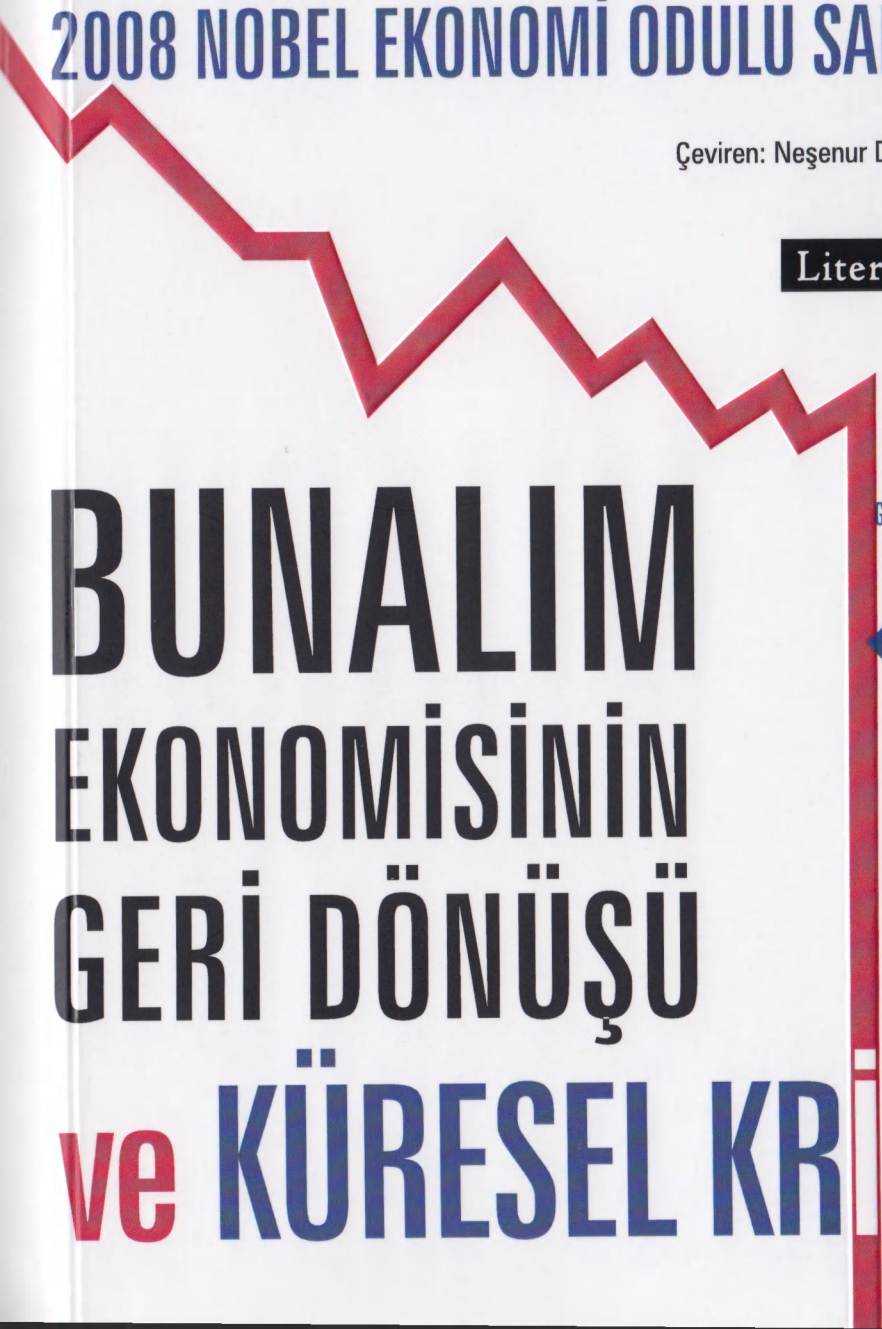
PAUL KRUGMAN

2008 NOBEL EKONOMİ ÖDÜLÜ SAHİBİ

Çeviren: Neşenur Domaniç

Literatür®



BUNALIM EKONOMİSİNİN GERİ DÖNÜŞÜ ve KÜRESEL KRİZ

Güncellenen ve Genişletilmiş

6 BASIM

LİTERATÜR YAYINLARI: 595

BUNALIM EKONOMİSİNİN GERİ DÖNÜŞÜ ve KÜRESEL KRİZ

Paul Krugman

Kitabın özgün adı:
The Return of Depression Economics and The Crisis of 2008

Çeviren : Neşenur Domaniç

Birinci Basım, Haziran 2001
Altıncı Basım, Şubat 2010

Genel Yayın Yönetmeni : Kenan Kocatürk
Kapak : Emel Atik
Uygulama : Emel Atik
Baskı ve Cilt : Ayhan Matbaası - Tel.: (0212) 445 32 38

ISBN: 978-975-04-0543-3

© Copyright 2009,1999 by Paul Krugman

© Copyright 2010, **Literatür:** Yayıncılık
Bu kitabın yayın hakları Akcalı Ajans Ltd. Şti. aracılığıyla **Literatür:** Yayıncılık Dağıtım Pazarlama San. ve Tic. Ltd. Şti.'ne aittir. Kitabın tamamı veya bir bölümü hiçbir biçimde çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yeniden elde edilmek üzere saklanamaz.

Sertifika No: 10843

LİTERATÜR: YAYINCILIK, DAĞITIM, PAZARLAMA, SANAYİ VE TİCARET LTD. ŞTİ.
İSTİKLAL CADDESİ, EMGEN HAN, NO: 47 KAT: 4
BEYOĞLU, İSTANBUL, TÜRKİYE
T 0(212) 292 4120
F 0(212) 245 5987
E literatur@literatur.com.tr
www.literatur.com.tr

İÇİNDEKİLER

	Giriş	vii
1.	Temel Sorun Çözümlenmiştir	1
2.	Önemsenmeyen Uyarı: Latin Amerika Krizleri	21
3.	Japonya'nın Tuzağı	45
4.	Asya'nın İflası	65
5.	Aykırı Politikalar	87
6.	Evrenin Efendileri	105
7.	Greenspan'in Balonları	125
8.	Karanlıkta Bankacılık	139
9.	Tüm Korkuların Özeti	151
10.	Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü	167
	Dizin	177

GİRİŞ

İktisatçıların çoğu, konu üzerinde düşündükleri ölçüde, tabii eğer düşünüyorlarsa, 1930'ların Büyük Bunalımını sebepsiz, gereksiz bir trajedi olarak görürler. Eğer Herbert Hoover ekonomik çöküntüyle karşı karşıyayken bütçe açığını kapatmaya çalışmasaydı; eğer Federal Reserve iç ekonomi pahasına altın standardını savunmasaydı; eğer yetkililer tehdit altındaki bankalara gerekli nakdi yetiştirebilselerdi, bu 1930-31'de ortaya çıkan banka paniğini yatıştıracak ve 1929'daki borsa çöküşü çok kısa sürede unutulacak sıradan bir durgunluğa yol açmış olacaktı. Ve iktisatçılarla politika üreticileri gereken dersi aldıkları için –günümüzde hiçbir maliye bakanı Andrew Mellon'un, "işçileri tasfiye edin, hisseleri tasfiye edin, çiftçileri tasfiye edin, gayrimenkulleri tasfiye edin... sistemi kokuşmuşluktan arındırın," şeklindeki ünlü tavsiyesini tekrar etmeyecektir– Büyük Bunalım gibi bir şey bir daha asla olamaz.

Yoksa olabilir mi? 1990'ların sonunda, dünyadaki çıktıların yaklaşık dörtte birini üreten ve yaklaşık yedi yüz milyon insana ev sahipliği yapan bir grup Asya ekonomisi Büyük Bunalıma tüyler ürpertici biçimde benzeyen bir ekonomik çöküntü yaşadı. Tıpkı Bunalım gibi kriz de açık mavi bir gökyüzünden patladı, öyle ki çöküntü hız kazandığı sırada bile sözde üstatların çoğu ekonomik canlılığın devam edeceğini öngörüyordu; durum bilinen ekonomik reçetelerin etkisiz kaldığı, hatta ters etki yarattığı 1930'ları andırıyordu. Modern dünyada bunun gibi bir şeyin olabileceği, tarih bilincine sahip herhangi birini iliklerine kadar ürpertmiş olsa gerek.

Beni iliklerime kadar ürperttiği kesin. Bu kitabın ilk baskısı 1990'lardaki Asya krizini değerlendirmek üzere yazılmıştı.

Bazıları krizin Asya'ya özgü bir olgu olduğunu düşünürken, ben bunun hepimiz için sıkıntılı bir işaret, bunalım ekonomisine ilişkin sorunların modern dünyada ortadan kalkmadığına dair bir uyarı olarak görmüştüm. Ne yazık ki kaygılarımda haklıydım: Bu yeni baskı matbaaya gittiği sırada, ABD'yi fazlasıyla içerecek şekilde dünyanın çoğu, Büyük Bunalıma 1990'larda Asya'da yaşanan sıkıntılardan çok daha fazla benzeyen bir finansal ve ekonomik krizle boğuşuyordu.

Asya'nın onyıl önce ve hepimizin şu anda yaşadığı türden bir ekonomik sıkıntı kesinlikle önlemeyi öğrendiğimizi düşündüğümüz türden bir şey. Eski kötü günlerde, 1920'lerin İngiltere'si gibi istikrarlı bir hükümete sahip, büyük, gelişmiş ekonomilerin uzun süreli durgunluk ve deflasyona verecek yanıtı olmayabilirdi; fakat John Maynard Keynes ile Milton Friedman arasında bunun tekrarlanmasını önleyecek kadar şey bildiğimizi düşünüyorduk. 1931'deki Avusturya gibi daha küçük ülkeler bir zamanlar finansal gelgitlerin insafına kalmış, kendi ekonomik akıbetlerini kontrol edemez hale gelmiş olabilirler; fakat bugünlerde entelektüel bankacılar ve devlet yetkilileri (Uluslararası Para Fonu'ndan söz etmeye bile gerek yok) bu tür krizleri yaygınlaşmadan önce kontrol altına alacak kurtarma paketlerini hızla planlamakla yükümlü. Hükümetler bir zamanlar, ulusal bankacılık sistemleri çöktüğü sırada bunu 1930-31'deki ABD hükümeti gibi, çaresizce izlemiş olabilirler; fakat mevduat sigortasının ve Federal Reserve'in tehdit altındaki kuruluşlara gerekli nakdi yetiştirmek konusundaki hazırlığının modern dünyada bu tür sahneleri önlemesi gerekirdi. Aklı başında hiç kimse ekonomik bunalımlar çağının geçmişte kaldığını düşünmüyordu; fakat gelecekte ne tür sorunlarla karşılaşırsak karşılaşalım, bunların 1920'lerdeki ve 1930'lardakine çok az benzeyeceğinden emindik.

Ancak, güvenimizin yersiz olduğunu onyıl önce anlamalıydık. Japonya 1990'ların çoğu kısmını Keynes ve çağdaşlarının bütünüyle aşina olduğu bir ekonomik tuzak içinde geçirdi. Daha küçük Asya ekonomileri ise, tersine ekonomik canlılıktan felakete neredeyse bir gece içinde sürüklendiler ve yaşadıkları felaket öyküsü sanki doğrudan 1930'ların finans tarihinden çekip çıkarılmış gibi görünüyordu.

O tarihte şöyle düşünmüştüm: Bu, sanki uzun süre önce modern tıp tarafından kontrol altına alınmış ölümcül salgınlara neden olan bir bakteriydi ve tüm standart antibiyotiklere dirençli bir biçimde yeniden ortaya çıkmıştı. Birinci baskının giriş bölümüne şunları yazmıştım: "Bugüne değin yalnızca sınırlı sayıda insan tedavisi mümkün olmayan yeni rahatsızlıklara fiilen yakalandı; ama şimdiye kadar şanslı olanlarımız da dahil olmak üzere, bir sonraki kurbanlar olma korkusuyla yeni tedavi yöntemleri, yeni koruyucu perhizler aramamak aptallık olacaktır."

Evet, aptallık ettik. Ve şimdi salgına yakalandık.

Bu yeni baskının büyük bir bölümü, şu anda ilerlemekte olan küresel krizin bir tür provası olduğu anlaşılan Asya krizine ayrıldı. Fakat aynı zamanda ABD'nin kendisini nasıl onyıl önceki Japonya'ya benzer durumda bulduğunu, İzlanda'nın nasıl Tayland'a benzediğini anladığını ve 1990'larda esas krizin baş gösterdiği ülkelerin kendilerini nasıl korkunç bir biçimde bir kez daha uçurumun kenarında bulduklarını açıklama çabasıyla birçok yeni materyal de ekledim.

Kitap Hakkında

Başlangıçta bu kitabın esasen analitik bir kitapçık olduğunu itiraf etmeme izin verin. *Neler* olduğundan çok, bunların *niçin* olduğunu, anlaşılmasını önemli bulduğum şeyleri ve bu felaketin nasıl olmuş olabileceğini, kurbanların kendilerini nasıl toparlayabileceklerini ve bunun yeniden olmasını nasıl engelleyebileceğimizi ele aldım. Bu, nihai amacın, işletme fakültelerinde söyledikleri gibi, durumun teorisini geliştirmek, bu konularda nasıl düşünülmesi gerektiğini çözmeye çalışmak olduğu anlamına geliyor.

Fakat bunun kuru bir teorik açıklama olmasından kaçınmaya çalıştım. Hiçbir denklem, öğretim diyagramı ve (umarım) anlaşılmaz jargon kullanmadım. İtibar gören bir iktisatçı olarak hiç kimsenin okuyamayacağı şeyler yazmak konusunda oldukça yetenekliyim. Aslında, burada yer alan görüşlere ulaşabilmem konusunda en önemli rolü hem benim hem de

başkalarının yazdığı okunması mümkün olmayan yazılar oynadı. Fakat şu anda dünyanın bilgiyle hareket etmeye ihtiyacı var ve bu şekilde hareket etmek için fikirler yalnızca doktora derecesi olan iktisatçıların değil, genel olarak ilgili herkesin erişebileceği bir biçimde sunulmalı. Zaten resmi iktisadın denklem ve diyagramları çoğunlukla entelektüel bir temel inşa etmeye yardımcı olan bir yapı iskelesinden fazlası değildir. Bu temel belirli bir noktaya kadar inşa edildikten sonra, yapı iskelesi sökülüp geriye yalnızca sade bir dil bırakılabilir.

Ayrıca, buradaki nihai amaç analitik olduğu halde yazılanların çoğunun anlatıma dayandığı görülüyor. Bunun nedeni kısmen olaylar dizisinin, yani birbirini izleyen olayların, çoğunlukla konuyla ilgili teorinin mantıklı olup olmadığına ilişkin önemli birer ipucu olmasıdır. (Örneğin, ekonomik krizle ilgili her türlü "aşırı tutucu" görüş, yani ekonomilerin yalnızca hak ettikleri cezaya çarptırıldıkları görüşü, birbirlerinden tamamen farklı olduğu açık birçok ekonominin tuhaf bir tesadüfle birkaç aylık bir süre içinde duvara toslamasıyla çelişmektedir.) Fakat olaylar dizisinin her türlü açıklama girişimi için gerekli bağlamı sunduğunun ve çoğu kişinin son on sekiz ayı baş gösteren dramı saplantılı biçimde izleyerek geçirmediğinin bilincindeyim. 1997 Ağustosunda Başbakan Mahathir'in Kuala Lumpur'da söylediklerini kimse hatırlamıyor ve bunların Donald Tsang'ın bir yıl sonra yaptıklarıyla ilişkisini kimse kurmuyor; bu kitap hafızanızı tazeleyecek.

Entelektüel tarzla ilgili bir hatırlatma: İktisat üzerine yazanlara, özellikle konu çok vahim olduğunda, çoğunlukla müptela olan bir eğilim aşırı vakur hale gelmeleridir. Bu değerlendirdiğimiz olayların önemsizliğinden değil, bazı durumlarda bunların ölüm kalım meselesi olmasından kaynaklanmaktadır. İşin üstatları büyük çoğunlukla konu ciddi olduğunda ona vakur bir biçimde yaklaşılması gerektiğini düşünürler; bunlar büyük meseleler olduğu için büyük laflarla ele alınmalı, gayri resmi yaklaşımlara veya hafifliğe izin verilmemelidir. Ancak, öyle görünüyor ki yeni ve yabancı bir olguyu anlatabilmek için fikirlerle oynamaya hazır olunması gereklidir. Ve "oynamak" sözcüğünü tavsiye niteliğinde kullanıyorum: Mizahi bir

çizgi izlemeyen vakur kişiler ne iktisat alanında ne de başka bir alanda neredeyse asla yeni görüşler sunamamaktadır. Size, "Japonya köklü bir intibaksızlıktan muzdarip, çünkü devletin aracılık ettiği büyüme modelleri yapısal esnemezliğe yol açıyor," dediğimi varsayın. Ne mi söyledim? Aslında hiçbir şey söylemedim; en iyi koşullarda sorunların çok ağır olduğuna ve çözümlerinin kolay olmayacağına ilişkin bir görüş aktarmış oldum ki, bu pekâlâ bütünüyle yanlış da olabilir. Öte yandan bir de Japonya'nın sorunlarını bir çocuk bakım kooperatifinin eğlenceli öyküsünü örnek göstererek anlattığımı varsayın (nitekim bu kitapta bu tür anlatımın çeşitli örneklerini göreceksiniz). Saçma görünebilir, metnin hafifliği duyarlılıklarınızı rencide edebilir, fakat mizahi anlatımın bir amacı var: Zihni farklı bir kanala sıçratıp, bu durumdan, en azından Japonya'nın yaşadığı sorunların bir kısmından kurtulmanın şaşırtıcı ölçüde kolay bir yolu olduğunu gösterebilir. Bu yüzden bunun ciddi, vakur bir kitap olduğunu ummayın: Biradaki hedefler mümkün olduğunca ciddi olduğu halde yazı konunun gerektirdiği ölçüde mizahi olacaktır.

Ve bunları söyledikten sonra, dünyanın yalnızca birkaç yıl önce nasıl göründüğünden başlayarak yolculuğumuza koyulalım.

1

TEMEL SORUN ÇÖZÜMLENMİŞTİR

Chicago Üniversitesi profesörlerinden, 1995 Nobel Ekonomi Ödülü'nün sahibi Robert Lucas 2003'te Amerikan Ekonomi Derneği'nin yıllık toplantısında başkanlık konuşmasını yaptı. Makroekonominin Büyük Bunalıma yanıt olarak ortaya çıktığını açıkladıktan sonra sahada harekete geçme zamanının geldiğini bildirdi: "Temel sorun bunalımın engellenmesiydi ve bu tüm pratik yönleriyle çözümlenmiştir."

Lucas en az bir buçuk yıldır yaşadığımız devresel bunalımın, yani birbirini izleyen düzensiz durgunluk ve genişlemelerin sona erdiğini iddia etmedi. Fakat onun, daha sonraki dizginlemelerin yararını önemsiz kılacak ölçüde hafifletildiğini iddia etti: Ekonomik büyümedeki küçük iniş çıkışları gidermenin halkın refahına yalnızca önemsiz kazançlar sağlayacağını öne sürdü. Dolayısıyla odak noktasını uzun vadeli ekonomik büyüme gibi konulara çevirmenin zamanı gelmişti.

Bunalımın engellenmesi meselesinin çözümlenmiş bir sorun olduğunu iddia eden yalnızca Lucas değildi. Bir yıl sonra, Federal Reserve yönetim kurulu üyesi ve kısa süre sonra Fed başkanlığına atanacak olan eski Princeton profesörlerinden Ben Bernanke "Büyük İtidal" başlıklı, çarpıcı biçimde iyimser bir konuşma yaptı. Konuşmasında Lucas'ı fazlasıyla andıran bir tarzda, modern makroekonomi politikalarının devresel bunalım sorununu çözmüş olduğunu veya daha kesin bir ifadey-

le sorunu ilk sıradaki sorun olmaktan çıkarıp, bir sıkıntı noktası haline getirdiğini öne sürdü.

Yalnızca birkaç yıl sonra, dünyadaki çoğu ülkenin 1930'lardakini fazlasıyla andıran bir finansal ve ekonomik krizin sancılarını çektiği bugünden geriye baktığımızda, bu iyimser açıklamaların neredeyse inanılmaz ölçüde bir kendini beğenmişlik içerdiği görülüyor. Bu iyimserliğin özellikle tuhaf olan yanı, 1990'larda Büyük Bunalım sırasında yaşananları andıran ekonomik sorunların aslında dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Japonya'yı da içerecek şekilde çeşitli ülkelerde birdenbire baş göstermiş olmasıydı.

Fakat bu onyılın ilk yıllarında, bunalım türünden sorunlar henüz ABD'yi vurmamıştı ve 1970'lerin tortusu olan enflasyon sonunda iyice kontrol altına alınmış gibi görünüyordu. Ve görece rahatlatıcı ekonomik haberler iyimserliği körükleyen bir siyasi bağlama yerleştirilmişti: Dünya piyasa ekonomilerine neredeyse doksan yıldır olmadığı kadar olumlu görünüyordu.

Muzaffer Kapitalizm

Elinizdeki kitap konusu ekonomi olan bir çalışma, fakat ekonomi kaçınılmaz olarak siyasal bir bağlam içinde yer alır ve 1990'ların temel siyasal olgusu dikkate alınmaksızın dünyanın birkaç yıl önceki görünümünün anlaşılması mümkün olmaz. Bu olgu sosyalizmin yalnızca egemen bir ideoloji olarak değil, aynı zamanda insanların zihinlerini yönlendirme gücüne sahip bir fikir olarak çökmesidir.

Bu çöküş oldukça garip bir biçimde Çin'de başladı. Vietnam'da Komünistlerin zaferinden sadece üç yıl, Kültür Devrimi'ni yeniden başlatmak isteyen radikal Maocuların iç yenilgisinden sadece iki yıl sonra, 1978'de, Deng Xiaoping'in ülkesini kapitalizme giden yol haline gelen yola nasıl çıkardığını görmek hâlâ kafa karıştırıyor. Belki de Deng bu yolun nereye varacağını tam olarak fark edememişti. Dünyanın geri kalan kısmının bir milyar insanın Marksizmi sessizce terk ettiğini kavraması kuşkusuz oldukça uzun zaman aldı. Aslında, Çin'deki dönüşüm 1990'ların başına kadar birbirleriyle vuru-

şan sınıfları etkilemeyi başaramamıştı; o dönemin en çok satan kitaplarında dünya ekonomisinin Avrupa, Amerika ve Japonya arasında "başa baş" mücadelenin sürdüğü bir arena olduğu söyleniyordu; Çin ise olsa olsa, gelişmekte olan yen blokunun bir parçası olarak, tali bir oyuncu gibi düşünülüyordu.

Bununla birlikte herkes bir şeyin değiştiğinin farkındaydı ve bu "bir şey" Sovyetler Birliği'nin çöküşüydü.

Hiç kimse Sovyet rejimine ne olduğunu tam olarak anlayamadı. Olayın niteliğini ve önemini kavradıktan sonra artık bütün yapının bir tür yıkıntı içinde bulunduğunu ve nihai yenilgiye mahkûm olduğunu düşünüyoruz. Yine de bu, iç savaş ve kıtlık boyunca kendisini ayakta tutabilmiş, korkunç üstünlüklerine rağmen Nazileri yenilgiye uğratabilmiş, bilimsel ve endüstriyel kaynaklarını Amerika'nın nükleer üstünlüğüyle yarışacak biçimde harekete geçirebilmiş bir rejimdi. Onun bu kadar ani bir şekilde hiç gürültü çıkarmadan, yalnızca küçük sızlanmalarla son bulması ekonomi politiğin büyük muammalarından biri olarak değerlendirilmelidir. Belki de bu yalnızca bir zaman sorunuydu –devrimci coşkunun, her şeyden önce kamu yararı adına muhaliflerini katletme arzusunun birkaç kuşaktan fazla süremeyeceği anlaşılıyor. Veya belki de rejim, kapitalizmin yeterince çürümeden inatçı bir biçimde reddedilmesi nedeniyle yavaş yavaş içten çökmüştü: Herhangi bir kanıta dayanmasa da, Asya'daki yükselişin tarihin sosyalizm lehine ilerlediği görüşünü giderek zayıflatmasının Sovyet rejimini fark edilmeden ama derinlemesine demoralize ettiği yönünde özel bir teorim var. Afganistan'daki güç kaybettiren, kazanılması imkânsız savaş ve Sovyet endüstrisinin Ronald Reagan'ın hızlı silahlanmasına yetişmek konusunda gözle görülür biçimde yetersiz kalması da kesinlikle bu süreci hızlandırmıştır. Hangi nedenle olursa olsun, 1989'da Doğu Avrupa'daki Sovyet imparatorluğu aniden çözüldü ve 1991'de aynı şey Sovyetler Birliği'nin kendi başına geldi.

Çözülmenin etkileri dünyanın her yerinde açık ya da örtük biçimde hissedildi. Ve bu etkilerin tümü kapitalizmin siyasal ve ideolojik egemenliğinin lehine oldu.

Öncelikle elbette ki, Marksist rejimlerde yaşayan yüz milyonlarca insan aniden piyasalara bir fırsat tanımaya hazırlanan

devletlerin yurttaşları haline geldi. Ancak bu biraz şaşırtıcı bir biçimde Sovyetlerin çöküşünün en az önem taşıyan sonuçlarından biri oldu. Çoğu kişinin beklediğinin tersine, Doğu Avrupa'nın "geçiş ekonomileri" hızla dünya piyasalarında önemli bir güç veya yabancı yatırımlar için tercih edilen bir istikamet haline gelmedi. Aksine, çoğunlukla dönüşümlerini gerçekleştirmekte fazlasıyla zorlandılar: Örneğin Doğu Almanya, Almanya için, İtalya'nın Güney'i gibi sürekli sosyal ve mali kaygılara kaynaklık eden, kalıcı bunalımlar yaşayan bir yer haline geldi. Ancak şimdi, Komünizmin çöküşünden neredeyse yirmi yıl sonra az sayıda ülke –Polonya, Estonya ve Çek Cumhuriyeti– başarı öyküleri gibi görünmeye başlıyor. Ve Rusya dünyanın geri kalan kısmı için şaşırtıcı ölçüde güçlü bir mali ve siyasi istikrarsızlık kaynağı haline geldi. Fakat bu hikâyeyi 6. Bölüm'e saklayalım.

Sovyet rejiminin çöküşünün bir diğer dolaysız etkisi de onun cömertliğine bel bağlayan diğer hükümetlerin artık kendi başlarına kalmalarıydı. Bu devletlerden bazıları kapitalizm muhalifleri tarafından idealize edilmiş ve idol haline getirilmiş olduğundan, aniden yoksullaşmaları –ve bu paralelde daha önceki bağımlılıklarının açığa çıkması– bu türden tüm hareketlerin meşruiyetinin zayıflamasına yardımcı oldu. Küba, Amerika Birleşik Devletleri'ne meydan okuyan sıkılı yumruğuyla tek başına ayakta duran kahraman bir ülke olarak görüldüğü dönemlerde, Latin Amerika'daki devrimciler için çok çekici bir semboldü –elbette ki Moskova'nın gri bürokratlarından çok daha çekiciydi. Sovyetler sonrasındaki Küba'nın yoksulluğu yalnızca kendi başına hayal kırıklığı yaratmakla kalmıyor, aynı zamanda geçmişin kahramanca duruşunun bizzat o bürokratlardan gelen büyük yardımlarla mümkün olduğunu acı biçimde açığa çıkarıyor. Benzer bir biçimde, 1990'lara kadar Kuzey Kore hükümeti bütün korkunçluğuna rağmen, radikaller arasında, özellikle de Güney Koreli öğrenciler arasındaki itibarını belirli düzeylerde koruyordu. Sovyet yardımı alınamadığında halkın kelimenin tam anlamıyla açlıkla baş başa kalmasından sonra bu konudaki hezeyanlar da bitti.

Sovyetlerin çökmesinin oldukça doğrudan bir başka etkisi de çoğu radikal hareketin ortadan kaybolması oldu. Bu hare-

ketler, daha saf bir devrimci ruhun temsilcileri olduklarını iddia etmelerine rağmen silahlarını, eğitim kamplarını ve paralarını Moskova sağladığı için fiilen faaliyet gösteremez hale geldi. Avrupalılar, yetmişler ve seksenlerdeki radikal teröristlerin –Almanya'daki Baader Meinhof, İtalya'daki Kızıl Tugaylar– tümünün Rusya'daki yozlaşmış yaşlı Komünistlerle bağlantısı olmayan, gerçek Marksistler olduklarını iddia ettiklerine dikkat çekmeyi severler. Ancak artık bunların da Sovyet blokunun yardımına derinden bağımlı olduklarını biliyoruz, çünkü yardımlar yok olur olmaz bu hareketler de gözden kayboldu.

