme şekli olarak panikle birlikte sistem için iyi olduklarını düşünen bazı pürist ve mazoşistler vardır. "Eğer mevduat sahipleri düşük performansla çalışan bazı bankaların olduğuna inanır fakat hangisinin ödeme güçlüğüne düşebileceğine karar veremezlerse tüm sisteme yayılan bir panikle istenmeyen tüm bankaları dışarı atabilirler." Bu alıntı R. Glenn Hubbart'ın derlediği *Financial Market and Financial Crises* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), s.120-21'de yer alan Charles W. Calomoris ve Gary Gorton'ın "The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation" isimli çalışmasından alıntılanmıştır. Bana Charles Lamb'ın domuz rostosu tarifini anımsattı.

56 C. P. Kindleberger, "The Lender of Last Resort: Pushing the Doctrine Too Far? C.P. Kindleberger, *The World Economy and National Finance in Historical Perspective* içinde, (An Arbor: University of Michigan Press, 1995), s.147-62.

garantisi yolsuzluk değilse bile spekülasyon izni anlamına gelecek ve bankacının sorumsuzluğunun üzerindeki en büyük kontrolü, yani mevduatların çekilme tehlikesini kaldıracaktı. Mevduat garantisi sağlıksız bankacılığa zemin hazırladığı gerekçesiyle 2 Mart 1933'te ulusal bankacılık tatilinin arefesinde reddedildi. Bunun sebebi Federal Reserve Yönetim Kurulu'nun böyle bir garantiyi veya başka herhangi bir tedbiri uygulamaya hazır olmamasıydı.[57]

Bir de şunu eklemek lazım ki, Federal Mevduat Sigorta Şirketi'nin (FDIC) kayıtları yaklaşık 1970'lere kadar mükemmeldi. 1934'teki başlangıçtan 1970'lere kadar 50 milyon dolardan daha fazla mevduatı olan sadece bir banka batmıştı ve iflasların çoğu mevduatı 5 milyon dolardan az küçük bankalarda yaşanmıştı. FDIC çoğu vakada devirleri düzenlemiş, sigortalı meblağın üstünde mevduatı olan az sayıdaki mevduat sahibi zarar görmemiş ve FDIC'in kendisi de çok az zarar etmişti.

Bununla birlikte 1970'ler ve 80'lerden başlayarak FDIC'in ve özellikle birlikte çalıştığı kurumların –Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC: Federal Tasarruf ve Kredi Sigorta Şirketi) ve Federal Home Loan Bank (FHLB: Federal İç Kredi Bankası)– sorunları hızlı şekilde arttı. Tartışma mevduat sigortasından buraya geldi ancak zararı nihai olarak vergi ödeyenler üstleniyorsa, bu konu son kredi merciinin rolünün tartışıldığı bir sonraki bölüme daha uygun görünmektedir. FDIC her birinin aktif büyüklüğü milyar dolarlarla ölçülen iki dev bankanın, Continental Illinois of Chicago ve First Republicbank of Dallas'ın da aralarında bulunduğu çok sayıda bankayı kurtardı. FSLIC tüm aktiflerini tasarruf kurumlarını (tipik olarak bunları sağlam kurumlarla birleştirerek ve kötü aktiflerini satın alarak) kurtarmada kullanmıştır. 1987'nin sonunda kredi alma yetkisi 10,8 milyar dolara çıkarılmıştır. 1990'ların başında genel tahminler, iflas etmiş tasarruf ve kredi kurumlarının mevduatlarına karşılık yapılan ödemelerin on yıl boyunca arttığı ve 150 milyar dolara yaklaştığı yönündey-

57 Hoover, *Memoirs*, cilt 3, s.211-12.

di.[58] Zararların bir kısmının banka mevduatlarından alınan primleri yükselterek karşılanıp karşılanmayacağına dair sorular soruluyordu. Bu, sağlam bankalarca şiddetle karşı çıkılan bir teklifti. Sonunda fatura Birleşik Devletler vergi mükellefleri üzerine kaldı.[59]

Hazine Bonoları

Yeterli para olmadığında sıkıntıdaki bir firmaya kredi vermenin eski bir aracı, uygun teminatlar karşılığında bu firmaya pazarlanabilir tahviller vermekti. (Elbette bu bölümün ilk kısmında belirtildiği gibi piyasalar çöktüğünde en likit tahviller bile hemen satılamaz.) Tahviller devlet ya da özel sektör tahvili olabilir. Her iki tip tahvil de 1857'de Hamburg'daki karmaşık paketin içinde bulunuyordu. 1763 ve 1799'da eşit derecede karmaşık ve kötü malzemeyle oluşturulmuş destek sisteminde Amirallik bonoları bileşik özellikteydi.[60] Bununla birlikte en yaygın gelişme 1793 ve 1799'da ve (iştiyaksız olarak) 1811'de İngiltere'de çıkarılan Hazine bonolarıydı fakat bunlar 1825'te sertçe reddedildi.

Hazine bonolarının Bank of England kaynaklı olma ihtimali varsa da bunların genel olarak Sir John Sinclair'in fikri olduğu düşünülmüştür. 22 Nisan 1793'te şehrin liderleri 300 taşra bankasından 100'ünün batması ve fiyatların felaket şekilde düşüşünden kaynaklanan krizle mücadele etmenin araçlarını bulmak üzere Downing Street'te Başkan William Pitt'le toplandılar. Ertesi gün bunlardan 12'si Mansion House'ta devlet yardımı planını formüle etmek üzere buluştu. Clapham'a göre ne yapılması gerektiğine dair açık bir kılavuz yoktu. O sırada hükümetin 3 milyon poundluk Hazine bonosu çıkarması fikri ortaya çıktı; sonra parlamento gümrüklere yatırılacak mallar teminatıyla tüccarlar üzerine çıkarılmak üzere bu rakamı 5 milyon pounda yükseltti. Planın ek bir maddesi de altın ve gümüş sikkenin kullanımından tasarruf etmek amacıyla 5 poundluk banknot çıkarılma-

---

58 "Bank Board Doubles Texas Cost Estimate", *New York Times*, 8 Temmuz 1988, kısım D.

59 "Treasury Says Savings Aid Should Not Tax the Taxpayer", *New York Times*, 3 Ağustos 1988, kısım D.

60 Wirth, *Handelskrisen*, s.100.

sıydı; önceki en küçük para 10 pounddu. Hazine bonoları Bank of England tarafından değil, özel komisyoncular tarafından basıldı. Yaklaşık 70.000 poundluk bir miktar hemen Manchester'a ve bir o kadarı da Glasgow'a gönderildi. Manchester'a göre yeni araç sihir gibi ise yaramıştı. 338 firma toplam 3 milyon poundluk Hazine bonosu için başvurdu. 2,2 milyon poundluk bir kısım 228 firmaya verildi. Bunlardan sadece iki tanesi daha sonra iflas etti. 1,2 milyon poundu geçen bir miktar için başvuru panik azaldıktan sonra oldu.[61]

1799'da Hamburg'daki panik Liverpool'da yankılandı ve Hazine bonoları sınırlı miktarda yeniden çıkarıldı. Parlamento depolarda saklanan 2 milyon pound değerindeki mala karşılık sadece Liverpool'da kullanılmak üzere 500.000 poundluk Hazine bonosu sağlamıştı.[62]

1811'de sorun tekrar baş gösterdi. 1 Mart 1811'de ticari kredilerin durumu ile ilgilenmek üzere bir seçme komitesi atandı. Henry Thornton, Sir John Sinclair, Sir Thomas Baring ve Alexander Baring de komite üyesiydi. Komitenin bir haftada tamamlanan raporunda Batı Hint Adaları ve Güney Amerika'dan ithalat ve ihracat yapanların sıkıntıları kadar, Baltık'a gönderilmesi gerektiği halde engellenip Londra'da depolarda tutulan yığınla maldan da bahsediliyor ve bu sefer 6 milyon poundluk yeni bir Hazine bonosu ihracı öneriliyordu. Avam Kamarası'nda Latin Amerika'ya yönelik ticaret dolayısıyla hafif bir destek vardı; muhalefet ise sıkıntıya anlayışla yaklaşırken spekülatörlerin kurtarılmasının akıllıca bir davranış olacağından şüpheliydi. Ticaret kurulu başkanı olarak daha sonra iz bırakan Huskisson kötü sonuçların çok kolaylıkla verilen kredilerden kaynaklandığını iddia etmişti:

> Beyler sermayesinin ötesine geçme konusunda kendini asla ikna edemeyen eski İngiliz tüccarlarının yerine kredi alana kadar durmayan çılgın ve aşırı spekülatörlerin geçtiğini ve kötü yollardan kazanılmış küçük sermayelere sahip kimselerin çok önemli işler yapacak sermayeleri engellediğini görmediler mi; öyle ki artık spekülas-

61 Andréades, *Bank of England*, s.187-89; Clapham, *Bank of England*, cilt 1, s.263-65.

62 Gayer, Rostow ve Schwartz, *Growth and Fluctuation*, cilt 1, s.34 (yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1964), cilt 1, s.267-68.

> yon en küçük ticari işlerde bile yer alıyor ... Eğer getirilen çare daha fazla spekülasyon için kullanılırsa kötülüğü artırır –ve bunun yapılacağından korkuyordu– ki, böylelikle mevcut çözüm sadece dolaşıma 6 milyon pound ekleyecek ve tüm mal fiyatlarını yükseltecektir.[63]

Tartışmanın tüm detaylarını veren Smart, pek az kişinin bunu reddedecek kadar cesur davrandığını, çoğu kişinin ise tedbiri eleştirdiğini belirtiyor. Sonunda yasa geçti fakat az sayıda başvuru oldu ve sadece 2 milyon poundluk bono çıkarıldı. "Sıkıntıda olanların çoğu istenen teminatları sağlayamadı ve mallarını satacak pazar olmadıktan sonra bonolarla daha fazla mal üretiminin sağlanmasının ne gibi bir çare olduğunu anlamak da zordu."[64]

Daha önce –iki defa– 1825 krizini yatıştırma aracı olarak Hazine bonolarının sert şekilde reddedildiğini görmüştük.

Banka Düzenlemeleri ve Denetimleri

Katı kurallar ve denetimlerle finansal krizler önlenebilir mi? Bazı üstadlar bu tür bir yaklaşımı savunur. Diğer bazıları da tersini, yani deregülasyonu savunmaktadır. Sağlıklı bankacılık için çoğu kural zaten düzenlemelerin içinde vardır veya bankacılık geleneğinde mevcuttur; çoğu kural da bankalar ve düzenleyiciler tarafından görmezden gelinir. Bankalar "piyasayı belirlemek", yani her gün (her hafta veya her ay) kredilerine ve yatırımlarına maliyet üzerinden değil, piyasadaki satış fiyatı üzerinden değer biçmek zorundadırlar. "Sorunlu krediler"e ve "şüpheli alacaklar"a karşılık bir para ayırmak zorundadırlar. Eğer bir bankanın sermayesi azalırsa, yani zararlar rezervleri geçerse, geleneksel kurallara göre kapatılması gerekir. Bu kuralı izleyen bankaların olağandışı karakterlerinin örnekleri, Citicorp'un Üçüncü Dünya'ya verdiği kredileri zarar hanesine yazdığı 1987 sonbaharındaki gazetelerde yer alan bol miktarda haberde ve FSLIC'in ödeme güçlüğü için-

63 William Smart, *Economic Annals of the Nineteenth Century* (1911; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1964), cilt 1, s.267-68.

64 *A.g.e.*, s.271.

deki 500 bankanın varlığını devam ettirebilecekleri umuduyla açık kalmasına izin vermesinde bulunabilir. Düzenleme sürecinin bir parçası olarak Federal Reserve Yönetimi, Onlar Grubu içindeki diğer merkez bankalarıyla işbirliği yapmakta, Uluslararası Ödemeler Bankası'na bağlı bir komiteyle de birlikte çalışarak *uniform* bir sermaye yeterliliğini tedricen getirmeye çalışmaktadır.

Aktiflerin veya diğer pasiflerin bir oranı olarak sermaye yeterliliklerine vurgu, "bilinçdışı" işlemlere kayan bir harekete yol açmıştır. Bu tür işlemler bankalar için ücret veya komisyon geliri yaratmaktadır fakat aktif veya pasiflerle bağlantısı ancak bilançoların dipnotlarında yazılacak şekilde dolaylı olarak kurulmaktadır. Bunlar faiz ve döviz *swap*'ları, *futures* sözleşmeleri, opsiyonlar, taahhüt riskleri, "repolar" (daha sonra alınmak şartıyla menkul kıymet satışı), senet ihraç kolaylıkları (taahhütler) vb.'den oluşmaktadır. Bunların her biri belki bir opsiyon veya teminat olarak değerlendirilip sermaye yeterliliği hesaplanırken aktif ya da pasiflere dahil edilebilir.[65] fakat böyle bir adım için gerekli finansal karmaşıklık seviyesi yüksek gözükmektedir.

Finansal bir krizle bitebilecek öforik kredileri engellemek üzere bankaların katı düzenleme ve denetimi kararlılıkla savunulabilir. Tarihi gerçekler böyle bir durumun mükemmellik önerisine dayandığını göstermektedir. ABD'de banka denetleme sistemi, sorumluluğu Comptroller of the Currency (Para Murakıpları), Federal Reserve Bankaları ve eyalet bankacılık müfettişleri arasında paylaştırmaktadır. Bir görüşe göre deregülasyonda değil, reregülasyonda (yeniden düzenleme) rekabet vardır.[66] Meşhur bir Alman bankacı-politikacı "Bölünmüş sorumluluk sorumluluk değildir"[67] diyordu. Tehlike anında gerekli olan zeki personel uzun sessizlik döneminin sıkıcılığına boyun eğmeye

---

65 Ian Giddy, "Regulation of Off-Balance Sheet Banking", *The Search for Financial Stability: The Past Fifty Years* (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, 1985), s.165-77.

66 Edward J. Kane, "Competitive Financial Reregulation: An International Perspective", R. Portes, A. Swoboda, ed., *Treats to International Financial Stability* (Cambridge: Cambridge University Press, 1987), s.111-45.

67 Stanley Zucker, *Ludwig Bamberger: German Liberal Politician and Social Critic, 1823-1899* (Pittsburg: University of Pittsburgh Press, 1975), s.78.

istekli değildir. Nükleer enerji santrallerinin kontrol odalarında da karşılaşılan bir sorun olarak, bankanın kötü yönetimini olay gerçekleşmeden denetlemek zordur, yolsuzlukları denetlemek daha da zordur. Yükseliş zamanında düzenleme ve denetimdeki karışıklık yükseliş yavaşladığında göze batacak tehlikeli noktalar oluşturur. O zaman tasfiye, erteleme, teminat verme, kefil olma, devralma veya son kredi merciine bel bağlama gibi tartışmalar başlar.

ŞANS: SON PARÇA

Son kredi mercii konusuna dönmeden önce kişisel krizlerde ulusal veya dünya krizlerinden daha fazla işe yarayabilecek Bayan Şans hikâyesine değinelim. Hamburg'daki Brothers Kauffman'dan Wirth'in anlattığı hikâye üzerinde bir müddet kafa yordum. 1799 krizinde batmak üzerelerken kardeşlerden biri büyük ikramiyesi 100.000 mark olan bir Hamburg piyango biletini eşine göndermiş. Kadın kendine Meckenburg Dükalığı'nda bir başka piyangodan 50.000 Prusya *thaleri* (100.000 marka eşit) değerinde gayrimenkul ödülü veren, aynı numaraları taşıyan başka bir bilet daha almış. Her iki ikramiye de kadına çıkmış ve hikâyeye inanacak olursak Kauffman kardeşler durumlarını tamamen düzeltmişler.[68] Wirth'in bu hikâyeyi aktardığı Nolte'un *Reminiscenzen*'ini tetkik etmedim fakat hikâyeyle ilgili şüphelerim var.

Bununla birlikte 1825'te durumu kurtaranın, Napolyon Savaşları'ndan kalma kayıp poundların şans eseri bulunması olduğunu hatırlayalım.

---

68 Wirth, *Handelskrisen*, s.110-11.

ONUNCU BÖLÜM

Son Kredi Mercii

Milenyumun son çeyreğinde Hawtrey'in "Merkez Bankacılığı Sanatı" dediği son kredi mercii kavramı gelişti. Kavram daha üst bir mahkemenin bulunmadığı kanuni yargılamayı ifade eden Fransız *dernier ressort* sözcüğünden gelmektedir. Fakat tamamen İngilizleşmiş ve hukuki Fransızca'daki talepte bulunanın ya da "borç alanın haklarına değil, borç verenin sorumluluklarına daha fazla vurgu yapar" anlamda Merkez Bankacılığı İngilizcesinde kullanılmaya başlamıştır.

Son kredi mercii daha fazla paranın elde edilmesini sağlayarak likit olmayan reel aktiflerin paraya dönüştürülmesi hücumunu durdurmak için vardır. Ne kadar para? Kime? Ne zaman? Bunlar son kredi merciinin olmasının gerekliliğine ve kimin olacağına karar verildikten sonra gündeme gelen birtakım sorulardır. Tüm bunlar şu ikilemden doğmaktadır: Eğer piyasalar bir son kredi mercii tarafından desteklenecekleri bilirlerse, bir sonraki yükselişte para ve sermaye piyasalarının etkin işlemesi için daha az (az? hiç?) sorumlu davranma ihtiyacı hissedeceklerdir. Son kredi merciinin kamu yararı rolü "sağlıklı" bankacılığın kişisel sorumluluğunu zayıflatmaktadır. Bununla birlikte malların, tahvillerin ve diğer aktiflerin zorunlu satışlarının, sınırlı para arzı için

mücadelenin ve paniğin sebep olduğu kargaşayı durduracak otorite olmazsa çelişki hâkim olur ve kendini kurtarmaya çalışan piyasadaki her katılımcı her şeyin mahvolmasına daha da katkıda bulunur.

Son kredi merciine sürekli karşı çıkılır. Napolyon'un Hazine Bakanı François Nicholas Mollien, Continental System (abluka) zarar gördüğünde iflas eden üreticileri kurtarmak isteyen danışmanın müdahaleci içgüdülerine Hazine'nin gittikçe boşalacağını savunarak yazdığı yazıda şiddetle karşı çıkmıştı.[1] 1848'de Fransa Maliye Bakanı olan Louis Antoine Garnier-Pages daha az kalıcı olması için krizi hızlandırmanın daha faydalı olduğunu savunarak sonradan şöyle demişti: "Rantı kurtarmak için hiçbir şey yapmayın, malları satıp stokları boşaltın." Pages bu politikanın 1850'den 1852'ye Fransa'nın parlak toparlanma sürecine katkıda bulunduğunu savunmaktadır.[2] Murray Rothbard'a göre "Sallantılı durumun herhangi bir şekilde desteklenmesi tasfiyeyi erteler ve sağlıksız şartları ağırlaştırır."[3] En keskin formülasyon ise Herbert Spancer'a aittir: "İnsanları ahmaklığın etkilerinden korumanın neticesi dünyayı ahmaklarla doldurmaktır."[4] Darwin çağında bu tür bir görüş anlaşılırdır. Karşıt varsayım ahmakların sayısının sabit olduğu veya belki döngüsel bunalımlarda arttığı şeklindeyse de, bugünün rasyonel beklentileri ahmakların olmadığını varsaymaktadır.

KAVRAMIN KÖKENİ

Son kredi mercii iktisatçıların zihninin değil, piyasanın uygulamalarının bir ürünüdür. Her ne kadar bu fikirler onun şu görüşüyle uyumsuz olsa da Ashton, Bank of England'ın daha 18. yüzyılda bir son kre-

1 François Nicholas Mollien, *Mémoires d'un Ministre du Trésor Public, 1780-1815* (Paris: Fournier, 1845), cilt 2, s.298 v.d.

2 Ministere des Finances et al., *Enquete sur les principes et les faits generaux qui regissent la circulation monetaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie Imperiale, 1867), cilt 2, s.31-32.

3 Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, 3 baskı (Kansas City: Sheed & Ward, 1975), s.167.

4 Herbert Spencer, *Essays: Scientific, Political and Speculative* (Londra: Williams & Norgate, 1891), cilt 3, s.354'te "State Tampering with Money and Banks", alıntılayan Charles Lipson, *Standing Guard: Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries* (Berkley: University of California Press, 1985), s.45.

di mercii olduğunu iddia etmektedir:[5] "İktisatçılar tarafından krizde uygulanacak kurallar oluşturulmadan çok önce reçetenin (bir finansal kriz için) parasal otorite tarafından (Bank of England veya bizzat hükümetin kendisi) acilen bankacılar, tüccarlar ve halkın kabul edeceği kâğıtlar çıkarılması olduğu anlaşılmıştı. Bu yapıldığında panik yatışıyordu."[6]

Hükümetin veya merkez bankasının nihai para otoritesi olup olmadığı kararsızlığı günümüze kadar gelmiştir. Bu kararsızlık Bank of England'ın 1700'lerde son kredi mercii olarak ortaya çıktığı ifadesini kısıtlamaktadır. Pratiğin teorinin önünde olduğu ise % 100 doğrudur. E. V. Morgan, Bank of England'ın sorumluluklarının farkına varmasının, hükümetin 1793, 1799 ve 1811'de Hazine bonosu ihraç etmesi nedeniyle geciktiğini ve "teorisyenlerin karşı çıkışına rağmen" bankanın ancak 19. yüzyılın ilk yarısında tedricen son kredi mercii rolünü üstlendiğini belirtmektedir.[7] Aynı gelişim süreci Bank of France'ta da görülebilir. 1833'te Conseil Générale'in çoğunluğu Hottinguer'in İngiliz modeli üzerinde kurulu politika fikrini ve Odier'nin tamamen yeni bir politika savunusunu dikkate almadı ve Bank of France'ın asıl işlevinin Fransız frankını savunmak olduğu kararına vardı. Sermaye kaçışından korkmak gerekmiyordu. Spekülasyonu cesaretlendirecek ve krizi şiddetlendirecek şekilde para miktarı yapay olarak düşük tutulmamalıydı. Bununla birlikte kriz oluştuğunda banka krizin şiddetini hafifletecek ve süresini kısaltacak bol ve ucuz iskontolar sağlayarak ticari işlemleri beslemeliydi.[8]

1873'te Bagehot'un *Lombard Street*'i çıkıncaya kadar, son kredi mercii teorisyenler arasında muteber değildi. Az çok belirsiz olarak Sir

---

5 T. S. Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959), s.112.

6 *A.g.e.*, s.111.

7 E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.240.

8 Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitares de France, 1964), s.490.

Francis Baring 1797'de kavrama dikkat çekmişti;[9] Henry Thornton'un klasik *Paper Credit*'i hem doktrini hem de karşıt tezleri İngiliz taşra bankaları tartışmasında geliştirdi.[10] Bagehot 1875'te Banknot Basım Bankaları'yla ilgili Parlamento Seçme Komitesi oluşmadan önce doktrinin kökenini Baring ve Thornton'dan ziyade bence yanlış bir entelektüel cömertlikle David Ricardo'ya dayandırmıştı: "Ricardo tarafından ortaya konan katı doktrine göre bir panik anında yasal ödeme aracının basımı üzerindeki sınırlandırmaların kaldırılmasının gerektiği bir dönem vardır."[11] Bagehot 1848'de 22 yaşındayken basılan ilk makalesinde doktrini telaffuz etmiştir. 1847 paniği sırasında ise 1844 Bankacılık Yasası'nın askıya alınmasıyla ilgili şu yorumu yapıyordu:

> Tamamen metalik sirkülasyonun büyük kusuru ani bir talebe uygun şekilde miktarının arttırılamamasıdır. Talep ne kadar ani olursa olsun kâğıt para sınırsız miktarda arz edilebildiğinden bize göre ani ve büyük miktarda talebi karşılamak için anlık olarak kâğıt para basmaya prensipte karşı çıkacak bir sebep yoktur. Bu kâğıt para basma yetkisi suiistimale oldukça açıktır... Sadece nadiren ve istisnai durumlarda başvurulmalıdır.[12]

Doktrin daha önce belirtildiği gibi bazılarınca hâlâ reddedilmektedir ve yine bazı güçlü beyinler meselenin her iki yönünden de sonuçlar çıkarmaya muvaffak olmaktadırlar. Mevcut panikten mi yoksa bir sonraki patlamadan mı endişelenmek lazım, şartlar mı yoksa ilkeler mi önemli? "Kuralların ve teamüllerin ihlal edilemeyeceği zamanlar da vardır, güvenle onlara bağlı kalınamayacağı zamanlar da."[13]

---

9 Bkz. Henry Thornton, *An Enquiry into the Nature and Effect of the Paper Credit of Great Britain*, F. A. Hayek'in giriş yazısı (1802; Londra: Allen & Unwin, 1939; yeni baskı, Londra: Frank Cass, 1962), s.38.

10 Thornton, *Paper Credit*, s.187-88.

11 *The Collected Works of Walter Bagehot*, Norman St. John-Stevas, ed. (Londra: The Economist, 1978), cilt 11, s.149.

12 *A.g.e.*, cilt 9, s.267.

13 Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a letter to Thomas Gisborne, M.P.* (Londra: James Ridgeway & Sons, tarihsiz, [1832'den sonra], s.29.

İkilem şudur ki, kuralları ihlal etmek yeni bir teamül ve kural yaratır. Nakit Okulu'nun meşhur teorisyeni Lord Overstone kriz esnasında para arzının genişletilmesine şiddetle karşıydı fakat gönülsüzce de olsa "tüm hükümetlerin mecburen sahip olması gereken böylesi bir gücü önceden görülemeyen acil durumlarda ve büyük devlet gereklerinde kullanmasının"[14] gerekebileceğini kabul etmiştir. Hatta bir vesileyle etkili bir metaforik savunma da yapmıştır: "Akmasına izin verildiğinde yolundaki tüm şehirleri yıkacak bir nehri kaynağında bir firkete ile durdurabilirsiniz, diyen doğuya ait bir atasözü vardır."*[15] Friedman ve Schwartz –her ikisi de para arzını kontrol etme ve fikirlerine bağlılıktaki gayretleri bakımından– bir zamanlar son kredi mercii doktriniyle benzer şekilde ve metaforik olarak flört eden Overstone'un 20. yüzyıldaki parasalcı benzerleridir:

> Tarihimizdeki her bankacılık krizinin detaylı hikâyesi bunların sorumluluk ve liderliği üzerine almaya istekli bir veya daha fazla önemli kişinin varlığına ne kadar bağlı olduğunu gösterir... Ekonomik çöküşün genellikle birikimli bir süreç özelliği vardır. Bir noktaya kadar ilerlemesine izin verildiğinde bir süre sonra kendi gelişiminden güç alma eğilimi gösterecektir; çünkü bir toprak kaymasını başlatan kayayı tutmak için büyük bir güç gerekmez ama bu, toprak kaymasının büyük boyutlara ulaşmayacağı anlamına da gelmez.[16]

Buradaki paradoks mahkûmun paradoksuna benzemektedir.

(*) Arama zahmetinden kurtarmak için söyleyelim, firketenin bir kama, ufak hançer, süslü saç tokası veya büyük delikli bir iğne gibi anlamları vardır.

14 Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (New York: Harper & Bros., 1937), s.233.

15 D. P. O'Brien, "Overstone's Thought", D. P. O'Brien, ed., *The Correspondence of Lord Overstone* içinde (Cambridge: Cambridge University Press, 1971), cilt 1, s.95'te.

16 Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1963), s.418-19. Çığ benzetmesi Bank of England'ın iskonto oranlarıyla ilgili attığı ani adımların, "*dik bir dağ yamacına yağan karın büyüyüp*" bir çığa dönüşmesiyle benzerlik arz eden mantıksız kredi genişlemesini denetlediğini ifade ederken Alfred Marshall tarafından kullanılmaktadır (Vurgular Marshall'a aittir). Bkz. Marshall, *Money, Credit, and Commerce* (1923; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1965), s.258-59.

Merkez bankalarının paniği durdurmak için belli bir şekilde (serbest kredi vererek), ilerideki paniği önleme şansını arttırmak için de başka bir (piyasayı kendi araçlarıyla baş başa bırakmak) şekilde hareket etmeleri gerekmektedir. Gerçekleşenler ihtimallere kaçınılmaz olarak baskın çıkar. Bugün yarına galip gelir.

1844 Bankacılık Yasası, sabit para arzını savunan Nakit Okulu'nun, çıktı ve ticaret büyüdüğünde para arzının da artması gerektiğini düşünen Bankacılık Okulu'na karşı kazandığı bir zaferdir. Her iki okul da kısa vadeden ziyade uzun vadeyi düşünüyor, krize karşı geçici bir tedbir olarak para arzını arttırmayı onaylamıyordu. Bankacılık Yasası görüşülürken yasanın maddelerini askıya alacak acil güçlerle ilgili maddeler gündeme gelmiş fakat reddedilmişti. 1847 ve 1857'den sonra yasayı askıya almak ve son çare olarak piyasaya daha fazla para sürebilmek imkânını sağlamak gerektiğinde, Parlamento her vesileyle yasanın hatalı olup olmadığını ortaya koyacak soruşturmalar yürüttü. Her iki soruşturma da yasayı askıya alacak kalıcı bir maddeye gerek olmadığını, ancak askıya almanın da o zaman gerekli ve faydalı olduğu sonucuna vardı. Yeni teamül oluşmasını engellemek için birden çok büyük avanslar isteyen ani borçlanıcılar haline gelen senet simsarları aynı şeyi tekrar beklememeleri konusunda 1857'de uyarıldılar.[17] Bir kurala sahip olup mecbur kalınca onu ihlal etme ilkesi öyle geniş kabul gördü ki, 1866'da yasanın askıya alınmasından sonra yeni bir soruşturma talebi gelmedi.

1850'lerde Jellico ve Chapman yasada yazılı matematiksel formüllerle Bank of England'ın iskonto oranını rezervleriyle uyumlu hale getirmek için kurallar teklif etmişlerdi. Wood onları bankanın işlemlerini ve prosedürünü gerçek anlamda kavramamakla eleştirmiştir.[18] 1875'te Hazine Bakanı olan Robert Love tahvil (panik dahil belli olasılıklara karşı), % 12'nin üzerinde bir banka oranı ve tercih edilen dö-

17 Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873; yeni baskı, Londra: John Murray, 1917), s.160.

18 Elmer Wood, *English Theories of Central Banking Control, 1819-1858* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939), s.147.

vizler karşılığında Bank of England'ın bonolarının miktarında geçici bir artış imkânı sağlayacak bir yasa tasarısı sundu. İlk kez 12 Haziran'da müzakereye sunulup okunan tasarı ikinci kez okunmadan Temmuz'da geri çekildi.[19] Değişmez kuralların her zaman işlemediğine dair genel bir mutabakat oluştu. *The Economist* ve Walter Bagehot bir panik sırasında ülkenin ihtiyaç duyacağı rezervlerin bankalarda değil, Bank of England'da tutulmasının daha uygun olacağını belirttiler. Bankanın eski başkanlarından Mr. Hankey bu fikre "Kendi aktiflerini kullanmayan bankacıların taleplerine Bank of England'ın her zaman cevap verecek parayı hazır tutacak şekilde çalışması, bu ülkedeki parasalcılık ya da bankacılık dünyasında öne sürülen en tehlikeli doktrindir" diyerek karşı çıkıyordu.[20] Bununla beraber halk Bagehot'tan yana olup Hankey ve teoriye karşı hareket etmiştir. Yükseliş esnasında kredi genişlemesi kontrol edilemezse en azından kriz esnasında kredi daralmasını önlemeye çalışmalıdır.