Sosyalizm hayalini en çok Sovyetler Birliği'nin utanç verici çöküşü yıktı. Bir buçuk yüzyıl boyunca sosyalizm fikri –herkesten yeteneğine göre, herkese ihtiyacına göre– piyasanın kendilerine uzattığı eli sevmeyenlere, entelektüel bir mihrak olarak hizmet etti. Milliyetçi liderler yabancı yatırımları engellemeye ya da dış borçları ödememeye çalıştıklarında sosyalist ideallere başvurdular; işçi sendikaları daha yüksek ücretler talep ettiklerinde sosyalist söylemi kullandılar; hatta iş adamları bile gümrük vergisi ya da sübvansiyon talep ettiklerinde örtük biçimde sosyalist ilkelere müracaat ettiler. Ve her şeye rağmen şu veya bu ölçüde serbest piyasaları benimseyen hükümetler de, piyasaları bütünüyle kendi haline bırakmanın zalimce, insanlık dışı ve *toplum* karşıtı bir politika olarak görüleceğinden korktukları için ihtiyatla ve biraz utangaçça da olsa aynı şeyi yaptı.

Ya şimdi, kim sosyalizmin söylemlerini ciddiyetle kullanabiliyor? İkinci savaş sonrası kuşağın bir mensubu olarak, devrim fikrinin, tarihi ileri taşıyan kahraman insanların belirli bir cazibesi olduğunu hatırlıyorum. Şimdi bu saçma bir şaka gibi: Bütün o tasfiyeler ve çalışma kamplarından sonra Rusya hiç olmadığı kadar geri ve çürümüş bir ülke; bütün o Büyük Atılımlar ve Kültür Devrimlerinden sonra Çin para kazanmanın en yararlı şey olduğuna karar verdi. Ortalıkta hâlâ gerçek sosyalizmin henüz denenmediğini inatla iddia eden radikal solcular var; ve hâlâ Marksizm-Leninizm'in reddedilebileceğini ama bunun mutlaka Milton Friedman'ın müridi olmayı gerektirmediğini daha meşru biçimde iddia eden ılımlı solcular da

var. Fakat gerçek şu ki, kapitalizme muhalefet edenlerin enerjisi tükendi.

Demek ki 1917'den beri ilk kez mülkiyet haklarının ve serbest piyasaların gönülsüzce başvurulan çareler olarak değil, temel ilkeler olarak görüldüğü ve piyasa sisteminin sevimsiz yönlerinin –eşitsizlik, işsizlik, adaletsizlik– yaşamın gerçekleri olarak kabul edildiği bir dünyada yaşıyoruz. Kapitalizm Viktorya döneminde olduğu gibi, yalnızca birazdan göreceğimiz çok gerçek başarıları nedeniyle değil, hiç kimsenin akla yakın bir alternatifi bulunmaması nedeniyle de güvende.

Bu durum sonsuza kadar sürmeyecek. Başka ideolojiler, başka hayaller kesinlikle olacak ve eğer mevcut ekonomik kriz devam eder ve derinleşirse, bunlar, uzun değil kısa sürede ortaya çıkacak. Fakat şimdilik dünyayı tartışmasız biçimde kapitalizm yönetiyor.

Devresel Bunalımların Dizginlenmesi

Kapitalist istikrarın en büyük düşmanları daima savaş ve bunalım olmuştur. Savaşların hâlâ sürdüğünü söylemeye gerek yok. Fakat yirminci yüzyılın ortalarında neredeyse kapitalizmin sonunu getirecek savaşlar büyük güçler arasındaki dev çatışmalardı –ve öngörülebilir bir gelecekte bu tür bir savaşın patlak verebileceğini söylemek zor.

Peki ya bunalım? Büyük Bunalım hem kapitalizmi hem de demokrasiyi yıkmaya çok yaklaştı ve şu veya bu ölçüde doğrudan savaşa yol açtı. Ancak bunalımı sanayileşmiş dünyada süreklileştirilmiş bir büyümenin sağlanması izledi, durgunluklar kısa ve ılımlı, toparlanmalar güçlü ve kalıcı oldu. 1960'ların sonuna gelindiğinde ABD hiçbir durgunluk yaşamadan o kadar çok yol almıştı ki, iktisatçılar "Devresel Bunalımların Modası Geçti mi?" konulu konferanslar veriyorlardı.

Soru erken sorulmuştu: 1970'ler ekonomik çöküş ve enflasyonun bileşimi olan "stagflasyon" yılları oldu. 1973 ve 1979'daki iki enerji krizini 1930'lardan sonra görülen en büyük durgunluk izledi. Bununla birlikte 1990'lara gelindiğinde aynı soru tekrar soruluyordu ve biraz önce gördüğümüz gibi

hem Robert Lucas hem de Ben Bernanke birkaç yıl önce, ekonomi ara sıra gerilemeler yaşasa bile, bırakın dünya ölçeğinde bunalımları gerçekten şiddetli durgunlukların yaşandığı günlerin bile artık geride kaldığını iddia ederek tutanaklara geçtiler.

Böyle bir iddiayı ortaya atmaya ekonominin son dönemde büyük bir durgunluğa girmemiş olduğunu görmek dışında nasıl karar verebilirsiniz? Buna yanıt verebilmek için konunun dışına çıkıp teoriye başvurmamız ve her şeyden önce kendimize devresel bunalımların ne olduğunu sormamız gerekir. Özellikle de piyasa ekonomilerinde durgunlukların niçin yaşandığını...

Ne yaparsanız yapın ama yanıtın çok açık olduğunu söylemeyin –yani, X tercihlerinizle ilgili önyargınız olduğu halde, durgunluklar X yüzünden ortaya çıkar demeyin. Gerçek şu ki, eğer üzerinde düşünürseniz –özellikle piyasaların çoğunlukla arz ile talebi eşleştirebileceği fikrini anlıyor ve buna genellikle inanıyorsanız– durgunluk aslında çok olağandışı bir durumdur. Çünkü bir ekonomik çöküş sırasında, özellikle de şiddetli bir çöküşte, arz her yerde olduğu halde hiçbir yerde talep olmadığı görülür. Çalışmak isteyen işçiler olmasına rağmen yeterince iş yoktur, mükemmel çalışan fabrikalar olmasına rağmen yeterli sipariş yoktur, dükkânlar açık olmasına rağmen yeterince müşteri yoktur. *Bazı* mallara yönelik talebin neden yetersiz olduğunu anlamak kolaydır: Eğer imalatçılar çok sayıda Barbie bebeği üretiyor, buna karşılık tüketiciler Bratz bebekleri talep ediyorsa, Barbie bebeklerinden bazıları satılamayabilir. Peki ama, genel olarak mallara yönelik talep nasıl çok az olabilir? İnsanlar paralarını *bir şeylere* harcamak zorunda değiller mi?

İnsanların durgunluklar konusunda mantıklı konuşmalar yaparken sorun yaşamaları, biraz da çöküş sırasında neler olduğunu resmetmenin, onu insani bir ölçeğe indirgemenin zor olmasından kaynaklanır. Fakat benim, durgunlukları, hem ne olup olmadıkları bakımından hem de kişisel görüşüme göre "sezgi pompası" olarak açıklamak için kullanmayı çok sevdiğim bir hikâyem var. (Önceki kitaplarımı okuyanlar bu hikâyeyi bilir.) 3. Bölümde Japonya'nın sıkıntılarını anlatabilmek

için hayali bir detaylandırma deneyecek olmama rağmen bu gerçek bir hikâyedir.

Hikâye Joan ve Richard Sweeney tarafından yazılan ve 1978'de "Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby–sitting Co–op Crisis" ("Para Teorisi ve Great Capitol Hill Çocuk Bakım Kooperatifi Krizi") başlığıyla yayınlanan bir makalede anlatılıyor. Başlığa bakıp irkilmeyin: Bu ciddi bir şey.

Şaşırtıcı ama Sweeney'ler 1970'ler boyunca bir çocuk bakım kooperatifinin üyesiydiler. Kooperatif daha çok kongrede muhtelif işlerde çalışan ve birbirlerinin çocuklarına bakmak isteyen genç çiftlerin oluşturduğu bir dernekti. Yaklaşık 150 çiftten oluşan bu özel kooperatif alışılmadık büyüklükteydi, yani hem çok sayıda potansiyel çocuk bakıcısı bulunuyordu hem de bu kuruluşu yönetmek –özellikle de her çiftin adil bir katkı koymasını güvence altına almak– önemsiz bir iş değildi.

Benzeri birçok kuruluş (ve diğer değişim projeleri) gibi Capitol Hill kooperatifi de sorunu kupon basarak çözüyordu. Bu kuponlar hamillerine bir saat çocuk baktırma hakkı veriyordu. Çocuklara bakıldığında, bakanlar çocuklarına baktıkları çiftlerden bakma süresine uygun sayıda kupon alıyorlardı. Sistem, yapısı gereği görevden kaçılmamasını sağlıyor, her çiftin zaman içinde çocuğuna baktırdığı süre kadar çocuk bakmasını otomatik olarak güvence altına alıyordu.

Fakat iş çok da basit değildi. Böylesi bir sistemde yeterli miktarda kuponun dolaşımda olması gerekiyordu. Arka arkaya birkaç gece dışarı çıkmayacak olan ve acil dışarı çıkma planı bulunmayan bazı çiftler gelecek için rezerv biriktirmeye çalışacaktı. Bu birikim diğer çiftlerin rezervlerinin giderek tükenmesiyle karşılanacaktı ama zaman içinde ortalama olarak her çift büyük bir olasılıkla bebek baktıkları geceler arasında çeşitli geceler dışarı çıkabilmek için yeterli kupona sahip olmak isteyecekti. Capitol Hill kooperatifinde kupon basımı karmaşık bir işti: Kooperatife katılırken kupon alan çiftler, ayrılırken kuponları geri vermek, ama aynı zamanda çalışanlara, vb. kuponla ödeme yapmak zorundaydı. Ayrıntılar önemli değil. Önemli olan şu ki, görece daha az –kooperatifin ihtiyaçlarını karşılayamayacak kadar az– kuponun dolaşımda kaldığı bir dönem geldi.

Sonuç çok tuhaftı. Kupon rezervlerinin yetersiz olduğunu düşünen çiftler çocuk bakmak için sabırsızlanıyor ve dışarı çıkmak istemiyordu. Ama bir çiftin dışarı çıkma kararı diğerinin çocuk bakma fırsatıydı; dolayısıyla çocuk bakma fırsatı bulmak zorlaştı, bu da çiftlerin özel durumlar dışında rezervlerini kullanmakta daha da isteksizleşmesine yol açtı, sonuçta çocuk bakma fırsatı daha da azaldı...

Kısacası, kooperatif durgunluğa girdi.

Evet, şimdi bir mola verelim. Böyle bir hikâyenin anlatılmasına nasıl tepki veriyorsunuz?

Eğer şaşırdıysanız –bu çocuk bakımıyla değil dünyadaki ekonomik krizle ilgili bir kitap değil miydi?– önemli noktayı kaçırdınız demektir. İster küresel hava koşulları, ister küresel ekonomi olsun, herhangi bir karmaşık sistemi anlamanın tek yolu modellerle çalışmaktır, yani sistemin nasıl çalıştığını anlamanıza yardımcı olacağını umduğunuz basitleştirilmiş sistem örnekleriyle. Modeller bazen denklem sistemleri, bazen bilgisayar programları (size günlük hava tahminlerini veren simülasyonlar gibi) içerir; ama bazen de tasarımcıların rüzgâr tünellerinde denediği uçak modelleri gibi gerçek olgunun küçük ölçekli versiyonlarıdır ki bunlar gözlem ve deney yapmak için çok daha elverişlidir. Capitol Hill çocuk bakım kooperatifi minyatür bir ekonomiydi; aslında durgunluğa girebilecek en küçük ekonomi. Fakat yaşanan şey gerçek bir durgunluktu. Tıpkı bir uçak modelinin kanatlarının yarattığı yükselmenin gerçek bir yükselme oluşu ve bu modelin tasarımcılara bir jumbo jetin nasıl performans göstereceği konusunda fikir vermesi gibi, kooperatifin iniş çıkışları da bize tam ölçekli ekonomilerin niçin başarılı ya da başarısız oldukları konusunda önemli fikirler verebilir.

Eğer çok fazla şaşırmadıysanız ama rencide olduysanız –burada önemli konular tartışmamız gerekirken, size Washington'lu yuppilerle ilgili şirin hikâyeler anlatılıyor– aşk olsun. Girişte söylediklerimi hatırlayın: Mizah, yani fikirlerle oynama isteği yalnızca eğlenceden ibaret olmayıp böylesi dönemlerde zorunludur. Model uçaklarla oynamayı reddeden bir uçak tasarımcısına asla güvenmeyin ve model ekonomilerle oynamayı reddeden sözde bir iktisatçıya da asla güvenmeyin.

Öyle görünüyor ki çocuk bakım kooperatifi hikâyesi gerçek dünya ekonomisinin hiç de mizahi olmayan sorunlarını anlamak için güçlü bir araca dönüşecek. İktisatçıların kullandığı teorik modeller temelde matematiksel kurgulardır ve çoğunlukla bu hikâyeden çok daha karmaşıktır; fakat verdikleri dersler genellikle Capitol Hill kooperatifi gibi basit hikâyelere uyarlanabilir (eğer uyarlanamıyorsa, bu çoğunlukla modelde bir hata olduğunun işaretidir). Bu kitapta çocuk bakım hikâyesine çeşitli bağlamlarda birkaç kez geri döneceğim. Ancak şimdilik hikâyenin içerdiği iki önemli konuyu ele alalım: Bunların biri durgunlukların nasıl oluştuğu, diğeri ise durgunluklarla nasıl baş edileceğidir.

Birincisi, çocuk bakım kooperatifi niçin durgunluğa girdi? Bunun nedeni kooperatif üyelerinin kötü çocuk bakmaları *değildi*, belki iyi bakıyorlardı belki de kötü, ama her koşulda bu ayrı bir konu. Bunun nedeni kooperatifin "Capitol Hill değerleri"nden mustarip olması ya da "ahbap çavuş çocuk bakıcılığı"na angaje olması veya rakipleri gibi çocuk bakım teknolojisini yenilemeyi başaramaması değildi. Sorun kooperatifin üretim yeteneğinde değil, yalnızca "fiili talebin" eksikliğindeydi: İnsanlar nakit biriktirmeye (çocuk bakım kuponları) çalıştıklarından reel mallara (çocuk bakım süresi) çok az harcama yapıyorlardı. Buradan gerçek dünya için çıkarılacak ders şudur: Devresel bunalımlar karşısındaki savunmasızlığınız gerçek ekonomik gücünüz veya zayıflığınızla ya çok az ilgilidir ya da hiç ilgili değildir; iyi ekonomilerin başına da kötü şeyler gelebilir.

İkincisi, bu durumda çözüm neydi? Sweeney'ler, Capitol Hill kooperatifinde çoğunlukla avukatlardan oluşan yönetim kurulunu sorunun aslında kolayca düzeltilebilecek teknik bir sorun olduğuna ikna etmenin epeyce güç olduğunu belirtiyorlar. Kooperatif yöneticileri sorunu önce, iktisatçıların "yapısal" diye adlandırdığı, doğrudan harekete geçmeyi gerektiren türden bir sorun olarak ele aldı: Tüm çiftlerin her ay en az iki kez dışarı çıkmasını *şart koşan* bir kural koydular. Ancak sonuçta iktisatçılar galip geldi ve kupon arzı artırıldı. Sonuçlar mucizeviydi: Daha büyük kupon rezervleriyle çiftler dışarı çıkmaya daha istekli hale geldi, çok daha fazla çocuk ba-

kım fırsatı yarattılar, bu da çiftlerin daha fazla dışarı çıkmak istemesine yol açtı ve bu böyle devam etti. Kooperatifin GSÇBH'sı –gayrisafi çocuk bakım hasılası, bakılan bebek birimleriyle ölçülür– hızla yükseldi. Tekrar ediyorum, bu, çiftlerin daha iyi çocuk bakıcıları haline gelmeleri nedeniyle ya da kooperatifin köklü bir reform sürecinden geçmesi yüzünden gerçekleşmedi; sorun yalnızca parasal darlık düzeltildiği için çözüldü. Diğer bir deyişle, durgunluklarla sadece para basılarak mücadele edilebilir –ve bazen (genellikle) şaşırtıcı bir kolaylıkla giderilebilir.

Bunu aklımızda tutarak şimdi tam ölçekli dünyadaki devresel bunalımlara geri dönelim.

Elbette ki küçük bir ülkenin ekonomisi bile bir çocuk bakım kooperatifininkinden çok daha karmaşıktır. Daha geniş bir dünyada insanlar yalnızca günlük zevkleri için değil, geleceklerine yatırım yapmak için de para harcar (kooperatif üyelerini çocuk bakım işinde değil de çocuk parkı yapımında çalıştırdığınızı düşünün). Ve büyük dünyada aynı zamanda bir sermaye piyasası vardır, burada nakit fazlası olanlar bunu paraya o anda ihtiyaç duyanlara faiz karşılığında ödünç verebilir. Fakat işin esasları aynıdır: Durgunluk normal olarak halkın bir bütün olarak nakit biriktirmeye çalışmasından (ya da yaptığı yatırımlardan daha fazla tasarruf etmeye çalışmasından ki bu aynı şeydir) kaynaklanan bir sorundur ve normal koşullarda yalnızca daha fazla kupon basılarak giderilebilir.

Kupon basan kuruluşlar modern dünyada merkez bankası diye bilinir: Federal Reserve, Avrupa Merkez Bankası, Japonya Merkez Bankası, vb. Ve gerekli olduğunda nakit ekleyerek ya da azaltarak ekonomiyi dengede tutmak onların görevidir.

Peki, bu iş bu kadar kolaysa, niçin ekonomik çöküşler yaşıyoruz? Merkez bankaları niçin daima tam istihdamı korumamıza yetecek kadar para basmıyor?

II. Dünya Savaşından önce politika üreticileri gerçekten de ne yapmaları gerektiğini bilmiyordu. Bugünlerde ise, Milton Friedman'dan başlayarak solcu iktisatçılara varıncaya dek tüm iktisatçılar yelpazesi Büyük Bunalımın fiili talebin çöküşünden kaynaklandığı ve Federal Reserve'in bu çöküşle büyük miktarlarda para enjeksiyonuyla mücadele etmiş olması ge-

rektiği fikrinde birleşiyor. Fakat bu o tarihte kesinlikle bilinen bir yaklaşım tarzı değildi. Hatta tanınmış çoğu iktisatçı, bunalımı ekonomide daha önceden oluşan üretim fazlalarının kaçınılmaz sonucu olarak gören ve hatta bunu sağlıklı bir süreç olarak değerlendiren bir tür ahlaki kaderciliğe saplanmıştı: Joseph Schumpeter, "iyileşme yalnızca kendi başına [oluşursa] sağlıklıdır," diyordu. "Çünkü yalnızca suni etkilerle oluşan her canlanma bunalımın neden olduğu sorunların bazılarını çözümsüz bırakır ve henüz giderilmemiş bir uyumsuzluğa, giderilmediği takdirde ekonomiyi yeni [ve daha beter] bir krizle tehdit edecek bir uyumsuzluk ekler."

Bu tür bir kadercilik savaştan sonra ortadan kayboldu ve bir kuşak boyunca çoğu ülke dikkate değer bir başarıyla devresel bunalımı aktif biçimde denetim altında tutmaya çalıştı; durgunluklar ılımlıydı ve genellikle çok sayıda istihdam alanı vardı. 1960'ların sonuna gelindiğinde çoğu kişi devresel bunalımların artık önemli bir sorun olmadığını düşünmeye başladı; hatta Richard Nixon ekonomiye "ince ayar" yapmayı vaat etti.

Bu bir böbürlenmeydi ve tam istihdam politikalarının trajik kusuru 1970'lerde açığa çıktı. Eğer merkez bankası yaratılabilecek istihdam konusunda fazlasıyla iyimserse, dolaşıma çok fazla para çıkarırsa sonuç enflasyondur. Ve enflasyon halkın beklentilerine derin bir biçimde yerleştikten sonra ancak yüksek bir işsizlik dönemi aracılığıyla sistemden kopartılıp atılabilir. Buna bir de fiyatları aniden yükselten –petrol fiyatlarının ikiye katlanması gibi– bazı dışsal şoklar eklendiğinde, Bunalım boyutunda olmasa bile, çok can sıkıcı ekonomik çöküşlere davetiye çıkarılabilir.

Fakat 1980'lerin ortasında enflasyon makul düzeylere inmişti, petrol arzı yüksekti ve merkez bankacılar sonunda ekonomiyi yönetmenin yordamını kavramış görünüyorlardı. Hatta olan kötü şeylerin, hiçbir işe yaramadıysa bile sonunda bu işe yaradığı şeklinde bir anlayışı güçlendirdiği düşünülüyordu. Örneğin 1987'de ABD borsası çöktü –bir günlük düşüş 1929 çöküşünün ilk gününün düşüşü kadar kötüydü. Fakat Federal Reserve sisteme nakit pompaladı, reel ekonomi yavaşlamadı bile ve Dow kısa sürede düzeldi. 1980'lerin sonunda merkez

bankacılar enflasyonda küçük bir yükselme olmasından korktular, gelişen durgunluğun işaretlerini gözden kaçırdılar ve onunla mücadelede sınıfta kaldılar; ama bu durgunluk George H. W. Bush'un işini kaybetmesine neden olurken, sonunda bilinen ilaçla tedavi edildi ve ABD yeni bir sürekli genişleme dönemine girdi. 1990'ların sonlarında, devresel bunalımın tümüyle ortadan kalkmadıysa bile en azından etkin bir biçimde dizginlendiği rahatlıkla söylenebilirdi.

Bu dizginlemenin getirdiği itibarın çoğu para yöneticilerinin hanesine yazıldı: Tarihin hiçbir döneminde bir merkez bankası yöneticisi Alan Greenspan'in kazandığı itibarı kazanamamıştı. Ama ekonominin zeminini oluşturan yapının sürekli refahı daha mümkün kılacak şekilde değiştiği yönünde bir anlayış da vardı.

Bir Kurtarıcı Olarak Teknoloji

Katı bir teknolojik anlayışla, yeni bilişim çağının 1971'de Intel'in mikroişlemcisini –bilgisayarın tek bir yonga üzerindeki temel öğesi– piyasaya sunmasıyla başladığı söylenebilir. 1980'lerin başlarına gelindiğinde bu teknolojiyi gözle görünür hale getiren ürünler –faks makineleri, video oyunları ve kişisel bilgisayarlar– yaygınlaşıyordu. Ama o tarihte bunun bir devrim olduğu düşünülmemişti. Çoğu insan bilişim sanayinin IBM gibi büyük, bürokratik şirketlerce belirlenmeye devam edeceğini –ya da yeni teknolojilerin hepsinin, sonunda, yaratıcı Amerikalıların icat ettiği faks makinesinin, VCR'nin ve video oyunlarının gittiği yoldan gideceğini, ama sadece yüzsüz Japon imalatçılarca kârlı bir ürüne dönüştürülebileceğini– sanıyordu.

Ancak doksanlara gelindiğinde, bilişim sektörünün ekonomimizin biçim ve içeriğini çarpıcı biçimde değiştireceği açığa çıktı.

Bilişim teknolojisinin yararlarının son tahlilde ne kadar büyük olacağı konusunda hâlâ kuşku duyulabilir. İnkâr edilemeyecek olan şey, yeni teknolojilerin çalışma tarzımız üzerinde önceki yirmi veya otuz yıldaki herhangi bir şeye göre daha

görünür bir etkiye sahip olduğudur. Unutulmamalıdır ki tipik modern Amerikan işçisi artık bir büroda oturmaktadır; ve bir büronun temel görünümü ve işleyişi 1900'den 1980'lere kadar oldukça sabit kalmıştır –daktilolar, dosya dolapları, yazılı raporlar ve toplantılar (Evet, fotokopi makinesi karbon kâğıdını ortadan kaldırmıştır.) Sonra, oldukça kısa bir süre içinde her şey değişmiştir: Her masada ağa bağlı PC'ler, e-posta ve internet, video konferans ve uzaktan çalışma. Bu niteliksel ve hataya yer bırakmayan bir değişimdir ve salt niteliksel olan gelişimlerin yaratamayacağı önemli bir gelişme duygusu yaratmıştır. Kapitalizmle ilgili yeni bir iyimser yaklaşımın oluşmasına yardımcı olan şey işte bu gelişme duygusudur.

Dahası, yeni sektörler kapitalizmin romantizmi diyebileceğimiz şeyi geri getirdi: Daha iyi bir fare kapanı yapabildiği için hakkıyla zengin olan kahraman girişimci fikrini. Henry Ford döneminden bu yana, ekonomi romantik yaratıcılarca değil devlet yöneticisi de olabilecek bürokratlarca yönetilen dev şirketler tarafından giderek daha fazla belirlenir hale geldiği için, bu kahraman figürü her zamankinden daha efsanevi biri olarak görülmeye başlanmıştı. 1968'de John Kenneth Galbraith, "Modern şirketlerin yükselişi, modern teknoloji ve planlamanın gerektirdiği örgütlenmenin ortaya çıkması ve sermaye sahibinin kendi kuruluşunun denetiminden uzaklaşması sonucunda, olgunlaşmış bir sanayi kuruluşunda girişimci artık tek bir kişi olarak varlık göstermiyor," diye yazıyordu. Ve aşağı yukarı adaletin de bulunmadığı bir sosyalizmmiş gibi görünen kapitalizm kime heyecan verebilirdi ki?

Ancak bilişim sektörü endüstriyel düzeni sarstı. On dokuzuncu yüzyılda olduğu gibi, ekonomik öyküler çarpıcı bireylerin öyküleri olmaya başladı. Fikirlerini garajlarında ya da mutfak masalarında geliştiren, daha iyi fikirlere sahip adamlar (ve zaman zaman da olsa kadınlar) zengin oluyorlardı. İşletme dergilerini okumak gerçekten ilginçleşti ve iş alanındaki başarılar bir yüzyıldan beri görülmeyen bir biçimde hayranlık uyandırmaya başladı.

Ve bu serbest piyasacı fikirlere bereketli bir zemin sundu. Kırk yıl önce serbest piyasanın, engel tanımayan girişimciliğin erdemlerini savunanların bir imaj sorunu vardı: "Özel girişim"

dediklerinde çoğu kişi General Motors'u düşünüyordu; "işadamı" dediklerinde şık gri giysili adamlar akla geliyordu. Servetin, erdemin ya da en azından yaratıcılığın ürünü olduğu şeklindeki eski düşünce 1990'larda geri dönüş yaptı.

Ancak, ekonomik iyimserliği gerçek anlamda besleyen şey, refahın –yalnızca (aslında yararların istenebileceği kadar yaygın biçimde dağıtılmadığı) gelişmiş ülkelerde değil, çok da uzun olmayan bir süre önce ekonomik açıdan umutsuz olduğu yazılan birçok ülkede de– dikkat çekecek biçimde yaygınlaşmasıydı.

Küreselleşmenin Meyveleri

"Üçüncü Dünya" terimi başlangıçta bir gurur simgesi olarak ortaya çıkmıştı: Jawaharlal Nehru bu terimi bağımsızlıklarını koruyan, Batıyla ve Sovyetler Birliği'yle ittifak yapmayan ülkeler için kullanmıştı. Fakat kısa bir süre sonra ekonomik gerçeklik siyasal niyete baskın çıktı: "Üçüncü Dünya" geri, yoksul, az gelişmiş anlamına gelmeye başladı. Ve terim, haklı talepleri değil umutsuzluğu akla getirmeye başladı.

Bütün bunları değiştiren şey küreselleşmeydi: Teknoloji ve sermayenin yüksek ücret veren ülkelerden düşük ücret veren ülkelere transferi ve bunun sonucunda emek yoğun Üçüncü Dünya ihracatının artışı.

Dünyanın küreselleşmeden önce nasıl göründüğünü hatırlamak oldukça zor; bu nedenle bir an için saati, yaklaşık bir kuşak önceki haliyle (birçok ülke hâlâ bu durumda) Üçüncü Dünya'ya geri almaya çalışalım. O günlerde bir avuç küçük Doğu Asya ülkesinde görülen hızlı ekonomik büyüme dikkat çekmeye başladıysa da, Filipinler, Endonezya ya da Bangladeş gibi gelişmekte olan ülkeler temelde hammadde ihracatçısı ve mamul mal ithalatçısı olarak daha önceki durumlarını koruyorlardı. Küçük, verimsiz imalat sektörleri iç piyasaya hizmet veriyor, ithalat kotalarıyla korunuyor, ama bu sektörler çok az istihdam alanı yaratabiliyordu. Bu arada, nüfus baskısı çaresiz köylüleri çok daha küçük toprakları ekmek zorunda bırakıyor ya da Üçüncü Dünya kentlerinin çoğunun yakı-

nında bulunan çöp dağlarındaki gecekondularda yaşayarak, bulabildikleri her türlü işte çalışıp geçimlerini temin etmeye mecbur ediyordu.

Başka fırsatların yokluğu nedeniyle Jakarta ya da Manila'da çok düşük ücretle işçi çalıştırabiliyordunuz. Fakat 1970'lerin ortalarında ucuz emek gelişmekte olan bir ülkenin mamul mallarla dünya piyasalarında rekabet edebilmesine yetmiyordu. Gelişmiş ülkelerin altyapıları ve teknik uzmanlıkları, piyasalarının olağanüstü büyük olması ve önemli parçaların tedarikçileriyle olan yakınlıkları, siyasal istikrarları ve verimli bir ekonomi yönetimi için gereken algılanması güç ama önemli olan sosyal intibak gibi yerleşik üstünlüklerinin ücretler arasındaki on ya da yirmi kata ulaşan farklılıktan daha ağır bastığı görülüyordu. Radikallerin bile bu yerleşik üstünlükleri tersine döndürme umutlarını kaybettikleri anlaşılıyordu: 1970'lerde Yeni Uluslararası Ekonomik Düzen talebi Üçüncü Dünya ülkelerini modern sanayi dünyasına sokmaktan çok, hammadde fiyatlarının artırılması girişimlerini merkeze alıyordu.

Ve sonra bir şeyler değişti. Gümrük vergilerinin düşürülmesi, telekomünikasyonun gelişmesi, ucuz hava taşımacılığının mümkün hale gelmesi gibi hâlâ bütünüyle anlamadığımız bazı etmenlerin bileşimi gelişmekte olan ülkelerde üretim yapmanın dezavantajlarını azalttı. Diğer her şey aynı kaldığından Birinci Dünya'da üretim yapmak hâlâ daha iyi –üretimlerini Meksika ve Doğu Asya'ya kaydıran şirketlerin Üçüncü Dünya ortamının olumsuzluklarını ilk elden yaşadıktan sonra geri dönmeleri konusundaki hikâyeler gerçekten oldukça yaygın– ama artık gelişmekte olan ülkelerde düşük ücretlerin dünya piyasalarına girmeye yetecek rekabet gücünü sağladığı önemli sayıda sektör oluştu. Ve böylece, daha önce jüt ya da kahve satarak geçinen ülkeler gömlek ve spor ayakkabısı üretmeye başladılar.

Gömlek ve spor ayakkabısı fabrikalarında çalışan işçilere kaçınılmaz olarak çok düşük ücretler veriliyor ve onlardan korkunç çalışma koşullarına dayanmaları bekleniyor. Buna "kaçınılmaz" dememin nedeni çalıştıkları işletmelerin patronlarının yaptıkları işi kendi (ya da işçilerinin) sağlıklarını düşü-

nerek yapmamaları; tabii ki mümkün olan en düşük ücreti, işçilerin sahip olduğu diğer istihdam olanaklarınca belirlenen asgari ücreti vermeye çalışacaklar. Ve çoğunlukla bunlar hâlâ aşırı yoksul ülkeler.

Buna rağmen yeni ihracat sektörünün yerleşiklik kazandığı ülkelerde sıradan insanların yaşamında belirgin bir iyileşme olmuştur. Bunun nedeni kısmen büyüyen bir sektörün işçilerine bir biçimde iş değiştirmelerini engelleyecek ölçüde daha yüksek ücret vermek zorunda olmasıdır. Ancak daha önemlisi, imalatın büyümesi ve yeni ihracat sektörünün yarattığı diğer işlerin belirginleşmesi dalgalar halinde tüm ekonomiyi etkiledi. Toprak üzerindeki baskı azaldı, böylece kırsal kesimdeki ücretler yükseldi; sürekli iş bulma kaygısı taşıyan kentli işsizlerin sayısı azaldı ve fabrikalar işçiler için birbirleriyle rekabet etmeye başladı, dolayısıyla kentli işçilerin ücretleri de artmaya başladı. Sürecin yeterince yol aldığı ülkelerde –Güney Kore ya da Tayvan gibi– ortalama ücretler gelişmiş ülkelerdeki düzeylere ulaştı. (1975'te Güney Kore'de ortalama saat ücreti ABD'deki ücretlerin yalnızca yüzde 5'i kadardı, 2006'da bu oran yüzde 62'ye yükseldi.)

İhracatın başını çektiği ekonomik büyümenin yeni sanayileşen ekonomilerdeki halk kitlelerine sağladığı yararlar varsayımlardan ibaret değildir. Endonezya gibi hâlâ yoksul olan bir ülkede bu ilerleme ortalama bir insanın ne kadar gıda aldığıyla ölçülebilir; 1968 ile 1990 arasında kişi başına tüketilen gıda günde 2000 kaloriden 2700 kaloriye yükseldi ve ortalama yaşam süresi 46 yıldan 63 yıla çıktı. Benzeri gelişmeler Pasifik Kıyıları'nda, hatta Bangladeş gibi yerlerde bile görülebiliyordu. Bu gelişmeler Batıdaki iyi niyetli insanların yardımları sayesinde gerçekleşmedi –hiçbir zaman çok olmayan dış yardımlar 1990'larda yok denecek düzeye düşmüştü. Bu durum, her zamankinden daha acımasız ve ahlaksız oldukları bize çok geçmeden zorla hatırlatılan ulusal hükümetlerin şefkatli politikalarının sonucu da değildi. Bu, tek kaygısı ucuz emek gücünün sunduğu kâr fırsatlarından faydalanmak olan duygusuz çokuluslu şirketlerin ve hırslı yerel girişimcilerin faaliyetlerinin dolaylı ve önceden tasarlanmamış sonucuydu. Bu örnek bir tutum değildi, ancak böylesi girişimlerin temelinde ya-

tan dürtülerden bağımsız olarak, sonuçta yüz milyonlarca insan sefil bir yoksulluktan kurtulup, bazı durumlarda hâlâ berbat da olsa, her şeye rağmen önemli ölçüde daha iyi koşullara kavuştu.

Ve kapitalizm bir kez daha, kayda değer bir meşruiyetle itibar kazanabildi. Sosyalistler uzun süre önce kalkınma vaat etmişlerdi; bir zamanlar Üçüncü Dünya geri kalmış bir ülkenin yirminci yüzyıla nasıl ayak uydurduğunu görmek için Stalin'in beş yıllık planlarına gözünü dikmişti. Hatta Sovyetler Birliği ilerlemeci ruhunu kaybettikten sonra bile birçok entelektüel yoksul ülkelerin ancak daha gelişmiş ülkelerle rekabet etmekten vazgeçtiklerinde içinde bulundukları kapandan kurtulabileceklerine inanıyordu. Ne var ki 1990'lara gelindiğinde, her şeye rağmen hızlı kalkınmanın mümkün olduğunu gösteren rol modelleri ortaya çıkmıştı ve bu, mağrur sosyalist yalnızlık politikası sayesinde değil, küresel kapitalizmle olabildiğince bütünleşerek başarılmıştı.

Kuşkucular ve Eleştirel Yaklaşanlar

Komünizmin çöküşünden sonra dünya ekonomisinin durumundan herkes memnun değildi. ABD'de çarpıcı bir refah yaşanırken, diğer gelişmiş ekonomiler daha sıkıntılıydı. Japonya "balon ekonomi"sinin 1990'ların başında patlamasından sonra kendisini bir daha toparlayamamıştı ve Avrupa ekonomik toparlanmalar sırasında bile hâlâ özellikle gençler arasında görülen yüksek işsizlik oranlarıyla "Avroskleroz"dan* mustaripti.

ABD'deki herkes de genel refahtan pay alamıyordu. Büyümenin getirdiği yararlar eşitsiz olarak paylaşılıyordu: Hem servet hem de gelir eşitsizliği Muhteşem Gatsby günlerinden beri görülmeyen düzeylere yükseldi ve resmî ölçümlere göre birçok işçinin gerçek ücreti fiilen düştü. Rakamlar özenle seçilmiş olsa bile, Amerikan ekonomisindeki gelişmenin en az

* Avrupa'da genel ekonomik büyümeye rağmen görülen bir yüksek işsizlik ve yavaş istihdam alanı yaratma örüntüsü. (ç. n.)

20 ya da 30 milyon insanı giderek bozulan gelir dağılım tablosunun en dibine ittiği açıktı.

Kimileri öfkelenecek başka şeyler de buldu. Üçüncü Dünya'daki ihracat sektörlerinde uygulanan düşük ücretler ve kötü çalışma koşulları ahlaki değerleri hatırlatmak için sık sık başvurulan bir kaynak oldu –ne de olsa bu ülkelerdeki işçiler Birinci Dünya standartlarına göre kesinlikle sefil durumdaydı ve bu eleştirileri yapanlar düşük ücretli, kötü işlerin işsiz kalmaktan daha iyi olduğu şeklindeki yaklaşıma karşı pek tahammüllü değillerdi. İnsan haklarını savunanlar daha makul bir biçimde dünyanın büyük bir bölümünün küreselleşmenin getirdiği olanaklardan tümüyle yararlanamadığına dikkat çekiyordu: Özellikle Afrika hâlâ yoksulluğun, salgın hastalıkların ve vahşi çatışmaların giderek derinleştiği bir kıtaydı.

Ve her zaman olduğu gibi felaket tellalları vardı. Fakat 1930'lardan beri her an yeni bir bunalım baş göstereceğini öngören insanlar olmuştu; mantıklı gözlemciler bu tür uyarıları ciddiye almamayı öğrenmişti. Ve işte bu yüzden 1990'ların ilk yarısında Latin Amerika'daki uğursuz gelişmeler –ki artık bunların bunalım ekonomisine geri dönüş olasılığının sinyalleri olduğunu biliyoruz– genel olarak önemsenmemişti.

2

ÖNEMSENMEYEN UYARI: LATİN AMERİKA KRİZLERİ

Deneyimli bir uluslararası bankacı, bir finansman yöneticisi ya da bir iktisatçıyla çağrışım oyunu –bir kişi bir sözcük ya da deyim söylediğinde, diğerinin aklına gelen ilk şeyi söylemek zorunda olduğu bir kelime oyunu– oynadığınızı düşünün. Çok yakın zamana kadar, hatta şu anda bile, ona "finans krizi" dediğinizde size kesinlikle "Latin Amerika" diye yanıt verecektir.

Latin Amerika ülkeleri kuşaklar boyunca, neredeyse bütünüyle döviz krizleriyle, banka batışlarıyla, hiperenflasyon nöbetleriyle ve modern insanlarca bilinen diğer tüm parasal sıkıntılarla karşı karşıya kalmıştı. Kitle desteği zayıf hükümetleri askeri darbeler izliyor, her iki grup da altından kalkamayacakları popülist programlarla kitle desteği almaya çalışıyordu. Hükümetler bu programları finanse etme çabası içinde ya kaygısız yabancı bankacılardan borç almaya çalışıp sonunda ödemeler dengesi krizi ve borçlarını ödeyememe sorunuyla baş başa kalıyor ya da sonunda hiperenflasyona yol açan para basma makinelerine başvuruyordu. Bugüne kadar, iktisatçıların anlattığı "makroekonomik popülizm"in tehlikeleriyle, paranın kötüye gidebileceği çok sayıda yolla ilgili her hikâyede varsayılan para âdet olduğu üzere "pezo"dur.

Halbuki 1980'lerin sonuna gelindiğinde Latin Amerika sonunda dersini almış gibi görünüyordu. Augusto Pinochet'nin zulmüne az sayıda Latin hayranlık duyduğu halde onun Şili'de başlattı-

ğı ekonomik reformlar çok başarılı oldu ve Şili'nin sonunda tekrar demokrasiye döndüğü 1989'dan sonra da aynen korundu. Ülkenin büyümesi hızlandıkça Şili'nin Viktoryen erdemlere geri dönmesi –sağlam para ve serbest piyasalar– giderek daha cazip görünmeye başladı. Dahası, eski politikaların nihayet yolun sonuna ulaştığı anlaşılıyordu: 1982'de başlayan borç krizi süreklileşti ve yalnızca politikada yapılacak biraz radikal bir değişikliğin bölgeyi tekrar canlandırabileceği giderek daha açık bir hale geldi.

Ve böylece Latin Amerika reformlara girişti. Devletin sahip olduğu şirketler özelleştirildi, ithalat üzerindeki kısıtlamalar kaldırıldı, bütçe açıkları düzeltildi. Enflasyonun kontrol altına alınması öncelik kazandı; ileride göreceğimiz üzere bazı durumlarda ülkeler paralarına yeniden güvenilmesini sağlamak için sert önlemler aldılar. Ve bu çabalar yalnızca daha büyük bir verimlilikle değil, yabancı yatırımcıların güveninin tazelenmesiyle de hızla karşılığını buldu. 1980'leri finansal paryalar olarak geçiren ülkeler –1990'lara kadar, Latin borcundan kurtulmak isteyen ve onların taleplerini riskten daha az kaçınan yatırımcılara satan kredi kuruluşları, ortalama olarak dolar bazında yalnızca otuz sent kazanmışlardı– uluslararası piyasaların sevgilileri haline gelerek, kendilerini ilk borç krizine sokan banka kredilerini bile gölgede bırakan para akışlarına sahne oldular. Uluslararası medya "yeni" Latin Amerika'dan, özellikle de "Meksika mucizesi"nden söz etmeye başladı. Ünlü Davos konferanslarını yapan insanlarca hazırlanan Dünya Rekabet Raporu Eylül 1994'te dönemin kahramanı Meksika başkanı Carlos Salinas'dan gelen özel bir mesajı öne çıkardı.

Üç ay sonra Meksika o zamana kadar gördüğü en kötü finans krizine sürüklendi. Tekila adı verilen kriz 1930'lardan bu yana tek bir ülkeyi vuran en kötü durgunluğa neden oldu. Etkileri tüm Latin Amerika'ya yayıldı, Arjantin'in bankacılık sistemini çökertmeye korkutucu ölçüde yaklaştı. Geçmişe bakılarak bu krizin bir işaret, piyasaların kararsızlığı konusunda bir uyarı olduğu, bugünün iyi haberlerinin sizi yarınki güven krizinden uzak tutamayacağı görülmeliydi.

Fakat uyarı önemsenmedi. Bunun nedenini anlamak için, Latin Amerika'nın tuhaf biçimde küçümsenen büyük krizini incelememiz gerekiyor.

1980'lerden sonra Meksika

Kimse Meksika hükümetini bilgisiz bir yönetim olarak tanımlayamazdı. Başkan'ın Cientificos* adı verilen yakın çevresi Meksika'nın modern bir ülke haline gelmesini isteyen ve bunun dünya ekonomisiyle bütünleşmeyi gerektirdiğini düşünen iyi eğitimli gençlerden oluşuyordu. Yabancı yatırımcılar iyi karşılanıyor, mülkiyet hakları güvence altına alınıyordu. Ve ülkeye ilerlemeci önderlikten etkilenen bu türden çok sayıda yatırımcının gelmesi ülkenin modernleşmesinde önemli bir rol oynadı.

Tamam, bu yalnızca bir şakaydı. Son dönemdeki bir Meksika hükümetini tarif etmiyorum. Meksika'yı 1876'dan 1911'de bir halk ayaklanmasıyla iktidardan uzaklaştırılıncaya kadar yöneten Porfirio Diaz rejimini tarif ediyorum. On yıllık bir iç savaştan sonra oluşan bu istikrarlı hükümet popülist, milliyetçi, yabancı yatırımcılardan özel olarak da ABD'den kuşku duyan bir yapıya sahipti. Yeni rejimin üyeleri, yani muhteşem ismiyle Institutional Revolutionary Party (Kurumsal Devrim Partisi) ya da PRI, Meksika'yı modernleştirmek, ama bunu kendi yöntemleriyle yapmak istedi: Sanayi yerli şirketlerce iç piyasaya hizmet etmek üzere geliştirilmişti, daha etkin yabancılardan gümrük tarifeleri ve ithalat kısıtlamalarıyla korunuyordu. Yabancı denetimine yol açmadığı sürece yabancı para kabul ediliyordu; Meksika hükümeti kendi şirketlerinin ABD bankalarından borç almalarını oy hakkına sahip hisseler yerlilerin elinde olduğu sürece memnuniyetle karşılıyordu.

Bu içe dönük ekonomik politika verimsiz olmuş olabilir: Yalnızca ABD sınırı yakınındaki dar bir bölgede faaliyet göstermelerine izin verilen ihracata yönelik fabrikalar olan Maquiladoras dışında, Meksika yükselen küreselleşme dalgasından yararlanmayı başaramadı. Fakat Meksika'nın kalkınma politikası, oluşturulur oluşturulmaz ülkenin siyasal ve toplumsal sistemine derin bir biçimde yerleşti, (kredi ve ithalat lisanslarında ayrıcalık kazanan) sanayi oligarşisi, (oligarklar tarafın-

* Bilim adamları. (ç. n.)

dan cömertçe ödüllendirilen) politikacılar ve (korunan sanayi kollarında görece daha iyi ücret alan "işçi aristokrasisi"ni temsil eden) sendikalardan oluşan demir üçgen tarafından savunuldu. 1970'lere kadar Meksika'nın finansal borçlanma konusunda dikkatli olduğu da söylenmelidir, büyüme hayal kırıklığı yaratmıştı ama herhangi bir krizle karşılaşılmamıştı.

Ancak 1970'lerin sonunda geleneksel ihtiyat kaybedildi. Meksika ekonomisi yeni petrol yataklarının bulunması, bu petrolün yüksek fiyatlarla satılması ve yabancı bankaların açtıkları büyük kredilerle hararetli bir yükseliş dönemine girdi. Ekonomi hararetlendiği ve içeri hızla para aktığı sırada, uyarı işaretlerini çok az insan gördü. Basında, bazı finansal sorunların ortaya çıkmakta olduğunu gösteren çeşitli öyküler yer aldı ama genel yaklaşım Meksika'nın ve (genel olarak Latin Amerika'nın) çok az finansal risk taşıdığı yönündeydi. Bu gönül rahatlığı rakamlarla ifade edilebilir: 1982 Temmuz'una kadar, Meksika hazine bonolarının getirisi Dünya Bankası gibi daha tedbirli kuruluşların ihraç ettiği bonolardan çok az gerideydi, bu da yatırımcıların Meksika'nın ödemelerini zamanında yapamama ihtimalinin ihmal edilebilir düzeyde olduğunu düşündüklerini gösteriyordu.

Ancak bir sonraki ayın ortalarında Meksikalı yetkililerden oluşan bir delegasyon parasız kaldıklarını ve Meksika'nın artık borçlarını karşılayamayacağını ABD maliye bakanına bildirmek üzere Washington'a uçtu. Bankalar borç vermeyi durdurup geri ödeme talep ettiğinden kriz birkaç ay içinde Latin Amerika'nın çoğu yerine ve ötesine yayıldı. Çoğu ülke açık temerrütten çılgınca bir çabayla –ABD hükümeti ve Bank for International Settlements gibi uluslararası kuruluşlardan acil durum kredileri alarak, kredi geri ödemelerini "yeniden takvime bağlayarak" ve kibarca "uyum kredisi" diye adlandırılan (bankaların ülkelere açık kredilerinin faizini ödemeleri için ihtiyaç duyduğu parayı borç vermeye şu ya da bu şekilde zorlandığı) kredilerle– kurtulabildi. Ancak, finansal felaketten az da olsa kaçınmanın maliyeti şiddetli bir durgunluktu, bunu yavaş ve çoğunlukla laftan ibaret kalan bir toparlanma izledi. 1986'ya gelindiğinde kişi başına reel gelir 1981'dekinden yüzde 10 gerideydi; son dört yılda ortalama yüzde 70'in üzerinde seyre-

den enflasyon oranıyla eriyen gerçek ücretler kriz öncesi düzeyin yüzde 30 altındaydı.

Devreye yeni kuşak reformcular girdi. 1970'ler boyunca Meksika'nın iktidar partisinde ve hükümetinde "yeni bir sınıf" giderek daha etkili hale gelmişti. İyi eğitimleri, çoğunlukla Harvard ya da MIT'den aldıkları yüksek lisans dereceleri, akıcı İngilizceleri ve enternasyonalist bakış açılarıyla siyasal sularda PRI patronlarının kılavuz kaptanlığını yapacak kadar Meksikalıydılar ama işlerin farklı olması gerektiğini düşünecek kadar da Amerikalılaşmışlardı. Ekonomik kriz tutucuları, "dinozorları" yanıt üretemez hale getirmişti; Şili'de serbest piyasa reformlarının nasıl işlediğini, Kore'de ihracata dayalı büyümenin nasıl yararlı olduğunu, İsrail'de enflasyonun nasıl istikrara kavuşturulduğunu açıklayabilen "teknokratlar" günün adamları haline gelmişti. Yalnız değillerdi: 1980'lerin ortalarına gelindiğinde çoğu Latin Amerikalı iktisatçı, ellili ve altmışlı yılların devletçi görüşlerini terk ederek, Washington Mutabakatı adı verilen yaklaşımı benimsemişlerdi: Büyüme en iyi şekilde güçlü bütçeler, düşük enflasyon, kuralsızlaştırılmış piyasalar ve serbest ticaretle sağlanabilirdi.

1985'te Başkan Miguel de la Madrid bu doktrini, en çarpıcı biçimde Meksika'nın dış ticaretini radikal olarak serbestleştirerek yürürlüğe soktu: Gümrük vergileri düşürüldü ve hükümet izni gerektiren ithalat mallarının kapsamı büyük ölçüde azaltıldı. Hükümet sahip olduğu işletmelerden bazılarını satmaya başladı ve yabancıların mülk edinmesi konusundaki katı kuralları gevşetti. Muhtemelen en dikkat çekici önlem de şuydu; de la Madrid, kendisinden sonra göreve gelmek üzere sıradan PRI yöneticilerinden birini değil de, yeni reformcuları savunan birini tayin etti: Bu kişi Planlama ve Bütçe Bakanı Carlos Salinas de Gortari'ydi. Salinas, Harvard Kennedy School of Government'tan derece almıştı ve etrafında esas olarak MIT'de eğitim görmüş çok saygın iktisatçılardan oluşan bir kadro vardı.

"Kendisinden sonra göreve gelmek üzere tayin etti" tabirini bilerek kullanıyorum. Meksika'nın 1920 ile 1990 arasındaki siyasal sistemi bütünüyle özgündü. Kâğıt üzerinde kalmış bir temsili demokrasiydi ama son yıllarda bu kurgu şaşırtıcı bi-

çimde gerçeğe dönüşmeye başladı. Fakat Salinas'ın seçildiği 1988 yılında Meksika demokrasisi aslında geleneksel Chicago politikasının geliştirilmiş bir versiyonu gibiydi: Oyların himaye karşılığında satın alındığı ve eksik kalan oyların yaratıcı bir oy sayımıyla telafi edildiği tek partili bir sistem. Ancak sistemin dikkat çeken bir özelliği, altı yıllık yönetimi boyunca neredeyse bir mutlakıyetçi monark gibi olduğu halde başkanın kendisinin ikinci dönem için adaylığını koyamamasıydı. Görevi sırasında bir biçimde zenginleştikten sonra çekiliyor ve saltanatı PRI tarafından aday gösterilip, kaçınılmaz olarak seçilecek halefine devrediyordu.

1988'e gelindiğinde, tıpkı Meksika'nın tümü gibi bu sistem de zor durumdaydı. Genel seçimlerde Salinas gerçek bir rakiple karşı karşıya kaldı. Bu, popüler bir eski başkanın oğlu olan Cuauhtemoc Cardenas'dı, Salinas'ın serbest piyasacı reformizminin karşısına daha geleneksel, antikapitalist bir popülizmle çıktı. Sonuçlar birbirine çok yakındı. Cardenas kazandı. Ancak resmi sayımlar böyle sonuçlanmadı. Salinas başkan oldu; ama şimdi bütün haleflerinden daha fazla karşılık ödemek zorundaydı. Bu nedenle de yüzünü Cambridge eğitimli ekonomi takımına döndü.

Salinas yıllarındaki başarılar iki önemli politik hamleye dayanıyordu. Bunlardan birincisi borç krizinin çözüme kavuşturulmasıydı. 1989 başlarında başkanlık seçimlerini kazasız belasız kazandı, ABD hükümeti sevimsiz gerçeklerle yüzleşmek için beklenmedik bir istek göstermeye başladı. Sonunda herkesin uzun süreden beri bildiği bir şeyi, çoğu tasarruf ve kredi kuruluşunun vergi mükelleflerinin paralarıyla kumar oynadığını ve kapanmaları gerektiğini kabul etti. Bu sırada Maliye Bakanı Nicholas Brady yaptığı şaşırtıcı konuşmada Latin Amerika'nın borçlarının bütünüyle geri ödenemeyeceğini ve bir tür borç affının çıkarılacağını açıkladı. Bu sözde Brady Planı fiili bir plan olmaktan çok bir değerlendirmeydi –Brady'nin konuşması *Evet Bakanım*cı bürokratların entrikaları sonucunda ortaya çıkmıştı, borçların hafifletilmesi için uygulanabilir bir proje hazırlayabilecek teknik uzmanlığa sahip devlet yetkilileri ise itiraz edebilecekleri korkusuyla bilgilendirilmemişlerdi. Fakat bu, işlerinde son derece ehil

olan Meksikalılara gereksinim duydukları açılımı sağladı. Birkaç ay içinde uygulanabilir bir plan oluşturmuşlardı. Meksika sonunda ödenmemiş borçların büyük bir kısmını daha küçük bir itibari değere sahip "Brady bonoları" ile değiştirmişti.

Meksika'nın Brady anlaşmasından elde ettiği toplam borç hafiflemesi mütevazıydı ancak psikolojik bir dönüm noktası oluşturdu. Uzun süredir borçların reddi yönünde propaganda yapan Meksikalılar yabancı bankacıların taviz verdiğini görünce yumuşadılar; borç meselesi bir iç siyaset konusu olarak gündemden düştü. Bu arada, tuzağa yakalanmaktan çekindikleri için Meksika'ya yatırım yapmaktan korkan yabancı yatırımcılar bu anlaşmayı geçmişe nokta koyulması olarak gördüler ve taze para getirmeye hazır hale geldiler. Meksika'nın paranın ülkeden kaçmasını önlemek için yükseltmek zorunda kaldığı faiz oranları düştü ve artık hükümet borçlarına yüksek faiz ödemek zorunda olmadığından bütçe açığı hızla azaldı. Meksika'nın mali durumu Brady anlaşmasının ardından bir yıl içinde dönüştürülmüştü.

Ancak borç sorununun çözümü Salinas'ın elindeki tek koz değildi. 1990'da Meksika'nın ABD ve Kanada (zaten daha önce yapılmış bir serbest ticaret anlaşması vardı) ile serbest ticaret anlaşması yapmasını önererek bütün dünyayı şaşırttı. Önerilen Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması ya da NAFTA niceliksel açıdan düşünüldüğünden daha az önem taşıyordu; ABD pazarı Meksika ürünlerine zaten büyük ölçüde açıktı ve de la Madrid'in dış ticarette başlattığı serbestleştirme Meksika'yı serbest dış ticaret yolunda tümüyle olmasa bile çok fazla ilerletmişti. Fakat NAFTA da borç hafifletme paketi gibi psikolojik bir dönüm noktası oluşturma amacı taşıyordu. Salinas, Meksika'nın yabancı ürünlere ve yabancı yatırımlara açılma hamlelerini yalnızca yurtiçi bir girişim olmaktan çıkarıp uluslararası bir anlaşmanın parçası haline getirerek, bu hamleleri tersine çevrilemeyecek bir kesinliğe kavuşturmayı –ve piyasaları bunların kesin olduğuna ikna etmeyi– umuyordu. Meksika'nın açılımlarına benzeri şekilde karşılık verilmesini, ABD'nin de Meksika'nın ABD pazarına girme olanağını ebediyen güvence altına almasını umuyordu.

George H. W. Bush Salinas'ın teklifini kabul etti. Nasıl reddedebilirdi ki? 1982'de Meksika'da borç krizi patlak verdiğinde, ABD'de çoğu insan bunun Meksika siyasetinin radikalleşmesine, çıkan kaos sonucunda Amerika karşıtı güçlerin –hatta belki de Komünistlerin– güç kazanmasına yol açmasından korkmuştu. Bunun yerine, Amerikan yanlısı, serbest piyasacı tipler –bize benzeyen insanlar– mucizevi bir biçimde iktidara gelmişler ve eski engellerin hepsini kaldırmayı önermişlerdi. Onları geri çevirmek reformlara tokat atmak anlamına gelecekti; istikrarsızlık ve düşmanlığı komşumuza fiilen davet etmek olacaktı. O sıralarda dış politikanın zorlu zemininde Amerikan diplomatları NAFTA heveslisiydi. Kongre'yi ikna etmek göreceğimiz üzere biraz daha zor oldu. Ancak ilk heyecan dalgasında bu henüz açıkça görülmüyordu.