SON KREDİ MERCİİ KİMDİR?

Hazine'nin paniği önlemek için Hazine bonosu çıkarıp çıkarmaması, gerektiğinde Bank of England'ın 1844 Bankacılık Yasası'nın dayattığı limitleri askıya alarak iskonto oranlarını cezai oranlara çekip çekmemesi ya da diğer araçların –örneğin belli firmaların borçlarına kefil olunup olunmaması gibi– kullanılıp kullanılmaması gerektiği konularında İngiltere'de yaşanan kararsızlığa belli oranlarda değindik. Deniz Kuvvetleri kurtarmaya gelir mi, gelmeye karar verirse zamanında gelir mi sorularıyla meseleyi şüpheli bırakmak en iyisi olabilir. Dolayısıyla İngiltere'de son kredi mercii için açık bir hüküm yoktu ya da varsa bile bu rolü kimin yerine getireceğine dair belli bir kural yoktu. 1825'te son başvuru mercii Hazine değildi. İşi "zorla kabul eden asık yüzlü adamlar"[21] gibi isteksizce kabul eden Bank of England'a büyük

---

19 J. H. Clapham, *The Bank of England: A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 2, s.289.

20 Bagehot, *Lombard Street*, s.161-62.

21 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.108.

bir istekle bu görev verilmişti. 1890'da son kredi mercii Banka veya Hazine değildi, yeniden ısıtılıp getirilen teminatlardı. Tedricen sorumluluk bankaya aktarıldı. Bu konuda Alfred Marshall şöyle yazmıştı: "Banka yönetimi (Bank of England'ın – ç.n.) içeriden ve dışarıdan genel olarak İngiliz işletmelerinin güvenlik komitesi olarak görülmeye başlandı."[22]

Daha önce belirtildiği gibi Fransa'da 1803'te kurulan Bank of France 1830'lardan itibaren krizlerle ilgili sorumlulukları olduğunu kabul etmişti. Bununla beraber banknot dolaşımının tekelini güvenceye almak gibi başka sorumlulukları olduğunu da düşünüyordu. Bu 1848'de bölgesel bankaların batmasına göz yummasını ve sonra onları şubelere (*comptoirs*) dönüştürmesini sağladı. Bir kriz esnasında kendi ihtiyaçlarını taşranınkiler pahasına gözeteceği düşüncesiyle Paris'ten korkan eyaletler, kendi bölgesel bankalarının da banknot basma imtiyazı olmasını istiyorlardı. Fakat örneğin bir bankası olan Le Havre, tersanelere ve pamuk fiyatları düşerken ithalatçılara kredi vermeye yönelerek bankanın kredilerinin donmasına yol açmak gibi bir hata yaptı. Şubat 1848'de Bank du Havre Paris'e bir yolculuk yaptı. "Dönüş muzaffer değildi. Bank of France acımasız davranmış",[23] ipotek karşılığı kredi vermeyi reddederek şöyle demişti: "Kanunlar bunu yasaklıyor ve siz şube olmayı reddettiniz."[24]

Bölgesel bankalar yok olurken Bank of France meselede kararsız kaldı. Amerika'dan Chevalier Bank of France'ın ticareti devam ettirmek için büyük bir çabayla 1810, 1818 ve 1826'da serbestçe iskonto uyguladığını gözlemledi –ilk iki yıl Jacaques Laffitte başkanlığında– fakat

---

22 Marshall, *Money, Credit, and Commerce*, s.307. Jan de Vries ve Ad Vander Woude, Hollanda Cumhuriyeti'yle ilgili sonuç bölümünde 1870'de Hollanda uluslararası bankacılık sektörünün önemli bir eksiğine dikkat çekiyorlar: Kriz zamanlarında likiditeyi koruyacak etkili kredi-yaratıcı kurumların varlığı. *(The First Modern Economy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1997), s.683.

23 Bertrand Gille, *La banque en France au XIXe siècle: Recherches historiques* (Cenevre: Librairie Droz, 1970), s.32.

24 Bertrand Gille, *La Banque et le crédit en France de 1815 à 1848* (Paris, Presses universitaires de France, 1959), s.367.

1831-32 krizinde aynı cesareti gösterememişti.[25] Devrimden sonra, 1830'da görev yerel bir otoriteye bırakıldı. Dürüstçe ama tedbirsizce yönetilen banka eyaletlerde kriz tehlikesi yarattı. Genel tahsilat işleriyle ilgilenen banka, görünüşe göre Paris'e danıştıktan sonra şüpheli senetlerini iskonto etmeye başladı. Paris'te ise Thiers "İyice düşünülmüş ve memnuniyet verici kararlarla halkın maslahatı Maliye Bakanı M. Louis'ninkilerden üstün tutuldu" diyordu, yani bankanın batışının ve onun sonucu olarak ortaya çıkacak kargaşanın önlenmesi sağlanmıştı.[26]

Banknot basımında tekel olduktan ve bölgesel bankaları Bank of France'ın şubelerine dönüştürdükten sonra banka son kredi mercii olarak hareket etmeye başladı. Kanuna göre sadece üzerinde üç isim bulunan senetleri iskonto edebiliyordu. Kabul edilebilir isimler oluşturmak bankanın görevi haline geldi. Fransa genelinde oluşturulan 60 *comptoires d'escompte*'un yanı sıra, mal stoku bulundurmak ve bunlara karşılık senet ihraç etmek amacıyla çeşitli ticari şubeler şeklinde örgütlenen bir dizi alt-şube oluşturuldu. Tüccarın, şubenin ve alt-şubenin imzasıyla Bank of France senedi iskonto edebiliyor ve likidite krizine engel olabiliyordu. Bischoffsheim & Goldschmidt kurumundan Louis Raphael Bischoffsheim üç imza şartıyla dalga geçiyordu. "İmza önemli değil. Güvenilmez imzalarla üç değil, on imza da toplanabilir. Ben sağlam bir imzayı güvenilmez 20 imzaya tercih ederim"[27] Kriz bittikten sonra bir dizi şube, bankerler, tüccarlar ve sanayiciler tarafından devralındı ve düzenli bankalar haline getirildi. Bunların en ünlüsü olan Comptoir d'Escompte de Paris ülkenin önde gelen bankaları arasındaki yerini aldı.[28]

Pereire Kardeşler'in Crédit Mobilier'si 1868'de kurtarılmadı; Bank of France senetlerini iskonto etmeyi reddetti. Bu olay alt bir kuruluşun üsttekilerden, yani bir zamanlar Pereire Kardeşler için çalışan

---

25 Michel Chevalier, *Lettres sur l'Amérique du Nord*, 3. baskı (Paris: Charles Gosselin, 1838), s..37, not 1.

26 Maliye bakanlığı ve diğerleri, *Enquête*, cilt 3. s.411-12.

27 *A.g.e.*, cilt 2, s.129-30.

28 Jean Bouvier, *Un siecle de banque française* (Paris: Hachette Litterature, 1973), s.83-84.

Rothschildler'in onlardan intikamı olarak[29] veya 1860'da bölgenin İtalyanlar tarafından Fransa'ya devredilmesinden ve Savoy Bank'ı Pereire kardeşlerin devralmasından sonra Banque de Savoie'nin banknot basma yetkisinin Bank of France'a devredilmemesine bir ceza olarak; ya da son kredi merciinin ödeme gücü bulunmayan bir kurumu kurtarmayı tamamen normal bir reddi olarak yorumlanabilir.[30] Cameron, Bank of France'ı 1830'lara dayanan Rothschild-Pereire çatışmasında Pereire Kardeşler'e karşı bir gerilla savaşı yürütmekle itham etmektedir.[31]

Bank of France ve Paris bankerleri 1882'de Union Générale'i kurtarmaya gelmediler ama 1889'da Comptoir d'Escomte de Paris'yi kurtardılar. Bank of France'ı eleştirenler farkın rüşvetten kaynaklandığını söylüyorlar. Daha az duygusal bir görüşe göre ise yedi yılda ikinci bir bankanın batması Fransız bankacılık sistemini tamamen çökertebilirdi; bu yüzden Maliye Bakanı Rouvier baskıyla Bank of France'ın ve Paris bankalarının Comptoir d'Escompte'a 140 milyon frank avans vermesini sağlamak için gerekli tedbirleri aldı.[32] Daha önce belirtildiği gibi, Paris bankaları Union Générale operasyonunda 1881 Ağustos'unda zirveye doğru çıkarken spekülatif hareketlerden çekildiler ve bir sonraki Ocak'ta gelen çöküşten sonra, bankayı kurtarmak için değil ama bankanın daha düzgün şekilde tasfiye edilebilmesi için Union Générale'e 18,1 milyon frank verdiler.[33] Rothschilds ve Hottinguer tarafından yönetilen, içinde Comptoir d'Escompte ve Société Générale'in (fakat Bontoux'nun Lyonslu rakibi Crédit Lyonnais yoktu) de bulunduğu konsorsiyum kuruluşu temsil ediyordu. Bank of France'ı önde gelen özel bankalar (*haute banques*) ve mevduat bankalarından ayırmak gerekmiyordu.

---

29 Bkz. Rondo Cameron, *France and the Economic Development of Europe, 1800-1914* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1961), s.191 v.d.

30 Maurice Lévy-Leboyer, *Histoire économique et sociale de la France depuis 1848* (Paris: Les Cours de Droit, Institut d'Etudes Politiques, 1951-52), s.121.

31 Cameron, *France and Europa*, s.117.

32 Alfred Pose, *La monnaie et ses institutions* (Paris: Presses universitaires de France, 1942), s.215.

33 Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale, 1878-1885* (Paris: Presses universitaires de France, 1960), s.150, 152-53.

Prusya'da 1763'te kral son kredi mercii idi. 1848'de Prusya Bankası, Seehandlung ve Prusya piyango kuruluşunun da dahil olduğu çeşitli devlet kurumları, anonim ortaklı bir banka olarak tekrar organize olmasına izin verilmeden önce Köln bankası A. Schaaffhausen'e boşuna yardım etmeye çalıştılar. 1763, 1799 ve 1857'de merkez bankası olmayan Hamburg'da şehir yönetimi, ticaret odası ve bankalar –tüm önde gelen kuruluşlar– yardımda rol aldılar.

ABD'nin deneyimi özellikle şu soruyla ilgilidir: Son kredi mercii kimdir ve bunu nereden bilir? Banka her olayda seçilmiş bir araç olarak dizayn edilmiş olmasına rağmen First ve Second Banks of the United States zamanında bazı belirsizlikler vardı. Hazine değişik olaylarda 30 gün vadeli senetlerle gümrük alındılarını kabul ederek (1792), zor durumdaki bankalarda devlet fonlarından oluşan özel mevduatlar açarak (1801, 1818 ve 1819) ve bir ticari bankanın Bank of the United States'e madeni para olarak yapması gereken ödemeyi gevşeterek bankalara yardım etmiştir (1801).[34] 1833'te Second Bank of the United States'in sözleşmesini yenilememekle fonların bankaların dışında tutulmasını gerektiren 1845 yasasının geçişinden önce ve sonra Hazine daha da meşgul hale geldi. Kriz zamanlarında ve hasat hareketlerinden kaynaklanan parasal faizini ve/veya anaparasını peşin ödeyecek, kanuna rağmen bankalarda mevduat hesabı açacak, devlet fonlarından oluşan mevduatlara teminat olarak devlet tahvillerinden başka senetleri de kabul etmeyi teklif edecek veya altın ve gümüş alıp satacaktı. Bankalar acil durumlarda yardım etmesi ve mevsimsel sıkışıklıkları hafifletmesi için Hazine Bakanlığı'na bakmaya alışmıştı. 1872 sonbaharında Hazine Bakanı George S. Boutwell tedavülden kaldırılmış arkası yeşil banknotları tekrar piyasaya sürme gibi muhtemelen illegal bir yönteme başvurarak son kredi mercii gibi davrandı. Ondan sonra gelen William A. Richardson bir yıl sonra aynı şeyi yaptı.[35]

---

34 Esther Rogoff Taus, *Central Banking Functions of the United States Treasury, 1789-1941* (New York: Columbia University Press, 1943), s.22, 23, 29.

35 *A.g.e.*, s.39-131.

Hazine mevduat olarak para toplayıp mevcut fonlardan fazlalıklarla ödeme yapabiliyordu fakat arkası yeşil banknotları yeniden bastığı dönem hariç para yaratamıyordu. Bu yüzden önceden bir bütçe fazlası oluşturulmadıkça son kredi mercii olarak tatmin edici değildi. Paranın az olduğu 1907'de Hazine stoklanmış nakit ve madeni paraları çekmeyi umarak yeni bonolar çıkardı (ulusal banknotların teminatına elverişli 50 milyon dolarlık Panama Kanalı bonosu ve % 3 faizli 100 milyon dolarlık borç sertifikası). Sonunda İngiltere'den gelen 100 milyon dolardan daha fazla bir sermaye girişiyle durum kurtarıldı.[36] Üstelik kullanılan araçlar aşırı derecede günübirlikti. 1857 krizinin bir analizi federal hükümetin etkin olarak müdahale etme gücünün olmadığını, bankaların da dahil olduğu halkın ise krizin gelişimini önleyecek rehberlikten yoksun bırakılmış olduğunu öne sürmektedir.[37] İlerde göreceğimiz gibi durum daha da kötüydü: Müdahaleler hem çok fazlaydı hem de çok erken yapılmışlardı.

Hazine müdahalesinin karmaşıklığı piyasanın kendini düzenlemesinin gerekip gerekmediği ve düzenleyecekse bunun nasıl olacağı sorularını gündeme getirdi. Ulusal Bankacılık Sistemi'ne bağlı 1910 Aldrich Komisyonu'nda kriz tarihçisi olarak görev yapan O. M. W. Sprague bankaların tüm ihtiyaçları karşılayacak yeterli rezervi bulundurma sorumluluğunu almış olmaları gerektiği fikrini savunmaya devam etti.[38] Bunların hangi bankalar olduğu ve yasada belirtilen politik sorumluluğun olmadığı zamanda görevin niçin onlara düştüğü açık değildi. Asaletin gereği mi? Görev mi? Sınırlı sayıda New York bankasının sistemi istikrara kavuşturmak için neden diğer bankalardan farklı davranmak zorunda olduğunu göstermek için Sprague'dan bazı paragraflar aktarmak faydalı olacaktır:

---

36 C. A. E. Goodhart, *The New York Money Market and the Finance of Trade 1900-1913* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1969), s.120.

37 George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Colombia University Press, 1943), s.106.

38 O. M. W. Sprague, *History of Crises Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1968).

1873 krizinden önceki dönemde 50 New York Bankası'nın yaklaşık on beşi şehirdeki tüm bankerlerin mevduatlarını ellerinde bulunduruyordu ve aralarında yedisi bu mevduatların % 70-80'ine sahipti. Bu 7 banka ülkenin kredi mekanizmasının tatmin edici şekilde çalışmasından doğrudan sorumluydu (s.15).

Ticarette önde giden diğer milletlerde olduğu gibi, herhangi önemli bir merkezi kurumun yokluğunda bankalar birliği finansal aşırılık dönemlerinde ülkenin son kredi merciidir ve ülkenin milli refahı büyük oranda onların istikrarına ve sağlıklı gidişatına bağlıdır (New York Takas Odası raporundan, 11 Kasım 1873, s.95).

Bankacılık sistemimizin temel karakteri herhangi bir olağanüstü nakit gerekliliğinde taşra bankalarının rezervlerinin kullanılamaz aktifler olmasıyla ortaya konmuştur. (1890'da) Diğer bankaların rezervlerini çekme çabasında üstlenilen ağır sorumluluğun şehir kuruluşlarına ait olduğu bir kez daha ortaya çıkmıştır (s.147).

New York bankaları kendi pozisyonlarının sorumluluğunun gerektirdiği büyük rezervleri normal olarak tutmadılar (s.153) ... Yabancı bankaların, tröst şirketlerinin ve yabancı kreditörlerin kredilerini kısmalarının bir araya gelip bir durum oluşturma ihtimali vardı... Normal zamanlarda önemli takas bankalarının çok tedbirli davranmamaları ve büyük rezervler tutmamaları halinde bu neredeyse imkânsızdır (s. 230).

Ülkenin nihai rezervlerini tutan bankaların kendi pozisyonlarının sorumluluğuna uygun davranmadaki başarısızlıkları bir başka açıdan açıktır. Belki 1907 krizinin patlamasının tam vakti önceden görülemezdi, ancak ticari tepki döneminin yaklaşmakta olduğu aylarca önceden o kadar belliydi ki, halktan ve diğer bankalardan olmasa da bu bankalardan tedbir almaları mantıksal olarak beklenebilirdi (s.236-37).

Yabancı bankalar piyasanın gidişatıyla ilgili hiçbir sorumluluk hissetmezler. Kendi ülkelerindeki durum daha fazla fona ihtiyaç duyduğunda ya da güvenleri azalmaya başladığında doğal olarak yabancı ülkeden paralarını çekerler. Bu yüzden yerel bankaların yabancı bankaların geri alacağı kredilerin en azından bir kısmına her zaman destek olmaları ve onlar güçlerini çektiklerinde nakit arz edebilmeleri gerekmektedir (s.239).

Etkili kredi kuruluşlarının her şeye rağmen genelin olduğu kadar kendi çıkarlarına da olan şeyi yapmak için zorlanmalarının ge-

> rekmesi kesinlikle bizim merkezi para piyasamızdaki bir zaafiyet unsurudur (s.225).
>
> ... New York bankalarının ortak hissi yabancı bankalar tarafından New York para piyasasına yatırılan ve acil bir durumda paraya çevrilen kredilerin devamını sağlamalarını ummanın mantıksal olarak beklenemeyeceği şeklindedir... Bununla birlikte sorumluluğun New York bankalarının özel durumundan kaynaklanır şekilde çoğalan avantajlarının bir sonucu olduğu hatırlanmalıdır. Londra'nın hâkim pozisyonunu korumasının sebebi oraya yatırılan paraların istendiğinde çekilebileceğinin bilinmesinden kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde New York da bizim para merkezimizdir fakat yükümlülüklerini yerine getirmemektedir. Dolayısıyla mantıksız da olsa kanuni olarak nakit vererek yerine getirilebilecek herhangi bir talebi karşılamada yetersiz veya isteksiz olduğu müddetçe, ilerideki uluslararası yükümlülüklere uyup uymayacağı konusunda bir şey söylenememektedir (s.273-74).

Alıntılar çoğaltılabilir ama mesele açıktır. Piyasa bir istikrar sağlayıcıya muhtaçtır. Maalesef mevsimsel hafiflemeler için bile bankalar Hazine'den yardım beklemektedirler. Birileri sorumluluk almalıdır. Sprague bunun Hazine olmaması gerektiğine inanmaktadır. Öyleyse kim olacaktır? En büyük ve en kârlı bankalar, ama bu onların kârlılığını değiştirirse, ortaya yine kötü bir sonuç çıkacaktır. Bu bankaların mevsimsel nakit ihtiyaçlarından, yani şehir dışındaki bankaların mevduat çekmelerinin yol açacağı ödemeler dengesi açıklarından haberdar olmaları gerekir. Tüm New York bankalarının değil, sadece şehir dışındaki bankaların mevduatlarına faiz verenlerin ya da en büyük olanların ya da borsayla yakın ilişkide olanlar veya New York Takas Odası'nın önde gelen üyelerinin böyle olmaları gerekmektedir. Sorumluluğu yüklenecek bir merkez bankasının yokluğunda birilerinin, sorumluluk hisseden bir grubun bu sorumluluğu üzerine alması gerekmektedir.

New York'un önde gelen bankacıları biraz farklı ve genel olarak yanlış bir ahlaki portre çizdiler. Sorunların para arzının elastik olmayışından kaynaklandığını düşündüler ve Bankacılık Okulu'nun tuzağına düştüler. Bu *real-bills* (gerçek-senet) doktrinidir, yani iç ve dış

ticarete konu olan malları temsil eden ticari senetler bazındaki bir para arzı artışının enflasyonist olamayacağına ve bu senetlerin bankalarda iskonto edilip merkez bankasında reeskonta tabi tutularak gerekli elastikiyeti sağlayacağına dayanan doktrindir. Doktrinin bu savlarından şüphe edilemezdi: "Finans kuralları fizik kuralları kadar iyi bilinmekte ve işleyişlerinde kesinlik taşımaktadır."[39] Frank Vanderlip, Isac M. Seligman ve Jacob H. Schiff'in 1907 paniğinden çıkardığı ders elastik paraya sahip bir merkez bankasının gerekliliğiydi.[40]

Nihai olarak sorumluluğun nerede yattığı konusundaki bazı belirsizlikler piyasayı yanlış yönlendirecek kadar belirsizliğe yol açmaması şartıyla sorumluluğu piyasaya da paylaştırmayı ve bu sebeple kendine daha fazla yaslanarak iş yapmayı sağlayacağından yararlı olabilir. İngiltere örneğinden, bir son kredi mercii için hukuki bir maddenin bulunmaması, ancak kriz anında bir son kredi mercii bulunması gerektiği belirsiz olarak anlaşılmıştı. İngiliz hükümetindeki sezgileri kuvvetli politikacılar ve Bank of England'ı yöneten sezgileri kuvvetli tüccar-bankacılar çare sunma gücünün ne tamamen bankaya ne de tamamen hükümete verilmemesinin ve belirsiz bırakılmasının en iyi yol olduğunu düşündüler.* Çare resmi olarak bankanın veya hükümetin elinde olsaydı, halktan gelen baskıya dayanmak çok zor olurdu.[41]

(*) O tarihteki Bank of England'ın meclis üyelerini Bagehot şöyle karakterize ediyor: "Sade, mantıklı, varlıklı İngiliz tüccarları; böyle bir kurulun yapması beklenenler ile beklenmeyenleri hem yaptılar hem de yapmadan bıraktılar. Hiç kimse böylesi bir kuruldan iktisat biliminde büyük başarılara ulaşmasını bekleyemezdi, gayretli çalışmalar İngiliz tüccarlarına büyük oranda yabancıdır" (Walter Bagehot, *Lombart Street: A Description of the Money Market* [1873 yeni baskı, Londra: John Murray, 1917] s.166). Bagehot sonradan daha eleştirel olmuştur: "Maalesef ... Bank of England'ın yöneticileri ne doğru ilkelerden haberdardılar ne de yasal alışkanlıklar tarafından korunuyorlardı. Onlardan bu ilkeleri keşfetmeleri de beklenemezdi. Soyut düşünme asla yüksek makamdaki insanlardan beklenmemelidir... Kendi serveti tehlikedeyken tüccarın anlayışı bir şekilde kapalı kapılar ardından netice ummaktır" (s.169).

39 Myron T. Herrick, "The Panic of 1907 and Some of Its Lessons", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, cilt 31 (Ocak-Haziran 908), s.324.

40 Ridgeley'in *Annals*'taki makalesi daha dar şekilde "Paniklerden Koruyucu olarak Esnek Kredi" başlığını taşımaktadır fakat diğerlerinin makaleleri Seligman hariç merkez bankası parasının esnekliğini savunmada yetersizdirler.

41 Wood, *English Central Banking Control*, s.169-70.

Çok geniş bir grup içinde kimse sorumluluk duymak zorunda değildir. Tek kişi sorumlu olursa baskılar dayanılmaz hale gelebilir. En iyi yol oligarşik ilişkilerle birbiriyle sıkı sıkıya uyumlu, aynı şekilde düşünen, bedavacıların ve dolandırıcıların artmaması için güçlü baskı uygulayan, sorumluluk almak için son derece hazır az sayıda aktör olabilir. Daha güncel bir örnek olarak 1975 ve 76'da New York için son kredi merciinin kim olacağı hususunda New York City yetkilileri, sendikalar, bankacılar, eyalet ve federal hükümet arasındaki gerginlik belirsizliği yüksek bir seviyede tutmuş ve Yonkers, Buffalo, Boston, Philadelphia vb.'lerini kendilerini sağlam tutma konusundaki çabalarını gevşetmemeye yönlendirmiş olabilir; nihayetinde New York'u kurtarmak için harekete geçilmiştir.

Kargaşanın canlı hikâyesi için 1907'de İtalya'daki krizle ilgili Bonelli'ye bakın. Bu krizde Società Bancaria Italiana gittikçe batıyor, batarken kendisiyle birlikte çok sayıda küçük finansal, ticari ve sanayi firmasını da içeri çekiyordu. Büyük bankalardan oluşan bir konsorsiyum ortak bir fon oluşturdu. Bank of Italy ilk ve en fazla işin içinde olandı ve çok fazla yük altına girmişti. Hazine nihayet Bank of Italy'nin Başkanı Stringher'in ısrarıyla kurtarmaya geldi ve önce ulusal borçların faizini ödeyerek likidite krizini ortadan kaldırdı. Bonelli hadiseyi kaçınılmaz olarak Bank of Italy ve hükümeti içine alan bir hadise olarak görüyor ve on yıldan fazla bir süre boyunca sorumlusu belirsiz şekilde çalışan ekonomilerde bu tür olayların yaşandığını öne sürüyor.[42] Sorunların bir kısmı da Torino, Cenova, Milano ve Roma arasında yeterli işbirliği olmayışında yatıyor da olabilir. Bu hadisede çok fazla belirsizlik, sorumluluğu başkasına atma ve kararsızlık olduğu görülüyor.

Çok fazla olmamakla birlikte piyasada belli miktar belirsizlik, özgüveni sağlamak için gereklidir. Avam Kamarası komitesinin 1847'de dediği gibi belirsizlik zaten kaçınılmazdır: "Şartların kesin niteliğinin ne olabileceğini tahmin etmenin imkânsızlığına bakıyoruz."

---

42 Franco Bonelli, *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industriale in Italia* (Torino: Fondazione Luigi Einaudi, 1971), kitapta çeşitli yerler ve özellikle s.165.

Dolayısıyla "acil bir durumda onlara en uygun görünen tedbiri benimsemeleri için o dönemde hükümet etme sorumluluğu kimdeyse ona bırakmak en uygunuydu."[43] Fakat temel soruya dönecek olursak, 4 Haziran 1844'teki banka senediyle ilgili Sir Robert Peel'in açıklamasına bakmamız faydalı olabilir:

> Parasal bir krizin tekrarına karşı yasamanın alabileceği tüm önlemleri aldığımıza dair güvenim tamdır. Bizim önlemlerimize rağmen kriz oluşabilir ve eğer büyük bir sorumluluk almak gerekirse, böyle bir sorumluluğu almak isteyecek insanların bulunacağını söyleme cesaretini kendimde görüyorum.[44]

Sorumluluk alan bir kişinin başı derde girdi. O dönemde New York Federal Reserve Bank'ın başkanı olan George Harrison Ekim 1929 borsa çöküşünde iskonto penceresini genişletti. Açık piyasa işlemleriyle Ekim'de 160 milyon dolar ve Kasım'da da 20 milyon dolarlık devlet bonosu alarak Washigton'daki Yönetim Kurulu'nun talimatlarını aştı. Washington'daki Yönetim Kurulu (1928'de ölen) Benjamin Strong'un sistemin üzerindeki keyfi uygulamalarından dolayı New York Bankası'na kızgındı ve Harrison Strong'un iktidar boşluğunu güçlü liderlikle doldurma eğilimini taklit etmeye çalışınca onu dizginlemekten pek rahatsızlık duymadı. Bir son kredi merciinin olup olmayacağıyla ve olacaksa kimin olacağıyla ilgili belirsizlik, sıkı kaynaşmış bir toplumda çok fazla sorun olmayabilir. Washington'la New York arasındaki bakış ve tecrübe farkından dolayı böyle bir belirsizlik 1929 çöküşünde etkili hareketleri felç etti.

Alan Greenspan'ın başkanlığındaki Federal Reserve Yönetimi'nin 19 Ekim 1987'den hemen sonra, Bagehot'un ifadesiyle sağa sola güçlü para saçarak genişletici açık-piyasa işlemlerine başlamasına karşı en ufak bir eleştiri imasının veya geçmişe dönük değerlendirme-

---

43 Leone Levi, *History of British Commerce*, 1763-1870, 2. baskı (Londra: John Murray, 1872), s.311-12.

44 Great Britain, *Parliamentary Papers, Monetary Policy, Commercial Distress* (1857; Shannon: Irish University Press, 1969), cilt 3, s.xxix.

nin olmaması, iktisat anlayışımızın geliştiğinin bir göstergesi olarak alınabilir.

KİME NE KONUDA?

Bagehot'un ortaya koyduğu kurala göre sağlam teminat karşılığında her isteyene "halkın istediği kadar çok miktarda" kredi verilmelidir.[45] Fakat Bagehot 1875 soruşturmasından önceki ve *Lombart Street*'in ortaya çıkışından iki yıl sonraki ifadesinde son kredi merciinin hükümetin atadığı bir komisyona dönüştürülmesi önerisine "uygun olmayanlara" kredi verilebileceği gerekçesiyle karşı çıkmıştı. Komisyon politik baskılara maruz kalacaktı, oysa ki Bank of England "siyaset dünyasının dışında bırakılan ve politik baskılara maruz kalmayan bir organdı."[46]

Nitelikleri uygun tüm kredi talep edenler doğru yanıttı ve merkez bankalarını siyasi tercihten bağışık görmek biraz safçaydı. Doğal olarak teminatlarla ilgili ikilem, teminatların sağlamlığının paniğin durup durmamasına bağlı olmasıydı. Devam eden panikle –ve fiyatların daha da düşmesiyle– birlikte tahviller, kambiyo senetleri, mallar vb. çabucak çürüğe çıkar. Bu durumda J. P. Morgan'ın özellikle dikkat ettiğinin belirtildiği krediyi alanın niteliğine bakmak zorunlu hale gelir. Burada ikilem bankacıların krediyi sadece ihtiyacı olmayanlara verdiği şeklindeki çarpık yorumla irtibatlıdır.

Merkez bankalarının kuralları vardır.[47] Kolayca ihlal edilemediği durumlarda –devlet tahvillerinin Federal Reserve senetleri ve vadeli mevduatları karşılığında rezerv olarak tutulmasına izin vermeyen, sadece altın ve ciro edilebilir kambiyo senetlerine izin veren 1913 Federal Reserve Kanunu'nda olduğu gibi– sık sık sorun yaşanır. Kural-

---

45 *Collected Works of Walter Bagehot*, cilt 9, s.147.

46 *A.g.e.*, cilt 11, s.149-50.