Tersine, Meksika'daki reformlar devam ettikçe –devlet kuruluşları satılıp, ithalat üzerindeki sınırlamaların çoğu kaldırılıp, yabancı yatırımcılar sevinçle karşılandıkça– Meksika'dan beklenenler konusundaki heyecan daha da arttı. 1993 Martı'nda Cancún'da çokuluslu şirketlerin üst düzey yöneticilerinden oluşan bir grupla –şirketlerin Latin Amerika işlemlerinden sorumlu yönetim kurulu başkanlarıyla– yaptığım bir söyleşiyi hatırlıyorum. Meksika'nın durumuyla ilgili bazı kuşkularımı, reformların karşılığının biraz hayal kırıklığı yarattığına ilişkin kimi bulguları aktardım. Bana nazik bir biçimde, "Odada bu ülke hakkında olumsuz şeyler söyleyen tek kişi" olduğum bildirildi. Ve odadakilere benzeyen insanlar paralarını söyledikleri yere yatırdılar: 1993'te Meksika'ya 30 milyar doların üzerinde yabancı sermaye yatırımı yapıldı.

Arjantin'in Geçmişinden Kopuşu

"Bir Arjantinli kadar zengin." Bu, Birinci Dünya Savaşı'ndan önce, Arjantin'in kamuoyu ve yatırımcılar tarafından bir fırsatlar ülkesi olarak görüldüğü dönemde Avrupa'da yaygın kullanılan bir sözdü. Arjantin de Avustralya, Kanada ve ABD gibi zengin kaynaklara sahip bir ülkeydi ve hem Avrupalı göçmenlerin hem de Avrupa sermayesinin rağbet ettiği bir yerdi. Buenos Aires

Avrupa'yı andıran zarif bir kentti, İngilizlerin inşa ettiği ve finansman sağladığı demiryolu ağıyla, pampalardan* gelen buğday ve etin dünyaya ihraç edilmek üzere toplandığı merkezdi. Ticaret ve yatırımlarla küresel ekonomiye, telefon kablolarıyla dünya sermaye piyasalarına bağlı olan Arjantin, savaş öncesinde uluslararası sistemin iyi durumdaki üyelerinden biriydi.

Arjantin'in o dönemde bile çok fazla para basarak, dış borçlarını ödeme konusunda sıkıntıya düşme yönünde kesin bir eğilimi olduğu doğrudur. Ama o tarihte ABD de böyle bir ülkeydi. Arjantin'in daha sonra bu kadar geride kalacağını çok az insan düşünebilirdi.

Savaş yılları Arjantin için de, hammadde ihracatı yapan diğer tüm ülkeler açısından olduğu gibi çok sıkıntılıydı. 1920'lerde çok düşük olan tarım ürünlerinin fiyatları 1930'larda dibe vurdu. Ve savaştan sonra borçların hızla artması durumu daha da kötüleştirdi. Aslında Arjantin iyi günlerde yoğun biçimde borçlanmış ve ardından düşen fiyatlar ve faizleri sabitlenmiş kredi ödemeleri arasında acıyla sıkışıp kalmış bir çiftçi gibiydi. Buna rağmen Arjantin Bunalım sırasında beklendiği ölçüde kötüye gitmedi. Hükümeti tüm maliyetleri göze alarak parasal yöntemleri savunmaya kararlı gelişmiş ülke hükümetlerinden daha az doktriner olduğunu kanıtladı. Pezonun devalüe edilmesi, sermaye kaçışının denetlenmesi ve borç geri ödemeleri konusundaki moratoryum sayesinde Arjantin 1932'den sonra epeyce güçlü bir toparlanma düzeyine ulaşmayı fiilen başardı; hatta 1934'e gelindiğinde Avrupalılar iş bulma olanağı kendi ülkelerine göre daha fazla olduğundan Arjantin'e yeniden göç etmeye başlamıştı.

Fakat Bunalım sırasında uygulanan aykırı politikaların başarısı zaman ilerledikçe giderek daha zararlı hale gelen yönetim alışkanlıklarının yerleşmesine neden oldu. Olağanüstü durumlarda yapılan döviz denetimleri girişimciliği köstekleyen ve yolsuzlukları besleyen bir karabasana benzeyen karmaşık bir dizi kurala dönüştü. İthalat üzerindeki geçici kısıtlamalar, arkalarında şaşırtıcı ölçüde verimsiz sanayilerin ayakta kalma-

* Arjantin'in orta ve güney kesimlerindeki büyük ovalar. (ç. n.)

sını sağlayan kalıcı duvarlara dönüştü. Ulusallaştırılan işletmeler yüz binlerce insan istihdam eden ancak en temel hizmetleri yerine getiremeyen, kamusal fonların çarçur edildiği batakhaneler haline geldi. Bütçe açıkları cinnet denecek boyutlara ulaştı ve daha yıkıcı enflasyon nöbetlerine yol açtı.

1980'lerde durum daha da kötüleşti. 1982'deki Falkland Savaşı'nda alınan yenilgiden sonra Arjantin'deki askeri hükümet düştü ve ekonomik canlanma sözü veren Raul Alfonsin'in sivil hükümeti iktidara geldi. Ama borç krizi Arjantin'i de Latin Amerika'nın diğer ülkelerini vurduğu hızda vurdu ve Alfonsin'in "austral" adı verilen yeni bir para birimini dolaşıma sokarak fiyatlara istikrar kazandırma girişimi de ne yazık ki başarısız oldu. 1989'a gelindiğinde ülke gerçek bir hiperenflasyonla karşı karşıyaydı, fiyatlar yılda yüzde 3000 artıyordu.

1989 seçimlerinin galibi Peroncu Carlos Menem oldu. Menem milliyetçi ve korumacı politikaları Arjantin'i bir Üçüncü Dünya ülkesine çevirmekten başka bir işe yaramayan Juan Perón tarafından kurulan partinin adayıydı. Fakat Menem'in, Nixon'un Çin seyahatinin ekonomik versiyonunu yapmaya hazırlandığı ortaya çıktı. Maliye Bakanlığına Harvard'dan doktora derecesi olan Domingo Cavallo'yu (krizle sonuçlanan olaylar sırasında Meksika'nın Maliye Bakanı olan Pedro Aspe'siyle aynı kalitede biri) tayin etti ve Cavallo Meksika'nınkinden bile daha radikal bir reform planı hazırladı.

Planın bir bölümü Arjantin'i dünya pazarlarına açmayı, özellikle de diğer her şeyi desteklemek adına ülkenin tarımsal ihracatını fahiş oranlarla vergilendirilecek sağmal bir inek gibi gören, uzun süredir devam eden yıkıcı alışkanlığı sona erdirmeyi içeriyordu. Çok büyük ve bütünüyle verimsiz kamu sektörünün özelleştirilmesi de çok hızlı bir biçimde gerçekleştirildi. (Meksika'nın tersine, Arjantin devletin sahip olduğu petrol şirketini bile özelleştirdi.) Arjantin'in başlangıçtaki politikaları tartışmasız biçimde dünyadaki en kötü politikalardan olduğundan bu reformlar muazzam bir değişim yarattı.

Fakat Cavallo'nun ayırt edici hamlesi para reformuydu. Ülkenin enflasyonist geçmişine kesin olarak son verebilmek için modern dünyada neredeyse unutulmuş olan bir para sistemini yeniden canlandırdı ve bir para kurulu oluşturdu.

Para kurulları eskiden Avrupa'nın sömürgelerindeki standart uygulamalardandı. Sömürgelerin kendi paralarını basmalarına izin verilir, ama bu para kesin bir biçimde sömürgeci ülke parasının değerine bağlı kılınır ve bunun denetimi yerel para basımını bütünüyle güçlü dövizlerden oluşan rezervlere dayandıran yasalarla garanti altına alınırdı. Yani halk yerel parayı resmen belirlenen sabit bir orandan pounda ya da franka çevirmek zorundaydı ve merkez bankası yerel banknotların tümünü karşılamaya yetecek miktarda sömürgeci ülke parasını bulundurma yükümlülüğünü taşıyordu.

Savaş sonrası yıllarda, sömürge imparatorluklarının güç kaybetmesi ve yeni aktif ekonomi yönetimlerinin ortaya çıkmasıyla para kurulları da unutularak yok oldu. 1983'te Hong Kong'un parasının değer kaybetmesi karşısında bir para kurulu oluşturduğu ve Hong Kong dolarını 7,8 ABD dolarına sabitlediği doğrudur. Fakat olağanüstü dinamik olmasına rağmen Hong Kong da bir tür sömürge kalıntısıydı ve uygulamaları yalnızca sınırlı ölçüde dikkat çekiyordu.

Ancak Arjantin'in acilen itibara ihtiyacı vardı ve Cavallo bu nedenle geçmişe döndü. Talihsiz austral yeniden doğan pezo ile yer değiştirmiş ve bu yeni pezonun sabit kuru kalıcı olarak bir dolara eşitlenmişti –dolaşımdaki her bir pezo bir dolarlık döviz rezerviyle destekleniyordu. Arjantin parasını kötü kullandığı onyıllardan sonra para basma yetkisinden vazgeçmişti, birisi dolar karşılığında pezo satın almak istemediği sürece para basılmaması yasayla güvence altına almıştı.

Sonuçlar etkileyiciydi. Enflasyon hızla neredeyse sıfıra düştü. Meksika gibi Arjantin de bir Brady anlaşması yaptı ve aynı ölçekte olmasa da yabancı sermaye akışının yeniden başlamasıyla ödüllendirildi. Ve reel ekonomi çarpıcı bir biçimde canlandı: Yıllar süren düşüşten sonra GSYİH yalnızca üç yılda yüzde yirmi beş artış gösterdi.

Meksika'nın Kötü Yılı

1993 sonunda Latin Amerika ufuklarında neredeyse hiç bulut yokmuş gibi görünüyordu. Yatırımcılar mutluluktan uçuyor-

du: Yeni serbest piyasa yöneliminin kıtayı bir fırsatlar ülkesi haline getirdiğini düşünüyorlardı. Yabancı işadamları neredeyse Cancún'da konuştuklarımla aynı ölçüde iyimserdiler: Yeni serbestleşen ortam onlar için çok büyük yeni fırsatlar yaratmıştı. Yalnızca birkaç iktisatçı soru soruyordu ve bunlar görece ılımlı sorulardı.

Hem Meksika hem de Arjantin konusunda sorulan ortak soru döviz kurunun uygun olup olmadığıydı. Her iki ülke de kendi parasını istikrara kavuşturmuş, enflasyonu düşürmüştü; fakat her iki vakada da enflasyonun yavaşlaması döviz kurundaki istikrarın gerisinde kalmıştı. Örneğin Arjantin'de pezo dolara karşı 1991'de sabitlenmişti; ancak tüketici fiyatları bunu izleyen iki yıl içinde yüzde 40 artmıştı, bu artış ABD'de yalnızca yüzde 6'ydı. Bu kadar kötü olmamakla birlikte benzer bir süreç Meksika'da da gerçekleşmişti. Her iki vakada da görülen etki dünya pazarlarında ülke mallarının pahalılaşmasıydı ve bu iktisatçıların bu ülkelerin parasının fazla değer kazanmış olmasından kuşkulanmasına yol açıyordu.

Benzer bir soru dış ticaret dengesiyle (daha doğrusu cari hesap açığıyla: Bu, hizmetleri, faiz ödemelerini, vb. içeren daha geniş bir ölçüdür, ama ben bu terimleri birbirlerinin yerini tutabilecek şekilde kullanacağım) ilgiliydi. 1990'ların başlarında Meksika'nın ihracatı oldukça yavaş büyüdü, bunun temel nedeni güçlü pezonun bu malların rekabet gücünü zayıflatmasıydı. Aynı zamanda, hem ithalat üzerindeki engellerin kaldırılması hem de bir kredi patlaması nedeniyle, ithalat birden artmıştı. Sonuç olarak ithalatla ihracat arasındaki fark çok büyüdü: 1993'e gelindiğinde Meksika'nın dış ticaret açığı az sayıda tarihsel örneği bulunan bir rakama, GSYİH'sının yüzde 8'ine ulaşmıştı. Bu bir soruna mı işaret ediyordu?

Meksika yetkilileri ve ülke dışındaki birçok kişi böyle olmadığını iddia etti. İddiaları doğrudan iktisat ders kitaplarından alınmıştı. Muhasebenin gereği olarak ödemeler dengesi daima dengededir: Yani bir ülkenin yabancılardan yaptığı her alım, aynı değerde bir satışla karşılanmalıdır. (İktisat öğrencileri bu ifadede karşılıksız transferleri içeren küçük bir teknik kayıt olduğunu bilirler; her neyse.) Eğer bir ülkenin *cari* hesabı açık veriyorsa, yani sattığından daha fazla mal satın alı-

yorsa, *sermaye* hesabının da eşit ölçüde bir fazla vermesi, yani satın aldığından daha fazla aktif satması gerekir. Ve bunun tersi de aynı şekilde doğrudur: Sermaye hesabı fazla veren bir ülkenin cari hesabı açık vermek zorundadır. Fakat bunun anlamı Meksika'nın yabancıların Meksika aktiflerini satın almak için para getirmelerini sağlama başarısının zorunlu bir sonuç olarak dış ticaret açığına yol açmış olmasıydı. Aslında bu açık yalnızca yabancıların Meksika'nın yatırım yapılacak muhteşem bir yer olduğunu düşündüklerini söylemenin bir başka yoluydu. İyimserler yalnızca sermaye girişinin biraz suni olması –hükümetin yurtdışından ödünç para alarak içeri sermaye çekmiş olması (1982'de yaptığı gibi) veya iç tasarruflarda azalma yaratacak bütçe açıkları vermesi– halinde endişeye yer olacağını düşünüyordu. Halbuki Meksika hükümeti dengeli bir bütçeye sahipti ve yurtdışında yükümlülükten çok aktif (döviz rezervleri) biriktiriyordu. Dolayısıyla, endişelenmeye gerek yoktu. Eğer özel sektör Meksika'ya sermaye akıtmak istiyorsa, hükümetin onları durdurmaya çalışmasına ne gerek vardı?

Ama yine de Meksika'nın performansında rahatsız edici bir yön bulunuyordu: Bütün bu reformlar ve yabancı sermaye girişi veri alındığında, ülke ekonomisi büyüyor muydu?

1981 ile 1989 arasında Meksika ekonomisi yılda yalnızca yüzde 1,3 büyümüş, bu oran nüfus artışına göre çok düşük kalmıştı ve kişi başına düşen gelir 1981'de ulaşılan noktanın fazlasıyla altındaydı. "Meksika mucizesi" yılları sayılan 1990 ile 1994 arasında işler kesinlikle daha iyiydi: Ekonomi yüzde 2,8 büyüdü. Fakat bu oran yine de nüfus artışını geçememişti: 1994 itibarıyla Meksika kendi istatistiklerine göre hâlâ 1981'deki düzeyinin çok altındaydı. Mucize bunun neresindeydi – dahası, bütün bu reformların ve yabancı yatırımların karşılığı neredeydi? 1993'te uzun süredir Meksika ekonomisini gözlemleyen, MIT'de görevli (ve Aspe dahil halen Meksika ekonomisini yöneten çoğu kişinin hocası olan) iktisatçı Rudiger Dornbusch, "Meksika: İstikrar, Reform ve Gerçekleşmeyen Büyüme" başlıklı bir eleştirel analiz yazdı.

Meksika'nın izlediği yolu savunanlar bu rakamların ekonominin gerçek gelişimini, özellikle verimsiz, içe dönük bir sa-

nayi tabanından, yüksek düzeyde rekabet gücü olan bir ihracat yönelimine geçişini göstermediğini öne sürdü. Buna rağmen, çok yüksek tutarlardaki sermaye akışının ölçülebilir sonuçlarının bu kadar küçük olması kesinlikle rahatsız ediciydi. Yanlış giden neydi?

Dornbusch ve diğerleri sorunun pezonun değerinde olduğunu iddia etti: Haddinden fazla güçlü para Meksika ürünlerinin dünya pazarlarının üzerinde fiyatlandırılmasına yol açıyor ve ekonominin bu büyüyen kapasiteden yararlanmasını engelliyordu. O halde Meksika'nın gereksinim duyduğu şey bir devalüasyondu; pezonun dolar değerinde bir kereye mahsus olmak üzere yapılacak bir indirim ekonomisini yeniden harekete geçirecekti. 1992'de İngiltere finans piyasaları (ve özellikle George Soros –6. Bölüm'e bakınız) tarafından pound'un değerini düşürmeye zorlanmış ve sonuçta durgunluk hızlı bir büyümeye dönüşmüştü. Meksika'nın da aynı ilaçtan bir doz alması gerektiği söyleniyordu. (Büyümesi Meksika'nınkinden çok daha hızlı olan, ama bir türlü giderilemeyen yüksek işsizlik oranıyla karşı karşıya bulunan Arjantin için de benzeri savlar dile getiriliyordu.)

Meksikalılar bu sözlere aldırış etmediler, yatırımcılara ekonomik programlarının yolunda gittiğine dair güvenceler vererek, pezoyu devalüe etmek için hiçbir neden bulunmadığını ve böyle bir niyetlerinin olmadığını söylediler. İyi bir görüntü sergilemek özellikle önemliydi, çünkü NAFTA'nın ABD Kongresi'nce onaylanması gerekiyordu ve bu konuda sıkı bir muhalefet vardı. Ross Perot'un, ABD'nin bütün istihdam alanları güneye kaydıkça "muazzam bir sağılma sesi" duyacağı yönündeki uyarısı akıllardadır; daha saygın isimler daha hatırı sayılır iddialar ortaya attılar. NAFTA'yı seleflerinden devralan Clinton yönetimi 1993'te tüm engelleri kaldırdı ve büyük zorluklara rağmen tasarının kabul edilmesini sağladı; ama bu zaten olması beklenen bir şeydi –ve tam zamanında gerçekleşti.

Çünkü 1994'te Meksika'da bazı önemli şeyler kötü gitmeye başlamıştı. 1 Ocakta Meksika'nın çoğu yerine yayılan değişimlerden ne ekonomik ne de politik olarak nasibini alabilmiş yoksul bir kırsal bölge olan Chiapas eyaletinde bir köylü ayaklanması oldu. Hükümetin istikrarı tehlikeye girmemekle

birlikte, olay yolsuzluklar gibi eski kötü alışkanlıkların ve insanlara cefa çektiren kırsal yoksulluğun hâlâ Meksika'daki manzaranın bir parçası olduğunu hatırlattı. Daha vahimi ise Salinas'ın halefi olarak tayin edilen Donaldo Colosio'nun Mart ayında bir suikasta kurban gitmesi oldu. Colosio, reformculukla karizmatik popüler politikacılığı kişiliğinde birleştiren ender liderlerden biriydi ve genel olarak işlerin gidişatında yeni yöntemleri gerçek anlamda meşrulaştıracak bir kişi olarak görülüyordu; suikasta kurban gitmesi hem ülkeyi çok ihtiyaç duyulan bir liderden yoksun bıraktı hem de karanlık güçlerin (yoz siyaset patronları? uyuşturucu ağaları?) yönetimde güçlü bir reformcu istemediklerini ortaya koydu. Onun yerine gösterilen aday Amerika'da eğitim görmüş, dürüstlüğü ve zekâsı tartışılamayacak bir iktisatçı olan Ernesto Zedillo'ydu; fakat acaba siyasal açıdan kendisini dinozorlara ezdirecek ölçüde naif bir politikacı mıydı? Sonunda PRI seçim hazırlıkları sırasında destek satın almak için oldukça büyük bir harcama yaptı; bastığı pezoların bazıları dolara çevrilerek döviz rezervlerini tüketti.

Zedillo bu kez seçimleri hakkıyla kazandı, çünkü seçmenleri Cárdenas'ın popülist görüşlerinin bir finans krizine neden olacağına ikna etmeyi başarmıştı. Meksikalı bir arkadaşımın bana söylediğine göre, PRI seçmenleri Zedillo'ya oy vermedikleri takdirde, "daha önce olanların olacağına" ikna etmişti. Ama ne yazık ki finans krizi yine de baş gösterdi.

Tekila Krizi

Aralık 1994'te, döviz rezervleri giderek tükenen Meksikalı yetkililer ne yapmaları gerektiğine karar vermek zorundaydılar. Faiz oranlarını yükselterek kaybı durdurabilirler, Meksika'da yaşayanların paralarını pezoda tutmasını cazip hale getirebilirler ve belki yabancı fonları da çekebilirlerdi. Fakat faiz oranlarındaki yükselme işletme ve tüketici harcamalarına zarar verebilirdi ve Meksika büyüme oranlarında hayal kırıklığıyla geçen birkaç yıldan sonra zaten durgunluğun eşiğine gelmişti. Ya da on altı ay önce Britanya'da yarattığı etkiyi yaratmasını

umarak pezoyu devalüe edebilirler, yani dolar karşısındaki değerini düşürebilirlerdi. En iyi senaryoya göre bir devalüasyon yalnızca Meksika ihracatının rekabet gücünü artırmakla kalmayacak, yabancı yatırımcıları Meksika aktiflerinin değerli olduğuna da ikna ederek faiz oranlarının fiilen düşmesini sağlayacaktı.

Meksika devalüasyonu tercih etti. Fakat bunu beceriksizce yaptı.

Bir ülkenin parası devalüe edildiğinde spekülatörlerin, "Tamam, bu iş bitti," demeleri ve ülke parasının sürekli değer kaybı üzerine kumar oynamayı bırakmaları beklenir. 1992'de İngiltere ve İsveç'te böyle olmuştu. Bu işin tehlikeli yanı spekülatörlerin yapılan ilk devalüasyonu ardından gelecek başka devalüasyonların işareti olarak görmeleri ve daha yoğun spekülasyon yapmaya başlamalarıdır. Bir hükümetin bundan kaçınabilmesi için belirli kurallara uyması gerekir. Birincisi, eğer devalüasyona giderseniz bunun yeterince büyük yapın. Aksi takdirde yalnızca yeni devalüasyonlar beklenmesine yol açarsınız. İkincisi, devalüasyonun hemen ardından her şeyin kontrol altında olduğuna, yatırımcılara doğru davranmanın önemini anlayan sorumlu insanlar olduğunuza dair verebileceğiniz her türlü sinyali vermelisiniz. Aksi takdirde devalüasyon ekonominizin sağlığı yönündeki kuşkuların yoğunlaşmasına ve bir paniğin başlamasına yol açabilir.

Meksika her iki kuralı da ihlal etti. İlk devalüasyon Dornbusch gibi iktisatçıların önerdikleri oranın yalnızca yarısını ifade eden yüzde 15 oranında yapıldı. Ve hükümet yetkililerinin tutumu güven telkin etmenin dışında her şeyi içeriyordu. Yeni Maliye Bakanı Jaime Serra Puhce küstah ve yabancı kredi kuruluşlarının görüşlerine karşı kaygısız biri gibi görünüyordu. Daha da kötüsü, bazı Meksikalı işadamlarına devalüasyon konusunda danışılarak önceden bilgi verildiğinin ama bu bilginin yabancı yatırımcılardan esirgendiğinin kısa bir süre sonra ortaya çıkması oldu. Artık yoğun sermaye kaçışı kaçınılmaz hale gelmişti ve Meksika hükümeti yakın zamanda sabit kurlardan bütünüyle vazgeçmek zorunda kalacaktı.

Ancak, Serra Puche hemen görevden alındı ve Meksika yapması gerekenleri yapmaya başladı. 1985'ten beri gerçek-

leştirilen bütün o reformların bir faydası olacağı düşünülebilirdi. Ama böyle olmadı: Yabancı yatırımcılar Meksika'nın göründüğü gibi mükemmel bir örnek olmadığını fark ettiklerinde şoka uğradılar –şok geçirdiler!– ve her ne pahasına olursa olsun ülkeden çıkmak istediler. Pezo kısa süre içinde kriz öncesi değerinin yarısına düştü.

En fazla sıkıntı yaratan sorun hükümetin kendi yaptığı bütçeydi. Mali itibarlarından kuşku duyulan hükümetler uzun vadeli tahvillerini satmakta zorlanır ve çok sık aralıklarla çevrilen, büyük miktarlarda kısa vadeli borç almak zorunda kalır. Meksika'nın durumu da bir istisna oluşturmuyordu; 1980'lerdeki mali sorunların temel kaynağı yüksek faizle borçlanma gereksinimiydi. Ve daha önce gördüğümüz gibi, 1989'daki Brady anlaşmasının en büyük yararlarından biri yatırımcılara güven vererek Meksika'nın kısa vadeli borçlarını çok daha düşük faiz oranlarıyla yenilemesine olanak vermesiydi. Şimdi bu kazanımlar kaybedilmişti ve dahası, Mart ayına gelindiğinde Meksika yatırımcılara yüzde 75 faizle ödeme yapıyordu.

Daha da kötüsü, piyasaları yeni bir devalüasyon olmayacağına ikna etme çabası içindeki Meksika milyarlar tutan kısa vadeli borcu dolara endeksli *tesobono*'lara dönüştürmüştü. Pezo düştükçe, dolara endekslenen bu borçların boyutları olağanüstü büyüdü. Tesobono sorunu kamuoyuna yayıldıkça, yarattığı etki yalnızca paniği körüklemek oldu.

Hükümetin yaşadığı finans krizi kısa sürede özel sektöre sirayet etti. 1995 yılı boyunca Meksika'nın reel GSYİH'sı yüzde 7, sanayi üretimi yüzde 15 düştü, bu oranlar 1930'lardan beri ABD'de görülen her türlü gerilemeden çok daha kötüydü – aslında durum 1982'deki borç krizini izleyen ilk çöküşten çok daha kötüydü. Binlerce işletme iflas etti; yüz binlerce işçi işini kaybetti. Finans krizinin reel ekonomi üzerinde tam olarak niçin böylesine yıkıcı bir etki yarattığı –ve Meksika hükümetinin çöküşü engellemek için niçin çocuk bakım kooperatifinde olduğu gibi harekete geçemediği– çok önemli bir sorudur. Fakat şimdilik bu tartışmayı birkaç krizi daha inceledikten sonra yeniden dönmek üzere erteleyelim.

Hepsinden ürkütücüsü krizin Meksika'yla sınırlı kalmamasıydı. "Tekila etkisi" dünyanın pek çok yerine, özellikle de

başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine yayıldı.

Bu sevimsiz bir sürprizdi. Öncelikle, Arjantin ve Meksika Latin Amerika'nın iki farklı ucunda bulunan, aralarında çok az doğrudan ticaret ya da finansman bağı olan iki ülkeydi. Dahası, Arjantin'deki para kurulu sisteminin *kendi* pezosunu zarar görmekten koruyacağı varsayılıyordu. Bu koşullarda Meksika'daki krizden nasıl etkilenebilirdi?

Arjantin'in saldırıya uğramasının nedeni belki de Amerikalı yatırımcıların tüm Latin Amerika ülkelerini birbirinin aynısıymış gibi görmeleriydi. Fakat Arjantin pezosuna yönelik spekülasyon başlar başlamaz, para kurulunun yaratıcılarının beklediği türden bir yalıtımı sağlamadığı açığa çıktı. Dolaşımdaki her bir pezonun karşılığında dolar rezervleri bulunduğu doğruydu, mekanik bir anlayışla bakıldığında, bu ülke pezosunun değerini daima koruyabilirdi. Ama halk akla uygun ya da aykırı olarak büyük miktarlarda pezoyu dolara dönüştürmek istediğinde ne olacaktı? Yanıtın ülkedeki bankaların hızla çöküşün eşiğine gelmesi ve ekonominin tümünü kendileriyle birlikte batırmakla tehdit etmesi olduğu görüldü.

İşleyiş şöyle oldu: Meksika'dan aldığı haberlerden tedirgin olan New Yorklu bir kredi yetkilisinin, Latin Amerika'daki açık pozisyonunu azaltmanın daha iyi olacağına –ayrıca patronuna Ronald Reagan'ın bir zamanlar söylediği gibi, "bunların hepsi farklı ülkeler," türünden bir açıklama yapmaya çalışmasına değmeyeceğine– karar verdiğini varsayalım. Böylece yetkili Arjantinli müşterisini arayarak kredisinin yenilenmeyeceğini ve açık bakiyenin ödenmesi gerektiğini söyleyecektir. Müşterisi gerekli miktarda pezoyu kendi yerel bankasından çekecek ve merkez bankasında çok fazla dolar bulunduğundan bunları sorunsuz biçimde dolara çevirecektir. Fakat Arjantin merkez bankası nakit rezervlerini takviye etmek zorundadır; bu nedenle Arjantinli bir işadamından kredi borcunu ödemesini isteyecektir.

Sorunun başladığı yer burasıdır. İşadamı kredi borcunu geri ödeyebilmek için pezo edinmek zorundadır, pezoları da muhtemelen bir başka Arjantin bankasında bulunan bir hesaptan çekecektir –bu durumda o banka da verdiği bazı kre-

dileri geri isteyecek, böylece bankalardan daha fazla para çekilmesine ve kredilerin daha da azaltılmasına yol açacaktır. Diğer bir deyişle, yurtdışından alınan ilk kredilerin azaltılması Arjantin içinde *kademeli* bir etki yaratacak, yani New York'tan azaltılan kredilerin her bir doları, Buenos Aires'te birkaç pezoluk bir kredi azalmasına yol açacaktır.