47 Bkz. My Christoph Buchheim, Michael Hutter ve Harold James, ed., *Zerrissene Zwischenrigsheit: Wirtschaftshistorische Beitrage: Knut Borchardt zum 65. Geburstag* içinde, "Rules vs. Men: Lessons from a Century of Monetary Policy" başlıklı yazım; bu yazım *The World Economy and National Finance in Historical Perspective* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995) isimli kitabımın s.181-200'de yeniden basıldı.

lar kolayca ihlal edildiğinde de sorun yaşanır. Hazine bakanının tazminat mektubunun güzelliği, kuralı çiğnerken koruması ve en azından bir süre teamül oluşturmamasıydı. Bank of France ve Reichsbank bazen sadece üç imzalı senetleri iskonto ettiler. Fakat "sağlam olmadığı" gerekçesiyle senetleri ve niteliğinden dolayı kredi isteyeni reddetme son kredi merciine her zaman tam bir nesnellikle kullanılamayacak bir ölüm-kalım yetkisi vermektedir. Daha önce belirttiğimiz gibi, literatür merkez bankaları yöneticilerinin rüşvet yedikleri suçlamalarıyla doludur. Bank of France'ın Yahudi ve Protestan yöneticileri 1882'de Union Générale'in Katolik (ve daha kötü durumda olan) destekçilerini cezalandırırken, 1888'de içerideki Comptoir d'Escompte'u kurtardıkları iddia edilmektedir.[48] 1772 krizinde Bank of England'ın iskontoyla ilgili yeni düzenlemeler çıkarması ve şüpheli senetleri iskonto etmeyi reddetmesi Amsterdam'da spekülasyonla en fazla uğraşan Yahudi kurumlarını çökertmeye yönelik bir girişim olarak yorumlandı. Ayrıca banka İskoç bankalarının senetlerini reddetme kararı aldı, sonunda muhtemelen bir grup Hollandalı spekülatörü tamamen bilinçli şekilde batırmak için atılan bir adım olarak iskonto işlemlerini durdurdu.[49] Dışarıdakiler özellikle zarar gördü. Bank of the United States'in New York'ta aceleci yöntemleri yüzünden cezalandırdığı suçlamaları arasında Aralık 1930'da Federal Reserve System tarafından değil, bankalar sendikasyonu tarafından batışına izin verildi.[50] Bu yargı 1930'lardaki depresyon konusunda Friedman ve Schwartz'ın açıklamalarına genel olarak karşı çıkan Peter Temin tarafından kabul edilmemektedir.[51]

Sağlam senedi olan herkese iskonto uygulama kuralı yavaş bir şekilde İngiltere'de gelişti. Bir süre "değişmez uygulama" iki ay vadeli, üzerinde güvenilir Londralıların imzası bulunan senetlerin kabulüy-

48 Bouvier, *Le krach*, 5. Bölüm.

49 Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), s.176-77.

50 Friedman ve Schwartz, *Monetary History*, s.309 ve özellikle s.309-10 not.

51 Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: W.W. Norton, 1976).

dü; fakat 1793'ün bu tasviri Manchester'dan gelen bir istek geri çevrilirken (reddedilmenin bir kurumun batışına yol açtığı Chichester'dan bir taleple birlikte) Liverpool bankalarına 40.000 poundluk avans verildiği ifadesine eşlik etmektedir. Banka sadece Temmuz 1816'da katı bir teamülü çiğneyerek "firmanın yeterli Londralı imzası bulamaması halinde elindeki sağlam taşra senetleri"ni almayı kabul etti.[52]

Gerçek şuydu ki, Bank of England sadece iki ay vadeli senetlere avans vermiyor fakat aynı zamanda çok farklı tipte aktiflere de büyük oranda avans veriyordu. 1816'da Black Country'deki fakir insanların sıkıntısını hafifletmek için "tamamen normal işleyiş dışındaki işlemlere" girişerek ipotek karşılığı kredi vermeme kuralını da çiğnedi. Bu hadisede sadece eski yöntemlerle "güvenilir senetlere" kredi vermekte kararlı davranmıştı fakat birkaç yıl sonra iskonto hacminin ve özellikle de iskonto gelirlerinin düştüğü –genelden ziyade özel gerekçelerle– gerekçesiyle banka düzenli ipotek işine başladı.[53] Bir noktada Batı Hint Adaları'ndaki geniş tarla ipoteği ve 1830'larda İngiltere'deki ıslah olmamış bir arazi ipoteği karşılığında bile kredi verdi.[54] Tarla karşılığı alınan kredi geri ödenmediğinden banka tarlayı mülkiyetine almak zorunda kaldı. Bir düke ait olan arazi ipotek açısından sorun oluşturmadı ancak bu uygulama teminatla kredi alanın niteliğinin (veya konumunun) ilişkisiz olmadığını da gösteriyordu. İskoçya ve İrlanda'daki arazilere karşılık ise kredi verilmiyordu.[55]

Demiryollarının büyümesiyle Bank of England demiryolu senetleri teminatıyla kredi vermeye başladı. 1842'de ikinci demiryolu çılgınlığı başlarken zor durumda olan ve gelişmek için çabalayan firmalara bir defalık kredi vermeyi teklif etti.[56] Bank of France 1852'de bir demiryolu sendikasyonuna kredi vermeye başladı ve başlatmakla değilse bile demiryollarındaki hararetli spekülasyona destek vermekle

---

52 Clapham, *Bank of England*, cilt 1, s.261; cilt 2, s.58.
53 *A.g.e.*, cilt 2, s.59-60.
54 *A.g.e.*, 1, s.249.
55 *A.g.e.*, cilt 2, s.82-84.
56 *A.g.e.*, s.145.

suçlandı.[57] Walter Bagehot, bir demiryolunun, tuhaf Hindistan İmparatorluğu'ndan daha az öngörülemeyen kazaya maruz kalacağını belirterek, Bank of England'ın Consol ve Hindistan senetlerine kredi verirken demiryolu senetlerine kredi vermemekle yanlış yaptığını düşünüyordu.[58] Fakat Hindistan senetlerine Koloni ofisi tarafından kefil olunmuştu ve bu, aslında İngiltere'nin yükümlülüğüydü.

Hazine bonoları Hamburg'daki Amirallik bonoları gibi mal karşılığı çıkarılmıştı. Clapham 1825'te Banka'nın avanslarının çoğunun gerçekte mal değil şahıs teminatıyla verildiğini belirtiyor.[59] Banka serbestçe kredi vermişti ve "fazla hassas" değildi.[60] Banka 1847'de birkaç hafta içinde Bakır Madencileri Şirketi'nin tahvilleri karşılığı da dahil olmak üzere alışıldık ve alışılmadık her türlü yolla 2,25 milyon poundluk kredi verdi. Bu kredi bankanın istemeden bir bakır işletmesinin de sahibi olmasına yol açacaktı.[61]

Kural, kuralın olmamasıydı. Ödeme gücü olmayan kurumlara kredi verilmezken, Londra'nın asil belediye başkanı iflas ettiği (1793)[62] taktirde oluşacak zararın önlenmesi ya da banka felaketlerine alışmış bir kent olan Newcastle'da bir süre maaş ödemelerinin yapılabilmesi için kredi veriliyordu.[63] Bank of France, Amerikalı banker Samuel Welles 1837'de başvuruncaya kadar Jacques Laffitte haricinde hiç kimseye 4 milyon franklık kredi vermemişti; Laffitte istisnai bir kişiydi.[64] (Laffitte işlemi de istisnai olarak yapılmıştı. Bu bir siyasi iskontoydu). Genel Konsey böyle önemli bir bankayı feshedemezdi, böylece

---

57 Alain Plessis, *La Politique de la Banque de France de 1851 à 1870* (Cenevre: Droz, 1985), s.89, 99, 107. Banka Marsilya ve Bordeaux bonoları karşılığında kredi vermezken Paris bonoları karşılığında kredi vermişti; *a.g.e.*, s.105-06.

58 Bagehot, *Lombard Street*, s.195.

59 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.59.

60 W. C. T. King, *History of the London Discount Market* (Londra: George Routledge & Sons, 1936), s.36.

61 Clapham, Bank of England, cilt 2, s.206-07.

62 *A.g.e.*, cilt 1, s.261.

63 D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; yeni baskı, New York: Augustus M. Kelley, 1969), s.80.

64 Lévy-Leboyer, *Banques européennes*, s.559.

15 milyon franklık bir kredi limiti çıkarıldı.[65] 1830 krizinde Bank of France kraliyet ve belediye bonolarını, gümrük faturalarını, odun kesme faturalarını, Paris belediyesinin bonolarını, piyango tarafından geri ödenebilir kanal bonolarını ve daha pek çok şeyi iskonto etti.[66] Kartezyen düşünce (Dekartçılık) krize karşı dayanıklı değildi.

Son tahlilde, son kredi mercii karar vermek zorundadır. Bu kararlara bazıları Hazine bonolarını iskonto edip etmemek gibi kolaydır. Bazıları da sallantıdaki bankalardan sağlam olmayan teminatlar alıp almamak gibi zordur. Kayıtlar yardım isteği reddedilip batan ve pound başına 20 şilin ödeyen firmalar ve bir krizde yardım alıp ikinci krizde batan bankalarla doludur. 1857 krizi üzerine yazılmış Evans'ın kitabında 241 sayfalık ek 1849-1858 arasında İngiltere'de banka iflaslarıyla ilgili mahkeme kayıtlarına ayrılmıştır. Genel olarak üzücü hikâyelerden oluşsa da, ders çıkarılacak birtakım hikâyeler de vardır. 1848'de Bank of England tarafından borç talebi reddedilen G. T. Braine pound başına 20 şilin ödedi ve başlangıçta tahmin edilenin iki katı bakiyeyle bitirdi. Bankanın pound başına sadece 12 şilin 6 peni ödeyen bir diğer batık firma üzerine Cruikshank, Melville and Co.'nun ciro ettiği senedin ödenmemiş bakiyesi yüzünden verdiği iflas dilekçeleri de bu kayıtlarda mevcuttur.[67]

Tarihin yargılaması bile her zaman faydalı olmaz. Daha önce Bank of England'ın 1836 sonbaharında üç Amerikan "W bankası"na (Wiggins, Wilsons and Wildes) yardım etmeyi reddettiğini ama sonra yumuşayıp 1837 Martında onlara kredi verdiğini belirtmiştik. Andréadès'e göre banka cesur bir adım atmıştı ve cesaretinden pişmanlık duymasına da fırsat olmamıştı.[68] Clapham ise tersine bankanın kredi yi gönülsüzce verdiğini, Mayıs'ta Wilsons ve Wiggins'in batmasının ardından Wildes'ın batmasının onu şaşırtmadığını ve sonucun 14 yıl

65 *A.g.e.*, s.647.
66 *A.g.e.*, s.492.
67 Evans, *Commercial Crisis*, s.i-ii, vi-xviii.
68 A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londra: P.S. King, 1090), s.226.

süren uzun, sıkıcı bir borç hikâyesi olduğunu savunmaktadır.[69] Matthews'a göre ise Bank of England'ın üç bankanın "askıya alınmasını önleme umuduyla onlara yardım etmesi yanlış bir karardı fakat ilkesel olarak doğruydu."[70]

NE ZAMAN VE NE KADAR?

"Çok az ve çok geç", sadece merkez bankacılığının değil, tüm davranışların sözlüklerde geçen en hüzünlü ifadelerinden biridir. "Çok fazla ve çok erken" açık bir ilerleme değildir. "Doğru zamanda ve yeteri kadar" her ikisinden de iyidir. Fakat ne kadarı yeter? Doğru zaman ne zamandır?

Bagehot'un kuralı ceza faizi oranında serbestçe kredi vermektir. "Serbestçe" elbette yalnızca ödeme gücü olan borçlanmalara, sağlam teminatlarla, kaçınılmaz istisnalara tabi olarak demektir. Çeşitli merkez bankalarının krizlerde başvurmak için ayartıldığı çareleri reddetmektir. Daha 1772'de Bank of England seçici iskonto sınırlamalarıyla aşırı ticareti frenlemeye çalışmış ve bu yüzden eleştirilmiştir.[71] 1797'de banka iskontoları eşit dağıtmaya başlamış ve Foxwell bunun 1809'da yeniden uygulanabileceğini düşünmüştür.[72] Bir merkez bankasının aşırı yük altına girdiğini hissettiğinde uygulayabileceği bir başka teknik de geçerli senetlerin vadesini 95 veya 90 günden 65 veya 60 güne indirerek teminatların geçerlilik şartlarını sıkılaştırmak veya gerekli imza sayısını artırmaktır. Mayıs 1783'te Bank of England kendi müşterileri için o kadar çok iskonto yapmıştır ki düzenli uygulamasından uzaklaşmış ve o yıl çıkarılan devlet bonoları taahhütleri karşılığında kredi vermeyi reddetmiştir. Clapham panik başlatan türde ne kamu ne de özel sektör felaketinin o yaz vukubulmamasının büyük bir şans olduğunu, zira bankanın bunlardan birini bile karşılayacak yeterliliğini

---

69 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.157. Bundan daha sonra "W bankaları olayının uzun hikâyesi" olarak söz eder. (*a.g.e.*, s.337).

70 R. C. O. Matthews, *A Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), s.173.

71 Clapham, *Bank of England*, cilt 1, s.245.

72 Andréadès, *Bank of England*, H.S. Foxwell'in önsözü, s.xvii.

kısıtlamış bulunduğunu söylüyor.[73] Bu, sistemin güvenliğine destek olacak bir kamu bankasının değil, kendi güvenliğinden korkan özel bir bankanın davranışıdır.

Son kredi merciinin tekrar iskonto mekanizması yoluyla kredi vermediğini ama bunun yerine açık piyasa işlemlerini kullandığını farz edin. Para arzını ne kadar artırmalıdır? Ekim 1929'da 160 milyon dolar ve Kasım 1929'da ilave 210 milyon dolar yeterli miydi? New York Federal Reserve Bank'ın gözünde yetersizdi. Banka haftada 25 milyon dolarlık devlet bonosu almasına izin veren yönetim kurulunun direktifleriyle hareket ediyordu. Ekim'de 160 milyon dolarlık bir alım yaparak bunu ihlal etti. Kasım'ın ilk iki haftasında da buna devam etti ve 12 Kasım'da yönetim kuruluna haftada 25 milyonluk sınırın kaldırılmasını ve Açık Piyasa Yatırım Komitesi'ne sistem için 200 milyon dolarlık alım yapma yetkisinin verilmesini teklif etti. Ciddi müzakerelerden sonra 27 Kasım'da yönetim kurulu gönülsüzce onay verdi ve 27 Kasım'la 1 Ocak 1930 arasında 155 milyon dolarlık alım yapıldı. Bu süre içinde iskontolar hızla kaçarken faiz oranları keskin bir düşüş göstermişti ve bir sonraki kredi mercii ihtiyacı –piyasadaki spot kredilerin tasfiyesi için borç verecek– ortadan kalkmıştı.[74]

Friedman ve Schwartz'ın son kredi merciini onaylayıp onaylamadıkları benim açımdan açık değildir. Muhtemelen onaylayarak Bagehot'un panik için özlem duymadığını alıntılıyorlar.[75] Ekim 1929'da New York Federal Reserve Bank'ın 160 milyon dolarlık alım yapmasının "zamanında ve etkili" bir hareket olduğunu savunmakla birlikte Harrison'un açık piyasa alımlarının borsayı açık tuttuğu iddiasını kibarca şüpheyle karşılıyorlar.[76] Bununla beraber Friedman tüm iskontolara karşı ve borsanın çöküşünün bunalımı oluşturan ya da derinleştiren önemli faktörlerden biri olmadığına inanıyor.[77] Bir ultra parasalcı

73 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.256.

74 Bkz. Friedman ve Schwartz, *Monetary History*, s.339, 363-67.

75 *A.g.e.*, s.365.

76 *A.g.e.*, s.339.

77 Bkz. Milton Friedman, "Rediscounting", *A Program for Monetary Stability* (New York: Fordham University Press, 1960), s.35-36.

görüş, dönemin açık piyasa işlemlerinin 1920'lerin kredi enflasyonunu yeniden oluşturduğunu savunmaktadır.[78] Fakat çoğu parasalcı, para arzı sabit tutulduğu müddetçe son kredi merciine gerek olmadığını düşünmektedir. Diğer taraftan ben Ekim 1929 ortasıyla Kasım 1929 sonu arasındaki açık piyasa işlemlerinin acınacak derecede yetersiz olduğunu düşünüyorum. Bu işlemler New York bankacılık sistemine, Friedman ve Schwartz'ın açıkladığı gibi, taşra bankalarına ait vadesiz kredileri devralma imkânını verdiyse de mallara ve cari alımlara giden kredileri de kısarak sadece hisselerin değil, aynı zamanda malların, evlerin ve arazilerin fiyatlarını da aşağı çekmiş ve depresyonun önünü açmıştır.[79] 1931 baharında Avrupa (ve ABD) kredilerinin çözülmesini durduracak bir son kredi mercii olsaydı, krizin bu kadar büyümeyeceğine şüphe yoktur. Bu konuyu bir sonraki bölümde ele alacağız.

Ekim 1987'deki Kara Pazartesi'de Alan Greenspan'in başkanlığındaki Federal Reserve Yönetim Kurulu'nun zamanlaması mükemmeldi. Benzer bir zamanlama Eylül 1998'de Long-Term Capital Management'ın çöküşü önlendiğinde, bu sefer ABD sermaye piyasasına yardımcı olmuştur. İki olay ikna edici şekilde merkez bankalarının öğrenme kabiliyetine sahip olduklarını kanıtlamaktadır.

Zamanlama özel bir sorun teşkil etmektedir. Yükseliş hızlandığında bir paniğe yol açmadan yavaşlatılmalıdır. Bir çöküş gerçekleştikten sonra ödeme gücü olmayan firmaların batması için yeteri kadar beklemek önemlidir fakat krizin ödeme gücü olan ama likiditeye ihtiyaç duyan diğer firmalara yayılmasına da engel olunmalıdır. Clapham'ın dediği gibi, "güçlü yüzücülerin ölümü engellenmelidir."[80] 4 Aralık 1857'de tazminat senediyle ilgili tartışma esnasındaki bir konuşmasında Disraeli "Aşırı baskı halinde hükümetin müdahale edeceğine dair ona ulaşan birtakım haberler olmasaydı o anda mücadeleyi bırakacağını ve sadece bu zımni anlama yüzünden işine devam ettiğini"[81] söyleyen, adını

78 Paul Johnson, *Modern Times: The World from the Twenties to the Eighties* (New York: Harper & Row, 1983), s.244.

79 Friedman ve Schwartz, *Monetary History*, s.334-35.

80 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.102.

81 Evans, *Commercial Crisis*, s.207.

vermediği *Lombard Street*'teki en büyük iskonto kurumunun başkanından alıntı yapmıştı. Özel bilgilerin ve dışarıdakilere değil, içeridekilere ulaşan zımni anlamaların adilliği sorgulanabilir. Yine de vurgu zamanlamanın öneminin altını çizmektedir. Çok erken ve çok fazlanın, çok az ve çok geçten kötü olup olmadığını belirlemek zordur.

1857'de ABD Hazinesi piyasayı kurtarmaya oldukça erken geldi ve daha da şişmesine yardımcı oldu. 1873'te ise oldukça ağırdan aldı, yılın ilk yarısında hiçbir adım atılmadı.[82] Sprague 1907 krizinden bahsederken "Takas Odası'nın talihsiz ertelemeleri"ne ve krizde otoritelerin müdahalesinin yavaşlığına atıfta bulunuyor ki, bu krizde iç savaştan beri başka hiçbir krizde olmadığı kadar işlerin sürüncemede kalmasına izin verilmiştir.[83]

Öyleyse bir spekülatif yükselişten sonra son kredi merciinin gerekliliği kabul ediliyor ve çöküşü hızlandırmadan yükselişi en uygun oranda yavaşlatacak sınırlandırıcı tedbirleri almanın imkânsızlığına ve son kredi merciinin miktar ve zamanlama çıkmazıyla karşı karşıya kalacağına inanılıyor demektedir. Açık piyasa işlemlerinin çıkmazları iskonto sisteminin çıkmazlarından daha ciddidir. İskonto sistemi için Bagehot doğru miktarı belirlemiştir: Tüm piyasa –ödeme gücü olan kurumlar sağlam teminatlar sunarak– cezai bir faiz oranıyla kredi alacaktır. Açık piyasa işlemlerinde otoriteler daha fazla karar almak zorundadırlar fakat Bagehot piyasaya ızdırap çektirilmemesi konusunda kesin olarak haklıdır. Sisteme kredi enjekte edildiği zaman, daha fazla daha azdan daha güvenlidir. Fazlalık daha sonra giderilebilir.

Zamanlamaya gelince, bu bir sanattır. Bu hem hiçbir şey söylememekte hem de her şeyi söylemektedir.

---

82 Taus, *Central Banking*, s.55, 70.

83 Sprague, *History of Crises*, s.256.

ONBİRİNCİ BÖLÜM

Uluslararası Son Kredi Mercii

Finansal krizlerin uluslararası alanda yayılması, bazı şartlar altında son kredi merciinin verdiği kredilerin etkinliği ve ortaya konacak tarihi kayıtlardan hareketle son kredi merciinin gerekliliği savunulabilir. Bir dünya hükümeti ve dünya merkez bankasının olmadığı ve sadece zayıf uluslararası kanunların bulunduğu bir ortamda son kredi merciinin nereden geleceği sorusu çok ciddi bir soru haline geliyor. Tarihi kayıtlar dünyanın önde gelen finansal merkezlerine sık sık diğer ülkeler tarafından yardım edildiğini ortaya koymaktadır. Dahası 1873, 1890 ve 1931'de olduğu gibi, böyle bir kredi merciinin olmadığı zamanlarda finansal krizi izleyen buhranın uzun sürdüğünü ve sık tekrarlandığını –böyle bir kurum olduğunda kriz, tersine bir bahar rüzgârı gibi geçmektedir– göstermektedir. Yine de belirtmek gerekir ki bu iddia itirazsız kalmamıştır.

Son birkaç yılın deneyimi meseleyi daha da önemli hale getirmektedir. 1982'de Üçüncü Dünya borçlarındaki kriz, bir dizi menkul ve gayrimenkul piyasasında görülen aşırı ticaret, ülke paralarının –özellikle sterlin ve liretin 1992'de, Rus rublesinin Ekim 1994 ve 1998'de– birbiri ardına değer kaybetmesi; 1997-98'de Doğu Asya'da

ve 1999'da Brezilya'da yaşanan krizler harekete geçmeyi gerekli kılmıştır. ABD 1982'de Meksika'ya yardım etti ve Uluslararası Para Fonu'nu (IMF); Dünya Bankası'nı, Latin Amerika ve Asya'daki kalkınma bankalarını ve çeşitli ülkeleri de dahil ederek birbiri ardına pek çok ülke için kurtarma paketleri oluşturmaya başladı. Ruble IMF'den ancak çok sıkıntılı ve sonrasında da Rus otoritelerinin karşılamada zorluk çektiği sıkı şartlar altında yardım alabildi. İngiltere ve İtalya 1992'de Avrupa Para Birliği'nden dışlandılar –kendileri mi kaçtı yoksa itildiler mi?– ve büyük döviz kayıpları yaşadılar. ABD doları 1995 baharında kimin ne ölçüde destek olması gerektiği konusu belirsiz kalarak Japon yeni ve Alman markı karşısında keskin düşüşler yaşadı. Bununla birlikte 1995 sonbaharında G-7 ülkeleri –İngiltere, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya ve ABD maliye bakanları– kriz yaşayan paralara destek olmak amacıyla IMF ile birlikte 50 milyar dolar toplamak için çalışmayı kabul etti. Bu çabaların günde 1 trilyon dolarlık işlem hacmine ulaşan döviz piyasalarının, liret ve pound üzerinde yaptığı spekülasyonla 1 milyar dolar kazandığı söylenen (ve yükselirken Japon yenindeki açık pozisyonundan dolayı 600 milyon dolar kaybeden) George Soros'un Quantum Fonu gibi ortaklık fonlarının üstesinden gelip gelemeyeceğini tarih ortaya koyacaktır. ABD'nin ekonomik ve finansal liderliğinin zayıflaması karşısında G-3, G-5, G-7, G-10 ve IMF'nin uzmanları arasında uluslararası finansal piyasalarda oluşan düzensizliği hafifletecek uyum ve işbirliği var mıdır? Ben kendi adıma bilmiyorum. Yine de bu soruların cevaplarına girmeden önce tarihe biraz bakmak faydalı olabilir.

ULUSLARARASI KRİZLERE TARİHSEL BİR BAKIŞ

İktisat tarihinin çok küçük bir kısmının krizlerin uluslararası boyutları ve bir son kredi mercii ile ilgili olduğunu görmek oldukça şaşırtıcı. Merkez bankası tarihi iç ve dış sıkıntılar arasında bir ayırımı kabul etmektedir. Dışarıya akan kanal genellikle iskonto oranları yükseltilerek tersine çevrilebilir; her ne kadar ilaç etkisini göstermeden önce tehlikeli bir gecikme dönemi varsa da, bu aynı zamanda içerideki sıkıntıyı gi-

derecek şekilde dışarıdan para girişi de sağlar. Yabancıların iskonto oranlarının yükselmesini bir güç değil zayıflık işareti olarak algılaması ve yerli para almak yerine satması durumunda, piyasanın sağlayabileceğinden daha fazla yardım bulmak gerekebilir. Aynı şey gecikmeler uzun ve zaman sınırlı olduğunda da geçerlidir. Böyle durumlarda ülkeler zaman zaman, ancak ulusal bir krizi karşılamaktan daha nadir olarak dışarıdan yardım isteyebilirler. İnisiyatif her yerden gelebilir. Merkez bankası borç alabilir. Yurtdışında kabul gören yerli veya yabancı aktifleri olan yerel firmalar bunları satıp gelirlerini döviz olarak getirebilir. Fiyatlar hızlı şekilde ve çok fazla düşüş gösterirse, yabancılar kelepir avı için içeri akın edebilir.

Uluslararası finansal krizler çoğunlukla hükümet ve özellikle merkez bankaları üzerine yoğunlaşan işlerle ilgili uygun politikalar konusunda kapsamlı sorular ortaya çıkarır. Örneğin özel olarak aile üyelerine yardım etmek tek yanlı bir şeydir. 1846'dan 1848'e kadar süren finansal krizde tüm Avrupa'da tahviller yaklaşık % 75 gibi büyük oranda bir düşüş yaşadığında ve Paris, Viyana ve Frankfurt'taki Rothschild kurumları batma tehlikesiyle karşı karşıya kaldığında, Nathan Rothschild, Auguste Belmont'un da yardımıyla, şahsi olarak yardımda bulundu. Belmont, Amerika'dan Londra'ya gemiyle gümüş gönderdi ve bunu Rothschild kardeşler paylaştı. Merkez bankaları faiz oranlarını düşük tutarak bir dereceye kadar yardım ettiler fakat New York'un da yardımıyla son kredi mercii olarak Nathan durumu kurtardı.[1] 1930'larda New York'ta Kuhn, Loeb'den Paul ve Felix Warburg aynı sıfatla Hamburg'daki kardeşleri Max Warburg'a yaklaşık 9,1 milyon dolar yardımda bulundular.[2]

Bununla birlikte son kredi merciinin verdiği ya da aldığı kredi-

---

1 Niall Ferguson, The House of Rotschild: Money's Prophets, 1798-1847 (New York: Viking, 1998) 16. Bölüm, Tablo 16a, s.461'de Paris, Viyana, Roma ve Londra'daki bono fiyatlarının yönünü göstermektedir. Ferguson "Londra kurumu hiçbir şekilde bir son kredi mercii değildi" diyor; fakat Nathan'ın torunu Alphonse, Belmont'u Meksika tazminatıyla meşgul olmaktan vazgeçirip Avrupa'ya odaklandırmak için New York'a gönderilmişti (s.466-70).

2 Ron Chernow, *The Warburg: The Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family* (New York: Random House, 1993), s.328.

ler nakit sağlayıcı olan merkez bankaları üzerinde yoğunlaşıyor. Bank of England'ın 1694'te Hollanda'daki States General'den aldığı 2 milyon gulden benim bildiğim ilk merkez bankası borçlanmasıydı. Bank of England bu krediyi Dokuz Yıl Savaşları esnasında birliklerini ve müttefiklerini desteklemek amacıyla İngiltere Hazinesi'nin Kıta'ya kaynak göndermesine yardımcı olmak için almıştı. Buna bir son kredi mercii kredisi pek denilemez.[3]

İzleyen yıllarda (1695-97) Amsterdam, Bank of England'ın Kıta'daki protestolu kambiyo senetlerini alarak onun imdadına yetişmiştir. Bank of England da bunun için % 10 ödemek zorunda kalmıştı. Bagehot'un ifadesiyle bu bir cezai faiz olsa da, her şeye rağmen kamu yararına bir iyilik değil, işin gereğidir.[4]

1763 krizinde Bank of England ve Londra'nın özel bankerleri sıkıntılı bir dönemde, refah döneminde verilerinden daha fazla kredi vererek Hollandalı muhabirlerinin imdadına yetiştiler. Ağustos'ta beş, Eylül'de ise iki altın yüklü gemi gönderildi. İlave olarak, Bank of England ve diğer bankalar vadesi gelen ödeme senetlerini erteleddiler. Wilson bunların hiçbirinin saf iyilik olmadığını savunuyor. Bu, İngiltere'nin refahının Hollanda'nınkiyle sıkı sıkıya bağlı olmasından ve Hollanda'daki krizin büyümesinin İngiltere'nin sermaye kaynağını kesecek olmasından kaynaklanan pratik bir politikaydı.[5]

Ocak 1773'te 1772 krizi zirveye çıktığında İngiliz-Hollanda ticareti felç ağrıları çekiyordu. Amsterdam çaresizdi ve Wilson'un dediğine göre sadece Bank of England'ın şehri kurtarma gücü vardı. 10 Ocak Pazar günü banka kapılarını açtı, senet ve devlet bonoları karşılığında para çekilmesine izin verdi. İlk anda külçelerce altın gönderildi. Bir Hollandalı bankerin 500.000 pound çektiği söylenmektedir. Banka aynı zamanda şüpheli senetleri iskonto etmeyi de reddetti.

---

3 R. D. Richards, "The First Fifty Years of the Bank of England, 1694-1744", *History of the Principal Public Banks*, J .G. Van Dillen, ed., (The Hague: Martinus Nijhoff, 1934), s.234.

4 Violet Barbour, *Capitalism and Amsterdam in the 17th Century* (1950, yeni baskı, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1966), s.125.

5 Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and the 17th Century* (1950; yeni baskı, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1941), s.168-69.

Bu, Amsterdam'daki çok sayıda Yahudi kurumunun batmasına yol açtı.[6] Aynı krizde Rus Çariçesi Büyük Katerina en iyi müşterileri olan İngiliz tüccarlarına yardım ediyordu. Bu yardım, Çarlık Rusya'sının krizdeki Batı Avrupa'ya yaptığı bir dizi yardımın ilkiydi.[7]

18. yüzyılın geri kalanı ve Napolyon Savaşları boyunca uluslararası kurtarma operasyonlarıyla ilgili tarihi kayıtlar açıktır. 1825 krizinde Bank of France'ın Bank of England'ın sıkıntılarını çoğaltmaya çalıştığına dair söylentiler vardı. Bununla beraber Clapham böyle bir şeyin olmadığında ısrar ediyor. Fransa'nın gümüşle değiştirmek üzere Londra'ya altın gönderdiğini ve bunun uluslararası finansal işbirliğinin ilk örneklerinden olduğunu iddia ediyor.[8] İngiltere'de altının fiyatının Fransa'dakinden yüksek olması (14 5/8'e 1 yerine 15,2'ye 1) değişimi cazip kıldı.[9] Ancak 9 Aralık 1825 Pazartesi günü Rothschild kurumu vasıtasıyla Fransa'dan 400.000 poundun (çoğunlukla İngiltere lirası) gelişi tam vaktinde oldu, çünkü bir önceki Cumartesi günkü hücumda Bank of England'ın kasaları hemen hemen boşalmıştı.

1836'dan 1839'a uzayan krizde Bank of England likiditesini korumak için iki olayda Bank of France'tan ve Hamburg'dan yardım istedi. Bunların ilkinde Paris'e 400.000 poundluk senet düzenlendi. 1838'de kendine kredi limiti çıkarttırdı ve 1839'da ise bir yandan Baring Brothers'ın diğer taraftan on Paris bankasının aracılık hizmetinden faydalanarak bu hesaba 2 milyon poundluk senet düzenledi. Hamburg'la benzer bir kredi limiti sayesinde 900.000 poundluk altın elde etti. Muhtemelen bu anlaşma gümüşe ihtiyacı olan Hamburg'a yardımcı olmak için yapılmıştı.[10] 1838'de Bank of England altın satıcılarının alışkın olmadığı bir tarzda üç gemiyle Amerika'ya 320.000

---

6 *A.g.e.*, s.176.