Ve krediler daraldıkça Arjantin'de işletmelerin durumu riskli hale gelmeye başlar. İşletmeler kredilerini geri ödemekte sıkıntıya düşer, çünkü kendi müşterileri de mali baskı altındadır. Mevduat sahipleri bankaların kredi müşterilerinden geri ödeme alıp alamadıkları konusunda kuşkuya düşerler ve kendilerini güvence altına almak için paralarını çekerler, böylece kredilerin daha da daralmasına neden olurlar... ve 1930–31'de ABD ekonomisini mahveden kredi sıkışıklığı ve banka çöküşü türünden bir tür kısır döngü oluşmaya başlar.

Artık modern ülkeler bu türden şeylere karşı savunma geliştirmiş durumda. Öncelikle, mevduatlar devlet tarafından güvence altına alınıyor, böylece mevduat sahiplerinin kendi bankalarının ödeme gücünden endişelenmeyecekleri umuluyor. İkincisi, merkez bankaları "kredi almak için son başvuru mercii" olmaya hazırlıklı durumda, bankalara nakit yetiştirerek onların mevduat sahiplerinin para çekme taleplerini karşılayabilmek için yangından mal kaçırma yöntemlerine mecbur kalmalarını önlüyor. Bu nedenle Arjantin bu sürece daha başlangıç aşamasındayken engel olmalıydı.

Ama işler bu kadar da kolay değildi. Arjantinli mevduat sahipleri pezolarının emniyette olduğunu düşünmüş olsalar da bunların dolar değerini koruyabileceğinden emin değillerdi. Bu nedenle hemen dolara dönerek bunu güvence altına almak istediler. Ve Merkez Bankası kredi almak için son başvuru mercii gibi hareket edemedi, çünkü dolar karşılığı olmaksızın yeni pezo basması yasaktı! Sistemi bir tür güven krizine karşı korumak için koyulan kurallar onu bir başka kriz türü karşısında fazlasıyla savunmasız bırakmıştı.

Böylece, 1995 başlarında hem Meksika'da hem de Arjantin'de coşku aniden dehşete dönüştü. Her iki ülkede yaşanan reformist deneyimlerin feci bir çöküşle sona ermesi herkese fazlasıyla mümkünmüş gibi görünmeye başladı.

Büyük Kurtarış

Latin Amerika'nın acilen gereksinim duyduğu şey dolardı: Meksika vadeleri geldiğinde *tesobono*'larını dolarla geri ödeyebilecek, Arjantin ise pezo basabilecek ve bunları bankalara ödünç verebilecekti.

Bu ikisi arasında en büyük, en acil ve siyaseten en zor olanı Meksika paketiydi. Paranın çoğu Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi uluslararası kuruluşlardan gelirken, Avrupa ve Japonya Meksika'nın kurtarılmasının esas olarak ABD'nin sorunu olduğunu ve bu nedenle paranın büyük kısmının ABD tarafından bizzat sağlanması gerektiğini düşündü. Ne yazık ki, böylesi bir kurtarma operasyonuna karşı duran etkili siyasal güçler vardı. NAFTA'ya sert biçimde muhalefet edenler Meksika'daki krizi görüşlerinin doğrulanması olarak değerlendiriyor ve vergi mükelleflerinin paralarının Meksikalılar ve onlara borç veren bankacılar yararına harcanmasını istemiyorlardı. Bu arada muhafazakârlar, hükümetlerin piyasaları desteklemek için müdahalede bulunması fikrinden, özellikle de dünya hükümeti yolunda bir adım olarak gördükleri Uluslararası Para Fonu'nun rolünden hiç memnun değillerdi. Kısa süre sonra ABD Kongresi'nin Meksika'nın kurtarılması için fon ayırmayı kabul etmeyeceği açığa çıkacaktı.

Neyse ki, ABD Hazinesinin döviz piyasalarına acil müdahalelerde bulunmak için bir kenara ayırdığı paralardan oluşan Döviz İstikrar Fonunu (DİF) kendi kararıyla kullanma yetkisi olduğu ortaya çıktı. Bu düzenlemeyle amaçlanan şey aslında *dolar*ın değerini istikrara kavuşturmaktı, ama kullanılan dil bunu açıkça belirtmiyordu. Böylece Hazine hayranlık uyandıran bir yaratıcılıkla fonu dolar yerine pezoyu istikrara kavuşturmak için kullandı. DİF ve diğer kaynaklar birleştirilerek Meksika'ya hemen 50 milyar dolarlık olağanüstü bir kredi açıldı ve yürek hoplatan birkaç aydan sonra Meksika'daki mali durum gerçekten istikrara kavuşmaya başladı.

Arjantin'i kurtarmak için daha mütevazı bir katkıyı ülkenin bankalarını desteklemek amacıyla verdiği 12 milyar dolarla Dünya Bankası yaptı.

Meksika ve Arjantin'in kurtarılmaları çok ciddi boyutlarda olan ekonomik daralmayı önleyemedi, bu daralma gerçekten de 1980'lerdeki borç krizinin ilk yılında görülenden önemli ölçüde daha kötüydü. Fakat 1995'in sonlarında yatırımcılar sakinleşmeye ve bu ülkelerin artık batmayacağını düşünmeye başladı. Faiz oranları düştü; harcamalar canlanmaya başladı ve kısa süre sonra hem Meksika hem de Arjantin hızla toparlanmaya başladı. Kriz binlerce işletme ve milyonlarca işçi için felaket olmuştu. Fakat çoğunun korktuğundan ya da beklediğinden daha kısa bir sürede sona erdi.

Alınan Yanlış Dersler

Tekila krizinden iki yıl sonra sanki her şey yeniden yoluna girmiş gibi görünüyordu. Hem Meksika hem de Arjantin çok hızlı gelişiyordu; soğukkanlılığını koruyabilen yatırımcılar gerçekten iyi kazandı. Ve böylece, uyarı olarak görülmesi gereken şeyler tam tersine, deyim yerindeyse bir iç rahatlatma kaynağı haline geldi. Latin krizinden çıkan derslerden açıkça bir şeyler öğrenenler çok az sayıda olmasına karşın, tekila krizi sonrasındaki olağan akıl yürütmenin gayri resmi bir özeti şöyle aktarılabilir:

Öncelikle, tekila krizi genel olarak dünyada geçerli olan yöntemlerin sorgulanmasını gerektirmiyordu: Mesele Meksika'nın Meksika olmasıyla ilgiliydi. Meksika'nın yaptığı politika hatalarından kaynaklanmıştı –en çarpıcı hatalar, paranın fazla değer kazanmasına göz yumulması, pezoya yönelik spekülasyon başladığında kredilerin daraltılması gerekirken genişletilmesi ve devalüasyonun yatırımcıların güvenini sarsacak bir beceriksizlikle yapılmasıydı. Krizi izleyen çöküşün derinliği esas olarak Meksika'nın, hâlâ çözümlenemeyen geleneksel bir popülizm ve Amerikan karşıtlığıyla malul, kendisine özgü kurnaz ekonomi politikalarıyla ilgiliydi. Yani çöküşün 1988 seçimlerindeki hırsızlığın cezası olduğu da söylenebilirdi.

Kısacası, alınan ders Meksika'da yaşanan bozgunun dünyanın geri kalan kısmı açısından pek de geçerli olmadığıydı. Krizin Latin Amerika'nın diğer ülkelerine yayıldığı doğruydu; ama Arjantin'in kısa bir süre mali çöküşle karşı karşıya kalma-

sı dünyanın ilgisini pek fazla çekmedi, bunu nedeni belki de hemen ardından güçlü bir toparlanmanın gelmesiydi. Ayrıca tekila krizinin geçmişinde makroekonomik popülizm bulunmayan, iyi yönetilen ekonomilerde –Asya'nın mucizevi ekonomileri gibi yerlerde– tekrarlanmayacağı kesindi.

Diğer bir ders Meksika'yı değil Washington'u –yani, IMF ile ABD Maliye Bakanlığını– ilgilendiriyordu. Krizin gösterdiği düşünülen şey Washington'un her şeyi kontrol altında tuttuğuydu: En ciddi mali krizleri bile dizginleyebilecek kaynaklara ve bilgiye sahipti. Meksika adına çok büyük bir yardım hızla harekete geçirilmiş ve sorun halledilmişti. 1980'lerde yedi kısır yıl geçirildiği halde, tekila krizi bir buçuk yıl içinde giderilmişti. İnsanların bu türden şeyleri halletmekte ustalaştıkları açıktı.

Tekila krizi başladıktan on dört yıl sonra ABD de dahil dünyanın çoğu ülkesinde 1994-95 olaylarıyla belirgin benzerlik taşıyan bir finans krizi yaşanması Latin Amerika'dan yanlış dersler aldığımızı açıkça ortaya koydu.

Sormamız gereken, Dünya Bankası'nda ve daha sonra Maryland Üniversitesi'nde çalışan iktisatçı Guillermo Calvo'nun birçok toplantıda sorduğu soruydu: "Bu kadar küçük bir suç için neden bu kadar büyük bir ceza verildi?" Tekila krizinin akabinde, bu krizin öncesinde Meksika tarafından izlenen politikaların yeniden değerlendirilip, hatalarla dolu olduğunu söylemek çok kolaydı. Fakat gerçek şu ki o dönemde bunların oldukça iyi politikalar olduğu düşünülüyordu ve olay gerçekleştikten sonra da 1995'teki ekonomik felaketi haklı göstermeye yetecek ölçüde büyük yanlış adım bulmak zor olmuştu. Calvo'nun sorusunu ciddiye almamız –önemsiz politika hatalarını önemli ekonomik felaketlere dönüştüren mekanizmalara işaret etmesi açısından– gerekiyordu. Meksika'yı pazar algılayışı yönünden yanlış tarafa götüren ve kendisini meşrulaştıran bir panik sürecini harekete geçiren bir dizi beceriksizlik dışında, gerçekte hiçbir ciddi yanlışın yapılmadığını söyleyen kimi yorumcuların iddialarına daha yakından bakmalıydık. Ve böylece, Meksika'da olanların başka yerlerde de olabileceğini fark etmeliydik: Yani ne ekonominin görünüşteki başarısı, ne de piyasaların ve medyanın o ekonomiyi yönetenlere duyduğu hayranlık, ekonominin ani finans kriz-

lerine karşı bağışıklık kazanmasını güvence altına alabiliyordu.

Geriye dönüp bakıldığında, "Washington"a, IMF'ye ve Hazine'ye çok fazla itibar ettiğimiz de açıktır. Bunların cesur ve kararlı bir biçimde davrandıkları ve sonuçların bir korumaya yol açtığı doğruydu. Fakat yakından incelendiğinde, gelecekle ilgili öngörülerin yaşananların tekrarlanmaması açısından hiç de o kadar iyi olmadığı görülüyordu. Öncelikle, para yasal bir el çabukluğuyla harekete geçirilmiş, bu esas olarak ABD'nin çıkarları açısından Meksika'ya verilen özel önem sayesinde meşru kılınmıştı. Daha sonraki krizlerde para ne bu kadar çabuk ne de bu kadar kolay gelebilecekti. Meksika'nın kurtarılması Meksika hükümetinin işbirliği sayesinde de pek o kadar zor olmamıştı: Zedillo'yla birlikte çalışanların gururlarını ayaklar altına almaları gerekmiyordu –Meksika'nın geçmişi açısından– ve yapılması gerekenler konusunda Washington'la tamamen aynı fikirdeydiler. Güçlü bir konumda anlaşma yapmaya alışkın Asya ülkeleriyle ve kendi yöntemleriyle iş yapmaya alışkın Asyalı liderlerle anlaşmak bundan çok farklı olacaktı.

Belki de, hem Meksika'nın hem de Washington'un yalnızca şanslarının yaver gittiğini anlayamamıştık. Kurtarma eylemi gerçekten de krizin özünü dikkate alan iyi düşünülmüş bir plan değildi: Yapılan, belirgin ekonomik sorunlarla ilgili olmaktan çok, ciddiyetini göstererek piyasadaki güveni tazeleyebileceği düşüncesiyle sancılı önlemler alarak kendi payına düşeni yapan, sıkıntı içindeki bir hükümete acil nakit enjekte edilmesiydi. Başarılı olundu, ama hemen ertesinde ekonomi ciddi bir biçimde cezalandırıldı, fakat böylesi bir stratejinin gelecek sefer yine işe yarayacağını varsaymak için geçerli hiçbir neden yoktu.

Bu nedenle hiç kimse ne birkaç yıl sonra Asya'da ortaya çıkacak tekila tarzı yeni bir krize ne de bu tür bir kriz baş gösterdiğinde Meksika tarzı bir kurtarmanın etkisiz olma ihtimaline karşı hazırlıklıydı. 2007'de patlak veren küresel krize karşı daha da hazırlıksızdık. İlgisizliğimizin tuhaf olan tarafı Asya'nın en büyük ekonomisinin zaten ciddi bir sıkıntı içinde bulunmasıydı – ve yalnızca kendi işleriyle ilgilenerek özellikle yanlış yapıyordu.

3

JAPONYA'NIN TUZAĞI

Çok da uzun olmayan bir süre önce Amerikalıların Japonya'dan tedirgin olduğu bir dönem vardı. Japon endüstrisinin başarıları hem hayranlık hem de korku uyandırıyordu; raflarında doğan güneşi ve samurayları resmeden cilt kapaklarıyla kaplı kitaplar bulunmayan hiçbir havaalanı kitabevi yoktu. Bu kitaplardan bazıları Japon yönetim anlayışının sırlarını öğretme vaadi içeriyor, bazıları da ekonomik savaş kehanetinde (ya da talebinde) bulunuyordu. Rol modelleri ya da şeytanlar veya her ikisi de olan Japonlar zihnimizi çok fazla meşgul ediyordu.

Artık bunların hepsi bitti. Japonya ancak, çoğunlukla Nikkei'de büyük bir düşüşün olması veya hedge fonlarının Japonya'dan ucuz fon ödünç alıp başka yerlere ödünç vermesi demek olan "faiz arbitrajı"nda bir sorun çıkması gibi kötü haberler olduğunda zaman zaman manşetlere çıkıyor. Fakat genellikle ilgimizi kaybettik. Kamuoyu Japonlara pek de yazık olmadığı sonucuna ulaşmış olduğundan artık onları görmezlikten gelebilirdik.

Bu saçmalık. Bizim açımızdan, Japonya'nın aldığı her yenilgi başarıları kadar önemlidir. Japonya'ya olanlar hem trajiktir hem de önceden belli olan şeylerdir. Dünyanın en büyük ikinci ekonomisi hâlâ iyi eğitimli ve istekle çalışan işçiler, modern bir sermaye stoku ve etkileyici teknik bilgi birikimiyle kutsanmaktadır. Vergi toplamakta zorlanmayan istikrarlı bir hükümete sahiptir. Latin Amerika veya daha küçük Asya eko-

nomilerinin aksine, yabancı sermayedarların iyi niyetine bağımlı olmayan, dışarıya kredi veren bir ülkedir. Ve ekonomisinin boyutlarının büyüklüğü, üreticilerinin asıl olarak iç pazara satış yaptığını göstermektedir ki bu, Japonya'ya –ABD gibi– çok az ülkeye nasip olan bir hareket özgürlüğü vermektedir.

Buna rağmen Japonya 1990'ların büyük bir bölümünü, çöküntü içinde, dönüşümlü olarak kısa ve yetersiz büyüme dönemleri ve ardından daha da derin durgunluklar yaşayarak geçirmiştir. Bir zamanlar gelişmiş dünyanın büyüme şampiyonu olan Japon endüstrisi 1998'de 1991'deki üretiminin altına düştü. Ve performanstan da kötü olan şey bir tevekkül ve çaresizlik halinin ortaya çıkması, kamu politikalarının durumu tersine çevirebileceğine dair inancın kaybedilmesiydi. Bu bir trajediydi; böylesine büyük bir ekonomi onyıl süren bir çöküntü yaşamak zorunda değil, bunu hak etmiyor da. Japonya'nın sıkıntıları diğer Asya ülkelerinin yaşadığı kadar keskin olmamakla birlikte, daha az gerekçeyle çok daha uzun süre devam etti. Bu gelecekte olabilecekleri de gösteriyordu: Eğer böyle bir şey onların başına gelebiliyorsa, aynı şeyin bizim başımıza gelmeyeceğini kim söyleyebilirdi? Ve geldiğinden artık yeterince eminiz.

Bu Japonya'nın başına nasıl geldi?

Bir Numara Olarak Japonya

Hiçbir ülke –Stalin'in beş yıllık planları dönemindeki Sovyetler Birliği bile– 1953 ile 1973 arasında Japonya'nın yaşadığı yüksek büyüme gibi çarpıcı bir ekonomik dönüşüm yaşamamıştır. Büyük ölçüde bir tarım ülkesi olan Japonya yirmi yıllık bir süre içinde dünyanın en büyük çelik ve otomobil ihracatçısı haline gelirken, büyüyen Tokyo dünyanın en büyük ve tartışılmaz biçimde en canlı metropolüne dönüştü ve yaşam standartlarında önemli bir atılım gerçekleşti.

Durum bazı Batılıların dikkatini çekti. 1969'da fütürist Herman Kahn, Japonya'nın yüksek büyüme oranlarının onu 2000 yılına kadar dünyanın en güçlü ekonomisi haline getireceğini

öngören *The Emerging Japanese Superstate* (Gelişmekte Olan Japon Süper Devleti) adlı kitabını yayınladı. Japonya'nın ne kadar başarılı olduğunun kamuoyunda yaygın biçimde anlaşılması ancak 1970'lerin sonunda –Ezra Vogel'in *Japan as Number One* (Japonya Bir Numara) adlı, en çok satan kitap unvanını alan kitabını yazdığı dönemler– mümkün olabildi. Gelişkin Japon ürünlerinin –en çok da otomobil ve elektronik tüketim malları– Batı pazarlarına akmasıyla birlikte, insanlar Japonya'nın başarısındaki sırrı merak etmeye başladılar.

Japonya'ya ilişkin büyük tartışmanın zamanlamasında ironik bir yan vardı: Gerçek şu ki Japonya'nın görkemli ekonomik büyüme çağı tam da Batılılar Japonya'yı ciddiye almaya başladıkları sırada sona erdi. 1970'lerin başlarında, hâlâ bütünüyle bilinemeyen kimi nedenlerle büyüme gelişkin dünyanın bütününde yavaşladı. En yüksek büyüme oranına sahip olan Japonya da en büyük yavaşlamasını yaşadı; 1960'larda yılda yüzde 9 büyürken, bu oran 1973'ten sonra yüzde 4'e düştü. Bu büyüme hızı (zaman zaman ABD'nin büyüme hızının yarısı kadar), başka gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olmasına rağmen Japonya'nın bu oranla dünyanın en önde gelen ekonomisi haline gelmesi 21. yüzyıla ertelenecekti. Bununla birlikte, Japonya'nın büyüme performansı diğer ülkeleri tam anlamıyla kıskandırıyordu. Çoğu kişi Japonya'nın kendi ekonomisini yönetmek için daha iyi bir yol bulduğunu söylemekle yetinmiyor, aynı zamanda başarısının bedelini kısmen de olsa zayıf Batılı rakiplerinin ödediğini iddia ediyordu.

Japonya'nın niçin başarılı olduğu tartışmasını burada yeniden açmamıza gerek yok. Esas olarak tartışmanın iki tarafı vardı. Taraflardan biri büyümeyi sağlam temellerin ürünü olarak, her şeyden önce de mükemmel bir temel eğitim ile yüksek tasarruf oranının sonucu olarak görüyordu ve Japonya'nın yüksek kaliteli ürünleri düşük maliyetlerle imal edebilmekte nasıl bu kadar başarılı olduğunu açıklamak için –her zaman olduğu gibi– az da olsa amatör sosyolojiye başvuruyordu. Diğer taraf ise, Japonya'nın aslında farklı bir ekonomik sistem geliştirdiğini, bunun kapitalizmin yeni ve üstün bir biçimi olduğunu iddia ediyordu. Japonya üzerindeki tartışma aynı zamanda genel olarak Batılı ekonomik düşüncenin geçerliliğine,

özel olarak ise serbest piyasanın faziletlerine ilişkin bir ekonomi felsefesi tartışmasına dönüştü.

Üstün olduğu varsayılan Japon sisteminin unsurlarından biri devletin yönlendiriciliğiydi. Japon hükümeti –hem ünlü Uluslararası Ticaret ve Sanayi Bakanlığı (UTSB) hem de daha sessiz göründüğü halde daha etkili olan Maliye Bakanlığı– ellili ve altmışlı yıllarda ekonomiye yön vermekte çok güçlü bir rol oynamıştı. Ayrıcalıklı sektör ve şirketlere banka kredileri ve ithalat izinleri yağdırıldığı sırada ekonominin büyümesi hiç değilse kısmen hükümetin stratejik planlarıyla yönlendirilmişti. Batı'nın Japonya'ya gerçekten odaklandığı tarihe gelindiğinde hükümetin etkisi büyük ölçüde kaybolmuştu; fakat merkezi olarak yönlendirilen bir ekonomi olarak "Japonya A.Ş." imajı dünya pazarlarını etkisi altında tutma eğilimini sürdürdü ve 1990'lara kadar gücünü korudu.

Farklı özelliklere sahip Japon ekonomi tarzının bir diğer unsuru da önemli şirketlerin kısa vadeli finansal baskılardan uzak tutulmasıydı. Japon *keiretsu*'sunun –büyük bir banka etrafında örgütlenen müttefik şirket grupları– üyeleri birbirlerinden büyük miktarlarda hisse satın alarak, kendileri dışındaki hissedarların yönetimlere girmesini engelliyorlardı. Japon şirketleri hisse senedi fiyatları ya da piyasa güvenilirliği konusunda da çok fazla kaygı duymuyordu; çünkü kendilerini nadiren hisse senedi ya da tahvil satışı aracılığıyla finanse ediyorlardı. Bunun yerine, paraya ihtiyaç duyduklarında etrafında örgütlendikleri bankadan kredi kullanıyorlardı. Dolayısıyla, Japon şirketlerinin kısa vadeli kârlılık, hatta genel olarak kârlılık konusunda kaygı duymaları gerekmiyordu. Bir *keiretsu* bankasının mali durumunun son tahlilde şirket yatırımlarını disipline ettiği düşünülebilir. Bankanın iştiraklerine açtığı krediler sağlıksız göründüğünde, banka mudilerini kaybetmeye başlamayacak mıdır? Fakat çoğu ülkede olduğu gibi Japonya'da da mevduat sahipleri devletin tasarruflarının ziyan edilmesine asla izin vermeyeceğini düşünüyor, bu nedenle bankaların paralarını nasıl kullandığıyla pek ilgilenmiyorlardı.

Hem hayranları hem de ondan korkanlar bu sistemin sonucunda uzun vadeli düşünebilme yeteneğine sahip bir ülkenin ortaya çıktığını iddia ettiler. Japon hükümeti teker teker

büyüme motoru olarak hizmet edecek "stratejik" sektörleri hedefleyecekti. Bu sektörlerde faaliyet gösteren özel şirketler yönlendirilecek, başlangıç döneminde yabancı rekabetten korunarak kendilerine yardımcı olunacak, sektör hünerlerini iç pazarda ispat edinceye kadar koruma sürdürülecekti. Ardından büyük bir ihracat hamlesi başlayacak, bu sırada şirketler kârlılığı düşünmeksizin pazar paylarını inşa edecek ve yabancı rakiplerini yere sereceklerdi. Sonunda, sektördeki egemenlik güvence altına alınacak ve Japonya bir başka sektöre yönelecekti. Çelik, otomobil, VCR'ler, yarı iletkenler –kısa süre içinde bunlara bilgisayarlar ve uçaklar eklenecekti.

Kuşkucular bu değerlendirmenin çoğu detayında boşluk aradı. Ama sonunda Japonya'yı yağmacı davranmakla suçlamayı başaranlar ve UTSB sihirbazlarının reklâm edildiği gibi gerçekten her şeye vakıf olup olmadığını sorgulayanlar bile Japon sisteminin farklı özelliklerinin Japonların başarısıyla ilgisi olabileceğini kabul etme eğilimi gösterdiler. Ancak aynı farklı özellikler –hükümetle iş dünyasının samimi ilişkisi, devlet garantili bankalardan kendileriyle yakın ittifak içinde olan şirketlere kolay kredi verilmesi– daha sonraları ahbap çavuş kapitalizmi olarak nitelenecek ve ekonomik zafiyetin kökeni addedilecekti.

Fakat 1980'lerin sonuna doğru sistemin zayıflıkları görmek isteyen herkes açısından fiilen belirginleşmişti.

Balon, Zahmetli İlerleme ve Sıkıntılar

1990 yılının başında Japon kâğıtlarının piyasa değeri –ülkenin bütün şirketlerinin tüm hisse senetlerinin toplam değeri– nüfusu Japonya nüfusunun iki katı olan ve GSYİH'sı Japonya'nınkinin iki katını aşan ABD'nin kâğıtlarından fazlaydı. Kalabalık Japonya'da hiçbir zaman ucuz olmayan arsa fiyatları inanılmaz ölçüde pahalılaşmıştı: Çok yaygın olarak kullanılan bir örneğe göre, Tokyo'nun imparatorluk sarayının kurulu bulunduğu arsanın bir mil karesinin değeri California eyaletinin bütününden daha değerliydi. Japonya'nın Gürleyen Yirmilerdeki muadili "balon ekonomisi" geri gelmişti.

1980'lerin sonları Japonya için refahın, hızlı büyümenin, düşük işsizlik oranlarının ve yüksek kârların görüldüğü bir dönemdi. Ancak, ekonomik verilerin altında yatan faktörlerin hiçbiri ne arsa ne de hisse senedi fiyatlarının 1980'lerin sonunda üçe katlanmasını meşru kılıyordu. O dönemde bile çoğu gözlemci bu finansal yükselişin altında cinnet ve akıl dışılık olduğunu düşünüyordu –yavaş büyüyen sektörlerdeki geleneksel şirketler, fiyat-kazanç oranları 60 veya daha yüksek olan büyüme hisseleri gibi değerlendirilmemeliydi. Fakat cinnet piyasalarında çoğunlukla olduğu gibi kuşkulananlar ikna olamayışlarının nedenlerini destekleyecek kaynaklardan ya da cesaretten yoksundu; geleneksel anlayış göklere fırlayan fiyatları meşru gösterecek her türlü bahaneyi buldu.

Finans balonları yeni şeyler değildir. Lale cinnetinden internet cinnetine giden süreçte en mantıklı yatırımcılar bile diğer herkes zengin olduğu sırada uzun vadeli düşünerek bu gidişata direnmekte zorlanmışlardı. Fakat Japonların uzun vadeli stratejik düşünme konusunda yaptıkları ün ve Japonya A.Ş.'nin herkese serbest olan bir serbest piyasa ekonomisi olmaktan çok planlı bir ekonomiye benzediği şeklindeki ortak anlayış dikkate alındığında, balonun boyutları hâlâ biraz şaşırtıcı görünüyor.

Bir kere Japonya'nın yatırımları toplumsal olarak denetlenen uzak görüşlü bir ülke olarak yayılan namı hep bir abartıdan ibaret olmuştur. Çoğunlukla politikacılara rüşvet vererek ekstra avantajlar elde eden ve bir diğer ekstra avantajı *yakuza* bağlantılarıyla sağlayan gayrimenkul spekülatörlerinin Japonya'daki manzaranın şaşırtıcı ölçüde önemli bir kısmını oluşturduğunu herkes hatırlayacaktır. Spekülatif gayrimenkul yatırımları 1970'lerde neredeyse bir bankacılık krizini tetikliyordu; durum ancak spekülatörlerin borçlarının gerçek değerlerini düşürerek şüpheli alacakları yeniden sağlam kredilere dönüştüren bir enflasyon patlamasıyla kurtarılabilmişti. Yine de Japon balonunun muazzam boyutları şaşırtıcıydı. Bu olgunun yalnızca kitle psikolojisiyle açıklanamayacak, bunun ötesine geçen bir açıklaması var mıydı?

Öyle görünüyor ki, Japonya'daki balon 1980'ler boyunca dünyada görülen hummalı spekülasyonun neden olduğu bir-

kaç patlamadan yalnızca biriydi. Bu patlamaların ortak özelliği hepsinin esas olarak banka kredileriyle finanse edilmesiydi –özellikle, temkinli geleneklerden gelen kuruluşlar risk seven, hatta kuşku uyandıran operatörlere piyasanın biraz üzerindeki faiz oranları karşılığında kredi teklif etmeye başladılar. Bunların en ünlüsü Amerika'daki mevduat ve kredi kuruluşlarıydı –bu kuruluşların kamuoyundaki imajları bir zamanlar Jimmy Stewart'ın *It's a Wonderful Life* (Harikulâde Bir Hayat) adlı kitabındaki Amerikalılara özgü bir samimiyet taşıyan küçük kasaba bankacısıyla tanımlanıyordu; ama 1980'lerde bunun yerini serveti hızla katlanan Texaslı gayrimenkul ağalarının imajı aldı. Fakat benzeri kuşkulu kredi patlamaları başka yerlerde de, özellikle normal koşullarda hummalı spekülasyonla ilişkisiz bir başka ülke olan İsveç'te de ortaya çıktı. Ve iktisatçılar uzun süredir böylesi olayların altında aynı ekonomik kuralın yattığını öne sürüyordu –bu kural, bu kitapta birkaç kez tekrarlanacak olan durgunlukla ilgili basit çocuk bakımı modelindekine benziyordu. Bu kural sübjektif risk olarak bilinir.