7 Sir John Clapham, *The Bank of England. A History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), cilt 1, s.249.

8 Alain Plessis, *La Politique de la Banque de France de 1850 à 1870* (Cenevre: Droz, 1985), 4. Bolum ozellikle s.241-45.

9 Knut Wicksell, *Lectures on Political Economy* (New York, Macmillan, 1935), cilt 2, s.37-38.

10 Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (New York: Harper & Bros., 1937), s.273; Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.169.

İngiliz altın lirası gönderdi. Daha sonra iki gemiyle de 360.000 daha gönderdi. Clapham bu işlemin daha önce bir benzerinin olmadığını söylüyor ve 1838-39'da Amerikan bankerlerini İngiltere piyasalarına daha fazla tahvil ihraç etmeye teşvik etmek gibi bir zarara yol açtığını, ancak bankanın da İngiltere ile ABD arasında iç içe geçmiş çıkarların farkında olduğunu belirtiyor.[11] Fransız kaynaklarına göre[12] Bank of France 1846'nın ikinci yarısında İngiliz sermayedarlardan 25 milyon frank kredi aldı. Bir İngiliz kaynağı bu miktarın Ocak 1847'de bizzat Bank of England'dan borç alındığını belirtiyor.[13] Bu noktada Rus İmparatoru Fransa'nın (ve İngiltere'nin) ihtiyaç duyduğu çok miktarda buğdayın ithalatının finansmanına yardımcı olmak için 50 milyon frank tutarında % 3 faizli Fransız tahvili almayı teklif etti. Fransa paranın yarısıyla İngiltere'den aldığı avansı ödediğinden bundan İngiltere faydalandı.[14] O dönemde Bank of England'ın başkanı olan Palmer Parlamento Seçme Komitesi önünde ABD, Hamburg, Amsterdam ve Paris'in başlıca bankalarıyla anlaşmanın altın göndermekten daha tercih edilir olduğunu doğruladı.[15]

Merkez bankaları işbirliği her zaman ve her yerde tasvip edilmedi. Viner 1836'da Bank of England'ın "şüphesiz gönülsüzce" Fransa'dan yardım istemek zorunda kaldığını, iki ülke ilişkilerinin sıcak olmadığı bir döneme denk geldiğinden ve "özellikle de M. Thiers'nin taraftarlarının Fransızların cömertliğiyle övündüklerinin belirtildiği bir sırada... bir taraftan da böyle bir özgürlüğün ileride hiçbir şartta tekrarlanmamasını tavsiye ettiği halde" bu yardımın alınmasının İngiltere'de aşağılayıcı görüldüğünü belirtiyor.[16] Thomas Tooke krediyi

11 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.164-65.

12 Clement Juglar, *Des crises commerciales et leur retour periodiques en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, 2. baskı (1889; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1967), s.417.

13 E. Victor Morgan, *The Theory and Pratice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.148.

14 Arthur D. Gayer, W.W. Rostow ve Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford Universisty Press, Clarendon Press, 1953), cilt 1, s.333.

15 Britanya Parlamento Tebliğleri, *Causes of Commercial Distress: Monetary Policy* (Shannon: Irish University Press, 1969), cilt 1, s.153, soru 2018.

16 Viner, *Studies in International Trade*, s.273.

"onur kırıcı bir çare", "neredeyse ulusal aşağılanma" olarak görüyordu.[17] Kanalın öbür tarafında gururdan daha fazlası vardı. Bank of France bazıları tarafından, içeride ondan yardım bekleyenlere yardım etmektense sorumsuzca İngiltere ile yapılan anlaşmalardan kâr etmeye çalışmakla eleştiriliyordu.[18]

1850'lerde krizlerde uluslararası işbirliği azaldı. Clapham, Bank of England'ın 1857'de Bank of France'la ortak hareket etmeyi planladığını belirtiyor fakat planın ne olduğunu açıklamıyor ve sonuçsuz kaldığının ötesinde çok az şey söylüyor.[19] Belki de en ilginç operasyon Aralık'ta Hamburg'da gerçekleştirilen Silberzug operasyonuydu. Hatırlanacağı gibi Hamburg, New York'tan (ve Ohio'dan) Liverpool'a ve sonra Kıta'ya ve özellikle de İskandinavya'ya yayılan krizin son halkasıydı. Hamburg senatosu, dışardan borçlanılacak 5 milyonu Hamburg bonosu 10 milyonu gümüş olmak üzere toplam 15 milyon marklık fonu 4 Aralık'ta onayladı. Sonra iş krediyi bulmaya geldi. Londra'dan Rothschilds, Baring ve Hambros'a; Paris'ten Fould'a; Amsterdam, Copenhag, Brüksel, Berlin, Dresden ve Hannover'den çeşitli politik ve finansal organlara başvuruda bulunuldu ancak her yerden ret cevabı geldi. Fould'dan gelen cevap şöyleydi: "Mesajınız yeterince açık değil." Berlin'den gelende ise "Bruck ve Kaiser finansal olarak istekli değil" deniyordu. 8 Aralık'ta Heine hariç Hamburg'daki tüm kurumlar iflas tehlikesiyle karşı karşıyaydılar çünkü kaptanlar navlunun ödenmeyeceği korkusuyla gemilerini boşaltmaya yanaşmıyorlardı. Yardım, krediyi karşılayacağını söyleyen Viyana'dan gümüş (Silberzug) yüklü bir trenle geldi.[20]

Kime ait olduğunu artık tam olarak hatırlamadığım ilk açıklamalardan birinden, trenin paniği yatıştırmak için şehirde bir zafer tu-

---

17 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.170.

18 Bertrand Gille, *La Banque et le crédit en France de 1818 à 1848* (Paris, Press universitaires de France, 1959), s.377.

19 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.229.

20 Helmut Bohme, *Frankfurt und Hamburg: Des Deutshes Reiches Silber und Goldloch und die Allerenglishte Stadt des Kontinents* (Frankfurt-am-Main: Europaische Verlagsanstalt, 1968), s.255-68.

ru attığı izlenimini edindim. Detayları ise daha sıkıcı. Gümüşler trenden boşaltıldı ve Merck, Godeffroy ve Berenburg, Gossler and Co.'dan oluşan önde gelen bankerlere ilave olarak daha küçük beş bankere kredi olarak verildi. Herkese yetecek kadar para olduğu anlaşılınca 12 Aralık'ta panik yatıştı. Başlangıçta 700.000 mark tahsis edilen Donner & Co. gibi bazı firmaların güven sağlandıktan sonra hiç nakite ihtiyacı kalmadı. Krizin en ayrıntılı açıklamasını yapan Böhme olayın etkisinin çok uzun sürdüğünü ve ne zaman Hamburglular ya da Hamburglu olmayanlar dövizden bahsetse, bunu okuyanların saçlarının diken diken olduğunu belirtiyor.[21] Kurtarma operasyonunun siyasi yapısı İngilizlerin diplomatik yazışmalarında açığa çıkıyordu. İngiltere'nin Hamburg konsolosu daha sonrasında Zollverein'a katılması için Hamburg'a baskı yapılamayacak olması nedeniyle Prusya'dan değil de Avusturya'dan yardım gelmesinin İngiltere için bir şans olduğunu bildiriyordu.[22] Berlin'den Hamburg'a 29 Aralık'ta Baron Manteuffel'in açıklamasını tercüme eden bir telgraf geldi. Telgraf Berlin'in yardım edememesinin çeşitli sebeplerini açıklıyordu. İsteksizlik Berlin'in bir fırsat kaçırmış olduğu gerçeğinin altını çizen bir dizi kusurlu açıklamaya yol açtı.[23]

Hamburg'daki paniğin yatışması İskandinavya'daki sıkıntıyı da büyük oranda azalttı. Bununla beraber olumlu bir uluslararası resmi yardım konusu 18 Aralık'ta Bank of England'ın Norveç hükümet bonoları karşılığında Norveç kurumlarının elindeki vadesi geçmiş senetleri desteklemek için verdiği krediydi.[24]

Kasım 1860'ta iç savaş patladığında New York'taki panik Paris ve New York'tan para çekilmesine yol açtı. Fransızların iskonto oranlarını yükseltmedeki isteksizlikleri ve Fransa altın-gümüş paritesinin hızla piyasadan kalkması Fransa'nın Bank of England ile 2 milyon po-

---

21 *A.g.e.*, s.267-74.

22 Parlamento Tebliğleri, *Commercial Distress*, cilt 4, ek 20, Konsolosluk Raporu no.7, Ocak 27, 1858, s.441.

23 A.g.e., Berlin'den gönderilen 393 nolu rapor, 29 Aralık 1857, s.450-51.

24 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.234.

undluk gümüşü 2 milyon poundluk altınla değiştirmesine neden oldu. Bu takas durumu yeteri kadar düzeltmedi ve 1861'de Fransızlar Londra'dan altın ihraç fiyatından daha yüksek bir fiyattan altın satın aldılar. Daha fazlasına ihtiyacı olan Bank of France, Rothschild ve Baring aracılığıyla Londra'ya 2 milyon poundluk senet düzenledi.[25]

1873 krizinde uluslararası bir faaliyet gerçekleşmedi fakat merkez bankası işlemlerinin hassas politik yapısına vurgu yapan iki ilgi çekici unsur ortaya çıktı. 1872-73 yıllarına ait kitaplarında Bank of England, Bank of France'tan kredi talebinde bulunmayı düşündüğüne dair "saçma söylentilere" atıfta bulunup bunu inkâr ediyordu. Kasım'ın ikinci haftasında Prusya Bankası'nın –1875'e kadar kurulmayan Reichsbank'ın selefi– başkanı Bank of England'a yazdığı mektupta şimdi veya herhangi bir zamanda altın kredisi vermeyi teklif ediyordu (Clapham daha önce Almanya'nın yarı zafer sarhoşu oluğunu ve Berlin'in Ezop'un kurbağası gibi şiştiği yorumunu yapıyor). Bank of England kibar ama kesin bir dille teklifi geri çevirdi: "Banka ne şimdi ne de önceden böyle bir yardım isteğinde bulunmamıştır ve pek nazik teklifinizden yararlanmaya da ihtiyacı yoktur." Clapham sonradan görmelerden gelen bu teklifin küstahlık olarak görülmemesinin mümkün olmadığını söylüyor.[26] Nihayetinde Almanlar yabancıydı.

1890'da William Lidderdale Baring'in durumunun açığa çıkmasını izleyecek olan krize iki cephede hazırlık yapmıştı. İç teminatlara ilaveten 2,4 milyon poundluk hesabını Baring'den çekmemesi konusunda Rus hükümetiyle anlaştı. Ayrıca Bank of France'la 3 milyon poundluk, Rusya Devlet Bankası'yla ise 1,5 milyon poundluk ve her ikisi de altın olmak üzere kredi anlaşmaları yaptı. Lidderdale Bank of France'ın başkanına banka oranlarının sıradan operasyonlarının altını zamanında getireceğini ve olağanüstü ani gelişen fırtınaya karşı koyabilmek için olağandışı tedbirlerin kullanılmasında onur kırıcı hiçbir şeyin bulunmadığını söyledi. Bununla birlikte Lidderdale ve kent, Fransa ve Rusya'dan yardım istemekten huzursuzdu. Clapham bunu

25 Morgan, *Theory and Practice of Central Banking*, s.176.
26 Clapham, *Bank of England*, cilt 2, s.291-94.

şu şekilde ifade ediyor: "Ya siyasi-finansal bir nedenden yardım yapmakta isteksiz olurlarsa?"[27]

Birinci Dünya Savaşı'ndan önce uluslararası yardımın bu hassas niteliği 1906-07 olaylarında Bank of France'ın Bank of England'a yardım edip etmediği tartışmasında değil –ki açıkça etmişti– fakat Bank of England'ın böyle bir talepte bulunup bulunmadığı, bulunmadıysa, Bank of France tarafından atılan adımların büyük oranda kendi çıkarına olup olmadığı üzerinde yoğun tartışmalar yapıldığında en iyi şekilde ortaya çıktı. Sayers 1980'den 1914'e kadar Bank of England'ı değerlendirdiği kitabındaki "Bankaya Verildiği Varsayılan Kıta Desteği" başlıklı bölümde, Bank of England'ın yardım istemediği sonucuna varıyor. Sayers sorunun önemli addedilmesi gerektiğini ortaya koyarak Eylül 1906 tarihli *The Economist*'ten şu alıntıyı yapıyor:

> Bazıları Bank of France'ın Bank of England'a Amerika'nın altın talebinin üstesinden gelmesi için yardım ettiğini söylüyor ... Fakat sadece Amerikalı spekülatörler burada daha kolay şartlarda altın bulabilsinler diye bankanın kendini böylesine aşağılayıcı bir konuma sokacağı asla düşünülemez.

Yine 1907 sonbaharında Bank of France Londra'ya 80 milyon franklık altın *eagles* (Amerikan metal parası) gönderdi. Bank of France'ın 1907 yılı raporunda bu her iki olaya da atıfta bulunuluyor. Fransız gazeteleri iddia edilen gerekçelere yer veriyor: Bank of England'ı iskonto oranlarını yükseltme zorunluluğundan kurtarmak, Bank of England'ın yardım istediğini gösteriyordu. İngiliz kaynakları ise 1890'da olduğu gibi İngiltere tarafından bir açıklama yapılmadığına ve Fransızların bankanın iskonto oranlarını düşük tutmak istediğine vurgu yapıyor. *Times*'ın finans editörü Hartley Withers daha sonra şöyle yazıyordu:

> Gösterdiği kararlılık (Bank of England'ın) sonunda Bank of France'ı uluslararası yükün bir kısmını almaya ve geri alabileceğini dü-

27 *A.g.e.*, s.329-30, 344.

> şündüğünden, 3 milyon altını Amerika'ya değil, Londra'ya yollamaya zorladı. Bu operasyonun gerçekleşmesini Bank of England'ın istediğine dair genel bir kanı vardır fakat bu tamamen yanlıştır.[28]

Konuyla ilgili yayımlanmamış bir tezde Bank of France'ın Londra'da 1906, 1907, 1909 ve 1910'da altına karşılık sterlin senetleri alıp satarak Paris piyasasında 1938'e kadar girişilmeyen açık piyasa işlemleri gerçekleştirdiğine yer veriliyor.[29] Bununla beraber uluslararası bir aktifin bir diğeriyle değişiminin ülke içindeki şartları nasıl etkileyebileceği açık değildir.

DÜNYA FİNANS MERKEZİ OLARAK LONDRA KARŞISINDA PARİS

Anglosakson iktisat tarihçileri arasındaki genel kanı Londra'nın 1914'e kadar dünyanın finans merkezi olduğu ve Paris, Berlin, Frankfurt, New York ve Milano gibi şehirlerin de onun uyduları olduğu şeklindedir. Başlangıç tarihi bazı soru işaretleri taşısa da iddia budur.

Bir Alman gözlemciye göre, "1850'ye kadar İngiltere sermaye ihracında tekeldi. Sonra Fransa büyük oranda şöhret amacıyla ulusal politikalar, yayılmacı ticari çıkarlar ve yeni pazarlar açmak için sermaye ihracına girişerek öne çıktı."[30] Bu görüş, 1850'ler dikkate alındığında, birtakım destekler bulmaktadır. 1857 paniğiyle ilgili yazısında Van Vleck şunları belirtiyor: "19. yüzyılın ilk yarısında Avrupa'nın politik sınır merkezi olan Fransa 1850'den 1857'ye kadar iktisadi döngülerin yayıldığı merkez haline geldi."[31]

---

28 R. S. Sayers, *Bank of England Operations 1890-1914* (Londra: P.S. King, 1936), s.11'de Hartley Withers'ın *The Meaning of Money* isimli kitabından alıntılanmıştır.

29 J.-L. Billoret, "Système bancaire et dynamique economique dans un pays à monnaie stable: France, 1896-1914" Hukuk ve İktisadi Bilimler Fakültesi'nden Nancy'nin tezi, 1969, Jean Bouvier, *Un siècle de banque françaises* içinde, (Paris: Hachette Litterature, 1973), s.240.

30 Hans Rosenberg, *Die Weltwirtshaftskrise von 1857-1859* (Stuttgart: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), s.38.

31 George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Colombia University Press, 1943), s.42.

İktisadi döngünün merkezi zorunlu olarak finansal sistemin de ekseni değildir. Daha olumlu bir ifade, 1820'den 1840'a kadar Londra'nın Baltık, Rusya, Çin, Latin Amerika ve ABD'deki ödemelerine yardımcı olarak Paris'in 1850-70 arasında "Avrupa'da dövizin ilk adresi"[32] haline geldiğidir. Durum biraz abartılmış görünüyor. Her halükârda, gidişat Fransa-Prusya Savaşı'yla değiştirildi. Bagehot'a göre:

> ... Tüm büyük topluluklar zaman zaman büyük miktarlarda nakit ödemek zorunda kalırlar ve bu nakdin büyük bir miktarının depoda tutulması gerekir. Daha önceleri Avrupa'da bunlardan iki tane vardı; biri Bank of France, diğeri ise Bank of England idi. Fakat Bank of France'ın madeni parayla ödemeleri askıya almasından sonra madeni para deposu olma özelliği sona erdi. Hiç kimse onun üzerine çek yazamaz ve bu çek karşılığında altın veya gümüş alabileceğinden emin olamaz. Buna bağlı olarak bu tür uluslararası nakit ödemelerin tüm yükümlülüğü Bank of England'a kalmıştır. Tüm döviz işlemleri giderek daha fazla Londra merkezli hale gelmektedir. Önceleri pek çok amaç için Paris Avrupa'nın takas odası konumundaydı fakat artık değil... dolayısıyla Londra ikiden biri olmak yerine artık Avrupa'nın tek büyük takas odası haline geldi. Ve bu bir doğal üstünlük olduğundan Londra muhtemelen bunu koruyacaktır... Paris'in üstünlüğü kısmen politik güç dağılımından kaynaklandı ve artık yok; fakat Londra'nınki düzenli ticari gidişattan kaynaklanmaktadır, başlı başına istikrarlı olup değişmesi zordur.[33]

Bu görüş 1910'da Atlas Okyanusu'nun karşı kıyısında yankı buldu. 1907'de Sprague Bank of England'ın iskonto oranlarını yükseltmesinin sebebinin ABD'ye altın akışını denetlemek değil, diğer ülkelerin ABD'ye olan vadesi gelmiş borç ödemelerinin güvenli şekilde yapılmasını sağlamak olduğunu açıklamıştı. Londra dünyanın para piyasası merkezi olduğundan ABD'ye akan tüm ödemeleri fi-

---

32 Billoret, "Systeme bancaire", *Un siecle de banque française*, s.238'de alıntıladığı şekilde.

33 Walter Bagehot, *Lombart Street: A Description of the Money Market* (1873; yeni baskı, Londra: John Murray, 1917), s.32-34.

nanse etmekten kaçınacak şekilde iskonto oranlarını artırmak zorundaydı.[34]

Bununla birlikte farklı görüşler de olasıdır. 1907 kriziyle İtalya'nın bağlantısını tartışırken Bonelli, Paris'in dünya likiditesini düzenleyecek gerçek merkez olduğunu kesin şekilde ifade ediyor.[35] Normal şartlarda İtalya Londra'ya sadece Paris üzerinden bağlı olduğundan bu düşünceyi miyopluk veya dar görüşlülük olarak dikkate almazdım. Fakat Birinci Dünya Savaşı öncesindeki finans konusuna en vakıf öğrencilerden biri şöyle diyor: "Eğer kısa vadeli iskonto oranlarının görece olarak düşük olması bir güç göstergesiyse, bu çalışmada Paris 1914 öncesi dünyanın *en güçlü* (italikler orijinaldir) finans merkezi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu tespit Londra'nın dünyanın para merkezi olduğu şeklindeki genel kabul gören düşünceyle çelişmektedir." Morgenstern Paris'in sermaye bolluğu ile Londra'nın fonları hareketlendirme mekanizmasını ayırarak bu ifadeleri uzlaştırmaya çalışıyor.[36] Bu ayrım zorlama görünüyor. Her merkezin kendine has müşterileri vardı: Paris'in müşterileri İtalya ve Rusya, İngiltere'ninkiler ise ABD ve imparatorluktu. Belçika, Hollanda ve Almanya gibi orta derecede ülkelerin ilgisi ise Londra'dan çok Paris'e yönelikti. Dahası 1900-09 arasında Londra Paris'ten sermayesini çekerken dünya geneline kredi veriyordu ve sınırlı sayıda bağlantıya kanalize olmamıştı.

Sorunun bütünü uluslararası finansın hassas siyasi yapısı kadar iki ülke arasındaki rekabete de vurgu yapmaktadır.

BİRİNCİ DÜNYA SAVAŞI'NDAN SONRA SON KREDİ MERCİİ

1920-21 krizinde uluslararası bir son kredi mercii yoktu. Durgunluk kısmen esnek döviz kurları tarafından engelleniyordu. Ödemeler den-

---

34 O. M. W. Sprague, *History of Crises Under the National Banking System* (1910; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1968), s.248-85.

35 Franco Bonelli, *La crisi del 1907; una tappa dello sviluppo industriale in Italia* (Torino: Fondazione Luigi Einaudi, 1971), s.42.

36 Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1959), s.128-37.

gesi zafiyetleri ve sermaye kaçışının sebep olduğu bir krizde döviz kurları yükselir. Bu, uluslararası fiyatları yükseltir (yani ithal veya ihraç edilen ve de ihraç edilebilecek olanla ithalata rakip olan mal ve hizmet fiyatlarını) ve stoklardan paraya doğru hücumdan kaynaklanan fiyat düşüş belirtilerini tedavi edebilir. Fakat keskin bir enflasyonist dürtü hiperenflasyona yol açarak paradan mallara kaçış şeklinde başka tür bir kriz de üretilebilir. Örneğin 1923'te Doğu ve Orta Avrupa'da[37] ve John Law yönetimindeki Fransa'da yaşanan buydu. Bu aynı zamanda Paul Erdman'ın *The Crash of '79* adlı kitabının da senaryosudur. Kitapta büyük miktarda madeni para basılıp dolar dalgalanmaya bırakılmakta ve bu şekilde mallara hücuma yol açarak krizle başedilmektedir.[38] Gresham Kanunu'nun istikrarsızlığı sadece farklı türde paralarla (altın ve gümüş), finansal varlıklar ve nakit arasında değil, aynı zamanda mallar ve para arasında da işlemektedir.

1920'lerde Batı Avrupa'daki çoğu hükümet savaş öncesi statükoyu tekrar kurmak gibi geleneksel sebeplerden veya çoğu parasalcının düşüneceği dalgalı kur sisteminin erdemlerini göremeyecek kadar aptal olmalarından dolayı paralarını hiperenflasyona karşı korumaya çalışıyorlardı. İstikrar ararken sık sık bazı yönlerden son kredi mercine benzeyen ama birebir aynı olmayan istikrar fonlarını kullandılar. Örneğin 1924'te Fransız frankı çok çeşitli kaynaklardan gelen saldırılara maruz kalıyordu. Birinci olarak pek çok yabancı 1919-20'de değeri düştüğünde frank almıştı. Tahvillerden büyük zararlar etmişler ancak zararlarını çıkarmayı umarak beklemişlerdi. Bir panik esnasında bunları satacakları iddia ediliyordu.[39] Bir panik oldu ve sattılar. İkinci olarak, büyük ihtimalle Alman hükümeti tarafından teşvik edilen bir profesyonel yabancı spekülasyonu, Amsterdam'da, Viyana'da

---

37 Bkz. League of Nations, *The Couse and Control of Inflation After World War I* (Princeton, N.J.: League of Nations, 1945).

38 Paul E. Erdman, *The Crash of '79* (New York: Simon & Schuster, 1976).

39 Stephen A. Schuker, *The End of French Predominance in Europe, The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan* (Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976), s.67.

ve Almanya'da oluşturulmuştu.[40] Son olarak, Bank of France'ın devlete verdiği avansların tavanı gibi işaretleri izleyen ve frank olarak likit finansal aktiflere sahip yüzbinlerce Fransız vardı.

4 Mart 1924'te panik başladı. 17 Şubat'ta 1 pound=98 frank olan parite 28 Şubat'ta 104 franka, 4 Mart'ta 107 franka çıktı. Hükümet ve Bank of France acil şekilde toplandılar. J. P. Morgan & Co. yardım etmeye istekliydi fakat belli şartlar dayatıyordu. Thomes W. Lamount'un temsil ettiği banka altı aylık dönemler halinde verilen kredinin 50 milyon dolar olmasını çok az buluyor ve 100 milyon dolar olmasını istiyordu. Bank of France altınını teminat olarak göstermeye direndi fakat görüntüyü kurtaran bir formül bulununca sonunda boyun eğdi. Buna karşılık Rothschild ve de Wendel'in de dahil olduğu banka temsilcileri devletten muhafazakâr bir finansal program talep ettiler. Program 9 Mart Pazar günü uygulamaya kondu ve üç gün içinde spekülatörlerin bozgunu başladı. Büyük zorluklarla pound frank kuru 1'e 123'ten önce 1'e 116'ya, Mart başında 84'e ve 24 Mart'ta 78'e indi. Daha sonra Bank of France kurun yükselmesini engellemek için müdahale etti (pounda karşılık daha az frank) ve ilk operasyonunda kaybettiği tüm dolarları ve sterlinleri geri aldı. Spekülatörlere yönelik sıkıştırma operasyonu başarılı oldu.[41] Lamant şöyle yazıyordu: "Daha önce bize bu kadar tatmin veren başka hiçbir operasyon olmamıştı."[42]

Başarı kısa sürdü. 1926'da franka karşı başka bir saldırı daha gerçekleşti ve Temmuz'da 1 pound tekrar 240 franka yükseldi. Kurun tekrar 125'e gerilemesi Fransız zenginlerini temin ederek fonlarını Londra ve New York'tan Paris'e getirmeye ikna etmeye yönelik muha-

---

40 J. N. Jeanneney, "De la speculation financiere comme arme diplomatique: A propos de la premiere bataille du franc (november 1923–mars 1924)" *Relations Internationales*, no.13 (Bahar 1978), s.9-15'te, Alman hükümetinin franka yönelik hücumu organize ettiğine ikna olmuştur. Schuker ise şuphe duymaktadır: *(The End of French Predominace in Europe)*, s.56. Jean-Claude Debeir, "La crise du franc de 1924: Une exemple de la speculation 'internationale" *Relations Internationales*, no.13 (Bahar 1978), s.35'te Amerikan bankalarını saldırıyı finanse etmekle ciddi şekilde itham ediyor fakat spekülasyonun çoğunu Fransızların yaptığını da belirtiyor.

41 Schuker, *The End of French Predominance*, 4. Bölum.

42 *A.g.e.*, s.111.

fazakâr Poincaré reformları sayesinde oldu. Yeni bir istikrar fonu planlandı fakat bu kez J. P. Morgan & Co.'dan para istenmedi.

1920'lerde Avusturya ve Macaristan için Milletler Cemiyeti'nin yardımlarıyla, Doğu Avrupa'daki merkez bankalarının yerine geçmesi için de Londra, Paris ve New York'la yapılan çeşitli düzenlemelerle istikrar fonları oluşturuldu. Belki de en fazla bilinen Almanya'nın kendini toparlamasına yönelik olan Dawes ve Young kredileriydi. İlki ABD'nin dışarıya verdiği tahvil kredilerini teşvik etmede çok etkili oldu.

1930'lar boyunca Fransa'nın ihtiyacının –pound, yen ve doların sürekli devalüe edilmesinin, mark ve şilinin ise bloke edilmesinin sonucu olarak frank ve tüm altın blokunun aşırı değer kazanmasıyla– altın olarak verilecek bir istikrar fonu olduğu önermesi biraz ironiyle sık sık ileri sürüldü. Altının cam bir cenaze arabası gibi transparan bir araca yüklenip Fransa'nın tüm kasaba ve köylerinde dolaştırılması gerektiği söyleniyordu. Bu, otoritelerin bol miktarda altını olduğuna insanları ikna edecek ve *Louis d'or*'larını (Louis altını) *bas de laine*'lerden (yün çorap) çıkarmaya teşvik edecekti.

1931

Dalgalı 1931 deflasyonu ölçü ve tür olarak önceki dönemlerden farklı bir son kredi mercii ihtiyacının altını çizmektedir. Daha önce farklı şekillerde rastladığımız meselelere vurgu yaparak başka yerlerde de ayrıntılı şekilde yazdığım gibi bunlar uygun miktarda kredi ihtiyacı, işlemin siyasi karakteri, sistemin istikrarından kendini sorumlu hissedecek ve onlar olmadan sistemin istikrarsızlığının kontrolsüz işleyeceği ülke veya ülkelere olan ihtiyaç olarak ifade edilebilir.[43] Benzer tarzda yazan diğer yazarlar, Jorgen Pedersen (o tarihte tanımadığım), R. G. Hawtrey ve dönem boyunca hükümetlerine yaptıkları tavsiyeler Susan Howson ve Donald Winch'in *The Economic Advisory Council, 1930-39* adlı kitabında yer alan İngiliz iktisatçılardır.

---

43 C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2. baskı (Berkeley: University of California Press, 1986), özellikle 7. ve 14. Bölümler.

Hawtrey 1931'in inandırıcı bir analizini şu şekilde sunmaktadır:

> 1931 krizi diğer krizlerden uluslararası niteliği bakımından ayrılır. Önceki krizler uluslararasılığı fiyatlardaki düşüşün ve mecburi satışların dünya piyasalarını etkilemesinde yatmaktadır. Fakat borçların yalnızca küçük bir kısmı yabancı kreditörlereydi. 1931'de paniğin en belirgin yönü Almanya'nın yabancı kreditörlerinin ve Doğu Avrupalı borçlanıcıların, *borçluların ödeme gücü olsa bile* döviz piyasasının çökeceğinden korkmalarıydı. Londra'dan paniğe kapılmış korkuyla döviz çekişlerine karşı banka iskonto oranlarını yükseltmek çok geç kalmış bir çareydi. Bu tür bir panik-korkusuyla para çekişi *daha önce hiç yaşanmamıştı*... Sorunun temelinde yatan sebep *parasal istikrarsızlıktı*. Sanayi buhranı, ödeme güçsüzlükleri, banka iflasları, bütçe açıkları ve kusurları hep fiyat seviyesindeki düşüşün tabii sonuçlarıydı... Son kredi mercii ihtiyacı iyice ortaya çıkmış bulunuyor. Bu belki birgün Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) olacaktır..* Fakat şu anki haliyle görev ancak bir yabancı merkez bankası veya işbirliği içindeki bir grup merkez bankası tarafından üstlenilebilir.[44]

Sadece italik paragrafları alıntılamak yazarı gerçekte olduğundan daha heyecanlı gösteriyor. Göreceğimiz gibi, Hawtrey son kredi mercii rolünün uygun şekilde yerine getirilmesinin zorluklarının farkında değildi fakat teorik kavrayışı oldukça nüfuz ediciydi:

> Genel bir kural olarak, eğer sıkıntıdaki bir merkez bankasına kredi verilecekse ihtiyacın tamamı kadar verilmelidir. Sınır olmamalıdır. Eğer miktar yeterli değilse ve para her şeye rağmen değer kaybediyorsa, verilenin tümü heba olur... sınırsız şekilde *verilirlerse* hiç

---

44 R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking* (Londra: Longmans, Green, 1932), s.220-24; tüm italikler orijinalindendir.

(*) Bu bir dereceye kadar öngörüdür. Uluslararası Para Fonu'nun son kredi mercii olarak yardım etmeye karar vermesi zaman aldığından ve Uluslararası Ödemeler Bankası hızlı hareket edebildiğinden banka "köprü krediler", yani acil ihtiyacı olan ülkelere kısa vadeli finasman (her ne kadar sınırlı bir meblağ olsa da) sağlayarak yakın dönemdeki birkaç finansal krizde işlem yapmıştır. Bu tür krediler daha sonra IMF tarafından devralınmıştır. Bkz. Harold James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods* (Washington, B.C.: IMF, 1995) (New York ve Oxford: Oxford University Press 1996), s.361-62, 389, 557, 562, 592.

> fon çekilişi olmayacağına dair sınırsız krediler lehinde savunma yapılabilir... Bank of England'a ya hiç kredi verilmemeli ya da sınırsızca verilmelidir. Fakat bazı riskler vardır. Sınırsız krediler, hızla dayanılmaz hale gelen şartları uzatarak ülkenin altın standardında kalmasını sağlar... Çıkarılacak ders: Eğer bir ülke gerginlik oluşturmadan parasal standardı koruyabilirse sınırsız kredi verin fakat pariteyi koruma çabası aşırı olursa hiç kredi vermeyin ve bırakın para değer kaybetsin.[45]

Hawson ve Winch 1930'larda İngiliz iktisatçılar tarafından hükümetlerine yazılmış bir dizi raporu gözler önüne serdiler. Bu raporlar arasında Keynes'in başkan; Henderson, Pigou, Robbins ve Sir Josiah Stamp'in üye; Hemming ve Kahn'ın da sekreter olarak yer aldığı iktisatçılar komitesinin raporu da var. Rapor kısa vadeli talepleri fonlamak ve bir kredi havuzu oluşturmak için tercihen Uluslararası Ödemeler Bankası aracılığıyla, merkez bankaları arasındaki genel bir işbirliğinden bahsediyordu. Birinci amaç ilk olarak savaş sonrası dönemde tecrübe edilen türde para çöküşlerini önlemek, ikincisi ise "şimdilerde güvensizlikle karşı karşıya olan pek çok ülkenin finansal istikrarında güveni yeniden inşa etmek"ti.[46] Bu daha ziyade belirsiz tavsiyelerden hiçbir sonuç çıkmadı.

Temmuz 1932'de İngiltere'nin altını bittikten sonra, fakat 1933'teki Dünya Ekonomisi Konferansı'ndan çok önce, Stamp'ın başkan; Citrine, Cole, Keynes, Sir Alfred Lewis ve Sir Frederick Leith-Ross'un üye; Henderson ve Hemming'in sekreter olarak bulunduğu Ekonomik Enformasyon Kabine Komitesi "uluslararası finansal krizi" ele alan bir rapor yayımladı. Belge Bagehot'tan alıntı yapıyor, 1825 ve 1847 krizlerinden ve İngiltere'nin artık ifa edemediği son kredi mercii görevinden bahsediyor ve otuz altı yıl sonra Özel Çekme Hakları olarak tanıdığımız Uluslararası Sertifika olarak isimlendirilecek kâğıt altın

---

45 *A.g.e.*, s.229-32; italikler orijinalindendir.

46 Susan Howson ve Donald Winch, *The Economic Advisory Council, 1930-1939: A Study in Economic Advice During Depression and Recovery* (Cambridge: Cambridge University Press, 1977), s.188-89. Çeşitli komitelerin personeli, *a.g.e.*, ek.1, s.354-70'te verilmiştir.

basımıyla Uluslararası Ödemeler Bankası'nın işlevlerini geliştirmeyi tavsiye ediyor.[47] Elbette bu, at çalındıktan sonra ahırın kilitlenmesiydi.

Uluslararası uyumsuzlukların önlenmesi için ilk fırsat Mayıs 1931'de Viyana'daki Credit Anstalt'ın çöküşüyle geldi. Kurumun 11 Mayıs'ta açıklanan bilançosu toplam 140 milyon şilin ya da diğer bir ifadeyle 45 milyon şilinlik sermayesi haricindeki her şeyi kaybettiğini ortaya çıkardı. Avusturya hükümeti on yıl önce istikrar kredilerini organize etmiş olan Milletler Cemiyeti'nden yardım istedi. Cemiyet ise tazminat transferlerine yardımcı olmak için 1930 Young Planı çerçevesinde oluşturulmuş olan yeni Uluslararası Ödemeler Bankası'na (BIS) başvurdu. Avusturya hükümeti 150 milyon şilin (21 milyon dolar) istedi. BIS 14-31 Mayıs arasındaki sürede on bir ülkeden 100 milyon şilinlik kredi hazırladı. 5 Haziran'da kredi tükenmişti ve Avustrian National Bank yeni bir kredi daha istedi. Bu kredi de Avusturya hükümetinin iki yıllık –üç yıla kadar– 150 milyonluk kredi alması koşuluyla 14 Haziran'da onaylandı. Fransızlar Avusturya hükümetinin Almanya ile yapılacağı Mart'ta ilan edilen gümrük birliğinden vazgeçmesi şartını dayattılar fakat Avusturya hükümeti bu dayatmayı kabul etmedi ve düştü. Daha sonra Bank of England bir haftalığına 50 milyon şilinlik (7 milyon dolar) kredi vermeyi teklif etti.

Banka hücumu Almanya'ya sıçradı. Alman bankacılığı aşırı spekülasyon, büyük tahvil zararları, yolsuzluklar, banker çatışmaları, kendi hisselerini destekleyen ve likit rezervlerini boşaltan bankalar –yani klasik sorunların tümü– tarafından zayıflatılmıştı.[48] Dışarıdaki Darmstädter ve National Bank'ın birleşmesinin bir ürünü olan Danatbank'tan Jacob Goldschmidt idi.[49] Deutsche Bank'tan Oskar Wasserman gibi diğer bankacılar Goldschmidt'ten ve onun saldırgan taktiklerinden nefret ediyorlardı. 1927'de Berlin Handelsgesellschaft yünlü kumaşlarda sektörün itici gücü olan Norddeutsche-Wolkämmerei

47 *A.g.e.*, s.272-81.

48 Bu tartışma büyük oranda Karl Erich Born'un *Die deutsche Bankenkrise, 1931: Financzen und Politik* (Munih: R. Piper & Co.Verlag, 1967)'a dayanmaktadır.

49 *A.g.e.*, s.86.

(Nordwolle) ile iş yapmaktan vazgeçti. Danatbank firmayla iş yapmaya başladı. 17 Haziran 1931'de Nordwolle'un iflası Danatbank'ı da iflas ettirdi. Diğer bankalar Goldschmidt'ten nefret ettikleri için onu kurtarmak istemediler. Siyasi ve finansal başka zorluklar da vardı fakat içerideki finansal kargaşa Hoover moratoryumu ile ancak kısa süreliğine durdurulabilen kitlesel para çekişlerine yol açtı. 25 Haziran'da 100 milyon dolarlık bir kredi oluşturuldu. Bunun 25 milyon dolarlık kısmı Bank of England, Bank of France, New York Federal Reserve Bank ve Uluslararası Ödemeler Bankası tarafından 16 Temmuz'a kadarlık bir dönem için verilmişti. Daha fazlasını isteyen Reichsbank'ın başkanı Hans Luther kredinin tam rakamlarının gizli tutulmasını istedi. Bunun üzerine bildiride iskonto kolaylıklarının yeterli miktarda sağlandığı ibaresiyle yetinildi. Rakamlar boşboğazlıkla ortaya çıkınca (Born kaynağının bilinmediğini söylüyor) ve Reischbank'ın 23 Haziran tarihli açıklaması rezervlerinin % 40'lık alt seviyenin çok az üstünde, % 40,4 olduğunu ortaya koyunca parola "Arkada kalanı şeytan kapsın"[50] oldu.

Yeni krediler tartışılıyor ancak gelmiyordu. Almanlar 1 milyon dolar istiyordu, Fransızlar siyasi şartlarla 500 milyon dolar vermeyi düşünüyordu. ABD muhtemel bir 1,6 milyar dolarlık bütçe açığından endişe ediyor ve kongrenin Almanya'ya daha fazla kredi vermesini beklemenin mantıksız olduğunu düşünüyordu. ABD Reichsbank'ın kredinin yanında istediği mevcut kredilerin istikrarlı hale getirilmesi niyetindeydi. İngiltere'de Dışişleri Bakanı Arthur Henderson kredi fikrine sıcak bakıyordu. Bank of England'ın Başkanı Montagu Norman bankanın "mümkün olan kadar krediyi zaten verdiğini"[51] belirtiyordu. Yabancı krediye karşı bir iddia krizin yabancıların paralarını çekmelerinden ziyade yerli sermayenin yurtdışına çıkmasından kaynaklandığı şeklindeydi. 20 Temmuz itibariyle kredi fikri zımni şekilde terk edilmiş, "uygu-

50 *A.g.e.*, s.83.

51 Norman'dan Harrison'a gönderilen Federal Reserve Bank of New York dosyalarındaki 3 Temmuz 1931 tarihli telgraf.

lanması mümkün görülmeyerek bir kenara bırakılmıştı."[52] Bunun yerine Almanlar içerideki çalkantıyı durdurmak için uluslararası tedbirlere, dışarı para akışını durdurmak içinse yabancı bankerlere dayatılan Standstill Agreement'a (Durdurma Anlaşması) bel bağlamışlardı.

İngiltere onları takip etti. Kısmen Kıta'daki zararların tahrik ettiği fakat aynı zamanda hem büyük bütçe açığı ihtimalini gösteren Mayıs ve Macmillian raporları hem de Londra'dan umulmayacak derecede büyük yabancı fon çekilişi beklentisi tarafından beslenen hücum, Temmuz ortasında başladı. 1927'den beri Bank of France dolambaçlı bir yöntemle sterlini altına çeviriyordu. Bunun için önce ileriki vadede geri alma anlaşmasıyla piyasaya sterlin satıyor, anlaşmanın vadesi gelince de sterlin karşılığında altın talep ediyordu.[53] Bu onun eski bakiyelerini değil sadece yeni kazandıklarını dönüştürdüğü izlenimini de yaratıyordu. Fakat 1931 yazında elindeki hiçbir sterlini çevirmeyerek tam işbirliği yaptı. Temmuz sonunda New York Federal Reserve Bank ve Bank of France, Bank of England'a 125'er milyon dolar kredi verdi. Bu bitince İngiliz hükümeti New York ve Paris piyasalarından bir yıllık kredi alma planları yapmaya başladı. Bank of England işsizlik yardımının yol açtığı büyük bütçe açıkları nedeniyle yabancı bankerlerin İngiltere'ye kredi vermeyeceklerini bildirdi. Sendikalar işsizlik yardımının kesilmesine karşı çıktı ve İşçi Partisi hükümetinden desteğini çekti. Hükümet 24 Ağustos'ta düştü. Dört gün sonra MacDonald'ın tekrar başbakan ve Snowden'in Hazine bakanı olduğu yeni bir "ulusal hükümet" oluşturuldu ve New York'taki Morgan'dan 200 milyon dolarlık sendikasyon kredisi ile Paris'ten bir başka 200 milyon

---

52 Stephen V. O. Clarke, *Central Bank Cooperation, 1924-31* (New York: Federal Reserve Bank of New York, 1967), s.44. Bu, İngilizler ve Amerikalılar "hayır" dedikten sonra her iki tarafın da yaptığı tartışmaydı (Kindleberger, *World in Depression*, s.153). Almanlar kendi cephelerinde dış borç servisini askıya almayı ve harcamaları genişletmeyi öneren Ekonomi Bakanlığı'ndan Wilhelm Lautenbach'ın planını tartışıyorlardı (*a.g.e.*, s.171, not 5). Lautenbach'ın planı 1931 Eylülü'nde İngiliz poundu altından ayrıldığında tekrar gündeme geldi. Bkz. Knut Borchard ve Hans Otto Scholtz, ed., *Wirtschaftspolitik in der Krise* (Baden-Baden: Nomos, 1931 [1991]). Bu Reichsbank'ta Alman bürokratlar ve iktisatçılar arasında perçinlenen tartışmanın bir kopyasıdır.

53 Clarke, *Central Bank Cooperation*, s.121,148.

dolarlık sendikasyon kredisi alındı. Bir görüşe göre bankerler İngiliz hükümetine yardımcı olmuşlardı. Onların kendi açıklamaları ise 1920'lerde Morgan'ın Fransızlara yaptığı açıklamaya ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra diğer son kredi mercilerinin yaptıkları açıklamalara benziyordu. Açıklamada siyasi şartlar dayatmadıkları sadece kendilerinin ve mudilerinin paralarını risk altına sokmalarının doğru olduğunu gösteren ekonomik şartlar oluştuğu için kredi verdikleri ifade ediliyordu. Bu açıklama paraya güveni tekrar oluşturmaya yetecek hareketlerin çerçevesinin oluşturulmasını da içeriyordu.

Keynes 5 Ağustos 1931'de Başbakan MacDonald'ın isteği üzerine ona poundun devalüe edilmesi ve altına bağlı sabit para birimi oluşturulması teklifini içeren bir mektup yazdı. Bu para birimi eski paritenin en az % 25 altında olacak ve tüm imparatorluk ülkeleriyle Güney Amerika, Asya, Orta Avrupa, İtalya ve İspanya'da –yani tüm ülkelerde– uygulamaya davet edilecekti. Bu onun sık sık değişen fikirlerinden birini yansıtıyordu, zira Temmuz'da mevcut sterlin paritesine bağlı kalmayı ve gümrük tarifelerinde artışı savunan Macmillian Raporu'nu imzaladı. Bununla birlikte pound başarılı şekilde savunulamadığı taktirde onu korumak için döviz kredisi almaya devam etmenin aptalca olacağı da mektupta belirtiliyordu.[54] Bu, son kredi mercii literatürünün ödeme gücü olmayan firmalara ve bankalara kredi verme isteksizliğinin bir benzeridir. Hem İşçi Partisi hükümeti hem de ardından gelen hükümet bu noktaya çok az dikkat etmiştir.

250 milyon doların üstüne alınan 400 milyon dolarlık kredi de yetmedi ve pound 21 Eylül'de altın standardından ayrıldı. Yazın İngilizler'e sadece Bank of France'ın gösterdiği sınırlandırmalar ABD'ye gösterilmedi.* Bank of France ve altın blokunun diğer üyeleri 750 milyon dolarlık dolar mevduatlarını altına çevirdiler. Rezervlerdeki bu azalışla birlikte doların ve bağlı paraların sterlin karşısında değer ka-

---

54 Howson ve Winch, *Economic Advisory Council*, s.88-89.

(*) Sisteme karşı sorumlulukları bulunmayan ve fazla dikkat çekici olmadığını düşundukleri noktaya kadar sterlini altına çeviren Hollanda, İsveç ya da Belçika İngiltere'ye karşı Fransa'nın tavrını izlemedi.

zanmasının deflasyonist etkisi ABD bankacılık sisteminin altını oymada oldukça kritik rol oynadı. New York Fed (Federal Reserve) ne yardım ne de paraların çevrilmesi konusunda sabır istedi. Merkez bankacılığı, idam mangası önünde gözlerinin bağlanmasını reddeden Walter Mitty misali cesaret gerektiren bir iştir. 1929'da Harrison New York Bank'ın aldığı sterlinlerin altına çevrilebilir olup olmadığını Norman'a sorduğunda şu kısa cevabı almıştı: "Elbette sterlin altınla geri ödenebilir. Altın standardı budur."[55] 1931'de bu sefer Harrison, Moret'ye, Bank of France'ın elindeki dolarların bir kısmını veya tümünü altına çevirmeye yardım etmeyi teklif etti.[56]

1931'deki hikâyenin beş yönü özellikle dikkat çekicidir: (1) İngiltere'nin son kredi mercii olarak hareket etmedeki yetersizliği; (2) "Özel ilişkiler" içinde olduğu İngiltere için yetersiz çaba göstermesinden ayrı olarak, ABD'nin de son kredi mercii olarak davranmadaki isteksizliği; (3) Fransa'nın Avusturya ve Almanya'ya oranla (fakat belirtilmesi gerekir ki İngiltere'ye göre değil) siyasi hedeflerine ulaşmadaki gayreti; (4) 1923'ten sonra en ufak enflasyon belirtisine karşı her şeyi tercih eden Almanya'nın paranoyası; (5) Küçük ülkelerin sorumsuzlukları.

Bu analiz bir dizi çevrede sorgulanmıştır. Bir analist Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünya ekonomisini yeniden inşa etmek için çok daha kapsamlı, belki İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra uygulanan Marshall Planı'na benzer bir şeyin gerektiğini savunmuştu.[57] Bir diğeri Alman ekonomisinin 1931'de bir son kredi mercii tarafından düzeltilemeyeceğini, çünkü Alman yetkilerinin Versailles Anlaşması'ndan ve özellikle de tazminatla ilgili maddelerinden kurtulmak için ekonomiyi çökertmeye çalıştıklarını iddia ediyordu.[58]

---

55 *A.g.e.*, s.162.

56 Kindleberger, *World in Depression*, s.168,184.

57 D. E. Moggridge, "Policy in the Crises of 1920 and 1929", C.P. Kindleberger ve J.-P. Laffargue, ed., *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s.171-87'de.

58 Stephen A. Schuker, *American "Reparations" to Germany, 1919-33: Implications for the Third-World Debt Crisis*, Princeton Studies in International Finance no.61 (Priceton, N.J.: Uluslararası Finans Bölümü, Princeton Üniversitesi, 1988).

BRETTON WOODS

Son kredi merciinin gerekliliği konusunda 1921 yılının verdiği ders anlaşılmamıştır. Bretton Woods'ta ılımlı limitler dahilinde cari işlemler açığını finanse etmek için Uluslararası Para Fonu kurulmuştur. IMF para yaratılmasıyla değil, kredilerin geri ödenmesiyle ilgilenmiştir; kotalar tarafından dörde bölünmüş dar sınırlar konmuş ve 12 aylık sürede en fazla birinin kullanılması mümkün kılınmıştır. Üstelik ilk altın dilimden sonra krediye ulaşmak Keynes'in planındaki gibi bir hak değildir, fonun lütfuna kalmıştır. İyileşme döneminde yeniden inşa finansmanı Marshall Planı'yla sağlandığı için IMF ve International Bank for Reconstruction and Development (IBRD: Dünya Bankası) kenarda durmuşlardır. 1858'de frankın devalüe edilmesi ve poundun konvertibl hale gelmesinden sonra Bretton Woods sisteminin nihayet devreye girdiği söylenebilir.

Finansal fon akışlarına olan ilgisizlik kısa süre sonra değişmek zorunda kaldı. İthalat ve ihracatın finansmanında yaşanan değişiklikler vasıtasıyla büyük sermaye transferleri gerçekleştirilebildiğinden cari işlemlerde konvertibilitenin korunmasının ve sermaye hareketlerinin kontrolünün sağlanmasının imkânsız olduğu ortaya çıktı. Üç aylık kredi kullanmak yerine ithalatını peşin ödemeye ve üç aylık ihracat kredisini altı aya uzatmaya zorlanan bir ülke, altı ay olan ithalat ihracat ortalama değerini kolayca yitirebilirdi. 1960'ta Fonun Anlaşma Maddeleri Genel Kredi Düzenlemeleri (GAB: General Agreements to Borrow) ile genişletildi. Bu düzenlemeyle "Onlar Grubu" adıyla anılan finansal bakımdan önde gelen on ülke fonun 14,4 milyar dolar olan kotalarını (1949'da fon kurulduğunda 7,8 milyar dolardı) 6 milyar dolar daha artırmayı taahhüt etmişlerdi. Bu para ülkenin kendi rezervleri ve IMF kotasıyla baş edilemeyecek sermaye çıkışı sorunlarını gidermek için yine IMF vasıtasıyla elde edilebilecekti. Bu miktarların da yeterli olmadığı görüldü. Üstelik IMF'nin dakik çalışmadığı ortaya kondu. Kararlar, çoğu birden fazla ülkeyi temsil eden müdürlerin ağırlıklı oyuyla alınıyordu. Bir teklifi çerçevelemek, direktifleri almak ve krizdeki bir ülkeye yardım etmek için bir karara varmak üç haftayı bu-

luyor, hatta altın standardındaki bir ülkenin iskonto oranlarındaki artış için gerekli zamanda daha fazla bir gecikmeye yol açabiliyordu.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra sıcak para hareketleri hacim olarak büyüdü. Artışın bir kısmı tamamen enflasyondan kaynaklanan fiyat artışları ve fili olarak tüm paralarda değer kaybından, bir kısmı ise her ülkede para miktarının milli gelire oranındaki artıştan, yani bir ülkeden diğerine transfer edilebilen likit aktiflerin çok bol olmasından kaynaklanıyordu. Üçüncü bir sebep, finansal varlık sahiplerinin ufkunun genişlemiş olduğu gerçeğini yansıtmaktaydı. Avrupa'da değilse de ABD'de, nispeten az kişi dövizi likit aktif olarak düşünüyordu ya da 1930'larda döviz lehinde veya aleyhinde spekülasyon yapmaya eğilimliydi. Çok daha fazla sayıda insan 1950'lerde spekülasyon yapıyordu ve 1960'larda bu daha da arttı. Richard Cooper değişime vurgu yaparak şöyle diyordu:

> Bu gelişmelerin kaba nicel göstergesi 1947 Ağustos'undaki kitlesel hücumda pounda karşı 100 milyon doların biraz altında günlük maksimum spekülasyonla, Mayıs 1969'da Alman markı lehine 1,5 milyar doların üzerinde günlük maksimum spekülasyonla ve Mayıs 1971'de bir saatten kısa bir süre içinde Almanya'ya 1 milyar dolardan fazla bir paranın girmesinin karşılaştırılmasıyla elde edilecektir. Üstelik cehaletin sınırları genişledikçe 1,5 milyar doların bir günde 15 milyar dolara, hatta 50 milyar dolara çıkmaması için bir sebep kalmamaktadır.[59]

Cooper muhafazakâr davranmış. 1990'ların sonundan itibaren basın bültenlerine göre günlük hacim 1 trilyon dolara ulaşmıştı. On yılın başında tahminler abartılıydı fakat sonuna gelindiğinde böyle olmaktan çıktı. Çılgın spekülasyonlardan ve türev *hedging* işlemlerinden başka dikkate değer iki daha küçük ve karşıt trend daha vardı. Yükselen piyasalarda döviz işlem hacmi iki katma çıkıp Nisan 1995'te günlük 30,9 milyar dolardan Ekim 1997'de günlük 66,8 milyar dola-

---

59 Richard N. Cooper, "Economic Interdependece and Foreing Policy in the Seventies", *World Politics*, cilt 24 (Ocak 1972), s.167.

ra ulaşırken, Euro ulusal paraların yerine geçince Avrupa'da hacim nispeten düştü.[60]

Sıcak paranın artışı yeni araçlara ihtiyacı ortaya çıkardı. Vadeli döviz satarak bir ülkeyi savunma konusunda ciddi deneyimler vardı. Bu şekilde spekülatörlerin sabit bir döviz fiyat talebi karşılanmış ve merkez bankasının rezervlerinden ödeme yapmasına gerek kalmamıştır. Aslında bir ülke yeterince vadeli döviz satsa vadeli döviz kurunu çok fazla düşürerek spot rezervler elde edebilir, böylece ülke parasını spot alıp vadeli satarak (vadeli döviz alarak) kendini koruyan arbitrajcılara ödeme yapabilirdi. Birkaç gözlemci vadeli piyasadaki işlemlerin merkez bankasının rezerv tutma zorunluluğunu hafifletebileceğini düşünüyordu; vadeli sözleşmeler sona erdiğinde döndürülüp uzatılabiliyordu. Fakat İngiltere'nin 1964 ile 1967 arasındaki deneyimi, sürekli hareket umudu gibi bunda da sınırlamalar olduğunu göstermektedir. Bu arada Bank of England'ın vadeli döviz verme konusundaki vadeli taahhütleri altın ve dolar rezervlerini birkaç kat aşmıştı, bu yüzden piyasa eski sözleşmeleri yenilemek istemiyor ve ödeme yapması için ısrar ediyordu. 1964'ten beri ertelenen devalüasyon 1967'de kaçınılmaz hale geldi.

Vadeli işlemler yalnızca tek bir merkez bankası tarafından da üstlenilebilir. 1960'larda geliştirilen son kredi mercii kavramı *swap* ağını da içine alan Basel anlaşmasıydı. Bu çok taraflı bir işbirliği gerektiriyordu. 1961'de sterlin saldırıya maruz kaldığında İsviçre'nin Basel kentinde Uluslararası Ödemeler Bankası'nda bir araya gelen başlıca merkez bankalarının yöneticileri farklı ülkelerden İngiltere için topladıkları yaklaşık 1 milyar dolarlık krediyi İngitere'nin kullanımına sundular. Charles Coombs bunu savaş sonrasının uluslararası finansında büyük bir hamle olarak nitelendirdi.[61] Miktar piyasaya güven telkin

---

60 Bkz. Uluslararası Ödemeler Bankası, Yıllık Rapor no 63, 31 Mart 1993, s.196 ve no 64, 31 Mart 1994. Dünya işlem hacmi 1973'te 1 günde 10 milyar dolardan 20 milyar dolara, 1995'te günlük 1 trilyon dolara çıkmadan önce 1983'te 80 milyar dolara ulaşmıştı: *The Economist*, cilt 337, no.7936 (14 Ekim 1995), s.10. Yukselen piyasalar ve Avrupa Para Birliği için bkz. Uluslararası Ödemeler Bankası 31 Mart 1998 tarihli 68. Yıllık Rapor, s.11 ve s.115'deki şema.

61 Charles A. Coombs, *The Arena of International Finance* (New York: Wiley, 1976), s.37.

edecek ve sermaye kaçışının büyük kısmının geri dönmesini sağlamaya yetecek kadar büyüktü. Sermaye girişiyle biriktirilen rezervlerle ödenemeyen ise İngiltere'nin IMF'deki kredi limitinden fonlandı. Böylece IMF sonradan devreye girmek üzere ikinci savunma hattına çekildi. Zıtlık içeren bir ifadeyle belirtecek olursak, son kredi merciinin ilk hattı bir dizi olayda ortaya çıkan merkez bankacıları kulübüydü. Kulüp tarafından 1 milyar doları aşan bir rakam Haziran 1962'de Kanada'ya, 1 milyar dolar Mart 1963'te İtalya'ya verilmiştir. Ekim 1964'te İngiltere'deki seçimlerden önce 1 milyar doları kulüpten, 1 milyar doları IMF'den olan rakam, İşçi Partisi'nin seçim zaferinden sonra 3 milyar dolara yükseltilmiştir. Eylül 1965'te Fransa hariç kulübün bütün üyeleri tarafından İngiltere için 1 milyar dolar; Nisan 1966'da yine İngiltere'ye 1 milyar dolar verilmiştir.* Temmuz 1968'de Fransa'ya 1,3 milyar dolarlık bir kredi paketi hazırlanmıştır. Bu miktar devalüe edilecek frankı korumak için Kasım'da 2 milyar dolara çıkarılacaktı fakat Fransa son dakikada devalüasyonu reddetmiştir.[62] Fransa'nın 1965 Eylül'ünde İngiltere'ye yardım etmeme kararı "merkez bankacılığı özgür masonluğunun sarsıcı şekilde reddi" olarak tanımlanmıştır. Kulübe uymaya yönelik baskının ve dış politikada bağımsız olma isteğinin her ikisi de şüphesiz şiddetliydi. "Fransa'nın bu tavrının etkisi olmadı. İngilizler istedikleri desteği aldı."[63]

ABD, Basel Kulübü Konsorsiyumu'nu oluşturmada liderlik rolünü aldı. Bütün bir deneyim kredi sağlamanın en etkili aracının *swap* –iki merkez bankasının eşit miktarda dövizi aktif ve ulusal parayı pasif olarak kaydettiği ve birinin aktifinin diğerinin pasifi olduğu işlemler – olarak adlandırılan işlemler olduğunu gösterdi. Bu geçici olsa da anlık para demekti, çünkü "*swap* limitlerinin" çoğu altı aylık bir süre

(*) Bu kredi sterlini rezerv para olarak korur gözüktüğünden bu sefer Fransa kulüp vasıtasıyla değil, fakat karşılıklı herhangi bir anlaşmayla sağlanabilen iki taraflı krediyle Bank of England'a doğrudan kredi vermeyi tercih etmiştir.

62 *A.g.e.*, s.81, 85, 11, 121, 127, 134, 181, 185.

63 Susan Strange, "International Monetary Relations", Andrew Schonfield, ed., *International Economic Relations of the Western World, 1959-71* (Oxford: Oxford University Press, Royal Institute of International Affairs, 1976), cilt 2, s.136.

içi geçerliydi. Bu teknik, Bank of France ile New York Federal Reserve Bank arasında Mart 1962'de 50 milyon dolarlık bir düzenlemeyle başlamıştı. Haziran'da Hollanda ve Belçika merkez bankalarının her biri 50 milyon dolarlık *swap* limitiyle genişletildi. Aynı ay Kanada da 250 milyon dolarlık *swap* limiti açtı. Temmuz'da Swiss National Bank 200 milyon dolarla katıldı. Ekim 1963'te New York Federal Reserve Bank'ın toplam *swap* ağı onbir merkez bankasıyla 2 milyar doları bulmuştu. Eylül 1966'da ağ 2,8 milyar dolardan 4,5 milyar dolara ve Mart 1968'de (altın havuzunun çözülmesi ve ayrı, serbest dalgalanan altın fiyatının merkez bankacılığı sisteminin dışında benimsenmesi, yani üçte iki sistemiyle) 9 milyar dolara çıktı. Temmuz 1973'te pek çok travma ve doların dalgalanmasından sonra ağ 11,7 milyar dolardan 18 milyar dolara yükseldi.[64]

Bu, geri alınacağını düşünmeksizin son kredi merciinin kredilerine alabildiğine bel bağlamaktı. Sonuç, temel düzeltmelerin ertelenmesi, harekete geçiricilerin zayıflaması ve özgüven kaybıydı. Coombs bir piyasa adamıydı ve açıkları sıkıştırarak fazla satış yapılan piyasanın avantajlarını elde etmekten hoşlanıyordu; dövizi, fiyatları, enflasyonu vb. kolayca geri darbe vuracak şekilde belli bir noktanın ötesine geçmeye zorlayan istikrar bozucu spekülasyona direnmek gerektiğini düşünüyordu. Fakat esaslar da dikkate alınmalıydı. Esaslar üzerine bahse giren bir adamın üstündekileri kaybedeceğine dair kanaatini iki kez belirtmektedir.[65] Fakat döviz krizine karşı verdiği tek cevap "*swap* limitlerini yükseltin" demekten ibaretti. Bu yeterli olmadı. Sistem çöktü.

Çöküşün yakın sebebi analitik bir başarısızlıktı. ABD ve Almanya'daki merkez bankaları Aralık 1971'de Smithsoncu mutabakattan sonra olduğu gibi piyasaların Europara piyasası vasıtasıyla ve sabit döviz kurlarıyla birleşmesinin, iki ülkenin birleşik para politikalarına sahip olmayı taahhüt ettikleri anlamına geleceğini göremiyorlar-

64 Coombs, *Arena*, s.77, 79, 81, 83, 195, 201, 292.
65 *A.g.e.*, s.116, 235.

dı. 1972 başkanlık seçimleri yaklaştıkça ABD genişletici para politikasına geçti. Bu arada, daima enflasyon korkusu taşıyan Batı Almanya faiz oranlarını yüksek tuttu. Sonuç fonların ABD'den Batı Almanya'daki Eurodolarlara akması oldu. Sonunda daha güçlü olan baskın çıktı: Bundesbank faiz oranlarını indirmeye zorlandı. Fakat milyarlarca dolar dünyaya çoktan yayılmıştı.