"Sübjektif risk" teriminin doğduğu yer sigorta sektörüdür. Bu işin ilk başlarında, özellikle yangın sigortası yapan sigortacılar mülk sahiplerinin zararlara karşı bütünüyle sigortalandıklarında yıkıcı yangınlar çıkarmak konusunda –özellikle değişen koşullar binalarının olası piyasa değerini sigorta kapsamının altına düşürdüğünde– ilginç bir eğilim içine girdiklerini fark ettiler. (1980'lerin ortalarında New York'ta "kundakçılığa eğilimli" olduğu bilinen bazı arazi sahipleri vardı, bunlar bizzat kendilerinin olan hayali bir şirketten şişirilmiş bir fiyatla bina satın alıyor, bu fiyatı şişkin bir sigorta poliçesine esas oluşturmakta kullanıyor, sonra binada birden yangın çıkıyordu. Aslında bu Sübjektif Riskti.) Sonunda, işlerin kötü gitmesi halinde bedeli ödeyecek olan bir başkası ise, riske girecek kişinin alacağı riskin ne kadar olacağına karar vermesini gerektiren her durum için bu terim kullanılmaya başlandı.

Sübjektif risk üretme olasılığı ödünç para almanın doğasında mevcuttur. Akıllı ama sermayesi olmayan bir adam olduğumu, sizin de bana açıkça görülen akıllılığıma dayanarak bir yıl sonra geri ödemeyi taahhüt etmem koşuluyla uygun gördüğüm bir alanda yatırım yapmak üzere bir milyar dolarlık bir

kredi kullandırmaya karar verdiğinizi varsayın. Benden çok yüksek bir faiz oranı talep etseniz bile bu mükemmel bir anlaşma olacaktır: Bir milyarı alır, çok para kazabileceğimi *düşündüğüm* bir işe yatırırım, fakat sonunda beş parasız da kalabilirim, yapabileceğim en fazla işin en iyi şekilde sonuçlanmasını ümit etmektir. Eğer yatırım başarılı olursa ben de başarılı olurum; olmazsa kişisel iflasımı ilan edip yoluma giderim. Yazı gelirse ben kazanırım, tura gelirse siz kaybedersiniz.

Elbette ki tam da bu nedenle hiç kimse ne kadar akıllı görünürse görünsün kendi sermayesi olmayan birine uygun gördüğü alanda yatırım yapması için bir milyar dolar kredi vermez. Krediyi kullandıranlar genellikle ödünç verdikleri parayla yapılabilecek işlere sınır getirir; kredi alanlarsa, kredi aldıkları kuruluşa kayba uğramayacağına dair güvence vermek için yapacakları işe asıl olarak kendi paralarını yatırmak zorundadır.

Kredi kuruluşları bazen bu kuralları unutur ve ne yaptığını bildiği konusunda iyi bir izlenim bırakan kişilere hiç soru sormadan büyük miktarlarda borç verir. Bu konuyla ilgili olarak hedge fonlarının hayret verici hikâyesini 6. Bölüm'de anlatacağız. Başka bir dönemde de kredi alan kişinin işe kendisine ait yeterli miktarda parayı koyma zorunluluğu bizzat bir piyasa istikrarsızlığının kaynağı olabilir. Aktifler değer kaybettiğinde, onları ödünç parayla satın alanlar bir "marj tamamlama talebi"yle karşı karşıya kalabilir: Bu durumda ya kendi koydukları parayı artırmak ya da aktiflerini satarak kredi aldıkları kuruma geri ödeme yapmak zorundadırlar ki bu işlem fiyatları daha da aşağı çeker; mevcut finans krizinin temelinde de bu süreç bulunmaktadır. Fakat böylesi piyasa patolojilerini bir kenara bırakırsak, kuralların bazen ihlal edilmesinin bir başka nedeni daha vardır: Bedeli vergi mükelleflerine ödetilecek bir sübjektif risk oyunu oynanmaktadır.

Japon *keiretsu*'ların etrafında toplandıkları büyük bankalar hakkında söylediklerimizi hatırlayın: Bu bankalara para yatıranlar arkalarında devletin durduğuna inandıklarından mevduatlarının güvende olduğunu düşünüyorlardı. Aynı şey Birinci Dünyadaki ve neredeyse diğer her yerdeki çoğu banka için geçerlidir. Modern ülkeler mevduatları açık biçimde ga-

ranti altına almasalar bile, dul ve yetimlerin yalnızca yanlış bankaya yatırdıkları için yaşamsal tasarruflarını kaybetmelerine, tıpkı düşüncesizce nehir kenarına yapılan evlerin sele kapılmasına seyirci kalamayacakları gibi göz yumamazlar. Yalnızca en çıkarcı muhafazakârlar bunun aksini düşünebilir. Fakat sonuçta insanlar evlerini nereye yaptıkları konusunda dikkatsiz olmaya ve paralarını nereye yatırdıkları konusunda daha da dikkatsiz davranmaya devam eder.

Bu dikkatsizlik vicdansız işadamlarına cazip bir fırsat sunar. Etkileyici bir binası ve süslü bir ismi olan bir banka açmanız yeter. Eğer izin veriliyorsa iyi faiz ödeyerek, verilmiyorsa tost makinesi ya da başka herhangi bir şey vererek bol bol mevduat toplarsınız. Sonra yüksek faiz oranları karşılığında bu paraları büyük kumarlar oynayan spekülatörlere (tercihan kendi arkadaşlarınıza ya da başka bir şirket adının arkasına gizlenerek kendinize) verirsiniz. Mevduat sahipleri her koşulda korunduklarını bildikleri için yatırımlarınızın kalitesini sorgulamayacaktır. Artık sizin tek bir seçeneğiniz vardır: Yatırımlarınız yolunda giderse zengin olursunuz; kötü giderse çekip gitmeniz yeter, arkanızda bıraktığınız pisliği devlet temizleyecektir.

Tamam, iş bu kadar da kolay değil, çünkü devletin kural koyucuları bütünüyle aptal değildir. Aslında 1930'lardan 1980'lere kadar bu türden davranışlara bankacılar arasında nadiren rastlanıyordu, çünkü özel bir kredi kuruluşunun oynamam için vereceği bir milyar doları teslim etmeden önce benden isteyeceği şeylerin aynısını kural koyucular bankalardan istiyordu. Aşırı risk alınmasını önleyebilmek için bankaların mevduat sahiplerinin paralarıyla yapabilecekleri işleri sınırlandırmışlardı. Zorunlu sermaye aracılığıyla banka sahiplerinden riske sokacakları paranın büyük kısmının kendilerine ait olması isteniyordu. Ve kural koyucular geçmişte daha ustalıklı, belki de kasıtlı olmayan bir önlem olarak bankacılık lisansını ciddi bir "imtiyaz değeri" olan, kendi başına değerli bir şey haline getirmek suretiyle bankalar arasındaki rekabeti sınırlamışlardı; lisans sahipleri bankayı batıracak riskler alarak bu imtiyaz değerini tehlikeye atmak istemiyordu.

Fakat 1980'lerde çoğu yerde bu sınırlamalar işlemez hale geldi. Esas neden kuralsızlaştırmaydı. Geleneksel bankalar

güvenli ama aynı zamanda çok da muhafazakârdı; sermayeyi en üretken kullanılacağı alanlara yönlendirmekte yetersiz kaldıkları tartışmasızdı. Reformcular çarenin hem daha fazla özgürlük hem de daha fazla rekabet olduğunu öne sürdüler: Bırakın bankalar nerenin en iyi olduğunu düşünüyorlarsa oraya kredi versinler, kamu tasarrufları için daha fazla oyuncunun rekabet etmesine izin verin diyorlardı. Reformcular her nedense bunun bankalara alınmaması gereken riskler almak konusunda daha fazla özgürlük tanıyacağını, imtiyaz değerlerini düşürerek onları riskten kaçınabilmeleri için yeterince teşvik etmeyeceğini unuttu. Piyasadaki değişiklikler, özellikle de kurumsal finansman alanında alternatif kaynakların ortaya çıkması, güvenli, eski tarz yöntemlerle çalışmak isteyen bankerlerin kâr marjlarını daha da düşürdü.

Ve böylece 1980'lerde bir tür küresel sübjektif risk tehlike salgını baş gösterdi. Çok az sayıda ülke bu durumun üstesinden geldiğini gururla söyleyebilir –tasarruf ve kredi olayını ele alışındaki yanlışları tedbirsizliğin, öngörüsüzlüğün ve yer yer politik ahlaksızlığın klasik örneklerini oluşturan ABD elbette ki bu ülkeler arasında değildir. Fakat, alıştığı –hükümetle iş dünyası, bankalarla müşterileri, neyin devlet garantisinde olup neyin olmadığı arasındaki– tüm bağlantılar özellikle belirsiz olan Japonya bu gevşetilmiş finans sistemine tuhaf bir biçimde uyum sağlayamadı. Japon bankaları başka yerlerde görülenlerin çok üzerindeki miktarlarda parayı bunları ödünç alanların kalitesine çok daha az itibar ederek verdi. Bu sayede balon ekonomisinin muazzam boyutlara ulaşacak biçimde şişmesine yardımcı oldular.

Er ya da geç, balonlar daima patlar. Japon balonunun patlaması bütünüyle kendiliğinden olmadı: Aşırı spekülasyondan kaygı duyan Japonya Merkez Bankası balondan biraz hava boşaltma çabası içinde 1990'da faiz oranlarını yükseltmeye başladı. Bu politika başlangıçta başarısız olduysa da, arsa ve hisse senedi fiyatları 1991'den itibaren hızla düşmeye başladı ve birkaç yıl içinde en yüksek oldukları düzeyin neredeyse yüzde 60 altına indi.

Japon yetkililer önceleri ve hatta izleyen birkaç yıl boyunca bu durumun sağlıklı olduğunu düşündüler –daha mantıklı

ve gerçekçi aktif değerlemelerine dönüş anlamında. Fakat balon ekonomisinin son dönemlerinin ekonomiye sağlık değil, giderek vahimleşen bir rahatsızlık getirmekte olduğu yavaş yavaş anlaşılmaya başlandı.

Sinsi Bunalım

Meksika'nın 1995'te, Güney Kore'nin 1998'de, Arjantin'in 2002'de yaşadıklarının aksine, Japonya asla açık bir felaket düzeyinde ekonomik gerileme yaşadığı bir yıl geçirmedi. Balonun patlamasından sonraki onyılda Japonya'nın reel GSYİH'sı yalnızca iki yıl düşüş gösterdi.

Fakat büyüme her yıl yalnızca ekonominin daha önceki durumuna göre düşük seyretmekle kalmayıp, kapasiteye göre yapılan hiçbir makul tahmine de yetişemedi. 1991'den sonraki onyılda Japonya önceki onyılda kaydettiği *ortalama* yıllık büyüme oranını yalnızca bir yıl yakalayabildi. Japonya'nın kaynaklarının tam istihdamı durumunda üretebileceği çıktı oranı olan "potansiyel çıktı" oranı konusunda muhafazakâr bir tahmin yürütmüş olsanız bile, fiili çıktı yalnızca bir yıl potansiyel oran kadar arttı.

Japonya'nın yaşadığı şey için iktisatçılar garipliğiyle ünlenen bir tabir geliştirdi: "Büyüme durgunluğu". Büyüme durgunluğu, bir ekonomi büyüdüğü halde bu büyümenin kapasite artışının kullanılmasına yetmeyecek hızda olması durumunda görülür, bu yüzden giderek daha fazla makine ve işçi boşta kalır. Büyüme durgunlukları normal olarak nadiren görülür, çünkü hem patlamalar hem de çöküşler ya hızlı büyümeye ya da kesin bir gerilemeye neden olarak hız kazanır. Halbuki Japonya aslında on yıl süren bir büyüme durgunluğu yaşamıştır, yani olması gereken yerin öylesine gerisinde kalmıştır ki bu onu yeni bir olguya, bir büyüme bunalımına yaklaştırmıştır.

Japon ekonomisini gerileten yavaşlama kendi içinde çok fazla karmaşıktı. Bunalım ülkeyi sinsice sardığından halktan hükümetin acil önlem alması için hiçbir talep gelmemişti. Japonya'nın ekonomi makinesi gücünü acı bir çığlıkla durarak

değil de yavaş yavaş kaybettiği için, hükümet ekonominin süregelen büyümesini, olması gerekenin ya da olabilecek olanın çok altında da olsa, kendi politikalarının doğrulanması şeklinde değerlendirmiş ve başarı çıtasını bizzat kendisi düşük tutmuştur. Ve aynı zamanda hem Japonlar hem de yabancı analistler çok uzun süredir çok yavaş büyümesi nedeniyle ekonominin bundan daha hızlı büyüye*meyeceğini* varsayma eğiliminde olmuştur.

Böylece Japonya'nın ekonomi politikalarına kendini beğenmişlikle kaderciliğin karışımı olan tuhaf bir bileşim –ve işlerin nasıl bu kadar yanlış yapıldığı konusunda derinlemesine düşünmeye karşı dikkat çekici bir isteksizlik– damga vurmuştur.

Japonya'nın Tuzağı

Japonya'nın 1991'deki çöküşünün nasıl başladığı konusunda gizli hiçbir yan yoktur: Finansal balon er ya da geç patlamaya mahkûmdu ve patladığında yatırımlarda, tüketimde ve dolayısıyla toplam talepte gerilemeye yol açacaktı. Aynı şey 1990'larda ABD borsasında oluşan balon patladıktan sonra ve tekrar 2000'lerde konut balonu gümlediğinde ABD'de oldu. Ancak sorulması gereken soru Japon politika üreticilerinin, özellikle de merkez bankasının ekonomiyi neden tekrar harekete geçiremediğidir.

Çocuk bakım kooperatifi hikâyesine dönme zamanı geldi. ABD borsasının çöktüğünü ve tüketicilerin güveninin sarsılması tehdidiyle karşı karşıya olduğumuzu varsayalım. Bu kaçınılmaz olarak korkunç bir durgunluk anlamına mı gelecektir? Şöyle düşünelim: Tüketici güveni gerilediği takdirde bu, kooperatifin tipik bir üyesinin herhangi bir nedenle dışarı çıkmaya daha az istekli olması, kötü günler için kupon biriktirmeyi daha çok istemesi demektir. Aslında bu da bir durgunluğa yol açabilir; ama eğer yönetim yeterince tedbirliyse ve daha fazla kupon basarak duruma hemen çare bulursa durgunluğa yol açmayabilir. Bizim baş kupon basıcımız Alan Greenspan'in 1987'de yaptığı tam olarak budur.

Bir de kupon basıcının duruma yeterince hızlı yanıt üretemediğini ve ekonominin bir çöküşe girdiğini varsayalım. Paniğe kapılmayın: Baş kupon basıcısı geçici olarak geri kaldıysa bile, daha fazla kupon basarak –1981-82, 1990-91 ve 2001 durgunluklarını sona erdirenlerde olduğu gibi– güçlü bir parasal genişlemeyle durumu fazla çaba harcamadan hâlâ düzeltebilir.

Peki, patlama sırasında yapılan bütün o kötü yatırımlar ne olacaktır? Bunlar çarçur edilmiş büyük miktarda sermayedir. Ama geçmişte yapılan kötü yatırımların günümüzdeki çıktıları fiilen geriletmesini gerektirecek bilinen hiçbir gerekçe yoktur. Üretken kapasite beklendiği kadar artmamış olabilir ama fiilen düşmemiştir de; o zaman niçin harcamaları ekonominin sahip olduğu kapasiteyi bütünüyle kullanabilmesini sağlayacak düzeyde tutmaya yetecek kadar para basılmasın?

Kooperatif hikâyesinin size ekonomik çöküşlerin günahlarımızın cezası ya da kaderimiz gereği çektiğimiz acılar olmadığını anlattığını hatırlayın. Capitol Hill kooperatifi ne üyelerinin kötü olması ne de çocuk bakıcılarının verimsizliği nedeniyle sıkıntıya düşmüştü; sıkıntıları "Capitol Hill değerlerinin" temelindeki çürümeden ya da "ahbap çavuş çocuk bakıcılığından" kaynaklanmıyordu. Her yerde karşılaşılabilecek teknik bir sorunu vardı –çok sayıda insan az sayıda kuponun peşinden koşuyordu– ve üzerinde biraz düşünülünce çözülmüştü. Ve bu nedenle kooperatif hikâyesinin bize kadercilik ve kötümserliğe karşı bağışıklık kazandırması gerekiyor. Bu hikâye durgunlukların daima ve hatta kolaylıkla tedavi edilebileceğini gösteriyor.

Peki, bu durumda balon patladıktan sonra Japonya niçin kendisine çekidüzen veremedi? Japonya kolayca denetlenemediği görülen –yalnızca kupon basarak içinden çıkamayacağı açık olan– bir çöküşe nasıl saplanabildi? Eğer kooperatif hikâyesini biraz genişletirsek, Japonya'nın sorunlarına çok benzeyen bir şeyler üretmemiz çok da zor olmaz.

Öncelikle, sistemlerinde gereksiz bir rahatsızlık olduğunu fark eden üyelere sahip bir kooperatif düşünelim: Bir çift, arka arkaya birkaç kez dışarı çıkmak istediği ve daha sonraki tarihlerde bunu telafi edecek sayıda çocuk bakmaya istekli ol-

duğu halde, kuponları bittiğinden –ve bu nedenle çocuklarına baktıramadığından– dışarı çıkamamaktadır. Kooperatif bu sorunu çözmek için üyelerinin gerek duyduklarında yönetimden fazladan *ödünç* kupon almalarına izin vermektedir – kuponlar daha sonra çocuk bakılarak geri ödenmektedir. (Hikâyenin reel ekonominin işleyişine yakın bir biçimde gelişmesi için üyelerin birbirlerinden de ödünç kupon alabildiklerini tasavvur edelim; o halde, çocuklardan oluşan bu sermaye piyasasında faiz oranlarının rolünü hikâyemizdeki kooperatif yönetiminin "ıskonto oranları" oynayacaktır.) Ancak üyelerin bu ayrıcalığı suiistimal etmemesi için yönetimin üyelerin ödünç alınan kuponlar karşılığında daha fazla kuponla geri ödeme yapmalarını şart koşmak gibi bazı yaptırımlar uygulaması gerekecektir.

Bu yeni sistemde çiftler gerektiğinde ödünç kupon alabileceklerini bildikleri için eskisine göre daha küçük kupon rezervleri bulunduracaktır. Bununla birlikte kooperatif yetkilileri yeni bir yönetim aracına sahip olmuştur. Kooperatifin üyeleri çocuk bakıcısı bulmanın kolay fakat çocuk bakma fırsatı bulmanın zor olduğunu bildirdikleri takdirde, üyelerin ödünç kupon alma koşulları kolaylaştırılıp insanların dışarıya daha fazla çıkması teşvik edilecektir. Eğer çocuk bakıcısı azsa, o zaman ödünç kupon alma koşulları zorlaştırılıp insanların dışarı daha az çıkması teşvik edilecektir.

Diğer bir deyişle, bu daha gelişkin kooperatif bunalıma giren ekonomisini faiz oranını düşürerek canlandıran, ekonomi aşırı ısındığında ise faiz oranlarını yükselterek onu soğutan bir merkez bankasına sahip olacaktır.

Fakat Japonya'da faiz oranları neredeyse sıfıra düşmüştü ama ekonomi hâlâ çöküntüdeydi. Sonunda hikâyemizin sağladığı yararları tükettik mi dersiniz?

Çocuk bakımı konusunda arz ve talebin mevsimlere bağlı olduğunu düşünelim. Kış boyunca hava soğuk ve karanlıkken çiftler dışarıya çok fazla çıkmak istemezler, ama evde oturup diğer çiftlerin çocuklarına bakmaya isteklidirler, böylece güzel yaz akşamlarında kullanabilecekleri puanları da biriktirebileceklerdir. Eğer mevsimlere bağlı bu değişim çok belirli değilse, kooperatif kış aylarında düşük faiz oranları, yazın da yük-

sek faiz oranları uygulayarak çocuk bakımı konusundaki arz ve talebi dengede tutabilir. Ama biz mevsime bağlı değişimlerin gerçekten çok güçlü olduğunu varsayalım. Bu durumda faiz oranı sıfır olduğunda bile kışın çocuk bakma fırsatı arayan çiftlerin sayısı dışarı çıkmak isteyen çiftlerden daima fazla olacaktır. Bunun anlamı çocuk bakma fırsatı bulmanın çok zor olması, yani yazın eğlenmek için rezerv oluşturmak isteyen çiftlerin kuponlarını kullanmakta daha da az istekli hale gelmesidir, elbette bunun sonucu çocuk bakma fırsatlarının fazlasıyla azalmasıdır... ve kooperatif sıfır faiz oranıyla bile bir durgunluğa sürüklenecektir.

Ve 1990'lar Japonya'nın hoşlanılmayan kışıydı. Belki yaşlanan nüfusu, belki biraz da geleceğe ilişkin genel kaygılar nedeniyle Japon halkı sıfır faiz oranıyla bile ekonominin kapasitesini tümüyle kullanmaya yetecek ölçüde harcama yapmaya istekli görünmüyordu. İktisatçılar, Japonya'nın korkuyla beklenen "likidite tuzağı"na düştüğünü söylüyor. Biraz önce okuduklarınız likidite tuzağının ne olduğuna ve nasıl oluşabileceğine ilişkin çocuksu bir açıklamadır.

Akıntıya Kapılan Japonya

Bir durgunluğa gösterilecek standart tepki faiz oranlarını düşürmektir; böylece insanların çocuk bakım kuponlarını daha ucuza ödünç almaları sağlanacak, onlar da tekrar dışarı çıkmaya başlayacaktır. Japonya balonun patlamasından sonra faiz oranlarını düşürmekte biraz yavaş davrandı, sonunda faizleri sıfıra kadar düşürdü ama bu yine de yeterli olmadı. Şimdi ne yapacaklardı?

Bunun John Maynard Keynes'in adıyla ilişkilendirilen klasik yanıtı, eğer özel sektör tam istihdam sağlamaya yetecek kadar harcama yapmazsa, kamu sektörünün boşluğu doldurması gerektiği şeklindedir. Hükümet ödünç para alacak ve bu fonları kamu yatırım projelerinin finansmanında kullanacak –eğer mümkünse iyi bir amaçla, ama bu tali bir kaygıdır– ve böylece iş alanları açacaktır. İş alanları açıldığında insanlar harcama yapmaya karşı daha istekli olacak, bu da yeni iş

alanlarının açılmasını sağlayacak ve bu böyle devam edip gidecektir. ABD'deki Büyük Bunalım II. Dünya Savaşı diye bilinen ve borçla finanse edilen çok büyük bir kamu hizmeti programıyla sona erdirilmişti. Niçin aynı şeyin daha "pasifist" bir versiyonu Japonya'nın büyümesine ivme kazandırmak amacıyla yapılmaya çalışılmasın?

Japonlar bunu denediler. 1990'larda hükümet, ülkenin ihtiyacı olsun olmasın, yol ve köprü yapımı için borçlanarak bir dizi itki paketi üretti. Bu paketler doğrudan iş alanları açtı ve ne zaman denenseler bir bütün olarak ekonomiye ivme kazandırdı.

Sorun programların yene yeterli enerjiyi kazandıramamasıydı. 1991'de Japon hükümeti oldukça büyük bir bütçe fazlasını yönetiyordu (GSYİH'nın yüzde 2,9'u kadar). 1996'ya gelindiğinde ise GSYİH'nın yüzde 4,3'ü tutarında oldukça tehlikeli bir bütçe açığıyla karşı karşıyaydı. Ama ekonomi makinesi hâlâ kuru gürültü çıkarmaya devam ediyordu. Bu arada durmadan büyüyen açıklar uzun vadeli bütçeden sorumlu olan Japonya Maliye Bakanlığını endişelendirmeye başlıyordu. Nüfusun yapısı büyük kaygı yaratıyordu (bunun aynı zamanda Japonya'nın yüksek mevduat ve düşük yatırım talebiyle de fazlasıyla ilgisi olabilir). Diğer ülkeler gibi Japonya'da da savaş sonrasında büyük bir nüfus patlaması olmuş, ardından nüfus daralmıştı ve şimdi emeklilerin işçilere oranının giderek arttığı bir manzarayla karşı karşıyaydı. Ancak Japonya bu sorunu had safhada yaşamaktadır: Çalışma çağındaki nüfus durmadan azalmakta, emeklilerinin sayısı hızla artmaktadır. Ve emekli olan yurttaşlar modern hükümetler için ağır bir mali yük olduklarından –yüksek emekli maaşlarının ve ücretsiz sağlık hizmetlerinin alıcılarıdırlar– standart mali ilkeler Japonya'nın gelecekteki faturalarını ödeyebilmesi ve durmadan büyüyen bütçe açıklarıyla karşılaşmaması için şimdiden bir güvenlik fonu oluşturması gerektiğini söylüyordu.

1997'de, mali sorumluluk çağrıları baskın çıkmaya başladı ve Başbakan Ryutaro Hashimoto bütçe açıklarını azaltmak için vergileri yükseltti. Ekonomi aniden durgunluğa sürüklendi.

Böylece yeniden açık finansman dönemine geri dönüldü. 1998'de Japonya çok büyük bir kamu hizmeti programı oluş-

turdu. Fakat mali sorunlar gündeme getirilecek ve programın ilerlemesi reddedilecekti. Yatırımcılar Japonya'nın GSYİH'nın yüzde 10'u oranında bir açık beklediğini ve devlet borçlarının GSYİH'ya oranının zaten yüzde 100'ün üzerine çıktığını kısa sürede fark etti. Bu türden rakamlar genellikle hiperenflasyon riski taşıyan Latin Amerika ülkeleriyle ilişkilendirilirdi. Hiç kimse böyle bir şeyin Japonya'nın başına gelmesini gerçekten beklemiyordu, fakat yatırımcılar hükümetin uzun vadeli finansman gücü konusunda hiç değilse biraz kaygılanmaya başlıyorlardı. Kısacası, ekonomiye açık finansmanla ivme kazandırma girişimi sınırlarına ulaşmış gibi görünüyordu.

Başka hangi seçenekler vardı?

Eğer kamu harcamaları bocalayan bir ekonomiyi harekete geçirmekte kullanılan standart yanıtlardan biriyse, bankaları pompalamak da bir diğeriydi. Büyük Bunalımla ilgili yaygın görüşlerden biri, Bunalımın 1930–31 bankacılık krizinin kredi piyasalarını uğrattığı uzun vadeli zararlar nedeniyle bu kadar uzun sürmüş olmasıdır. Bu görüşe göre, eğer kredi alabilselerdi daha fazla harcama yapmayı isteyecek ve aslında vasıflı borçlular olabilecek işadamları mevcuttu. Fakat halkın bankalara duyduğu güven çok fazla sarsılmış olduğundan bu kredileri verebilecek bankerler ya iflas etti ya da bu fonları toplamayı başaramadı. Çocuk bakım kooperatifi açısından bu, kışın dışarı çıkmak ve yazın çocuk bakmak isteyen insanlar olduğu halde, bunların gereken kuponları hiç kimseden ödünç alamamaları demektir.

Öyle anlaşılıyor ki Japon bankaları balon ekonomisi yıllarında çok fazla çürük kredi kullandırmış ve balonu izleyen uzun durgunluk yıllarında diğer çoğu kredi de çürük krediye dönüşmüştü. Bu nedenle Japonya'nın çöküşüne dair teorilerden biri bankalar finansal açıdan zayıf olduğu için ülkenin likidite tuzağına yakalanmış olduğuydu; bankalar sağlığına kavuştuğunda ekonomi de toparlanacaktı. Ve 1998 sonlarında Japon parlamentosu 500 milyar dolarlık bir banka kurtarma planı hazırladı.

Japonya'nın bir başka seçeneği de düşük oranlı bir enflasyonu devam ettirmek için yapılması gerekenleri yapmaktı. Bu seçeneğin biraz açıklanması gerekiyor.