1825, 1853, 1871 ve 1885'te olduğu gibi düşük faiz oranlarının sarsıcı etkisi kredi standartlarında gevşemeye yol açtı. Europara bankaları savaş sonrası dönemde fiilen ilk kez gelişmekte olan ülkelere serbestçe kredi vermeye başladılar. Brezilya, Meksika, Güney Kore, Zaire, Peru ve diğerleri 1927'nin "eski güzel günleri"ndeki gibi Europara bankerlerini kendilerine kur yaparken buldular. Üstelik Sovyetler Birliği ve Doğu Bloku Batı kredilerine ulaşmak istedi ve ulaştı da. Genel olarak taban, OPEC petrol fiyatındaki artışlardan sonra geldiği seviyeyle karşılaştırıldığında küçüktü. Bu henüz başlangıçtı.

İkinci olarak, dünyada doların büyük kan kaybı, Smithsoncu devalüasyonundan sonra bile sabit döviz kurunu devam ettirmeyi imkânsız hale getirdi. ABD yeni kurları savunmak için çok az, hatta hiç çaba göstermedi. Şubat-Mart 1973'te dolara yönelik spekülasyon Bundesbank ve Bank of Japan'ın devam edemeyeceği noktaya kadar ulaştı ve bu ülkeler dolar biriktirmeyi bırakınca dalgalanan döviz kuru sistemine zorlandılar.

Günümüzdekiler dahil çoğu iktisatçı dalgalı döviz kurunu benimsemenin faize duyarlı sermaye hareketlerini öldüreceğini ve farklı ülkeler için bağımsız para politikaları yürütmeyi mümkün kılacağını düşünmüşlerdi. Spekülatif sermaye hareketlerinin devam edip etmeyeceği ve genel olarak istikrar sağlayıcı mı yoksa zaman zaman ciddi şekilde istikrar bozucu mu olacakları konusunda fikir ayrılıkları vardı. Fakat dünya sermaye piyasasının ulusal bölmelere ayrılacağı ve döviz riski korkusunun çoğu finansal sermayenin evinde kalmasını sağlayacağı konusunda genel mutabakat vardı.

Fakat olaylar böyle gelişmedi. Çoğu banka dalgalanmayı kendilerini döviz spekülasyonu yapmaya teşvik eden, otoritelerin istikrar

çabaları tarafından uzun süre karşı çıkılmayan bir hareket olarak gördü. 1985'e kadar ABD'deki tavır, munis bir şekilde görmezden gelme, yani doları piyasanın kaprislerine terk etme şeklindeydi.

Bu yeni şartlar altında son kredi merciine başlangıçtaki ihtiyacın uluslararası finansa bağlı olsa da –en azından bir süre– ulusal olduğu ortaya çıktı. Dalgalı kur sistemi belli miktarda döviz kuru spekülasyonunu teşvik ediyordu ve hepsi değilse de çoğu banka, düşükten alıp yüksekten satarak kâr etti. Herstatt Bank of Cologne ve Franklin National Bank of New York'un her ikisi de Haziran 1974'te kapılarını kapamak zorunda kalan ve en fazla kayba uğrayan spekülatörlerdi. Herstatt Bank döviz işlemlerinden vadesi gelenleri tahsil ettikten sonra, fakat DM karşılıklarını ödemeden önce, Avrupa'da gün ortasında kapandığında büyük sorun yaratmıştı. Bir süre yükümlülüklerine kefil olan konsorsiyum sadece Almanya içindeki yükümlülüklerle ilgilendi ve yabancılara olan yükümlülükleri karşılıksız bırakmaya hazırlandı. Bununla beraber ikinci düşünce hâkim geldi ve bankanın iç ve dış tüm yükümlülükleri üstlenildi. Dışarıda şok dalgası oluşmadı. Federal Mevduat Sigorta Şirketi Franklin National Bank'ın yaklaşık 40.000 dolarlık mevduatını üstlendi ve Federal Reserve System son kredi mercii olarak hareket ederek geri kalan yükümlülüklere kefil oldu.

Mart 1975 tarihli, "Basel protokolü" olarak adlandırılan Uluslararası Ödemeler Bankası'nda (BIS) çözüme kavuşturulan bu düzenlemelerin banka iflası halinde ulusal sorumluluk konusunu halletmesi düşünülmüştü. Banco Ambrosiano of Milan'ın Lüksemburg şubesi diğer Avrupa bankalarına olan 400 milyon dolarlık yükümlülüğünü yerine getiremediği 1982 yılına kadar az çok böyle oldu. Bank of Italy Lüksemburg'daki birimin Milan Bank'ın şubesi olmadığını söyleyerek yasal zeminde bu yükümlülükleri üstlenmeyi reddetti. Banka bu birimin Lüksemburg yasalarına göre kurulmuş bir yan kuruluş olduğunu savundu. Bu yüzden varlıkları ve yükümlülükleri genel merkezin bir parçası değildi. Bu olay Basel protokolüne gölge düşürdü.

1973 ve 1979'da petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş Ortado-

ğu'daki petrol üreten ülkelerin yanı sıra Meksika, Venezuela vb. ülkelerde de ciddi miktarda dolar birikmesine yol açtı. Çoğu petrol üreticisi ülkenin harcamalarıyla birlikte petrol tüketen ülkelerin de borçları arttı. Fiyat artışları –özellikle petrolün varilinin 30 dolara çıktığı ikincisinde– OPEC ülkelerinin içinde ve dışında petrol üretimini ve aramalarını hızlandırdı. Fiyat artışları gayrimenkule, ofis binalarına, alışveriş merkezlerine vb. de yayıldı. 1981 yılından itibaren ise yeni üretimler petrol fiyatlarını düşürdü. Hızlı bir büyümeden sonra Ağustos 1982'de Meksika'da sorunlar baş gösterdi. Bu sorunlar bir süre sonra Texas, Oklahoma, Louisiana, Kanada'daki Alberta ve diğer yerlere de yayıldı.

Uluslararası son kredi merciiyle ilgili bir yöntem Mart 1961'de Uluslararası Ödemeler Bankası'nda planlanan *swap* düzenlemelerinden oluşmaktadır. Döviz krizi içinde bulunan bir ülke, sıkıntısını çektiği dövize karşı kendi parasını *swap* işlemine tabi tutar. Kriz yatışır ve ülke tekrar döviz kazanırsa belli bir vadesi olan, örneğin altı ay vadeli *swap*ler çözülür. Krizin üstesinden gelinmemişse yardım edilen ülkenin ödenmemiş miktarı Uluslararası Para Fonu'ndan fonlaması beklenir. Son aşamada ise ülke partnerlerine döviz tahviliyle borçlanır. *Swap* sözleşmeden çok güvene dayalıdır. Bu işlemler "Onlar Grubu" diye bilinen önde gelen finans ülkeleri ve İsviçre ile sınırlıdır. Latin Amerika ülkeleri *swap* işlemleri gerçekleştiremezler çünkü özellikle 1820'ler, 1850'ler, 1870'ler 1890'lar ve 1920'ler olmak üzere, geçmişte sık sık dış borçlarını ödeme sıkıntısına düşmüşlerdir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkeler kriz sırasında başka araçlara bakmak zorunda kalmışlardır.

Diğer bir yardım kaynağı Uluslararası Para Fonu'dur. 1980'lerde fonun yardım kotaları büyük oranda kullanıldığından sınırlanmaya başladı ve fon kuralları yeni borçlanmalar için gittikçe daha sıkı şartlar dayatmayı gerektirdi. Fonlara sınırlı ulaşma imkânı ve fonun şartlarına karşı güçlü hoşnutsuzluk nedeniyle Üçüncü Dünya ülkeleri kreditör bankalarla borçları yeniden planlamak zorunda kaldılar. Kural olarak bankalar, ülkelerin kredileri geri ödemesini garanti altına alacak koşulları kabul ederek IMF ile bir kredi anlaşması yapmasında

ısrar ediyordu. Koşullar şiddetlendiği ve müzakereler uzadığında müzakere süreci esnasında yardımcı olması için bir köprü kredisi söz konusu olabiliyordu. New York Federal Reserve Bank 1982'de Meksika'ya 1 milyar dolarlık böyle bir kredi vermiş ve ABD Hazinesi ABD Stratejik Rezervleri'ne daha sonra teslim edilmek üzere peşin ödemeyle 1 milyar dolarlık petrol almıştı. Bu olayda bir seferlik işlemle iki taraf da gemisini kurtarmayı başarmıştı. Borç alanlar kendilerini bir nesil (eğer tarihten çıkarılanlara bakacak olursak) boyunca uluslararası sermaye piyasalarından uzak tutacağından ve büyümeyi sürdürmek için yabancı sermayeye ihtiyaç duyduklarından; kreditörler ise ödemelerin yapılmasının Üçüncü Dünya'ya verilen kredilerde uzmanlaşmış bir dizi bankada kredi zararları oluşturacağından –ki çoğunun kalan borçları bankanın sermayesinden fazlaydı– ödeme sorunu oluşmasından sakınmaya çalışıyorlardı. Bankaların verdiği krediyi değil, kişilerin ellerindeki tahvilleri etkilediğinden, daha önceki dönemlerde ödeme sorunları gelişmiş ülkelerin kredi sisteminde çok fazla sorun oluşturmazken, 1980'lerde Üçüncü Dünya borçlarının ödenmemesi tüm sistemde banka hücumlarını yaygınlaştırabilirdi.

Üçüncü Dünya borçları sorununu kesin bir çözüme götürecek müzakereler için çok sayıda teklif getirildi. Teklif getirenler arasında Senatör Bill Bradley, İngiltere'den Lord Lever, Princeton Üniversitesi'nden Peter Kenen ve Columbia Üniversitesi'nden Jagdish Bhagwati gibi iktisatçılar da vardı. Her iki yanda da oldukça farklı çıkarları olan taraflar olduğu düşünüldüğünde, hassas bir temelde anlaşmaya varma ihtimali uzak görünüyordu. Katı düşünceye göre gemisini kurtarmak biraz korkutucu olsa da en pratik hareket tarzıydı.

ŞARTLILIK

Uluslararası kredilerde şartlar konusu özellikle Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'nun Üçüncü Dünya ile işlemlerinde ortaya çıktı. Daha ziyade popülist bir görüşe göre bu kurumlar "büyükanne" gibiydi –bazı büyükbabaların istihza ile bakamayacakları bir sıfat–, para ve maliye politikaları itibariyle, borç alanları sıkı gözetime tabi tu-

tuyorlardı. Fakat ulusal ya da uluslararası şartlar çoğu kredide rol oynar. Bazı Fransız analistler kreditörlerin mevduat sahiplerine kredilerinin geri ödeneceği teminatını vermek zorunda olduklarına dair makul görüşe rağmen bugün hâlâ J. P. Morgan and Co.'nun 1924 istikrar kredisinin yenilenmesini tartışırken öne sürdüğü şartlardan sıkıntı duymaktadırlar.[66] 1931'de Fransızların Almanya ve Avusturya'ya vermeyi düşündüğü krediler için ileri sürdüğü şartlar da, eğer bir ayrım yapmak gerekirse, ekonomik değil siyasiydi. O yılın yazında Amerika ve Fransa İngiltere'ye verdikleri krediler için İngiliz Mayıs Komitesi'nin bütçenin dengelenmesi ve işsizlik ödemelerinin kesilmesi tavsiyelerinin uygulanması gerektiğini belirtince, bu dayatma İşçi Partisi tarafından "bankacı kazığı" (Amerikan İngilizcesinde "haraç") olarak görülmüştü.

Swap ağı, içinde *swap* şartlarının değil, anlayışın yer aldığı merkez bankacılarının centilmenlik kulübüdür. Uluslararası Ödemeler Bankası, örneğin Macaristan'a köprü kredisi vermek için şartlar ileri sürmez çünkü merkez bankası zihniyetini kısmen paylaşmaktadır, fakat aynı zamanda bol miktarda küçük kredi sözleşmesi olan IMF'nin de bu krediyi onaylayacağını bilmektedir. 1976'da İngiltere'nin yaptığı gibi, bir G-7 üyesi *swap* ağının dışında IMF'ye gitmek zorunda kaldığında, şartlara tabi olur.[67]

MEKSİKA KRİZİ

Üçüncü Dünya ülkelerine verilecek büyük ölçekli son kredi mercii kredisi, kural olarak Bretton Woods kurumlarına bırakılmıştır, fakat çoğu kural gibi bunun da istisnaları vardır. Üçüncü Dünya kredilerinin cümbüşü Ağustos 1982'de Meksika kriziyle duvara tosladığında ABD, Federal Reserve System'den sağladığı 1 milyar dolarla ve parasını peşin ödeyip ileride teslim alacağı 1 milyar dolarlık petrol alımıyla –daha önce de belirtildiği gibi bunlar en azından bir süre için hızlı ve etkin şekilde gerçekleştirilen iki özel operasyondu– komşusuna yardım

---

66 Bkz. Debeir, "La crise du franc du 1924".

67 Kathleen Burk ve Alec Cairncross, *"Goodbye Great Britain": The 1976 IMF Crisis* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1992).

etti. Meksika, James Paker ve Nicholas Brady'nin kredilerin devamı ve tahvil zararları ile ilgili planları sayesinde rahatladı.

Fakat tam anlamıyla düze çıkılmamıştı. Özellikle 1934'te bir dizi Latin Amerika ülkesi sorunlarla karşılaştı. En kötü durumda olan da Meksika'ydı. Köylü ayaklanması, bir başkan adayına suikast, deprem ve yüksek enflasyon büyük miktarda sermaye kaçışına ve pesonun değer kaybetmesine yol açmıştı.[68] İlk olarak Nisan 1994'te, özellikle üç ülke arasında Kasım 1993'te imzalanan Kuzey Amerika Ticaret Anlaşması Yasası'yla oluşan "özel ilişki" sebebiyle ABD ve Kanada yardıma koştu. ABD'nin 6 milyar dolar, Kanada'nın ise 700 milyon dolar vermesiyle 6,7 milyar dolarlık ortak bir kredi oluşturuldu fakat Meksika sorunu devam etti. Aralık 1994'te pesoyu bir başka kriz etkiledi. Krizin sebebi kısmen ulusal sermaye kaçışı, kısmen de gözü açılan Amerikan yatırımcılarının paralarını çekmeleriydi. Bu kez Ocak 1995'te ABD 50 milyar dolarlık bir kurtarma operasyonu organize etti. Bunun 20 milyar doları ABD Döviz İstikrar Fonu'ndan, 17,8 milyar doları IMF'den, 10 milyar doları BIS'in vasıtasıyla Avrupa merkez bankalarından ve 2 milyar doları da Kanada'dan sağlandı.[69] Bu operasyon daha ikna edici oldu. Kan kaybı durdu, kaçan sermaye geri dönmeye başladı. Bu krediden sadece 12,5 milyar dolarlık Amerikan dilimi çekildi ve 1995 sonbaharında özel olarak verilen kredilerle geri ödeme başladı. Bununla birlikte ülkeden kaçan sermayenin tamamı geri dönmedi.

1994-95 Meksika operasyonuyla ilgili geride bazı sorular kaldı. İlki "ahlaki tehlike sorunu" olarak isimlendirilen, 1982'deki yardımın ülkenin ilerideki sıkıntılarda da yardım göreceği güvencesi oluşturup oluşturmadığıyla ilgilidir. İkincisi, kurtarma operasyonunun, özellikle de miktarın büyük olmasının soruna yol açan bir emsal oluşturup oluşturmadığıyla ilgilidir. Kurtaranların düşünme yöntemi anlaşılabi-

---

68 Arka plan için Donald R. Lessard ve John Willimson'ın editörlüğünü yaptığı *Capital Flight and Third World Debt* (Washington, D.C.: Insitute for International Economics, 1987), s.174-85'deki Ernesto Zedillo'nun Meksika'yla ilgili tebliğine bakınız. Kriz bizzat *New York Times*'ın 21-29 Aralık 1994 tarihli nüshalarında uzun uzadıya tartışılmaktadır.

69 "President Clinton Sidesteps Congress Using Emergency Authority", *New York Times*, 1 Şubat, 1995, s.A1.

lir. Bagehot son kredi merciinin serbestçe kredi verebilmesiyle ilgili reçeteyi ilan etmişti. Düşük limitler heyecana yol açar. İhtiyacın ötesinde görünen büyük meblağ serbestçe kredi vermek olarak görülebilir. Üçüncüsü ise, 1931'de Avusturya'da olduğu gibi mali otoritelerin Meksika'daki krizi durdururken salgının kaynağını kesip dalgalı bir krizin belki Arjantin ve Brezilya'ya da yayılmasını önlemeyi düşünüp düşünmedikleri sorusuydu. Herhalde öyle olmasını ummuşlardır. Ne yazık ki olaylar onları haklı çıkarmadı.

DOĞU ASYA KRİZİ

Temmuz 1997'de Doğu Asya'da başlayan finansal krizin sorumluluğunu, gelişmiş ülkelerdeki portföylerini çeşitlendirme delisi öforik yatırımcılarla, Batı tarafından piyasalarını kuralsızlaştırmaya zorlanan ve daha fazla büyümek için yatırımlarını genişletme tutkusuyla hızla gelişen borçlu ülkeler arasında ne oranda paylaştırmak gerektiğine karar vermek zordur. Endonezya'da ahbap-çavuş kapitalizmi, Tayland'da zayıf hükümet, Güney Kore'de devasa holdingler (*chaebol*) ve hepsinde de kötü banka kredileri diğer faktörler arasındadır. Parasal genişleme ve enflasyon bu ülkelerde istikrarı dolara bağlı aşırı değerlenmiş paralara yol açmıştır. Her ne kadar Japon mevduatlarının genişlemesi son kredi merciine katkı sağlamaya yardımcı olduysa da, Japonya'da iktisat politikalarının katatonik durumu güçlü talep kaynağı alanlarını soyup soğana çevirmiştir. Malezya Başkanı Dr. Mahathir ise ülkesinin yaşadığı krizden yabancı spekülatörleri ve özellikle Malezya dünyanın en yüksek iki binasını inşa ederken açıktan Ringit satmadığını iddia eden ABD'li George Soros'u sorumlu tutmuştu.

Malezya IMF yardımını istemedi, bunun yerine sermaye çıkışlarına ve yabancı yatırımcıların faizlerine denetim getirdi. Tayland, Endonezya ve Güney Kore IMF'ye başvurdu. 1994-95'te Meksika'ya verilen miktarların üstünde miktarlar Uluslararası Ödemeler Bankası tarafından masaya kondu:[70]

---

70 Bank for International Settlements, *Annual Report*, no.68, s.134.

Resmi Finansman Taahhütleri (Son Kredi Mercii Kredileri)
(Milyar Amerikan Doları)

Ülke	IMF	Dünya Bankası	Asya Kalkınma Bankası	Çift Taraflı Taahhütler	Toplam
Tayland	3,9	1,9	2,2	12,1	20,1
Endonezya	10,1	4,5	3,5	22,0*	30,0
Güney Kore	21	10,0	4,0	22,0	57,0
Toplam	35	16,4	9,7	56,1	117,1
Daha önce Meksika	17,8	1,5	1,3**	21,0	51,6

(*) Endonezya'nın beklenmeyen olaylar için ayrılan rezevlerinden kullanılan 5 milyar dolar dahi.
(**) Inter American Development Bank.

BIS raporu Meksika için açıklanan 51,6 milyar dolarlık paketin "piyasa üzerinde psikolojik etkisinin olacağını ve yabancıların güven kaybını durduracağını"[71] ifade etmektedir. BIS böylece salgının yayılması halinde sonraki kurtarma operasyonlarında ihtiyaç duyulacak likiditeyi de kullanmış olacaktı. Bununla beraber, nasıl olduysa, yönetimin IMF'yi genişletme önerisini ele almak için toplanan ABD Kongresi, 1998'in sonunda ABD'yi takip etmek için bekleyen diğer önde gelen ülkelere izni verdi. Fon böylece yardım isteyen Rusya ve Brezilya'ya yardım edebilecek pozisyona geldi.

IMF'nin kota sistemi onu ulusal para yaratabilecek bir merkez bankasından ayırır. Bir iki ses, bir başka Özel Çekme Hakları'nın (SDR'ler) ihracı talebiyle yükseldiyse de bunlar sadece likiditeye ihtiyaç duyanlara değil tüm üyelere tahsis edildiği için bir işe yaramadı.

Bir dünya merkez bankası son kredi mercii olarak IMF'den daha etkili olurdu, fakat bu mümkün görünmüyor. Avrupa Para Birliği'nin dışında çoğu büyük ülke bu meseleye ve paranın denetimine bir egemenlik simgesi olarak bakıyor; ABD'de bu konular anayasayla dokunulmaz hale getirilmiştir.

71 *A.g.e.*

ABD VE DOLAR

ABD İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Avrupa'nın yeniden inşasının finansmanına liderlik etti. Bunda muhtemelen 1918'den sonraki ihmalinin günahlarından aldığı derslerin etkisi vardı. Aynı liderlik rolünü IMF ve Dünya Bankası'nın ilk çalışmalarında, *swap* ağının oluşturulmasında, 1980'lerde Üçüncü Dünya'nın borçlarının temizlenmesinde ve eğer mevcut göstergeler doğruysa, 1990'lardaki krizlerin üçte ikisinin çözümünde de oynadı. Aynı zamanda 1990'lar boyunca en başarılı ekonomi oldu. Bazı iktisat analizcileri ABD ekonomisinin düşük enflasyon, düşük işsizlik, bütçe fazlaları ve teknik ilerlemeler neticesinde devresel bunalımlarının düştüğü ve Federal Reserve'in çabuk müdahaleleriyle finansal krizlerin yumuşadığı "yeni bir döneme" girdiğini iddia etmektedirler. Bununla birlikte bunların hepsi tamamen sağlam temellere sahip değildir. Refah artışı asıl olarak tüketici harcamalarına dayanmaktadır ki, bu da bir yandan aktif enflasyonuna diğer yandan da harcanabilir gelirin negatif tasarrufuna karşılık gelmektedir. Kredi kartı borçları ve kişisel iflaslar yeni boyutlara ulaşmaktadır. Ertelenen bakım-onarım işleri altyapıyı zayıflatmıştır. Devasa negatif borç dengesine ilave borçlanmayla finanse edilen ödemeler dengesi açıkları, doların dış itibarı sarsıldığı taktirde problemlere yol açabilir. Bir İngiliz iktisatçının güçlü, belki de aşırı dillendirilmiş uyarısı "Sürdürülemez Yedi Süreç" başlığını taşıyor. Söz konusu iktisatçı zamanlama tartışmasına girmek istemiyorsa da ekonomik bozulmanın önümüzdeki beş ile on beş yıl arasında muhtemel olduğunu söylüyor.[72] ABD'nin ve doların "dünyadaki ekonomik ve finansal önceliğini" gerçekten kaybetme ihtimali bulunuyor.[73]

Bazı siyasetbilimciler "rejim" adını verdikleri liderlik (buna da "hegemonya" demektedirler) dönemlerinde oluşan işbirliği alışkanlıklarına güvenmektedir.[74] Bu tür işbirlikleri 1980'lerde, özellikle de Ha-

---

72 Wynne Goodley, "Seven Unsustinable Processes", Levy Institute'nin özel raporu, Annandale-on-Hudson, New York, 1999.

73 C. P. Kindleberger, *World Economic Primacy, 1500-1990* (New York: Oxford University Press, 1996), 10 ve 12 Bolumler.

74 Robert O. Keohane, *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1984).

zine Bakanı James Baker'ın inisiyatifinde iyi işlemiştir. Baker doların değerinin munisçe ihmali politikasını terk edip Eylül 1985'teki Plaza Anlaşması'nı ve Ocak 1987'deki Louvre Anlaşması'nı yapmıştır. Az sayıda gözlemci G-7 arasında yapılan zirve toplantıları sistemine fazlaca güvenmektedir. Bunların güçlü bir protokol ve gösteriş havası vardır. Etkili anlaşmaların yapılmasına daha uygun olan ise Fransa, Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD arasındaki G-5'tir.

IMF ve Dünya Bankası ABD'nin liderliğinin azalmasına alternatif sunabilir mi? Bretton Woods'ta ABD'ye yardım etmek için değil, diğer ülkelerin sorunlarını çözmek için oluşturulan bu kuruluşlar, karar vermek için haftaların değil, saatlerin olduğu kriz zamanlarında yetersiz kalacak şekilde yavaş çalışmaktadır. Üstelik bugün artık bu kuruluşların fonları piyasalar gemi azıya aldığında piyasaların üstesinden gelemeyecek kadar küçük kalmakta ve G-7'nin merkez bankalarının desteğine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu durum sıkıntıda olan para birimi yen, liret, frank gibi daha küçük finansal piyasaların paralarından ziyade dolar olduğunda özellikle geçerlidir.

Dolar değişim aracı olarak giderek daha az kullanılsa ve birtakım sorunlar yaşasa da, onu ikame edecek başka bir para olmadığından dünya hesap birimi olarak kullanılmaya devam etmektedir. Japonya'nın problemli bankalarındaki gayrimenkul kredileriyle ilgili kendi sorunları vardır. Almanya, Halk Cumhuriyeti'ni (Doğu Almanya-ç.n.) kendi ekonomisine tamamen entegre etmeyi başaramamıştır. Japonya ve Almanya ABD'nin liderliğinin iyi birer takipçisidir, ona meydan okumaktan kaçınırlar. Başkan De Gaulle'ün yönetimindeki Fransa sürekli Amerikan politikalarına ve çok başarılı şekilde olmasa da doların hâkimiyetine meydan okuyordu, şu an ise Cumhurbaşkanı Jacques Chirac'ın yönetiminde ulusal ve uluslararası alanda sıkıntılar yaşıyor. Avrupa Birliği ekonomik ve finansal güç bakımından büyüyüp dünyada ekonomik önceliği ele geçirebilir. Bununla birlikte şu an için daha iyisi olmadığından, dünya ABD'nin liderliğine bağımlıdır. Fakat ABD de kendi politik ve ekonomik sorunlarıyla meşgul ve uluslararası kamu yararı sağlamanın maliyetini üstlenmeye isteksiz olduğundan

kendini geride tutmaktadır. Rejimler sükûnet zamanlarında iyi işler fakat kriz dönemlerinde liderlik yolunda daha kararlı adımlar beklenir. Önümüzdeki yıllarda ekonomik ve finansal krizlerden kaçınma ihtimali ise düşük görünmektedir.

Neyse ki bu çalışma tarihsel alanla ilgilidir.

ONİKİNCİ BÖLÜM

Sonuç: Tarihten Dersler

Tartışmayı toparlamanın zamanı geldi fakat bundan önce cevaplamadığımız zor bir soru kaldı: Bir son kredi mercii olmasa bir şey fark eder mi? İlk olarak şunu belirtmeliyiz ki, 1720'den 1988'e kadarki ulusal ve uluslararası finansal krizlerin çoğunda, genellikle itiraz etse de son kredi mercii piyasadan gelen baskı sebebiyle harekete geçmiştir. Bu rol her zaman etkili şekilde yerine getirilmemiştir dolayısıyla ince bir analiz krizin kötü sonuçlarını sadece bir son kredi merciinin varlığı ya da yokluğuna göre değil, fakat bu rolün ne kadar iyi yerine getirildiğine göre de sınıflandıracaktır. İkinci olarak, bir buhranın kötü sonuçları sadece krizin nasıl yönetildiğine değil, bununla birlikte birçok başka değişkene, özellikle de uzun vadeli yatırımları etkileyen faktörlere bağlıdır. Nüfus artışı, yerleşilmemiş bölgelerin varlığı, savaştan kaynaklanan talep, ihracat, tamamen kullanılmayan yeniliklerin varlığı ya da yokluğu vb. bunlar arasında sayılabilir. 1847'de İngiltere'deki gibi spekülatif bir kriz, Bank of England'ın 1844 Banka Yasası'nı askıya alıp almamasından ve sağlam teminat karşılığında tüm kredi isteyenlere likidite sağlamaya hazır vaziyette bulunup bulunmamasından bağımsız olarak, demiryollarına

yapılan yeni yatırımlarla herhalükârda çabucak refah artışına dönüştürülebilirdi.

Bu zorluklara rağmen deneme mahiyetinde de olsa bir son kredi merciinin finansal krizi takiben iş hayatında oluşan buhranı kısaltığı iddiasında bulunmaya hazırız. Kanıtlar esas olarak 1720, 1873, 1882'de Fransa'da; 1890, 1921 ve 1929 yıllarındadır. Bunların hiçbirinde etkin bir son kredi mercii yoktu. Bunları izleyen buhranlar diğerlerinden çok daha uzun ve derin oldu. 1870'ler ve 1930'lardaki her iki kriz de Büyük Buhran olarak bilinmektedir.

Bazen diğer krizlerden sonra toparlanmanın olağanüstü geciktiği iddia edilir ancak bu iddialar savunulması zor iddialardır. Modern bir yazar 1826 paniğinden sonraki toparlanmanın yavaş olduğunu belirtmektedir; çağdaş gözlemler bu hükmü kabul etmeyi güçleştirmektedir.[1] Thomas Tooke o yılın sonunda –panik Ocak'ta olmuştu– "ticaret ve imalatın normal seyrine döndüğünü ve ilerlemelerini bozan hemen hemen hiçbir etkinin kalmadığını"[2] belirtiyordu. Leone Levi "1825-26 krizi diğer tüm krizler gibi anlık ve geçiciydi"[3] diye yazıyordu. Van Vleck 1857 paniğinden sonra ABD'deki toparlanmanın yavaş olduğunu iddia etmektedir fakat bu görüşünde kendisinin de farkında olduğu gibi iktisat tarihçileri arasında yalnızdır.[4] Bir son kredi mercii beceriksizce bile olsa kurtarmaya geldiğinde anlık, geçici, kısa ömürlü, ayrı ayrı olaylardan oluşan, ekonomiyi sadece bir süreliğine yavaşlatan, pek çok örnekte yaklaşık iki yıllık bir toparlanma dönemiyle normal döngünün zirvesine çıkan ve derin izler bırakmayan bir panik evresi görülmektedir. 1720, 1823, 1882 Fransa'da, 1890, 1921 ve 1929'da böyle olmadığı iddia edilmektedir.

South Sea balonunun ve çöküşünün önemine dair Carswell tara-

---

1 William Wisely, *A Tool of Power: The Political History of Money* (New York: Wiley-Interscience, 1977), s.41.

2 William Smart'ın, *Economic Annals of the Nineteenth Century* (1912; yeni baskı, New York: Agustus M. Kelley, 1964), cilt 2, s.328'de alıntılandığı gibi.