İktisatçıların uzun süredir likidite tuzakları konusunda etraflıca düşünmedikleri doğrudur. Japonya'nın 1990'larda yaşadığı sorunların öncesinde, büyük bir ekonominin böylesi bir tuzağa düşmesine en son 1930'ların sonunda ABD'de rastlandı. Ve iktisat tarihçileri ya bunun gerçek bir likidite tuzağı olmadığını –Federal Reserve yeterince uğraşsaydı bizi bundan kurtarabilirdi– ya da tuzağa bir daha tekrarlanamayacak olağandışı politika hataları nedeniyle yakalandığımızı öne sürüp yaşananların önemini küçümseme eğiliminde oldular. Dolayısıyla, 1990'ların ortasında Japonya'nın yakalandığı tuzağın genel hatları ortaya çıkmaya başladığında iktisatçılar esas olarak hazırlıksızdı –ve kendi mesleğime eleştirel yaklaşırsam, ilgisizdi. Japonya'nın düştüğü tuzağın hem pratik bir sorun hem de ekonomik doktrinlerimize yönelik bir tehdit olarak ne kadar önemli bir konu olduğunu dünya ölçeğinde çok az sayıda iktisatçının fark etmiş olması beni şaşırtmaya devam ediyor.

Ama ekonomi, büyük Viktoryen iktisatçı Alfred Marshall'ın dediği gibi, "somut gerçekliklerden oluşan bir vücut değil, somut gerçekliğin keşfine yarayan bir makinedir." Ya da daha sade bir dille söyleyecek olursak, yeni hileler yapmak için eski modeller öğretilebilir. Düzeltilmiş çocuk bakımı hikâyesinde gördüğümüz gibi, bir merkez bankasının normalde faiz oranlarını düşürerek bir durgunluğu nasıl iyileştirebileceğini açıklamak için tasarlanmış bir model, bize bu hazır reçetenin hangi koşullarda işe yaramayacağını da göstermektedir. Ve öyle görünüyor ki, bu düzeltilmiş hikâye likidite tuzağından kurtulma yollarına veya hiç değilse böyle bir tuzağa düşmekten daha başından nasıl kaçınılacağına ilişkin kimi yöntemler de sunmaktadır.

Kooperatifteki temel sorunun faiz oranı sıfır olduğunda bile insanların kışın çocuk bakarak yazın kullanmak üzere kupon biriktirme isteği olduğunu hatırlayın. Fakat kooperatif üyelerinin hepsi birden kışın çocuk bakarak yazın kullanacağı kuponları *biriktiremez*, bu yüzden insanların bu yöndeki bireysel girişimleri sonunda bir kış durgunluğu yaratmak dışında bir şeyle sonuçlanmaz.

Her iktisatçının hemen anlaması gerektiği gibi, sorunun çözümü doğru fiyatlandırmadadır: Kışın kazanılan kuponların

yaza kadar elde tutulması halinde değer kaybedecekleri açıkça ifade edilmelidir –örneğin, kışın yapılan beş saatlik çocuk bakımı karşılığında yazın yalnızca dört saat çocuk baktırılabilecektir. Bu düzenleme insanları çocuk baktırma haklarını daha önce kullanmaya özendirecek ve böylece daha fazla çocuk bakma fırsatı yaratılacaktır. Bunda bir haksızlık olduğunu düşünebilirsiniz –insanların tasarruflarına el koyulması anlamında. Ama gerçek yaşamda kooperatif bir bütün olarak kışın yapılan çocuk bakımıyla edinilen kuponları yazın kullanmak üzere *biriktiremeyeceğinden*, kış saatlerinin yaz saatleriyle bire bir takasına izin vermek üyelerin çocuk baktırma isteklerini fiilen azaltmak anlamına gelecektir.

Peki, çocuk bakılmayan bir ekonomide yazın eriyen kuponlarımıza karşılık gelen şey nedir? Yanıt paranın gerçek değerinin zamanla erimesine neden olan *enflasyon*dur. Ya da daha açık söylemek gerekirse, ekonomiyi bir likidite tuzağından çıkarabilecek, insanları para istiflemekten vazgeçirecek şey enflasyon *beklentisi*dir. Likidite tuzağı olasılığını ciddiye aldığınızda –ki Japonya örneği bunu kesinlikle yapmak zorunda olduğumuzu gösteriyor– tuzaktan kurtulmanıza yardım ettiği için enflasyon beklentisinin iyi bir şey olabileceği sonucuna varmamak olanaksızlaşıyor. Enflasyonun yararlarını çocuk bakım kooperatifinin mizahi hikâyesiyle açıkladım, ama aynı sonuç iktisatçıların para politikasını tartışırken geleneksel olarak kullandığı herhangi bir standart matematiksel modelin uygulanmasından da elde edilmektedir. Hatta uzun süreden beri, para politikası durgunlukla mücadele edebilecek yetkinlikte olduğu takdirde makul bir enflasyonun gerekli olabileceğini söyleyen bir düşünce akımı var olmuştur. Ancak enflasyon taraftarları istikrarlı fiyatların her zaman arzu edilen bir şey olduğunu, enflasyonu teşvik etmenin sapkın ve tehlikeli dürtüler yaratacağını öngören yerleşik anlayışa karşı mücadele etmek zorunda kalmışlardır. Fiyat istikrarının önemine ilişkin bu inanç standart ekonomik modellere dayanmamaktadır; tersine, ders kitaplarında yer alan bildiğimiz teori Japonya'nın olağandışı koşullarına uyarlandığında doğal çözüm olarak doğruca enflasyona işaret etmektedir. Fakat geleneksel ekonomi teorisiyle geleneksel anlayış her zaman aynı şey değil-

dir –finans kriziyle karşı karşıya olan ülkeler birbiri ardına zor seçimler yapmak zorunda olduklarını anladıkça, aradaki çelişki giderek daha açık bir biçimde görülmeye başlanacaktır.

Japonya'nın Toparlanması

Sonunda Japon ekonomisi 2003 civarında bazı toparlanma işaretleri vermeye başladı. Reel GSYİH yılda yüzde 2'den biraz daha fazla artmaya başladı, işsizlik düştü ve fiili bir enflasyona ilişkin hiçbir işaret olmamasına rağmen, ekonominin başına bela olan (ve likidite tuzağını vahimleştiren) ezici deflasyon hafifledi. İyi giden neydi?

Yanıt esas olarak ihracattı. Bu onyılın ortalarında ABD muazzam miktarda mamul mal ithal ederek çok büyük dış ticaret açıkları verdi. En büyük artış Çin ve diğer gelişmekte olan ekonomilerden yapılan ithalatta olmasına rağmen, bu malların bazıları Japonya'dan geldi. Fakat Japonya Çin'in büyümesinden de yararlandı, çünkü Çin'de imal edilen çoğu mamul mal Japonya'da yapılan parçalar içeriyordu. Demek ki Amerika'daki hızlı ithalat artışının bir diğer yüzü de Japon ihracatının artması ve Japon ekonomisinin toparlanmasıydı.

Bununla birlikte, Japonya'nın tuzaktan kurtulması geçici olmayı sürdürüyordu. Bu satırlar yazıldığında Japonya'da Federal fon oranına (Federal Reserve tarafından belirlenen oran) denk olan vadesiz kredi faizi oranları yalnızca 0,5'ti. Bu, Japonya Merkez Bankası'nın uzakta belirdiği görülen durgunluk karşısında faiz oranlarını düşürmek konusunda çok az olanağa sahip olduğu anlamına geliyordu. Ve eğer durgunluk derinleşirse, Japonya tuzağına yeniden düşecek.

4

ASYA'NIN İFLASI

Tayland aslında küçük bir ülke değildir. Britanya ya da Fransa'dan daha fazla yurttaşı vardır; Bangkok, trafiği anlatıldığı kadar berbat, uçsuz bucaksız bir kent kâbusudur. Buna rağmen, dünya ekonomisi akıl almayacak kadar büyük olduğundan Tayland genel ticari tablo içinde oldukça marjinal kalmaktadır. 1980'ler ve 1990'larda hızlı büyümesine rağmen hâlâ yoksul bir ülkedir; halkın toplam satın alma gücü Massachusetts halkınınkinden fazla değildir. Tayland'daki ekonomik gidişatın Japonya gibi ekonomik devlerin tersine yalnızca Taylandlıları, yakın komşularını ve bu ülkede doğrudan finansal risk almış işadamlarını ilgilendirdiği düşünülebilir.

Fakat Tayland parası baht'ın 1997'de devalüe edilmesi Asya'nın çoğu bölgesini çökerten finansal bir heyelanı tetiklemiştir. Önemli sorular bunun niçin olduğu ve hatta nasıl *olabildiği*dir. Fakat niçinlere ve nasıllara girmeden önce Tayland'daki hızlı büyümeyi, ardından gelen çöküşü ve bu çöküşün tüm Asya'ya nasıl yayıldığını inceleyelim.

Hızlı Büyüme

Tayland Asya mucizesine görece geç katılan bir ülkeydi. Geleneksel olarak aslında bir tarım ürünleri ihracatçısı olan ülke ancak 1980'lerde, yabancı şirketler –özellikle Japon şirketleri–

ülkeye fabrikalar yapmaya başladıktan sonra önemli bir sanayi merkezi haline gelmeye başladı. Ekonomisi çok etkileyici biçimde atağa kalktı. Köylüler yeni iş alanlarında çalışmak için kırsal kesimlerden kentlere göç ettikçe, yabancı yatırımcıların aldıkları iyi sonuçlar diğerlerinin gelmesini teşvik ettikçe Tayland yılda yüzde 8 ya da daha fazla büyümeye başladı. Bangkok'un ünlü tapınakları kısa süre sonra ofis ve konut olarak kullanılan gökdelenlerin gölgesinde kaldı. Komşuları gibi Tayland da büyük bir yoksulluktan çıkan milyonlarca sıradan insanın hiç değilse mütevazı bir yaşama başladığı ve bazılarının çok zengin olduğu bir ülke haline geldi.

1990'ların başına kadar büyümeyi sağlayan yatırımların çoğu bizzat Taylandlıların tasarrufları sayesinde gerçekleştirildi: Büyük ihracat fabrikaları yurtdışından gelen paralarla kuruldu ama daha küçük işletmeler yerli işadamlarının kendi tasarruflarıyla, yeni büro ve apartman bloklarıysa yerli halkın bankalardaki mevduatlarıyla finanse edildi. 1991 yılında Tayland'ın dış borçları yıllık ihracatının biraz altındaydı –bu önemsiz bir oran olmamakla birlikte normal güvenlik sınırları içindeydi. (Aynı yıl Latin Amerika'nın dış borçları ortalama olarak ihracatının 2,7 katıydı.)

Ancak 1990'larda Tayland'ın finansal açıdan kendine yeterlik durumu bozulmaya başladı. Zorlama esas olarak dışarıdan geldi. 2. Bölümde anlatılan Latin borç krizinin çözümlenmesi Üçüncü Dünyaya yatırım yapmayı yine güvenilir hale getirmişti. Komünizmin çöküşüyle radikal devrim tehdidi azalmış, Batı dünyasının sunduğu güvenliğin dışında yatırım yapmak eskisinden daha az riskli hale gelmişti. 1990'ların başında gelişmiş ülkelerdeki merkez bankaları ekonomilerini yaşanan mutedil durgunluktan çıkarmaya çalıştıklarından faiz oranları olağanüstü düşüktü ve çoğu yatırımcı yurtdışında daha yüksek getiriler arıyordu. Belki de en önemlisi, yatırım fonlarının daha önce Üçüncü Dünya ya da gelişmekte olan ülkeler diye anılan ülkeler için yeni bir isim bulmasıydı: Şimdi bunlar "yeni gelişen piyasalar" adını almışlar ve finansal fırsatların yeni keşif alanları olmuşlardı.

Yatırımcılar bu piyasalara yığınlar halinde aktılar. 1990'da gelişmekte olan ülkelere akan özel sermaye tutarı 42 milyar

dolardı; IMF ve Dünya Bankası gibi resmi kuruluşlar Üçüncü Dünyadaki yatırımlara tüm özel yatırımcıların toplamından daha fazla finansman sağlıyordu. Ancak 1997'ye gelindiğinde resmi para akışı fiilen azalmış olduğu halde gelişmekte olan ülkelere yatırılan özel sermaye dörde katlanarak 256 milyar dolara çıkmıştı. Başlangıçta paranın çoğu Latin Amerika'ya, özellikle de Meksika'ya gitti; ama 1994'ten sonra artan biçimde Güneydoğu Asya'nın daha güvenli olduğu açıkça görülen ülkelerine gitmeye başladı.

Para Tokyo ya da Frankfurt'tan Bangkok veya Cakarta'ya nasıl gitti? (Asya'ya açılan kredilerin çoğu Japonya ya da Avrupa'dandı –ABD bankaları ya akıllarını kullanarak ya da şans eseri esas olarak kenarda durmuşlardı.) Gönderilen paralarla neler yapıldı? Şimdi adım adım gidelim.

Tipik bir işlemle başlayalım: Bir Japon bankası, asıl amacı yabancı fonlar için bir volan kayışı gibi davranmak olan bir Tayland "finans şirketi"ne kredi verir. Finans şirketi artık daha yüksek bir faiz oranıyla yerli bir inşaat şirketine kredi vermek için kullanacağı yenlere sahiptir. Ama inşaat şirketi ödünç olarak yen değil baht almak ister, çünkü arsa almak ve işçilerine ödeme yapmak için yerel para kullanmak zorundadır. Bunun üzerine finans şirketi döviz piyasasına gider ve yeni bahta çevirir.

Döviz piyasası da diğer piyasalar gibi arz ve talep yasalarıyla işlediğinden, bir dövize olan talep arttığında, o dövizin fiyatı normal olarak yükselecektir. Yani, finans şirketinin baht talebi, bahtın değerinin diğer dövizler karşısında artmasına yol açacaktır. Fakat hızlı büyüme yılları sırasında Tayland Merkez Bankası baht ile ABD doları arasında istikrarlı bir kuru koruma kararı almıştır. Bunu yapmak için baht talebindeki herhangi bir artışı, arzı da aynı ölçüde artırarak, yani dolar ya da yen gibi dövizleri satın alıp baht satarak dengelemek zorunda kalacaktır. Dolayısıyla başlangıçtaki yen kredisinin dolaylı sonucu hem Tayland Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin hem de Tayland parasının arzının artması olacaktır. Ve aynı zamanda ekonomide bir kredi genişlemesi görülecektir –bu yalnızca finans şirketinin doğrudan sağladığı kredi sayesinde değil, aynı zamanda yeni yaratılan bahtın yatırıldığı ban-

kaların vereceği ilave kredilerle sağlanacaktır. Ve kredi olarak verilen paranın büyük bir kısmı yeni mevduatlar şeklinde bankalara geri döneceğinden, bu paralar da başka yeni kredilerin finansmanında kullanılacaktır, Ekonomiye Giriş derslerinde öğretilen klasik "para çarpanı" süreciyle bu böyle devam edip gidecektir. (Arjantin'deki 1995 banka kriziyle ilgili olarak anlattıklarım aynı sürecin tersine işleyişine ilişkin bir örnekti.)

Yurtdışından gelen fonlar arttıkça sonuç kredilerin muazzam ölçüde genişlemesi ve yeni bir yatırım dalgasını körüklemesi oldu. Bu kredilerin bazıları esas olarak ofis ve apartman yapımını içeren inşaatlara harcandı, fakat aynı zamanda çoğu gayrimenkulde olmak üzere hisse senetlerini de içeren büyük miktarlarda spekülasyon söz konusuydu. 1996'nın başlarına gelindiğinde, Güneydoğu Asya ekonomileri Japonya'da 1980'lerin sonunda görülen "balon ekonomisi"yle güçlü benzerlikler taşımaya başlıyordu.

Para otoriteleri spekülatif yükselişi niçin engellemediler? Bu sorunun yanıtı, çaba gösterdikleri ama başaramadıklarıdır. Tüm Asya ekonomilerinde merkez bankaları sermaye akışını "sterilize" etmeye çalıştı: Döviz piyasasına baht satmakla yükümlü olan Tayland Merkez Bankası, bu bahtları tahvil satarak geri almaya çalışıyor, aslında daha yeni bastığı paraları ödünç alarak geri çekiyordu. Fakat bu borçlanma yurtiçi faiz oranlarını yükseltiyor, yurtdışından borçlanmayı daha da cazip hale getirerek içeri daha da fazla yen ve dolar girmesine neden oluyordu. Sterilize etme çabaları başarısız oldu: Krediler büyümeye devam etti.

Merkez bankası para ve kredi balonunu yalnızca döviz kurunu sabitlemeye çalışmaktan vazgeçerek engelleyebilirdi –yapacağı yalnızca bahtın yükselmesine izin vermekti. Ve aslında meselenin önemini sonradan anlayanların çoğu şimdi Taylandlıların yapmış olması gereken şeyin bu olduğunu söylemeye başladı. Fakat o tarihte bu iyi bir fikirmiş gibi görünmüyordu: Bahtın güçlenmesi Tayland ihraç ürünlerinin dünya piyasalarındaki rekabet gücünü azaltacaktı (çünkü dolar bazında ücretler ve diğer maliyetler daha yüksek olacaktı) ve Taylandlılar genel olarak istikrarlı bir kurun iş dünyasına gü-

ven vermek açısından iyi bir şey olduğunu, ABD'deki gibi geniş aralıklarda dalgalanan bir döviz kuruyla baş edemeyecek kadar küçük bir ülke olduklarını düşünüyorlardı.

Ve dolayısıyla hızlı büyümenin kendi seyrini izlemesine izin verilmiş oldu. İktisat fakültesindeki ders kitaplarının da söylediği üzere, para ve kredi genişlemesi sonunda kendi kendisini sınırlayacaktı. Yeni zenginleşmiş tüketicilerin harcamalarındaki artışla birlikte yatırımların hızla çoğalması ithalatın da hızla artmasına yol açtı; hızla gelişen ekonomi ücretleri yukarı çekerek Tayland ihraç mallarının rekabet gücünü azalttı (özellikle de Tayland'ın önemli bir rakibi olan Çin kendi parasının değerini 1994'te devalüe ettiği için). Dolayısıyla ihracattaki artış yavaşladı. Bunun sonucu ortaya çok büyük bir ticaret açığı çıkması oldu. İthalat yerel para ve krediyle finanse edileceği yerde, döviz kredileriyle karşılanmaya başlandı.

Bazı iktisatçılar bunu makul karşıladılar ve –tıpkı Meksika'yı göklere çıkaranların 1990'ların başında iddia ettikleri gibi– Tayland, Malezya ve Endonezya'nın dış ticaret açıklarının ekonomik zayıflığın değil ekonomik gücün, yani piyasaların olması gerektiği gibi çalıştığının işareti olduğunu iddia ettiler. Bu iddiayı tekrarlayacak olursak: Muhasebe kuralları gereği, net sermaye akışını cezbeden bir ülkenin aynı düzeyde bir cari hesap açığı olması gerekiyordu. Güneydoğu Asya'ya sermaye akışı ekonomik açıdan meşru görüldüğü sürece, ticaret açıkları da meşru sayılmalıydı. Ayrıca bölgenin büyüme ve ekonomik istikrar sicili veri alındığında, dünyanın Güneydoğu Asya'ya bu kadar çok sermaye yatırımı yapmasının mantıksız yanı neydi? Ne de olsa hükümetler bu paraları har vurup harman savurmuyordu: Malezya ve Endonezya'nın kendi paylarıyla giriştikleri çok büyük kamu projeleri cari gelirlerle değil yabancı sermayeyle karşılanıyordu ve bütçeleri de az çok denkti. Madem ki bu dış ticaret açıkları özel sektör kararlarının ürünüydü, bu kararlar niçin eleştiriliyordu?

Yine de Tayland ve Malezya'nın açıkları GSYİH'larının yüzde 6, 7, 8'ine ulaştığında giderek daha fazla sayıda gözlemci biraz huzursuz olmaya başladı –bunlar tekila krizinden önce Meksika'da görülen rakamlar gibiydi. Meksika deneyimi bazı iktisatçıları özel sektörün sağlıklı kararlarını temsil etseler bile

uluslararası sermaye akışlarına mutlaka güvenilmesi gerekmediğine ikna etmişti. Yatırımcıların Asya'daki durumun düzeleceğine dair iyimserlikleri birkaç yıl önce Latin Amerika konusundaki iyimserliklerine rahatsız edici biçimde benziyordu. Ve Meksika deneyimi piyasa hissiyatındaki bir tersine dönüşün sert ve başa çıkılması zor bir şey olacağını da göstermişti.

Aynı zamanda dikkat etmemiz gereken şey, Asya kredilerinin özel sektör kararlarını temsil ettiği iddiasının gerçekliği pek de ifade etmediği olmalıydı. Güneydoğu Asya'da da, balon ekonomisi sırasında Japonya'da olduğu gibi bir sübjektif risk sorunu vardı – bu sorun çok yakında ahbap çavuş kapitalizmi olarak adlandırılacaktı.

Şimdi yenleri ödünç alarak bütün bu kredi genişleme sürecini başlatan kuruma, Tayland finans şirketine dönelim. Bu finans şirketleri tam olarak neydi? Öyle görünüyor ki bunlar sıradan bankalar değildi; çoğunlukla ya hiç mudileri yoktu ya da mudi sayıları çok azdı. Özel bilgiler toplayarak fonların en kârlı alanlara yönlendirilmesine yardımcı olan Batıdaki yatırım bankalarına da benzemiyorlardı. Öyleyse varlık nedenleri neydi? Masaya ne getiriyorlardı?

Yanıt esas olarak politik bağlantılardır –gerçekten de finans şirketinin sahibi çoğunlukla hükümet yetkililerinden birinin bir akrabası oluyordu. Ve bu nedenle, ne kadar kredi alınıp ne kadar yatırım yapılacağı konusunun özel sektör kararlarını temsil ettiği için eleştirilmemesi gerektiği fikri fazlasıyla boşlukta kalıyordu. Finans şirketlerine verilen kredilerin ABD'deki tasarruf ve kredileri destekleyen türden resmi güvencelere tabi olmadığı doğruydu. Ama bakanın yeğeninin finans şirketine para veren yabancı bankaların biraz daha fazla korunacaklarını ve yatırımları planladığı gibi yürümediği takdirde bakanın yeğeninin şirketini kurtaracak bir yol bulacağını düşünmeleri mazur görülebilir. Ve yabancı kredi kuruluşları böyle düşünmekte muhtemelen haklıydı: Yaklaşık on vakadan dokuzunda finans şirketlerine ödünç para veren yabancılar kriz baş gösterdiğinde gerçekten de Tayland hükümeti tarafından kurtarıldı.

Şimdi bir de duruma finans şirketinin sahibi olan bakanın yeğeni açısından bakalım. Esas olarak, kendisine hiçbir soru

sorulmadan düşük faiz oranlarıyla ödünç para alabilecek bir konumdaydı. O halde ödünç aldığı parayı, inşa etmeyi düşündüğü yeni ofis gökdeleniyle muazzam bir vurgun vurabilecek –ama vuramaması da muhtemel olan– inşaatçı bir dostuna yüksek bir faiz oranıyla ödünç vermesinden daha doğal ne olabilirdi? Her şey yolunda giderse ikisi de adam da çok para kazanacaktı. İşler umulduğu gibi gitmezse de korkulacak çok fazla şey yoktu: Nasıl olsa bakan finans şirketini kurtarmak için bir yol bulacaktı. Yazı gelirse yeğen kazanacak, tura gelirse vergi mükellefleri kaybedecekti.

Benzeri oyunlar yakında krize yakalanacak olan tüm ülkelerde şu ya da bu şekilde oynanıyordu. Endonezya'da aracıların rolü daha azdı: Oradaki tipik bir kuşkulu işlem, başkanın yakınlarından birinin yönetimindeki bir şirkete yabancı bir banka tarafından doğrudan kredi verilmesiydi. (Bunun en mükemmel örneği Peregrine Investment Holdings adlı Hong Kong yatırım bankasını batıran kredidir, bu kredi Suharto'nun kızının taksi şirketine doğrudan verilmişti.) Kore'de büyük kredileri alanlar, ülkenin ekonomisini –ve çok kısa bir süre öncesine kadar– politikasını egemenliği altında tutan büyük bir grup olan *chaebol* tarafından fiilen kontrol edilen bankalardı. Demek ki örtük devlet garantileri bölgenin her yerinde bu garantiler olmadığı takdirde hem daha riskli olacak hem pek gelecek vaat etmeyecek yatırım taahhütlerine girilmesine yardımcı oluyor, zaten her koşulda hararetli bir spekülatif yükseliş haline gelebilecek şeyi körüklüyordu.

Bütün bunlar dikkate alındığında bir tür krizin ortaya çıkması çok da şaşırtıcı değildi. Bazılarımız bir para krizinin ortaya çıkacağını daha bir yıl öncesinden tahmin ettiğini dahi iddia edebiliyor. Fakat krizin ne kadar şiddetli olacağını hiç kimse anlayamadı.

2 Temmuz 1997

Tayland'ın hızla büyümesini sağlayan kredi makinesi 1996 yılı boyunca ve 1997'nin ilk yarısında tersine dönmeye başladı.

Bu kısmen dış olaylardan kaynaklanıyordu: Tayland ihraç ürünlerinin satıldığı bazı pazarlar dayanıksız çıktı, Japon yeninin değer kaybetmesi Güneydoğu Asya endüstrisinin rekabet gücünü biraz azalttı. Ancak bu çoğu durumda kumarhanenin kumarbazları yenilgiye uğratma meselesinden ibaretti ki uzun vadede olan daima budur: Ucuz dış kredilerle doğrudan ya da dolaylı olarak kredilerle finanse edilen spekülatif yatırımlar başarısız oldu. Bazı spekülatörler iflas etti, bazı finans şirketleri battı. Yabancı kredi kuruluşları daha fazla ödünç para verme konusunda giderek daha da isteksizleşti.

Güven kaybı bir ölçüye kadar kendi kendisini güçlendiren bir süreçti. Gayrimenkul ve hisse senedi fiyatları yükselmeye devam ettikçe, en kuşkulu yatırımlar bile sağlıklı görünüyordu. Balondan hava kaçmaya başladıkça, kayıplar yükselmeye, güven daha da azalmaya başladı ve bu taze kredi arzının daha da daralmasına yol açtı. 2 Temmuz krizinin öncesinde dahi arsa ve hisse senedi fiyatları ulaştıkları doruğun çok altına inmişlerdi bile.

Dış kredilerin yavaşlaması merkez bankaları için de sorunlar yarattı. Çok daha az yen ve dolar girişi nedeniyle, döviz piyasasında baht talebi düştü; bu arada, ithalat ödemeleri için bahtı dövize dönüştürme ihtiyacı yükselmeye devam etti. Tayland Merkez Bankası bahtın değerinin düşmesini engellemek için, sermaye girişi başladığı sırada yaptıklarının tam tersini yapmak zorunda kaldı: Kendi parasını desteklemek için baht karşılığında dolar ve yen satmak üzere döviz piyasasına girdi. Ama kendi paranızın değerini düşük tutma çabasıyla yüksek tutma çabası arasında önemli bir fark vardır: Tayland Merkez Bankası baht arzını istediği kadar artırabilir, çünkü bunun için yalnızca para basması yeterlidir; ama dolar basamaz. Bu nedenle bahtın değerini yüksek tutma kabiliyeti sınırlıydı. Rezervleri er ya da geç tükenecekti.

Paranın değerini korumanın tek yolu dolaşımdaki baht miktarını azaltarak, faiz oranlarını yükseltmek ve böylece bahta yatırım yapmak için dolar olarak borçlanmayı yeniden cazip hale getirmek olacaktı. Fakat bu da farklı türden sorunlara yol açtı. Yatırımlardaki hızlı yükseliş durunca Tayland ekonomisi yavaşlamıştı –çok daha az inşaat faaliyeti yapılıyordu

ve bu daha az iş olanağı, daha düşük gelir ve ekonominin diğer alanlarında işten çıkarmalar anlamına geliyordu. Bu tam bir durgunluk olmasa da, ekonomi artık alıştığı tarzda yaşayamaz hale gelmişti. Faiz oranlarını artırmak yatırımları daha da azaltacak ve muhtemelen ekonomiyi belirsiz bir çöküntüye sürükleyecekti.

Alternatif, bahtın düşmeye devam etmesine göz yummak, baht almaya son vererek, döviz kurlarının yükselmesine izin vermekti. Fakat paranın devalüe edilmesi de yalnızca hükümetin itibarını sarsacağı için değil, aynı zamanda birçok banka, finans şirketi ve başka Tayland işletmeleri dolar üzerinden borçlanmış olduğu için cazip bir seçenek değildi. Doların değeri baht karşısında yükseldiği takdirde bunların çoğu borçlarını ödeyemez hale gelecek, iflas edecekti.

Ve Tayland hükümeti telaşlanmaya başladı. Ne bahtın düşmesine göz yummak istiyordu, ne de rezervlerin tükenmesine yol açacak türden sert önlemler almak. Bunun yerine, sonunda bir şeylerin düzeleceğini umarak beklemeyi tercih etti.