3 Leone Levi, History of British Commerce (Londra: John Murray, 1872), s.182.

4 George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: An Analytical Study* (New York: Columbia University Press, 1953), s.83,106.

fından birçok iddiada bulunulmuştur. O, kötü sonuçlarıyla da olsa bu olayların Ticaret Devrimi'nin zirvesine işaret ettiğini ve Ticaret Devrimi'yle Sanayi Devrimi arasındaki kırk elli yıllık sükûnet döneminden de sorumlu olduğunu savunmaktadır. Bu travmatik dönem olmasa iki devrimin uzun bir ara olmaksızın üst üste geleceğini öne sürmektedir. Ayrıca çöküş İngiltere'nin Marlborough ve Stanhope üzerindeki haklarını 20 yıllığına Avrupa'nın liderliğine bırakmasına yol açmıştır.[5] Bu görüşe karşıt olarak Schumpeter, South Sea balonunun aşırı şişip sonra çöken bir spekülasyondan başka bir şey olmadığını söylemektedir.[6]

Carswell'in iddiası bir son kredi mercii olsaydı Sanayi Devrimi'nin 1766-76 arasından ziyade 1720'lerde veya 1730'larda oluşacağı iddiasıyla aynı değildir. Onun ilgi alanı sadece çöküşü izleyen deflasyon değil, tüm dönemdir. Bank of England'ın South Sea Company'nin hisselerini almakla aslında bir son kredi mercii olarak hareket ettiği savunulabilir. Banka başlangıçta hisseler 400'deyken böyle yapmak üzere anlaşma yapmıştı, daha sonra ise bizzat kendisi çöküş aşamasına gelince sözünden caymış ve sonunda South Sea hisseleri 135'e düşünce hisseleri piyasanın biraz üstünde dönüştürmüştü.[7]

Her halükârda, Carswell'in görüşünü tartışma konusuyla ciddi anlamda alakalı görmek zordur. İflaslara bakıldığında –1720'de 222, 1721'de 288, 1722'de 240 iflas– buhran iki yıllık normal sürecini izlemiştir.[8] Ashton 1722'yi dip, 1724-25'i ise Ekim'den Aralık 1726'ya kadar süren yeni ve daha ılımlı bir sonraki döngünün zirvesi olarak almaktadır.[9] Carswell'in South Sea balonunun bir dönüm noktasına işaret ettiği iddiası haklı olabilir fakat bizim son kredi merciinin toparlanma sürecini kısalttığı şeklinde daha dar iddiamızla alakası bulunmamaktadır.

---

5 John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londra: Cresset Press, 1960), s.271-72.

6 Joseph A. Schumpeter, *Business Cycles: A Thoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process* (New York: McGraw-Hill, 1939), cilt 1, s.250-51.

7 Carswell, *South Sea Bubble*, s.184, 205, 213.

8 T. S. Ashton, Economic Fluctuations in England, 1700-1800 (Oxford. Oxford University Press, Clarendon Press, 1959), s.121.

9 *A.g.e.*, s.172.

Fransa'da 18. yüzyıl, bizim iddiamızla daha uyumlu olabilir. Orada Mississippi balonunun sarsıntısı ve John Law'un sisteminin çökmesi bankacılığın gelişimini ve sanayinin yayılmasını yavaşlatmıştır. 1720'lerde Directoire döneminde *assignat**'ların çöküşü Fransa'yı bankacılık konusunda yıllarca fazla hassas, hatta paranoyak yapmıştı (Almanlar'ın 1923 enflasyonundan sonra enflasyon konusunda ve İngilizler'in 1920'lerdeki deneyimlerinden sonra işsizlik konusunda paranoyak olmaları gibi).

Öyleyse elimizde 1873, 1882 Fransa, 1890, 1921 ve 1929 kaldı. Çöküşün fırtınalı merkezleri olan 1873 Viyana'sı, Berlin'i ve New York'unda son kredi mercii yoktu. Londra'da panik yoktu, dolayısıyla son kredi merciine ihtiyaç da yoktu. Fransa 1882'de Union Générale'in duvara çarpmasına çok az müdahaleyle izin verdi. New York'ta 1929'da son kredi mercii işlevi yetersiz şekilde gerçekleştirilmişti (her ne kadar benim vardığım sonuç genel kabul gerektirmese de daha önce göstermeye çalıştığım gibi) ve 1931'de çöküşün yayılmasını ve işletmelere olan güveni onarmak için fiyat düşüşlerini durdurmaya yönelik uluslararası operasyonlar adı kötüye çıkacak kadar zayıftı. 1763'ten 1914'e kadar diğer tüm olaylarda az veya çok etkili adımlar atıldı. Eğer kurtarma operasyonları arasında hangisinin daha az hangisinin daha fazla becerikli olduğu dikkatlice ayırt edilebilse ve bunlar uzunluk, derinlik ve yaygınlık bakımından izleyen buhranlarla karşılaştırılabilse çok faydalı olurdu. Maalesef analizimiz toparlanmanın hızlı mı yavaş mı olduğuyla sınırlı olduğundan, bu konuda ancak kabaca bir ayrım yapabiliyoruz.

1870'lerdeki buhranın ciddi olduğundan çok az şüphe duyulabilir. 1857 ve 1866'dan (Fransa'da 1864) sonra fiyatlar iki yıl boyunca düştü, sonra yükseldi. Bununla birlikte 1873'ten sonra 1879'a kadar altı yıl boyunca düştü.[10] ABD'de 1874 boyunca ciddi bir durgunluk ve ardından beş uzun yıllık ciddi bir buhran yaşandı.[11] Bu hipotezimizi

---

(*) Fransa'da, değeri milli varlığa göre belirlenen dönemin kâğıt parası (ed.).

10 Clément Juglar, *Les crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, 2. baskı (1889; yeni baskı, New York: Augustus M.Kelley, 1967), s.99.

11 E. Ray McCartney, *Crisis of 1873* (Minneapolis: Burgess, 1935), s.113, 117.

desteklemektedir. Fakat McCartney'in bunun finansal mekanizmaların bozulmasından ziyade öncelikle temel sanayilerin çöküşünün bir neticesi olduğuna dair açık beyanı karşısında durup düşünmek gerekiyor.[12] Berlin, Viyana ve New York'ta bir son kredi merciinin bulunmadığı ortamda 1873'ten 1896'ya kadar süren "Büyük Buhran'ın" tamamını birbiriyle aynı görmeye gerek yok –en azından bir yazar bunun bir buhran mı yoksa verimsiz bir refah dönemi mi olduğu konusunda şüpheler taşımaktadır.[13] Bununla beraber benim eğilimim, 1870'lerde Orta Avrupa ve ABD'de oluşan ve fiyat düşüşlerinin keskinliğiyle İngiltere'ye yayılan buhranı ve son kredi merciinin yokluğunu birleştirmektir. Bu da itiraz kaldırmaktan çok uzak bir yaklaşım değildir.

1882'de Fransa'da Lyons'un spekülatif bankaları spekülatörleri destekleyen simsarları için bazı felaketli sonuçların hafifletilmesine yönelik sınırlı yardımlar haricinde iflasa terk edildi. Fransa'nın toparlanması uzun sürdü. Bunda kısmen İngiltere, ABD ve Kıta'nın çoğundaki toparlanmanın yavaşlığının da etkisi vardı.[14]

1890 Baring krizi ise hem bir son kredi merciinin var olduğu hem de olmadığı şeklinde kategorize edilebilir. İngiltere'de ulusal bir kreditörün benzeri olarak Baring Brothers'ın yükümlülüklerinin teminatı; William Lidderdale tarafından organize edilen uluslararası kurtarma komitesi olarak ise Bank of France ve State Bank of Russia'nın kredileri ve mevduatlarını çekmemek üzere State Bank of Russia'nın verdiği taahhütler vardı. Fakat Avrupa'nın dışındaki dünyada böyle bir tedavi yoktu, 1896'ya kadar süren buhran uzun ve derindi. 1890'da Arjantin, Brezilya ve Çin'de yaşanan sorunlar dışarıdan az, hatta hiç yardım olmaksızın 1893'te Avustralya ve ABD'ye de yansıdı.[15]

Fakat tesadüfen meydana gelen bir gelişme hızır gibi yetişti. Bu olay 1886'da Rand'da altın bulunmasını takiben Güney Afrika'da al-

---

12 *A.g.e.*, s.117.

13 S. B. Saul, *The Myth of the Great Depression* (New York: St. Martin's Press, 1969).

14 W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton Mifflin, 1907), s.55.

15 C. P. Kindleberger, "International Propagation of Financial Crises: The Experience of 1888-93". Ayrıca bkz. *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History* (Londra: Allen & Unwin, 1985), s.226-39.

tın üretimindeki hızlı artıştı. Dünya ekonomisinin altın keşfine 1849 ve 1851'de verdiği tepkiyle 1886'da verdiği tepkinin zıtlığı çarpıcıdır. Yüzyılın ortasında California ve Avustralya'daki altın keşifleri çabucak Avrupa'da patlamaya dönüşmüştü; 1890'larda ise böylesine çabuk tepkiler oluşmadı. Bu farklılık 1850'lerin başında ümit verici, 1890'lardan itibaren buhranlı seyreden dış koşullardan kaynaklanmaktadır. Altın üretim dalgası nihayet 1896'dan sonra gücü yüksek parayı sisteme boşaltmak suretiyle son kredi mercii gibi hizmet eden bir etki yarattı. Örneğin ABD'de altın sikke sirkülasyonu 1890'da 374 milyon dolardan 1894'e 495 milyon dolara, 1899'da ise 679 milyon dolara çıkmıştı. Bu, % olarak büyük bir artış olsa da mutlak rakamlarla ve dolaşımdaki artışla karşılaştırıldığında mütevazı bir artıştı.[16]

1920 ve 1921'de altın standardına dönüş adımı olarak İngiltere ve enflasyonu durdurmak için ABD Federal Reserve Sistemi tarafından durgunluk kasti olarak oluşturulduğundan, son kredi mercii yoktu. ABD gerçekten "çok çabuk" toparlandı fakat İngiltere'de fiyatların ve üretimin ani düşüşü "çabucak bir dizi ileri sanayi ülkesine yayıldı ve son derece ciddi ve uzun bir buhrana dönüştü."[17] Pedersen her ne kadar düşüşün boyutlarını son kredi merciinin olmayışıyla birleştirmese de "1920'de başlayan yarı sürekli buhran"dan bahsetmekte ve yapması gerektiği gibi İngiliz yetkililerin altın standardına dönüşe verdikleri önemi onaylamaktadır. Bununla beraber Avrupa ülkelerinin altın standardına dönmesini engelleyen deflasyonist politikalardan dolayı Amerikan otoritelerini suçlamaktadır:

> Yetkililer şartların güvenilir olmadığı, fiyatların çok yüksek olduğu, bütçenin dengelenmesi gerektiği, işlerin kendi kendine düzelmeyeceği ve sağlıksız savaş dönemi politikalarının kötü sonuçlarını

16 ABD Ticaret Bakanlığı Sayım Bürosu, *Historical Statistics of the United States, 1789-1945* (Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1949), s.151, 275.

17 Jorgen Pedersen, "Some Notes on the Economic Policy of the United States During the Period 1919-1932, Hugo Hegelund, ed., *Money, Growth and Methodology* (Lund: Lund Social Science Studies, 1961) içinde; J.Pedersen, *Essays in Monetary Theory and Related Subjects* (Copenhagen: Samfundsvidecskabeligt Forlag, 1975), s.188'de tekrar basıldı.

> "düzeltecek" bazı şeylerin yapılması gerektiği şeklindeki birtakım müphem fikirler tarafından yönlendirilmiş görünüyorlar.
>
> Benim tezime göreyse ABD içinde yürütülen politikalara çok fazla bağımlı olduğundan bu ruh hali ve onun sonucu olan davranışlar kaçınılmazdı...
>
> ... Bu yüzden ABD para otoriteleri 1920 baharında talebi daraltacakları yerde teşvik etselerdi altın standardına dönmek için uğraşan ülkelerdeki sürekli buhranı önleyebilir, bir dizi ülkedeki enflasyonu hafifletebilir, ülkelerin parasal yeniden inşa çabalarını kolaylaştırabilir, temel ve tarımsal ürün fiyatlarındaki yapısal düşüşü azaltabilirlerdi.[18]

1930'ların buhranı etkili son kredi mercilerinin olmayışının şiddetlendirdiği iddiası –1929'da ABD'de, 1931'de tüm dünyada– yukarıdaki makalenin pek çok yerinde uzun uzadıya ele alınmaktadır.

Bu, hiçbir şekilde, panik esnasında son kredi merciinin müdahalesinin izleyen buhranı hafiflettiğinin kesin bir kanıtı olamaz. Kısa ve uzun vadede başka çok sayıda faktör etkilidir, ayrıca bir paniğin kendi haline bırakıldığı örnekler o kadar azdır ki, sağlam sonuçlara ulaşmak için yeterli malzeme yoktur. Geriye kala kala güçlü olmayan bir varsayım kalmaktadır, o da kümülatif bir deflasyonu durdurmanın izleyen buhranın kısalmasına yardımcı olduğudur.

SON KREDİ MERCİİ KRİZİ ÖNLEYEBİLİR Mİ?

Son kredi merciinin finansal krizleri tamamen engellemeyi mümkün kıldığına dair daha kapsamlı bir iddia da vardır. Kayıtlar finansal krizlerin İngiltere'de 1866'dan, ABD'de ise 1929'dan sonra seyrekleştiğini göstermektedir. Buna ilave olarak kayıtlar krizlerin daha az korkutucu olduğu şeklinde de yorumlanabilir. Tarih çeşitli krizlerle ilgili olarak abartılı ifadelerle doludur:

1772 İngiltere: "Yüzyılın en şiddetli finansal fırtınalarından biri."[19]

---

18 *A.g.e.*, s.193-94.

19 Ashton, *Economic Fluctuations*, s.127.

1825 İngiltere: "Daha önce benzeri görülmemiş bir panik halk arasında yayıldı."[20]

1837 ABD: "Bu ulusun yaşadığı en büyük felaketlerden (paniklerden) biri."[21]

1847 İngiltere: "Son dokuz ayda modern çağın bilinen en pervasız ve tehlikeli spekülasyonuna şahit olduk."[22]

1847 İngiltere: "Napolyon'un düşüşünden beri şehrin bu kadar büyük bir heyecan yaşamadığını rahatlıkla iddia edebiliriz."[23]

1857 İngiltere: "1857 krizi İngiltere veya herhangi bir başka ülkenin karşılaştığı en ciddi krizdir."[24]

1857 Hamburg: "Şu an Hamburg'daki panik daha önce görülmemiş gerçek bir panik."[25]

1857 Hamburg: "Şu ana kadar bilinen en şiddetli panik."[26]

1866 İngiltere: "1866 krizi modern çağın en ciddi krizidir."[27]

1866 İngiltere: "1825'ten sonrakilerin en vahşisi."[28]

1873 Almanya: "Elli altı yıldır bu kadar uzun süren bir kriz görülmedi."[29]

---

20 Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a letter to Thomas Gisborne, Esq., M.P.* (Londra: F. Ridgeway and Sons, [1832'den sonra]), s.14.

21 Reginald Charles McGrane, *The Panic of 1837: Some Financial Problems of the Jacksonian Era* (1924; yeni baskı, New York: Russell and Russell, 1965), s.1.

22 James Wilson, *Capital, Currency and Banking* (Londra: Economist, 1847), s.1101.

23 D. Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-48*, 2. baskı (1849; yeni baskı, New York: Agustus M.Kelley, 1969), s.111.

24 D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; yeni baskı, New York: Agustus M.Kelley, 1969), s.v.

25 Fred Oelssner, *Die Wirtshaftskrisen*, cilt 1, *Die Krisen im vormonopolistischen Kapitalismus* (Berlin: Dietz Verlag, 1953), s.237, Friedrich Engels'ten alıntı yaparak.

26 Albert E. Fr. Schaffle, "Die Handelskrise von 1857 in Hamburg, mit besondered Rucksicht auf das Babjwesen", Wladimir d'Ormesson, *La grande crise monduale de 1857: L'hitoire rocommence, les causes, les remedes* içinde (Paris-Suresnes: Maurice d'Hartoy, 1933), s.119'da yer verilmiş.

27 A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londra: P.S. King, 1909), s.357.

28 E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1897-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), s.177.

29 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londra: Allen & Unwin, 1977), s.189'da, Baron Abraham von Oppenheim'dan Bleichröder'e gönderilen Ekim 1875 tarihli mektuptan alıntı yapıyor.

1882 Fransa: "Benzer bir felaketi daha önce görmedim."[30]

1929 ABD: "Modern çağın –aslında South Sea Balonu'ndan beri– en büyük yükseliş ve çöküş dalgası."[31]

Bununla birlikte bu söylem büyük oranda yumuşamıştır. Ayrıca son kredi merciinin varlığı her ne kadar aşırı ticarete yol açabilse de, aşırı ticaret oluştuğunda endişeyi azalttığı şeklindeki görüş bir grup ünlü iktisatçı tarafından 1930'larda öne sürülmüştür. Temmuz 1932'de Sir Josiah Stamp'ın başkanlığını yaptığı, G. D. H. Cole, J. M. Keynes, Sir Alfred Lewis, Sir Arthur Salter, Sir Frederick Leith-Ross'un üye olarak bulunduğu, H. D. Henderson ve A. F. Hemming'in ortak sekreterliğini yaptığı Ekonomik Enformasyon Komitesi şunları yazıyordu:

> 19. yüzyılda Banka Yasası'nın gerektiğinde askıya alınabileceği ve sonuç olarak sağlam teminatlar sunabilecek sıkıntıdaki borçluların bankadan avans alabilecekleri bilgisi paniklerin ortaya çıkmasını engellemeye yetmiştir.[32]

İngiliz hükümetine danışmanlık yapan bu iktisatçılar grubu bir uluslararası son kredi merciini savunduklarından Banka Yasası'nı askıya almanın etkinliğini abartmış olabilirler. Ayrıca komite Banka Yasası'nın askıya alınmasının kesin olmadığını görmezden gelmiş görünüyordu. Lidderdale bunu 1890'da sürekli askıya almanın yıkıcı etkilerinden endişelenerek büyük oranda gösteriyordu.

Çılgınlıkların hafiflediği görüşü İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lerde birbiri ardına ekonomide aşırı canlanmanın çılgın örneklerinin ortaya çıkmasına kadar gerçekten ikna edici oldu. Bu canlanmanın örnekleri arasında Üçüncü Dünya borçları, petrol sanayii, lüks da-

---

30 Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale* (Paris: Presses universitaires de France, 1960), s.145, Credit Lyonnais'nin bir yöneticisinden alıntı yapıyor.

31 John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929*, 3. baskı (Boston: Houghton Mifflin, 1972), s.vii.

32 Susan Howson ve Donald Winch, *The Economic Advisory Council, 1930-1939: A Study in Economic Advice During Depression and Recover* (Cambridge: Cambridge University Press, 1977), s.277-78'de yer alan Ekonomik Enformasyon Komitesi'nin "Survey of the Economic Situation, July, 1932" başlıklı 4. Raporu.

ireler ve apartmanlar, ofis binaları, alışveriş merkezleri, Ağustos 1982'den Ağustos 1987'ye kadar ABD'de borsa ve doların seyri –1982'den Şubat 1985'e kadar yükseliş, izleyen iki yılda düşüş– sayılabilir.

Yakın dönemdeki iki olaydan biri son kredi merciinin lehinde deliller sunarken diğeri aleyhinde deliller ortaya koyuyor. Son kredi merciinin lehindeki delillerden ikisi ABD'de yaşanmıştır. Bu iki olay Fed'in New York para piyasasına likidite akıttığı Ekim 1987'deki Kara Pazartesi sonrasında yaşanan keskin toparlanma ile yüksek oranda destek gören *hedge* fonu Long Term Capital Management'in çökmesinin tehdit ettiği finansal sistemin paçayı kurtarmasından sonra aktif fiyatlarının ve ekonomik büyümenin hızlı şekilde düzelmesidir. Aleyhte kanıtlar sunan ikinci olay ise 1990'larda Japonya'nın yaşadığı sorunlarla ilgilidir fakat bu örnekte kurtulma çabaları yavaştı, geniş bir alana yayılmıştı ve siyasi manevraların kontrolündeydi.

Doğu Asya, Brezilya ve Rusya krizlerini yenmek için IMF, Dünya Bankası ve finansal bakımdan güçlü ülkelerin çabaları sonuçsuz kaldı. Doğu Asya kendini kurtarmış görünüyor. 27 Ağustos 1999 tarihli *The Economist* kapağında şu başlığı atıyordu: "Asya'nın Şaşırtıcı Dönüşü"[33] Bu satırlar yazılırken Rusya daha fazla olmak kaydıyla hem Rusya hem de Brezilya mücadeleye devam etmekteydi.

YENİ BİR ULUSLARARASI FİNANSAL MİMARİ İHTİYACI

1990'ların sonundaki kaotik dünya finans şartları bu sorunların ele alınışının değiştirilmesine yönelik çok fazla teklif üretti. Bunlar yardım çabalarından vazgeçip tamamen piyasaya bırakmaktan,[34] Bretton Woods kurumlarını kaldırıp tekrar başlamaya kadar geniş bir yelpazeyi içine alıyor. IMF eleştirmenleriyse özellikle çok kalabalıktır. Bazıları Bretton Woods ikilisinin üzerine bölgesel kalkınma bankaları ya da Uluslarara-

---

33 *The Economist*, cilt 352, no.8135 (21 Ağustos 1999), "Asia's Bounce Back", s.11-12; ayrıca bkz. "Asia's economic recovery", *a.g.e.*, s.16-18.

34 Sebastian Edwards, "Abolist the IMF", *Financial Times*, 13 Kasım, 1998, s.12 ve Milton Friedman, "Markets to the Rescue", *Wall Street Journal*, 13 Ekim, 1998, s.A22.

sı Ödemeler Bankası gibi yeni bir otorite konmasını istemektedir.[35] Bazıları da bölgesel kalkınma bankalarına benzer bölgesel son kredi mercileri önermektedir. Sayı istendiği kadar olabilir.[36] Üretken bir uluslararası iktisatçı olan Barry Eichengreen bu konuyu araştıran ve kendi önerilerini de sunan *Toward a New International Architcture: A Practical Post-Asia Agenda*[37] isimli özet bir çalışma hazırlamıştı.

Bir reform önerisi, son kredi merciinin, bölgesel temelde kalkınma bankalarına, Avrupa Birliğine, NAFTA'ya, Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği'ne (Associotion of Southeast Asian Nations: ASEAN) ve Mercosur'a benzer şekilde örgütlenmesi gerektiği şeklindedir. 7 Temmuz 1999 tarihli Asian Pacific Economic Center'ın (Asya Pasifik Ekonomik Merkezi, APEC) *Economics Newsletter*'ında (Ekonomi Bülteni), bu yapının (ve muhtemelen ASEAN'ın) sona ermesinin Temmuz 1997'de başlayan Asya finansal kriziyle açıkça bağlantılı olmadığını belirtiliyor. Bülten krizden toparlanmanın, ticareti sürdürmenin APEC'in hedefleri arasında olduğunu fakat APEC'in geleceğinin IMF ve Dünya Bankası gibi daha geniş uluslararası örgütlerden destek aramak şeklinde olduğunu söylüyor. Daha genel bir düzeyde bakacak olursak, hem uzak hem de yakın tarihin gösterdiği gibi finansal sorunlara bölgesel yaklaşım, bir bölgede başlayıp okyanusu aşan sorunlara uygun düşmemektedir.

---

35 Bkz. John Eatwell ve Lance Taylor, "International Capital Markets and the Future of Economic Policy", Working Paper no.9 of the Center for Economic Policy Analysis, Series III (New York: School for Social Research, 1998), s.12-15.

36 Sermaye hareketleri, banka yeniden yapılandırmaları vb.'ne getirilecek yeni düzenleme, denetim veya vergilerle ilgili olarak sayısız öneri bulunmaktadır. Özellikle banka yeniden yapılandırmaları Uluslararası Ödemeler Bankası'nın Politika Tebliği'nin (no 6, Ağustos 1999) konusudur. Belki de IMF eleştirilerinin çoğu, son kredi mercii olarak katı para ve maliye politikalarını şart koşmasındaki ısrarına yöneliktir. Başta Harvard Üniversitesi'nden Jeffrey Sachs'ın bulunduğu bazı iktisatçılar IMF politikalarının krizdeki ülkelerin halkına büyük yük yüklediğini belirtmektedirler. Bu iktisatçılara göre krizdeki ülkeler döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmalı ve istihdamı korumak için bütçe açıklarına katlanmalıdır.

37 Barry Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture: A Pratical Post-Asia Agenda* (Washingon, D.C.: Institute for International Economics, 1999). Eichengreen'in "International Architecture Reform Scorecard", *The International Economy* (Mayıs-Haziran 1999), s.34-35 ve eşlik eden makalede ortaya konmuştur.

Konu uzun bir tartışmanın sonunda birkaç cümleyle açıklanmayacak kadar geniştir, yine de eski mimariyi zorla kabul ettirdikten sonra kapsamlı yeni planlar tavsiye etmenin çok anlamlı olmadığı konusunda Barry Eichengreen'le aynı fikirdeyim.[38] IMF'nin ve müşterisi ülkelerin mevcut politika hatları, özellikle de bu ülkelerin finansal ve parasal politika hatları boyunca tedbirlilik ve şeffaflıktaki bazı ilerlemeler daha umut vericidir. Daha öncesinde bir anlaşma olmaksızın atılacak adımlarla ilgili Bretton Woods'taki gibi yeni bir dünya konferansı düzenlemek muhtemelen dünya finansını bir araya toplamaktan ziyade bloklara bölen –altın, sterlin ve dolar blokları– üzücü Temmuz 1933 Dünya Ekonomik Konferansı başarısızlığı modelini takip edecektir.

Siyasi Boyutlar: Ulusal Bağlam

İktisatçılar finansal krizlerle nasıl baş edeceklerini bildiklerini düşünüyorlar. Bu formül "önce para saç, kriz bittikten sonra da bu parayı temizle" şeklinde özetlenebilir. Ekim 1987 çöküşünden sonra bu formül Federal Reserve System tarafından mükemmel bir operasyon şeklinde uygulanmıştı. Merkez bankaları para yaratabilir ve son kredi mercii bir merkez bankası olduğunda problem politik olmaktan ziyade genellikle tekniktir.

Bununla birlikte tüm kurtarma operasyonlarında açık piyasa işlemlerinin genelleştirildiği gibi genelleştirilmeyen bir politik boyut vardır: Kime yardım edilecek, kime edilmeyecektir? Temin'in New York bankalarının Bank of the United States'e saldırdıkları şeklindeki Friedman ve Schwartz'ın görüşüne karşı deliller sunarken iddia ettiği gibi, politik boyut olduğundan daha fazla görünebilir. Gerçek de olabilir. FSLIC güneybatıdaki tasarruf kurumlarını kurtarırken parası bittiğinde Kongre daha fazla para verilmesi yönünde karar almak zorundadır. Bu, aksi takdirde teknik olacak bir çözümü siyasileştirmektedir. New York City'nin ABD hükümetince kurtarılması ülkenin geri kalanı, özellikle de güneybatısının ters yönde güçlü bir popülist tepkisine yol

38 *A.g.e.*

açar. ABD'deki tasarruf kurumlarının 1980'lerdeki sıkıntısının rahatlatıcı yönlerinden biri, çoğunun ülkenin güneybatısında olmasaydı; sorun doğuda yoğunlaşsaydı, bankaların kurtarılmasına karşı çıkılabilirdi. (Güneybatıdakilerin çoğunun 1974-75 benzin kıtlığı sırasında hızlı araba kullanıp çok yakıt tüketen kuzeydoğulu "hanım evlatlarını" –eğer tamponlarına yapıştırdıkları ironik çıkartmalar ciddiye alınacak olursa– dondurmak istedikleri hatırlanabilir.)

Tüm son kredi mercii kredilerinin kamu yararına olduğu cümlesinde bir şey daha vardır. Kamu yararı her zaman hararetli tartışmalara konu olmuştur ve bedavacılar kendilerine düşen payı ödemek istemezler. Fakat ulusal düzeyde nihai sorumluluğu üstlenecek bir merkez bankası ve hükümet vardır. Uluslararası düzeyde bundan bahsedemeyiz.

Siyasi Boyut: Uluslararası Bağlam

Uluslararası düzeyde son kredi mercii meselesi bir önceki bölümde uzun uzadıya tartışıldı. Bu ve diğer uluslararası kamu yararı boyutlarında ABD'nin liderliği elden kaçırıp kaçırmadığı, eğer öyleyse sonra ne olacağı sorusu soruldu. Kitabı sona erdirirken, bu tartışmayı tekrar ele almayı düşünmüyorum. Bununla birlikte pat durumunun tehlikelerine de vurgu yapmalıyım:

"Önden buyurun sevgili Alphonse."

"Rica ederim, sevgili Gaston. Siz önden buyurun."

EK A

İktisatta İrrasyonalite

Üçüncü Bölüm finansal krizlerin bir yandan kısa hikâye tarzında olduğu, diğer yandan da irrasyonaliteye dayandığı ithamlarına karşı tarihsel yaklaşımı savunmaktadır. Hikâye tarzı suçlaması kolaylıkla bertaraf edilebilir. Tarihi hikâyeler kanıttır ve önemli olan kanıtın temsil gücünün olup olmadığıdır. İstatistiki kanıtlar, temsil gücüne sahip olabilecekleri gibi önyargılı da olabilir. Ben bu kitapta yer alan tarihi kanıtların kapitalizmin hâkim olduğu ekonomik hayatta tekrar eden bir modeli oluşturmaya yetecek derecede temsil gücüne sahip olduğunu iddia ediyorum. İddiaya karşı çıkış alçaltıcı nitelemelerden kaçınmalı ve eğer mümkünse kanıtların temsil gücünün olmadığını ispatlamaya odaklanmalıdır.

Rasyonalite üzerine daha önce pek çok açıklama yapıldı. İktisatta rasyonel davranış tüm aktörlerin aynı bilgiye, zekâya, tecrübeye ve amaca sahip olması demek değildir. Üstelik tüm bireysel aktörler rasyonel davransa da, zaman zaman terkip hatası şeklinde irrasyonel bir sonuç ortaya çıkabilmektedir. Bunun bir örneği tribündeki seyircilerin daha iyi görmek için ayağa kalkması, daha dramatik diğer bir örneği de tiyatroda çıkan yangında seyircilerin hep birden çıkışa hü-

cum etmesidir. Bu konuda daha fazla şey söylenebilir. Hatta iktisadi bir genel varsayım olarak bağımsız kişisel tercihlerle gelirin maksimize edilebileceği düşüncesi bile fazlasıyla basittir. Adam Smith, *The Wealth of Nations*'da *(Ulusların Zenginliği)* bu teoriye büyük bir uğurlama yaptı fakat daha önce yazdığı *Theory of Moral Sentiments*'de *(Ahlaki Duyguların Teorisi)*, benzemeye çalışmanın en yaygın güdülerden biri olduğunu ısrarla vurgulamaktaydı.[1] Eğer çoğumuz zenginlere benzemeye çalışırsak, benzemeye çalışma çabası gelir ve serveti maksimize etme dürtüsüyle aynı olur, fakat sürü güdüsü[2] –eğer bu tanım çok alaycı olmazsa– keşişlik, rahibelik, sosyal hizmetlere veya öğretmenliğe başlamak gibi başka yönlere sevk edebilir. Başkalarına benzeme gayreti üzerine yazdığı *Choosing the Right Pond (Doğru Havuzu Seçmek)* adlı kitabında Robert Frank herkesin aynı havuzu seçmediğini kabul ediyor.[3] Ayrıca benzeme çabası hem doğaya dönüş komünü üyelerinin hem de Armani'den giyinip Rolex saat takanların farkında olduğu ya da olması gerektiği gibi bağımsız zevk nosyonuna zarar vermektedir.

İnsanların farklı havuzlar seçtiği ve farklı nesnel işlevlere (veya zevklere) sahip oldukları kabul edilse bile, rasyonalite ve rasyonel beklentiler başka eleştirilere maruz kalacaktır. İnsanlar bilgiyi süzme, iletme, yönetme, güçlü şekilde içselleştirilmiş inançlara uyumlu hale getirmek için işleme kapasitesi olarak tanımlanan bilinçsel uyumda sorunlar yaşayabilirler.[4] Aynı bilgiye sahip insanların farklı inançlara sahip olup farklı sonuçları çıkarabilecekleri savunulmaktadır. İnsanlar ken-

---

1 Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (1759; 11. baskı, Edinburg: Bell and Bradfute, 1808), s.113, 143, 265.

2 James C. Van Horne, Amerikan Finans Birliği'ne başkanlık adına gönderdiği yazıda, aşırı ticaret, balonlar ve kendinden menkul kehanetlerde sürü psikolojisinin ve finansal aşırılıkların varlığını kabul etmektedir. Aynı zamanda nihai disiplinin piyasadan kaynaklanması gerektiğini söyleyerek finansal piysaların regülasyonuna karşı çıkmaktadır. Bu konuları bitiştirmeyi bilinçsel uyumsuzluk olarak görmemek zordur.

3 Robert H. Frank, *Choosing the Righ Pond: Behavior and the Quest for Status* (New York: Oxford University Press, 1985).

4 George A. Akerlof ve W. T: Dickens, "The Economic Consequences of Cognitive Dissonle", *American Economic Review*, cilt 72, no.3 (Haziran 1982), s.307-19.

di inandıklarının tam tersi inançları destekleyen kanıtları reddedebilir veya aldırmayabilirler. Chicago iktisat okulunun benzer güçlü kabullerine Üçüncü Bölüm'de değinilmişti. Tarihi bir örnek 17. yüzyılda Hollandalıların büyük oranda İngilizlerden aldıkları merkantilist görüşten verilebilir:

> Hollanda 17. yüzyılın en nefret edilen ve yine en fazla imrenilen ve kıskanılan tüccar ulusuydu... Paradoksal durum ise tüm merkantilistlerin ideali olan Hollanda'nın aynı zamanda merkantilist eğilimlerden çoğu ülkeye göre daha az etkilenmiş olmasıydı. Bunun tek açıklaması Hollanda'nın idealize edilmiş olmasıdır. İnsanlar onda gerçeklerden ziyade bulmak istediklerini buluyorlardı. 18. yüzyılda Hollanda'nın mevkiini iktisadi ütopya olarak Çin ele geçirince, bu eğilim daha da bariz hale geldi. Her iki durumda da insanları büyüleyen sonuçlardı ve bu sonuçlara onayladıkları araçlarla ulaşılıp ulaşılmadığını bulma zahmetine girişmediler.[5]

Bilinçsel uyumsuzluk araçlara bağlı kalırken tatmin edici olmayan neticeler oluşması halinde sonuçları görmezden gelerek süreci tersine çevirebilir.

İktisatçıların terimi kullanmaya meylettiği şekliyle rasyonaliteye diğer bir eleştiri *The Limits of Calculative Rationality*[6] *(Hesaplanabilir Rasyonalitenin Sınırları)* alt başlıklı yapay zekâ üzerine yapılan bir konuşmada Hubert Dreyfus adlı bir filozof tarafından yükseltildi. O, makinelerin asla uzmanlara üstün gelemeyeceğini savunuyordu –örneğin satranç gibi oyunlarda– çünkü makineler sınırlı bir işlemle hesap yapmak zorundadırlar oysa uzmanlar öğrenilmiş hesaplama işlemlerinin çoğunu içselleştirmişlerdir ve bir bakışta binlerce durumu fark ederek çabucak hareket edebilirler (fakat IBM'in Deep Blue'sunu düşünün). Bir aktif için piyasaya girenler farklı ilgileri, deneyimleri ve amaçları olan farklı sınıflardan insanlar olabilirler;

---

5 Elli F. Heckscher, *Mercantilism*, çev. Mendel Shapiro (1931; gözden geçirilmiş yeni baskı, Londra: Allen & Unwin, 1955), cilt 1, s.351-52.

6 Hubert L. Dreyfus, "From Socrates to Expert Systems: The Limits of Calculative Rationality", *Bulletin of the American Acedemy of Arts and Sciences*, cilt 40, no.4 (Ocak 1987), s.15-31.

dolayısıyla verili bir alandaki kişiler duruma farklı seviyelerde uzmanlık getirir (veya Üçüncü Bölüm'deki gibi tersine çırak, acemi, amatör ya da hizmetçi ve manav olabilirler). Dreyfus beceri kazanmayı beş aşamada tartışmaktadır: (1) Çıraklık (2) Kalfalık (3) Yeterlilik (4) Ustalık (5) Uzmanlık. Usta bir şoför veya uzman bir satranç oyuncusu belli bir anda ne yapılması gerektiğini hesaplamanın ötesine geçer. Bu kişiler gidişatı görür ve optimal hareket tarzını bulmada duraksamaksızın gerekeni yapar (şoförün durumunda trafiğin akışının gerektirdiği şekilde vitesi yükseltip düşürerek, gaza ya da frene basarak). Aktif piyasalarının rasyonel adımlarla hesap yapan akıllı, bilgili ve sermayesi güçlü spekülatörlerden oluştuğu ya da daima ve kaçınılmaz şekilde onlar tarafından belirlendiği fikri çoğu zaman böyle görünse de doğru değildir.

İktisatçılar başka çevrelerden de saldırıya maruz kalmaktadır. Üçüncü Bölüm'de "güneş lekelerinden", belirsizlikle ilgilenen güçlü istatistiksel dinamik formlardan bahsetmiştim. Her ne kadar bir dostum öğrencilerine teoriyi öğretirken onlara bu kitabı referans gösterdiğini söylese de ben tam olarak anlayamıyorum. Anladığım kadarıyla ise bu basit görünen kaos teorisiyle ilgili olabilir. O verili bir durumda mevcut olan çok fazla değişken nedeniyle önceden ne olacağını tespit etmenin mümkün olmadığını iddia ediyor. Para ve Fransız Devrimi üzerine yazılmış bir kitap da aynı şekilde "öngörülmeyen sonuçlar"[7] üzerine tartışmalarla dolu. Ünlü Chicago'lu tarihçi William McNeill modern çağdaki (yani 14. yüzyıldaki Kara Ölüm'den sonraki dönem) nüfus baskısının etkili sonuçlarıyla ilgili yazıyor. Fakat baskının çeşitli istikametlere yönlendirebileceğini de kabul ediyor. Bu baskı İngiltere'de Sanayi Devrimi'ne, Fransa'da demokratik devrime ve günümüzde Ortadoğu'da sadece İsrail ile Arap devletleri arasında değil, aynı zamanda hem Arap devletlerinin kendi arasında hem de kökten dinci İran'la di-

7 Örneğin bkz., William M. Reddy, *Money and Liberty in Modern Europe: A Critique of Historical Understanding* (Cambridge: Cambridge University Press, 1987), s.25, 45, 53, 57. Reddy karmaşıklığa, tesadüfi ilişkilerin sonuçsuzluğuna, kasti olmayan hareketlerin sonuçlarına, devasa krizleri ortaya çıkaran dünyanın dikkat edilmeyen özelliklerine ve pek çok olayda yanıltıcı kehanetlerde bulunmaya vurgu yapmaktadır.

ni savaşlara yol açmıştır.[8] Bu olaylar iktisat tarihinde öngörme zorluklarını teyit etmektedir. Sanırım kaos teorisi evrime uygulandı. Binlerce, belki milyonlarca mutasyon mümkün fakat bilim hangisinin gerçekleştiğini öngöremiyor. Aydınlanmanın gerektirdiği sebep sonuç ilişkisi işlemektedir fakat karmaşık durumlarda verili bir sebebi verili bir sonuca bağlamak rasyonel davranışın basit kurallarına ters düşmektedir.

Tüm iktisatta rasyonellik varsayımında ısrar etmenin son bir sebebi bana skolastisizmin sınırlarına doğru ilerlemek gibi geliyor. Oliver Blanchard ve Mark Watson rasyonel balonlar üzerine bir tebliğ yazdılar. Rasyonellik varsayımını kullanmanın meşrulaştırılmasını standart bir sebebe bağlıyorlardı: Rasyonel balonları analiz edebilmek için gerekli olan matematik zordur; irrasyonel balonları analiz etmek için gerekli olansa daha da zordur.[9] Bu, bana tekniği iktisadi temelin üstüne çıkarmak gibi geliyor. Günümüzde iktisat her şeyi matematiksel terimlerle ifade etmekte ısrarcı davranıyor. Eski fikirlere matematik elbisesi giydiriliyor ve "yeni" diye isimlendiriliyor. Asıl soru analiz ettiğimiz iktisadi olguyu anlamamıza matematiğin katkı yapıp yapmadığıdır. Pek çok karmaşık soruda yaptığına eminim. Diğerlerinde ise tüm komünist yazarların konuya girmeden önce zikretmeyi alışkanlık haline getirdikleri Kral Marx'ın *Kapital*'inden beş alıntı gibi büyük oranda törensel görünüyorlar.

Nobel ödüllü iktisatçı Jan Tinbergen iktisadi büyüme üzerine bir dizi kitabı gözden geçirirken kendi yöntemi olan ekonometrik yöntem veya "doğru" olan yöntemle "edebi iktisadı" karşılaştırıyor. Ona göre eldeki sorunla ilgili iktisadi değişkenler listesi toplanmalı, bu değişkenler arasında ilişki olduğu varsayılmalı, değişkenleri temsil eden istatistiki veriler bir araya getirilmeli, ilişkiler ekonometrik olarak test edilmeli ve politika formüle etmede ilişkilere en uygun formüller kul-

---

8 Willam H. McNeil, "The Demographic Background for Modern Social Transformation", MIT'ın Bilim, Teknoloji ve Toplum programında ders, Cambridge, Mass., 8 Mayıs 1985.

9 Olivier J. Blanchard ve Mark W. Watson, "Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets", Paul Wachtel, ed., *Crises in the Economic and Financial Structure* (Lexington, Mass.: D.C. Heath, 1982), s.295-316.

lanılmalıdır.[10] Tinbergen "edebi iktisatçılar"ın ilk aşama olan değişkenleri toplama aşamasında durduklarını iddia etmektedir.

Farklı bir görüş, Tinbergen'in yaklaşımında gizli olan "bilimsel metod"un özünde edebi olduğunda ya da kendi ifadesiyle retorik (Güzel söz söyleme sanatına ait olan – ç.n.) olduğunda ısrar eden Donald McCloskey'den gelmiştir.[11] McCloskey tamamen nesnel ifadeler olarak gizlenen benzetme, metafor ve otoriteye başvuran bilimin temelde retorik olduğunu iddia etmiş ve iktisada bir hikâyeler dizisi olarak bakmayı tercih etmiştir; seyirciler daha sonra hikâyelere gerçek veya gerçekdışı olarak bakmayı tercih edebilir. Iktisat karşılıklı bir konuşma olmalıdır; iktisadi konuşmalar ikna etmeye çabalamalıdır ve ikna etmenin bir yolu örneklerle tartışmaktır.

Ben bu kitabın yapmaya çalıştığının bu olduğunu iddia ediyorum. Bu kitap Fisher-Minsky modelinin her zaman ve zeminde geçerli olduğunu iddia etmiyor, sadece iktisatçılara neler olduğunu anlamada yardım edeceği zamanlar olabileceğini söylüyor. Diğer bir bağlamda ise tek bir modele başvuran iktisatçıların kendilerini geliştiremeyeceğini öne sürdüm.[12] İktisat, iktisatçının belli bir probleme uygun model ya da aleti seçmesi gereken bir alet-edevat kutusudur. Alet ya da aracın seçimi kısmen bilimsel bir iştir ve belli bir tip problem üzerinde uzmanlaşan analistin becerisine sıkıca bağlı olabilir; fakat sanatsal seçim büyük oranda burada da kendini gösterir. İstikrarsızlığın kural olduğunu iddia etmiyorum. Yalnızca tarihte iyi bir uygulayıcıyı belirtiler konusunda alarmda tutacak kadar sıkça tekrarlandığını iddia ediyorum. İstikrarla karşılaşıldığı gibi istikrarsızlıkla da karşılaşılmaktadır. Bazen trendler vardır, bazen de finansal krizler.

İkna yolunda bir adım daha kaldı. Bu kitap iktisadi hastalıklarla ilgilidir. İktisadi hastalıklar vuku bulur. Birçok ekonomi çoğu zaman

---

10 Jan Tinbergen, "Optimal Development Policies: Lessons from Experience", *The World Economy*, cilt 7, no.1 (Mart 1984), s.112-16.

11 Donald N. McCloskey, *The Rhetoric of Economics* (Madison: University of Wisconsin Press, 1985).

12 C. P. Kindleberger, *Economic Laws and Economic History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1989).

sağlıklıdır fakat bazen bir ekonomi şu veya bu iktisadi virüsü kapabilir. Burada incelenen virüs ödünç alınan fonlarla yapılan spekülasyondur. Bu virüsün incelenmesi, bir hastalığın belirtilerini bilenlerin hastalığın kurbanı oldukları şeklindeki meşhur patetik hata riskiyle karşı karşıyadır. Aynı zamanda uygun olmayan durumlar için de benzer tedavi reçetelerinin kullanılması ve finansal kriz reçetelerinin başka sorunlara tatbik edilmesi riski de vardır.

Piyasanın rasyonelliğine inananlar piyasanın kendi hatalarını düzeltmeyi öğrendiği ve öğrenme konusunda hükümetlerden daha iyi olduğunu iddia edeceklerdir. Böyle olabilir fakat İspanya'da hükümetlerin 1550'den 1650'ye kadar öğrenmede başarısız olmaları gibi İngiltere'de de piyasalar 18. ve 19. yüzyıllarda öğrenmede başarısız oldular. 19 Ekim 1987'de yaşanan olaylar piyasaların geçmişten alınan dersleri hatırlayıp hatırlamadıklarını merak ettiriyor. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra tazminatlar ve savaş borçları karmaşası yerine İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Mashall Planı'nın uygulanması, hükümetlerin bazen öğrenebildiklerini göstermektedir.

İrrasyonel şeyler olmaları sebebiyle balonların ve iflasların oluşmayacağına dayanarak, finansal krizleri dikkate almamak teori adına gerçekleri görmezden gelmektir. Benim bu kitapta ilgilendiğim, hastalığın tedavisinden ve tedavi süresinden çok, teşhisidir. Finansal krizler için uygun tedaviyi bildiğimi sanıyorum –son kredi mercii– fakat bunun neticesinde ortaya çıkan süreç mutlak yan etkilerle gölgelenmiştir.

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998

Yıl	1618-1623	1636-1637	1690-1696
Ülke (Şehir)	**Kutsal Roma İmparatorluğu**	**Hollanda Cumhuriyeti**	**İngiltere**
İlişkili olduğu olay	Otuz Yıl Savaşları	İspanya'ya karşı savaş esnasında yaşanan patlama	Şanlı 1688 Devrimi; Fransa'yla savaş, 1689-1697
İzlediği spekülasyonlar	Yardımcı metal para, kötü paranın iyi parayla değiştirilmesi	Dutch East India Company'nin hisseleri, gayrimenkul, egzotik lale soğanları, sıradan lale soğanları, kanallar	East India Company hazine, yeni şirketler, piyangolar
Parasal genişlemenin kaynağı	Metal paraların ağırlık, altın oranı ve ölçü olarak değer kaybetmesi	Hiçbir şey (?), ayni peşinat ödemeleri	Metal paranın değerinin düşürülmesi, 1694'te Bank of England'ın kurulması
Spekülasyonun zirvesi	Şubat 1622	Şubat 1637	1695
Krizler (iflas, panik)	Şubat 1622	Şubat 1637	1696
Son kredi mercii	Yok	Yok	Yok

Yıl	1720	
Ülke (Şehir)	**İngiltere**	**Fransa**
İlişkili olduğu olay	Utrecht Anlaşması 1763	XIV. Lo ölümü
İzlediği spekülasyonlar	Soth Sea Company'nin hisseleri, devlet borçları	Mississ Compa Généra Royale
Parasal genişlemenin kaynağı	Sword Blade Bank	John L bankal
Spekülasyonun zirvesi	Nisan 1720	Aralık
Krizler (iflas, panik)	Eylül 1720	Mayıs
Son kredi mercii	Bank of England (??)	Yok

lmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

	1763	1772	
	Amsterdam	**Britanya**	**Amsterdam**
ıis'nin 715	Yedi Yıl Savaşları'nın bitmesi	Yedi Yıl Savaşları (10 yıl sonra)	
ppi ıy, Banque e, Banque	Mal Spekülasyonu, özellikle de şeker (?)	Emlak, paralı yollar kanallar	East Indıa Company
w'un n	*Wisselruitij* (Borç senedi zinciri)	Ayr Bank; taşra bankaları	*Wisselruitij*; Amsterdam bankaları
719	Ocak 1763		Haziran 1772
720	Eylül 1763		Ocak 1773
	Bank of England	Bank of England	City of Amsterdam

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	1792	1793	1797	1799	1810	1815-16
Ülke (Şehir)	**ABD**	**İngiltere**	**İngiltere**	**İngiltere**	**İngiltere**	**İngiltere**
İlişkili olduğu olay	Anayasanın kabulü, 1789	Terör dönemi (Fransa)	*Assignatlar*'ın çöküşü; Fishguard'a Fransız çıkarması	Kıta kuşatmasının kırılması	Wellington'un yarımada seferi	Napolyon Savaşları'nın sonu
İzlediği spekülasyonlar	ABD bonolarının toparlanması	Kanal çılgınlığı	Tahviller, kanallar	Mallar	Brezilya (ve İskandinavya'ya) ihracat	Kıta ve ABD'ye ihraç malları
Parasal genişlemenin kaynağı	Hazine kamu tahvillerini Bank of the U.S. hisseleriyle ayn fiyattan kabul etti.	Fransa'dan sermaye girişi	Taşra bankaları	*Wechselreiterei*	Taşra bankaları	Bankalar
Spekülasyonun zirvesi	Ocak 1792	Kasım 1792	1796	1799	1809	1815
Krizler (iflas, panik)	Mart 1792	Şubat 1793	Şu.Haz. 1797	Ağ.-Kasım 1799	1810, Ocak 1811	1816
Son kredi mercii	ABD Hazinesinin APİ alımları, ertelenen gümrük ödemeleri	Hazine bonoları	Hazine bonoları, altının terk edilmesi	Donanma bonoları	Hazine bonoları	?

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	**1819**		**1825**	**1828**	**1836**	**1837**	**1838**
Ülke (Şehir)	**İngiltere**	**ABD**	**İngiltere**	**Fransa**	**İngiltere**	**ABD**	**Fransa**
İlişkili olduğu olay	Waterloo (beş yıl sonra)		Baring kredisinin başarısı; faiz oranlarında düşüş	Faiz oranlarında düşüş	Tekstilde patlama	Jackson'ın başkan seçilmesi	Temmuz 1830 Monarşisi
İzlediği spekülasyonlar	Mallar, tahviller	Ambargo ardında imalat	Latin Amerika bonoları, madenler pamuk	Kanallar, pamuk, inşaat alanları	Pamuk demiryolları	Pamuk, arazi	Pamuk inşaat alanları
Parasal genişlemenin kaynağı	Genel olarak bankalar	Bank of the U.S.	Taksitle satılan bonolar, taşra bankaları	Paris bankaları	Anonim şirket bankaları	Kuralsız bankalar, gümüşün alıkonması	Bölgesel bankalar
Spekülasyonun zirvesi	Aralık 1818	Ağustos 1818	1825 başları		Nisan 1836	Kasım 1836	Kasım 1836
Krizler (iflas, panik)	Yok	Kasım 1918'den Hazi.1819'a	Aralık 1825	Aralık 1827	Aralık 1836	Eylül 1837	Haziran 1837
Son kredi mercii	İhtiyaç duyulmadı.	Hazine'nin metal para mevduatları	Bank of England	Paris, Basel bankaları, Bank of France bankaları		Bank of France ve Bank of Hamburg Bank of England'a yardım etti.	

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	1847		1848	1857	
Ülke (Şehir)	**İngiltere**	**Kıta Avrupası**	**ABD**	**İngiltere**	**Kıta Avrupası**
İlişkili olduğu olay	1836 patates hastalığı, kötü buğday hasadı			Kırım Savaşı'nın bitmesi	
İzlediği spekülasyonlar	Demiryolları, buğday	Demiryolları, buğday, bina (Köln)	Demiryolları, kamu arazileri	Demiryolları, buğday	Demiryolları, ağır sanayi
Parasal genişlemenin kaynağı	Demiryolu tahvillerinin taksitli satışı	Bölgesel bankalar	Altın bulunması, takas odaları	Banka birleşmeleri takas odaları	Credit Mobilier, yeni Alman bankaları
Spekülasyonun zirvesi	Ocak 1847	Mart-Nisan 1848	1856'nın sonu		Mart 1857
Krizler (iflas, panik)	Ekim 1847	Mart 1848	Ağustos 1857	Ekim 1857	Kasım 1857
Son kredi mercii	1844 Banka Kanunu'nun askıya alınması	Bank of England'ın Bank of France'a kredi vermesi; Rusya'nın Fransız tahvillerini satın alması	İngiltere'den sermaye girişi	1844 Banka Kanunu'nun askıya alınması	Silberzug (Hamburg)

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	1864	1866	1873		1882
Ülke (Şehir)	**Fransa**	**İngiltere/İtalya**	**Almanya/Avusturya**	**ABD**	**Fransa**
İlişkili olduğu olay	İç Savaş'ın bitmesi	Genel sınırlı yükümlülük	Fransa-Prusya tazminatı	1872 kampanyasında ortaya çıkan yolsuzluk	Güneydoğu Avrupa'ya yayılma
İzlediği spekülasyonlar	Pamuk, genel olarak gemicilik şirketleri		İnşaat alanları, demiryolları, tahviller, mallar	Demiryolları, malikaneler, Chicago binaları	Lyon'daki yeni bankaların hisseleri
Parasal genişlemenin kaynağı	Credit Mobilier	Anonim şirket takas odaları	Yeni sanayi bankaları, aracı bankaları, inşaat bankaları	Kısa vadeli krediler; Avrupa sermayesinin akışı	Marjdan alınan tahviller
Spekülasyonun zirvesi	1863	Temmuz 1865	1872 sonbaharı	Mart 1873	Aralık 1881
Krizler (iflas, panik)	Ocak 1864	Mayıs 1866	Mayıs 1873	Eylül 1873	Ocak 1882
Son kredi mercii	Bonoların vadeleri uzatıldı	Banka Kanunu'nun askıya alınması; İtalya sabit pariteyi terk etti.	Yok	Yok	Paris bankalarından sınırlı yardım

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	1890	1893		1907		1920-21
Ülke (Şehir)	**İngiltere**	**ABD**	**Avustralya**	**ABD**	**Fransa/İtalya**	**Britanya/ABD**
İlişkili olduğu olay	Arjantin'in güney arazilerini takas etmesi; Brezilya, kahve; Şili, nitrat; Güney Afrika, altın	Sherman Gümüş Yasası 1890	Şehirlerin büyümesi	Rus-Japon Savaşı (?), San Francisco depremi (??)		Savaş sonrasında yaşanan patlamanın sona ermesi
İzlediği spekülasyonlar	Arjantin tahvilleri, özel şirketlerin halka açılması	Gümüş, altın	Arazi, altın madenleri	Kahve, Union Pacific	Bankalardan sınai borçlanma	Tahviller, gemiler, mallar, stoklar
Parasal genişlemenin kaynağı	Goschen değişimi	Daralma	Sermaye akışı	Tröst şirketleri	Società Bancaria Italiana	Bankalar
Spekülasyonun zirvesi	Ağustos 1890	Aralık 1892	1891	1907'nin başları	Mart 1906	1920 yazı
Krizler (iflas, panik)	Kasım 1890	mayıs 1893	1893 baharı	Ekim 1907	Ağustos 1907	1921 baharı
Son kredi mercii	Baring'in borçlarına garanti verildi; Bank of France; Rusya'nın İngiltere'ye altın kredi vermesi	Ağustos 1893 tarihli Sherman Gümüş Yasası'nın kaldırılması	Yok	Britanya'dan 100 milyon dolar girişi	Bank of Italy	Yok

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	1929	1931-33	1950'ler, 1960'lar	1974-75
Ülke (Şehir)	**ABD**	**Avrupa**	**Tüm dünya**	**ABD, tüm dünya**
İlişkili olduğu olay	Savaş sonrası uzayan patlamanın bitmesi	ABD'nin dış kredilerinin kesilmesi	Makro-ekonomik koordinasyon olmaksızın konvertibiliteye geçiş	Bretton Woods'un çökmesi: OPEC'in 1973'te fiyatları yükseltmesi
İzlediği spekülasyonlar	1925'e kadar arazi, 1928-29'da hisse senetleri	Uygun değil	Döviz	Hisseler, REİT'ler, ofis binaları, tankerler, Boeing 747'ler
Parasal genişlemenin kaynağı	Marjda alınan hisseler	ABD krediler	Uygun değil	1970-71'de Eurodolar piyasalarının taşması
Spekülasyonun zirvesi	Eylül 1929	1929	1958'de Fransa'nın, 1962'de Kanada'nın, 1963'te İtalya'nın 1964'te İngiltere'nin, 1968'de Fransa'nın, 1973'te ABD'nin vb. paraları üzerinde spekülasyon	1974-75
Krizler (iflas, panik)		Ekim 1929 Avusturya, Avusturya, Haziran 1931'de Almanya, Eylül 1931'de Britanya, Aralık 1931'de Japonya, Mart 1933'te ABD	Mayıs 1931'de	
Son kredi mercii	FRBNY'nin API'leri yetersiz	ABD'de, Fransa'da zayıf çabalar	BIS'in *swap* ağı	BIS'in *swap* ağı

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

Yıl	**1979-82**	**1982-87**
Ülke (Şehir)	**ABD, dünya**	**ABD**
İlişkili olduğu olay	Üçüncü Dünya'ya verilen banka sendikasyon kredileri, 1979'da OPEC'in petrol fiyatlarını yükseltmesi, ABD'nin güneybatısında gayrimenkul, ABD'de tarım arazileri, dolar	Borsa, lüks evler, ofis binaları, dolar
Parasal genişlemenin kaynağı		Sermaye girişi
Spekülasyonun zirvesi	1979	1985'te dolar, 1987'de hisseler, 1987'de gayrimenkul
Krizler (iflas, panik)	1979'da dolar, 1979'da tarım arazileri, 1980'de petrol, 1982'de Üçüncü Dünya borçları	
Son kredi mercii	IMF, FRBNY, Meksika'nın borçları için ABD, Farm Loan Bank Yönetim Kurulu	FRBNY açık piyasa işlemleri yapan bankalar, FDIC, FSLIC dolar, *swap*

Yıl

Ülke (Şehir)

İlişkili olduğu olay

Parasal genişlemenin kaynağı

Spekülasyonun zirvesi

Krizler (iflas, panik)

Son kredi mercii

EK B
Finansal Krizlerin Stilize Edilmiş Taslağı, 1618-1998 (devam)

1990	1994-95	1997-98
Japonya	**Meksika**	**Tayland, Endonezya, Malezya, Kore, Rusya, Brezilya**
Nikkei Hisse endeksi, gayrimenkul	Deregülasyon, sermaye girişi ve çıkışı, hızlı iç büyüme	Deregülasyon, sermaye girişi ve çıkışı, dış borçlanma
1986'da faiz oranlarının düşürülmesi	Sermaye girişi, banka banka kredileri, yerli yeni bankalar 1991, millileştirilen bankaların özelleştirilmesi 1191	Banka kredileri, inşaat sektöründe patlama, ahbap çavuş kapitalizmi
1989'un ilk yarısı	1994-95	1997-98
Ocak 1990	1994-95	1997-98
Maliye Bakanlığı ve Bank of Japan yavaş hareket etti.	ABD İstikrar Fonu, IMF, IADB	IMF, World Bank, ADB, iki taraflı ülke kredileri

Dünyanın öndegelen iktisatçıları arasında sayılan Charles P. Kindleberger'in konusunun klasik eserleri arasına girmiş olan *Cinnet, Panik ve Çöküş* adlı eseri ilk kez 1978'de yayınlandı. Yazar, "kökü kurumayan döngüler" diye tanımladığı mali krizleri açıklarken; öncelikle bu konuda genel bir tanımlamaya gitmenin zor olduğunu, ancak spekülasyona yolaçan koşullarla birlikte parasal boyutlarda kredinin genişlemesi ve mali sıkıntılarla başlayıp, panik ve ardından çöküşle birlikte tamamlanan kriz modelinin analizlerle çıkarsamalara arkaplan sağladığına dikkat çekiyor.

Kindleberger bu çalışmasında, daha önce 1929 Ekonomik Buhranı ile ilgili yazdığı kitapta değindiği, krizlerin derinliği ve uzunluğuna neden olarak gösterdiği, 'krizlerde bir son uluslararası merci olmaması hususunu' daha da genişleterek ele alıyor.

İlk kez 1978'de basılan bu kitap genellikle İkinci Dünya Savaşı öncesinde yaşanan krizleri ele alıyordu. Ekim 1987'de Kara Pazartesi diye bilinen borsa krizinden sonra, bu gelişmeleri de içine alan ve 1880-1893 arasındaki döneme ilişkin araştırmayı de içeren çalışma, 1989'da ikinci kez basıldı. Ocak 1990'da patlak veren ve 90'lı yıllarda süren Japon krizi ise üçüncü baskının yapılmasına neden oldu. Yazarın ölümünden önce yapılan son baskısında ise Meksika'da ve Doğu Asya'daki krizlerin ortaya çıkardığı sorunların da yer verildiği *Cinnet, Panik ve Çöküş* bu alanda klasik bir eser haline geldi.

2008 küresel krizinin yaşanmakta olduğu şu günlerde, kitabın yayınevimiz tarafından yapılan 2. baskısının bu krizi anlamakta aydınlatıcı olacağını düşünüyoruz.

Önümüzdeki beş yıl içinde Kindleberger'in Cinnet, Panik ve Çöküş *kitabını tekrar tekrar okumadığınız için kendinize çok kızabilirsiniz.*
Paul A. Samuelson, *Massachusetts Institute of Technology*

Cinnet, Panik ve Çöküş, *para ve kredinin yanlış yönetilmesinin, yüzyıllardır nasıl mali çöküşlere yol açtığına ilişkin akademik bir inceleme.*
Richard Lambert, *Financial Times*

Bu kitap Kindleberger'in mali tarih konusundaki zeka, kavrayış ve tutkusuyla göz alıyor. Gerçekten keyif verici.
Robert Z. Aliber, *Chicago University*

Kindleberger'in kitabından dersler çıkaran okur, mutlaka önümüzde uzanan mali krizleri öngörecektir.
Richard Sylla, *New York University*

Türkiye'nin piyasa ekonomisine geçmekte yaşadığı ciddi gecikme, mali kriz tarihimizi fakir bırakmıştı. Yakın geçmişte, kısa sürede çok mali kriz çıkartarak, bu işi daha uzun süredir yapan ülkelerle aradaki farkı en azından bu konuda kapatmaya çalıştık. Ama daha yolumuz var. Yılını, ayını, gününü ve saatini veremesek de bir sonraki mali krizin kapının hemen arkalarında bir yerde heyecanla sırasını beklediğini çoğumuz biliyoruz. O açıdan bu kitabın dikkatle okunmasının ve eşe dosta önerilmesinin şu günlerde yapılacak en akıllı yatırımlardan biri olduğu kanısındayım.
Asaf Savaş Akat, *İstanbul Bilgi Üniversitesi*