Bunların hepsi standart reçeteye uygundu: Bir para krizinin, iktisatçıların modellerle açıklamayı çok sevdiği spekülatörlerin ise kışkırtmaya bayıldığı klasik biçiminin başlangıcıydı. Ve hükümetin ekonominin vidalarını sıkacak cesareti olmadığı açığa çıktıkça, sonunda bahtın değerinin düşmesine göz yumulacağı giderek daha mümkün görülmeye başlandı. Fakat bu henüz gerçekleşmediğinden olması beklenen olaydan faydalanmak için hâlâ vakit vardı. Baht–dolar kurunun istikrarlı kalacak gibi görünmesi, Tayland'daki faiz oranları ABD'dekinden birkaç puan yüksek olduğundan, dolar üzerinden borçlanarak baht üzerinden borç vermeyi teşvik etti. Ama bahtın kısa süre sonra devalüe edilme olasılığı yükseldikçe, bunun tersi bir girişim başladı –aldıkları borcun dolar cinsinden değerinin kısa süre sonra düşeceği beklentisiyle baht üzerinden borçlanmak ve bu aktiflerin baht değerinin kısa süre sonra artması beklentisiyle dolar almak. Taylandlı işadamları bahtla borçlandı ve dolar borçlarını geri ödedi; zengin Taylandlılar devlet tahvillerini satarak, ABD hazine bonosu satın aldı ve son olarak da bazı büyük uluslararası hedge fonları bahtla borçlanıp bunları dolara çevirmeye başladı.

Bütün bu faaliyetler baht satmayı ve diğer dövizleri almayı içeriyordu; bu da merkez bankasının paranın değerinin düşmesini engellemek amacıyla daha da fazla baht satın almak zorunda kalması ve döviz rezervlerini çok daha hızlı tüketmesi demekti; bu durum bahtın er geç devalüe edileceği konusundaki kanıyı daha da güçlendiriyordu. Klasik bir para krizi tam olarak faaliyete geçmişti.

Herhangi bir para doktoru işler bir kez bu noktaya vardıktan sonra hükümetin şu ya da bu yönde kararlı bir biçimde hareket etmesi gerektiğini söyleyebilir: Hükümet ya maliyeti ne olursa olsun parasını koruyacağı yönünde açık bir kararlılık göstermeli ya da düşmesine izin vermelidir. Ama hükümetler bu kararlardan birini vermekte genellikle zorlanır. Tıpkı bundan önceki birçok hükümet ve hiç kuşku yok ki bundan sonra aynı durumla karşılaşacak pek çok hükümet gibi Tayland hükümeti de rezervlerinin azalmasını bekledi; piyasaları durumunun eskisinden daha güçlü olduğuna ikna etmeye çalıştı, kamuya açıklanmayan "döviz swap"ları (aslında bu ileride geri ödemek üzere ödünç dolar almak demek) aracılığıyla rezervlerini olduğundan büyük gösterdi. Fakat basınç bazen azalır gibi de olsa, sürmeye devam etti. Temmuz başına gelindiğinde, oyunun bittiği açığa çıktı. 2 Temmuzda Taylandlılar bahtın düşmesine izin verdi.

Bu noktaya kadar şaşırtıcı hiçbir şey olmamıştı. Rezervlerin tükenmesi, zayıf olduğu açık olan paraya yapılan spekülatif saldırı ders kitaplarında yazdığı gibi gerçekleşmişti. Fakat kısa süre önce yaşanan tekila krizi deneyimine rağmen çoğu insan bahtın devalüe edilmesinin meseleyi büyük ölçüde sonlandıracağını düşündü: Bu hükümet için bir utanç, fazlasıyla sıkıntıda olan kimi işyerleri için de belki kötü bir şok olacaktı ama felaket olmayacaktı. Tayland'ın hiçbir açıdan Meksika'ya benzemediği açıktı. Hiç kimse Tayland'ı "istikrar ve reform"u başarıyla gerçekleştirdiği halde "hiç büyüme kaydetmediği" için suçlayamazdı; popülist bir programı yürürlüğe koymak için hazır bekleyen Taylandlı bir Cárdenas yoktu. Bu nedenle de yıkıcı bir durgunluk olmayacaktı.

Yanılmışlardı.

Çöküş

Tayland'daki devalüasyonun ardından durgunluğun bütün Asya'ya yayılması konusunda birbirinden oldukça farklı iki soru sorulabilir. Birincisi mekanikle ilgilidir: Bu çöküş nasıl oldu? Küçük bir ekonomide yapılan devalüasyon niçin bu kadar geniş bir alanda yatırımların ve üretimin çöküşünü tetikledi? Diğeri ise bir bakıma daha derin bir sorudur: Hükümetler bu felaketi niye önlemedi ya da önleyemedi? Makroekonomik politikaya ne oldu?

İkinci soruya cevap vermek biraz vakit alacaktır, çünkü en azından kısmen makul insanlar arasındaki çok şiddetli bir anlaşmazlığın konusudur. Bu nedenle bu sorunun yanıtını bir sonraki bölüme erteleyelim ve yalnızca neler olduğunu anlatmaya çalışalım.

Her şey iyi gittiği sırada paranın değer kaybetmesine izin verilmesi korkunç olaylara neden olmaz. Britanya 1992 yılında poundu korumaktan vazgeçtiğinde, para yaklaşık yüzde 15 değer kaybetti, sonra istikrara kavuştu: Yatırımcılar kötü durumun sona erdiğini, daha düşük değerli bir paranın ülkenin ihracatı için yararlı olacağını ve bu nedenle Britanya'nın yatırım yapmak için eskisine göre daha iyi bir yer haline geldiğini düşündü. Bilinen hesaplamalar Tayland endüstrisinin maliyetler açısından yeniden rekabet gücü kazanması için bahtın yüzde 15 civarında düşmek zorunda kalacağına işaret ediyordu ve bu yüzden yaklaşık bu boyutlarda bir düşüş mümkün görünüyordu. Fakat tam tersine para serbest düşüşe geçti: Sonraki birkaç ay içinde bahtın değeri dolar karşısında yüzde 50 düştü ve Tayland faiz oranlarını hızla yeniden yükseltmemiş olsaydı daha da düşecekti.

Baht niçin bu kadar çok değer kaybetti? Bunun kısa yanıtı "panik"tir; ama panik var panikçik var. Bu hangisiydi?

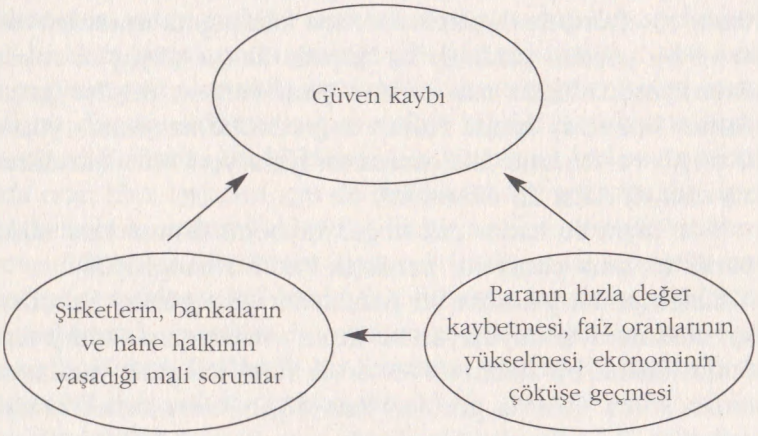
Bazen panik yalnızca bir panikçiktir: Bu, güncel haberlerden memnuniyet duymayan bir kısım yatırımcının akıldışı tepkisidir. Silahlı bir delinin 1981'de Ronald Reagan'ı yaralamasından sonra dolarda görülen kısa düşüş buna örnek olarak verilebilir. Bu şok edici bir olaydı, ama Ronald Reagan ölmüş olsaydı bile ABD hükümetinin istikrarının ve politikalarının

sürekliliğinin etkilenmesi çok zordu. Serinkanlılıklarını koruyup doların fazla hareketlenmesine izin vermeyenler bu serinkanlılığın ödülünü almışlardı.

Ancak ekonomide çok daha önemli olan panikler, onlara neden olan şey ne olursa olsun, kendilerini meşru kılanlardır – çünkü paniği, bizzat panik meşrulaştırır. Bunun klasik örneği banka hücumlarıdır: Bir bankanın tüm mudileri aynı anda paralarını çekmeye çalışırsa, banka çok düşük fiyatlarla aktiflerini satmaya zorlanır ve iflas eder ve paniğe kapılmayan mudiler paniğe kapılanlardan çok daha kötü durumda kalır.

Ve aslında Tayland'da da bazı banka hücumları yaşandı, Endonezya'da yaşanan banka hücumları daha da fazlaydı. Fakat yalnızca bu banka hücumlarına odaklanmak metaforu çok kitabi değerlendirmek anlamına gelecektir. Gerçekte olan şey –yıkıcı bir geri besleme döngüsü olan– mali durumun bozulması ve güven azalmasından oluşan dairesel bir süreçti; geleneksel banka hücumları bunun yalnızca bir yönünü oluşturuyordu.

Aşağıdaki şekil, etkilenen tüm Asya ekonomilerinde bir çeşidiyle yaşanan bu süreci şematik olarak gösteriyor. Dairenin herhangi bir yerinden, diyelim ki Tayland'ın parasına ve ekonomisine olan güvenin azalmasından başlayalım. Bu güven



Finans Krizinin Kısır Döngüsü

azalması hem yerli hem de yabancı yatırımcıların paralarını ülke dışına çıkarmak istemelerine neden olacaktır. Diğer her şeyin aynı kaldığını varsaydığımızda, bu durum bahtın değer kaybetmesine yol açacaktır. Tayland merkez bankası artık döviz piyasasına girip kendi parasının değerini desteklemek için baht satın alamadığı için (çünkü artık harcayacak dolar ya da yeni bulunmamaktaydı), paranın düşüşünü engelleyebilecek tek yöntem faiz oranlarını yükseltip dolaşımdaki bahtı azaltmak olacaktı. Ama ne yazık ki, ülke parasının değer kaybı ve faiz oranlarının yükselmesi iş dünyasında hem finans şirketleri hem de diğer şirketler açısından mali sorunlar yaratmıştı. Bir taraftan bunlardan birçoğunun dolar başına ödemeleri gereken baht tutarı yükseldiği için aniden daha külfetli hale gelen dolar borcu bulunmaktaydı, diğer taraftan ise birçoğunun faiz oranları yükseldiği için ödenmesi daha da zorlaşan baht borcu vardı. Yüksek faizler ve sorunlu bilançoların en güvenilir kredileri bile tahsil edemeyen bir bankacılık sistemiyle birleşmesi, şirketlerin aniden harcamalarını keserek durgunluğa neden olması ve bunun da kârlar ve bilançolar için çok daha kötü sonuçlar yaratması demekti. Ve ekonomi çökmeye başladı.

Tüm karmaşık ayrıntıları (hâlâ araştırmacılarca ele alınan konular) bir yana bırakırsak, bu hikâyenin –özellikle çok benzer durumlar 1995'te Meksika'da olduğu için– oldukça basit olduğu görünüyor. Öyleyse Tayland devalüasyonunun yıkıcı etkileri niçin bu kadar şaşırtıcı oldu? Bu sorunun temel yanıtı şudur: Birçok iktisatçı bu hikâyenin unsurlarının farkında olduğu halde –herkes güvenden finans piyasalarına, oradan reel ekonomiye ve tekrar güvene doğru hareket eden geri beslemenin ilkesel olarak var olduğunu anlamıştır– hiç kimse bu geri besleme sürecinin pratikte ne kadar güçlü olabileceğini fark edememiştir. Ve sonuç olarak hiç kimse krizin dairesel mantığının nasıl bir patlayıcı madde etkisi yaratacağını anlayamamıştır.

İşte size benzer bir süreç. Bir konferans salonundaki mikrofon daima bir geri besleme halkası yaratır: Mikrofonun aldığı sesler hoparlörler aracılığıyla güçlendirilir; hoparlörlerden gelen sesler de mikrofon tarafından alınıp tekrar hoparlörlere

gönderilir ve bu böyle devam eder. Fakat salon çok fazla yankı yapmıyorsa ve kazanılan ses çok yüksek değilse, bu "yavaşlatılmış" bir süreçtir ve hiçbir sorun çıkarmaz. Ancak ses düğmesini sağa doğru azıcık çevirdiğimizde süreç patlayıcı madde etkisi yapar: Herhangi bir küçük ses alınır, yükseltilir, yeniden alınır ve aniden kulak zarını patlatacak keskinlikte bir gıcırtı duyulur. Bir başka deyişle, önemli olan yalnızca niteliksel geri besleme olayı değil, onun niceliksel gücüdür. Herkesi şaşırtan şey aslında düğmenin çok fazla çevrilmiş olduğunu keşfetmek oldu.

Aslında şimdi bile bir piyasa ekonomisinin gerçekten bu kadar istikrarsız olabileceğine, şekilde gösterilen geri beslemelerin gerçekten patlayıcı etkisi olan bir kriz yaratacak kadar güçlü olabileceğine inanmakta zorlanan pek çok insan var. Ama piyasa ekonomileri aynen böyle – krizin yaygınlaşma şekline baktığımızda bunu görebiliyoruz.

Sirayet

Uluslararası finansman, özellikle de uluslararası kriz yönetimi konularındaki önemli toplantıların kırsal tatil mekânlarında yapılmasının muhtemelen mantıklı bir nedeni vardır –savaş sonrası para sistemi niçin Bretton Woods'daki Mount Washington Oteli'nde planlandı? Dünyanın pek çok yerinden gelen maliye bakanları ve merkez bankacıları niçin her yaz Wyoming'deki Jackson Lake Lodge'de toplanıyor? Belki de dekor önemli insanları günlük yaşamlarındaki yoğun mücadeleden uzaklaştırıp, hiç değilse kısa bir süre daha geniş konulara odaklanmakta yardımcı oluyordur. Her neyse, 1997 Ekiminin başlarında –Asya krizinin başladığı ama şiddetinin henüz anlaşılamadığı bir dönemde– birkaç bankacı, hükümet yetkilisi ve iktisatçı durumu gözden geçirmek için Vermont, Woodstock'ta bir araya geldi.

O tarihte Tayland'ın derin bir sıkıntı yaşadığı oldukça açıktı; komşusu Malezya'nın parası da değer kaybetmiş, Endonezya rupisi yüzde 30 civarında düşmüştü. Odadaki genel kanı Tayland'ın kendi felaketine kendisinin yol açtığıydı; öte

yandan son birkaç yıldır Tayland gibi büyük bir cari hesap açığıyla karşı karşıya olan ve başbakanının kötü amaçlı spekülatörleri ifşa ederek işleri daha da beterleştirdiği Malezya'ya pek sempati duyulmuyordu. Ama herkes Endonezya'nın kendi parasının düşmesine izin vermekte haklı olduğu –aslına bakılırsa Endonezya'daki ekonomi yönetimi konusunda birçok olumlu şey söylenmişti– ancak rupinin güçsüzlüğünü gerçek anlamda gerekçelendiremediği konusunda görüş birliğindeydi. Ne de olsa Endonezya'nın cari hesap açığı GSYİH'sına kıyasla hiçbir zaman komşularınınkine yakın büyüklükte olmamıştı –Endonezya'nın 1996'da GSYİH'sının yüzde 4'ünden düşük olan açığı, örneğin Avustralya'nınkinden fiilen azdı. Ülkenin ihracat yönelimi –kısmen hammadde, kısmen emek yoğun imalat– sağlam görünüyordu ve genel olarak ekonomi temelleri itibariyle güçlüydü.

Endonezya üç ay içinde Güneydoğu Asya'nın diğer ülkelerinden çok daha kötü bir duruma geldi ve hatta dünya tarihindeki en kötü ekonomik çöküntülerden birine doğru sürüklenmeye başladı. Ve kriz yalnızca Güneydoğu Asya'ya yayılmakla kalmadı, çok daha uzaktaki bir ekonomiye, GSYİH'sı Endonezya'nınkinden iki kat, Tayland'ınkinden üç kat büyük olan Güney Kore'ye kadar gitti.

Bazen ekonomik sirayetin mantıklı gerekçeleri olur. Eski bir atasözü ABD hapşırdığında Kanada'nın üşüttüğünü söyler; Kanada'nın üretiminin çoğunu, güneydeki dev komşusunun pazarlarına sattığı düşünüldüğünde bu sözün garip bir tarafı yoktur. Ve etkilenen Asya ekonomileri arasında da bazı doğrudan bağlar bulunmaktaydı: Tayland, Malezya ürünleri için bir pazardır, Malezya da Tayland ürünleri için. Yayılmanın bir kısmı da Asya ekonomilerinin benzer ürünleri üçüncü taraflara satma eğilimine bağlanabilir: Tayland parasını devalüe ettiğinde Batıya ihraç ettiği giysiler ucuzladı ve dolayısıyla Endonezya'da benzer ürünleri üretenlerin kâr marjlarını düşürdü.

Fakat "mal piyasaları"nın kriz ekonomileri üzerindeki doğrudan etkisine ilişkin tüm göstergeler bu etkinin krizin yayılmasındaki temel faktör olamayacağına işaret etmektedir. Özellikle de Tayland'ın hem bir pazar hem de Güney Ko-

re'nin rakibi olarak oynadığı rol, çok daha büyük olan Kore ekonomisi açısından bir yuvarlama hatasının biraz üzerindedir.

Sirayetin daha güçlü kaynaklarından biri şu veya bu ölçüde doğrudan kurulmuş finansal bağlar olabilir. Mesele Taylandlıların Kore'ye Korelilerin de Tayland'a büyük yatırımlar yapması değil, bölgeye çoğunlukla "yeni gelişen piyasa fonları" aracılığıyla akan paraların ülkeler arasında bir ayrım gözetmeden akıtılmış olmasıydı. Tayland'dan kötü haberler gelmeye başladığında bu fonlardaki paralar yalnızca oradan değil, bölgedeki tüm ülkelerden çekildi.

Ancak bu mekanik bağdan da daha önemli olan şey Asya ekonomilerinin yatırımcıların zihnindeki tasavvurudur. Yatırımcıların bölgeye yönelik iştahı ortak bir "Asya mucizesi" algısıyla beslenmişti. Bu ülkelerden birinin ekonomisinin o kadar da mucizevi olmadığının ortaya çıkması, diğerlerine olan inancı da sarstı. Woodstock'taki akıllı adamlar Endonezya'yı Tayland'dan oldukça farklı görmüş olabilir; ama sokaktaki yatırımcı bu kadar emin olamadığı için ne olur ne olmaz diyerek parasını geri çekmeye başladı.

Ve ortaya çıktı ki, bütün bu ekonomiler arasında ne kadar fark olursa olsun, hepsinde ortak olan şey kendi kendisini meşrulaştıran bir paniğe yatkın olmalarıydı. Woodstock'taki akıllı adamlar Endonezya konusunda yanılmışlar, paniğe kapılan yatırımcılar haklı çıkmıştı; bunun nedeni akıllı adamların Endonezya'nın erdemlerini yanlış değerlendirmiş olmaları değil, zayıf noktalarını hafife almış olmalarıydı. Piyasaların güvenini kaybetmesi Tayland'da olduğu gibi Malezya, Endonezya ve Kore'de de bir finansal ve ekonomik çöküş kısır döngüsü başlattı. Bu ekonomilerin fiziksel mal akışı açısından birbirlerine mütevazı bağlarla bağlı olmalarının bir önemi yoktu. Onlar, bir Asya ekonomisinde doğan sıkıntıyı diğerlerine de atfeden yatırımcıların zihninde birbirlerine bağlıydı ve eğer bir ekonomi kendi kendisini meşrulaştıran bir paniğe karşı savunmasızsa, böyle bir panik olabileceğini düşünmek paniği gerçek kılar.

Niçin Asya? Niçin 1997?

Asya niçin korkunç bir ekonomik kriz yaşadı ve bu niçin 1997'de başladı? Bill Clinton'un muhtemel ifadesiyle yanıt "niçin" ile ne kastettiğinize bağlıdır. Özel olarak tetikleyici rol oynayan olayları veya daha da önemlisi Asya'nın olağandışı savunmasızlığının nedenini soruyor olabilirsiniz.

Eğer Asya krizinin belirli bir olay yüzünden başladığı konusunda ısrarlıysanız, bilinen zanlıları içeren bir liste mevcuttur. Bunlardan biri yen ile dolar arasındaki döviz kurudur. Daha önce oldukça gizemli bir biçimde çok yüksek düzeylere yükselen yen 1995 ile 1997 arasında gerçek dünyaya geri döndü. Çoğu Asya parası şu veya bu ölçüde dolara göre belirlendiğinden, bu düşüş söz konusu Asya ülkelerinden gelen ihraç ürünlerinin hem Japon pazarlarında, hem de Japon ürünleriyle rekabet ettikleri başka yerlerde daha pahalı görülmesine neden oldu ve bir ihracat yavaşlamasına yol açtı. Çin'in 1994'te yaptığı devalüasyon ve ucuz emek gücü sayesinde daha da kapsamlı biçimde artan rekabet kabiliyeti Tayland ve Malezya'nın ihracatını azalttı. Ve bütün dünyada genel olarak elektroniğe, özel olarak da yarı iletkenlere yönelik talepte bir düşüş yaşanıyordu ki bunlar Asya ekonomilerinin uzmanlaştığı alanlardı.

Halbuki Asya daha önce çok daha büyük şokları umursamamıştı. Örneğin, 1985'te petrol fiyatlarının düşmesi petrol ihraç eden bir ülke olan Endonezya için büyük bir darbeydi, fakat ekonomi bütün bu olumsuzluklara rağmen yine de büyümüştü. Çok şiddetli olmamakla birlikte sanayi dünyasının çoğunu etkileyen 1990–91 durgunluğu Asya ihracatına talebi azaltmış, ama bölgenin hızını kesinlikle kesmemişti. Öyleyse, önemli olan soru şudur: Asya'da (veya muhtemelen dünyada) değişen şey neydi ki *bu* olumsuz haber parçacıkları bir ekonomik heyelanın tetiklenmesine neden oldu?

Kimi Asyalıların, özellikle de Malezya Başbakanı Mahathir'in yanıtı hazırdı: Komplo. Aslında Mahathir Asya'daki paniğin yalnızca George Soros gibi büyük finansal işlemciler tarafından kasten yaratıldığını iddia etmekle yetinmeyip, bizzat Soros'un kararlı Asyalıların ölçek küçültmesini isteyen ABD

hükümetinin talimatlarıyla hareket ettiğini öne sürdü. Aradan zaman geçtikçe Mahathir'in her kötülüğün sorumlusunun hedge fonları olduğu şeklindeki iddiası eskisi kadar saçma görünmemeye başladı. Hatta artık hedge fonlarının rolü bu kitapta tam bir bölümde (6. Bölüm) ele almamızı gerektirecek kadar önem kazanmış görünüyor. Ancak bu rol aslında 1998'de (tesadüfen Soros ve diğerlerinin faaliyetlerinin ABD'nin politik istekleriyle çok fazla ters düştüğü bir dönemde) önemli hale geldi; bu yüzden komplo teorisi krizin nasıl başladığını anlatmaya yetmiyor.

Diğer yandan, çok sayıda Batılı Asya'nın çöküş hikâyesini ekonomilerin ahbap çavuş kapitalizminin günahlarının kaçınılmaz cezasını çektiğini söyleyerek bir tür ahlak oyununa* dönüştürdü. Felaketten sonra herkes bölgedeki aşırılık ve yolsuzluklarla ilgili bir hikâye anlattı –bunlar finans şirketleriyle, Malezya'nın "teknoloji koridoru" konusundaki devasa planlarıyla, Suharto ailesinin edindiği servetle, Koreli holdinglerin yaptıkları tuhaf çeşitlilikte işlerle (bir iç çamaşırı şirketinin bir kayak merkezi satın aldığını ve sonra onu Michael Jackson'a sattığını biliyor muydunuz?) ilgili hikâyelerdi. Fakat bu ahlak oyunu en azından iki açıdan sorunludur.

Birincisi, ahbap çavuşluk ve yolsuzluk Asya'nın gerçeği olmakla birlikte, ortaya yeni çıkmamıştı. Kore'nin *chaebol*'leri esas olarak modern şirket görünümündeki aile işletmeleriydi ve sahipleri onyıllardır özel muamele görmeye alışkındı; krediler, ithalat lisansları, devlet teşvikleri konusunda ayrıcalıklıydılar. Ve bunlar muazzam bir ekonomik büyümenin gerçekleştiği onyıllardı. Batı standartlarıyla değerlendirildiğinde hiç de iç açıcı bir sistem olmadığı halde otuz beş yıl boyunca mükemmel işlemişti. Aynı ölçüde olmamakla birlikte, benzer şeyler krize yakalanan diğer ülkeler için de söylenebilir. Bu arızalar niçin daha önce değil de 1997'de önemli hale geldi?

Ve bununla ilişkili bir başka nokta: Eğer kriz Asya ekonomilerinin günahlarının bedeliyse, kalkınma konusunda hiç de

* 15. ve 16. yüzyıllarda popüler olan, karakterlerin erdem ve ahlaksızlığı temsil ettiği alegorik tiyatro. (ç. n.)

aynı gerilikte olmayan ekonomiler niçin aynı anda duvara tosladı? 1997 yılında Kore güney Avrupa ülkeleriyle kıyaslanabilir kişi başına yıllık geliriyle gelişmiş bir ülke diye adlandırılmaya çok yaklaşmıştı; halbuki Endonezya gelişmenin insanların günde ne kadar kalori tükettiğiyle ölçülebildiği, hâlâ çok yoksul olan bir ülkeydi. Birbirinden bu kadar farklı iki ülke nasıl aynı anda krize sürüklenebildi?

En azından bana anlamlı gelen tek yanıt, krizin (esas olarak) işlenen günahların bedeli *olmadığı*dır. Bu ekonomilerde gerçek yetersizliklerde bulunuyordu ama asıl yetersizlik kendi kendisini meşru kılan paniğe karşı savunmasızlıklarıydı.

Banka hücumlarına geri dönecek olursak, 1931'de ABD'deki bankaların yaklaşık yarısı battı. Bu bankaların hepsi birbirine benzemiyordu. Bazıları çok kötü yönetiliyordu; bazıları 1929 öncesinde olanları bildikleri halde aşırı risk alıyordu; bazıları da oldukça iyi durumdaydı, hatta muhafazakâr bir biçimde yönetiliyordu. Fakat panik ülkeye yayıldığında ve her yerde tasarruf sahipleri paralarını acilen çekmek istediklerinde bu farklılığın hiç önemi kalmadı: Yalnızca aşırı muhafazakâr olan ve mevduatlarının normal zamanlarda fazlasıyla büyük sayılacak bir bölümünü nakit olarak elde bulunduran bankalar ayakta kalabildi. Benzer biçimde, Tayland'ın da kötü yönetilen bir ekonomisi vardı, çok fazla borçlanmış ve bu paraları çok kuşkulu projelere yatırmıştı. Endonezya ise bütün yolsuzluklara rağmen, aynı ölçüde günahkâr değildi ve o akıllı adamların tasavvur ettiği erdemlere gerçekten sahipti; fakat panik sırasında bu farklılıkların önemi kalmadı.

Asya ekonomileri 1997'de finans paniğine karşı, mesela beş ya da on yıl öncesine göre daha mı savunmasızdı? Evet, kesinlikle –ama ahbap çavuş kapitalizmi ya da genellikle kötü devlet politikaları addedilen şeyler nedeniyle değil. Daha çok kısmen finans piyasalarını dışarıya açtıkları için daha savunmasız hale geldiler –aslına bakarsanız daha kötü değil daha iyi serbest piyasa ekonomileri sayılmaya başlamalarının nedeni buydu. Ve aynı zamanda, dış dünyaya büyük miktarlarda borç veren uluslararası kredi kuruluşlarının nezdinde kazandıkları yeni popülariteden yararlandıkları için savunmasız hale gelmişlerdi. Bu borçlar güven kaybından finansal çö-

küşe giden geri beslemeyi güçlendirdi ve krizin kısır döngüsünü daha da şiddetlendirdi. Sebep paranın savurganca harcanması değildi, paranın bir kısmı iyi, bir kısmı kötü kullanılmıştı. Mesele, yeni borçların eskilerden farklı olarak dolar cinsinden alınmış olmasıydı –ve bu ekonomileri felakete sürükleyen bu oldu.

Sonsöz: Arjantin, 2002

Arjantin bir Asya ülkesi değildir. (Yapma ya!) Fakat 2002'de Arjantin yaygın biçimde övülen ekonomik politikaların bir ülkeyi nasıl felakete sürükleyebileceğini acı verecek açıklıkta gösteren Asya tipi bir kriz yaşamıştır.

Arjantin'in parasal tarihini 2. Bölümde ele aldım. Darphanenin kuşaklar boyunca sorumsuzca kullanılıp istismar edilmesinin ardından Arjantin hükümeti 1991 yılında Arjantin pezosu ile ABD doları arasında kalıcı bir bağ oluşturacağı varsayılan bir para kuruluyla bütün bunlara son vermeyi denedi. Dolaşımdaki her bir pezonun rezervlerdeki bir ABD dolarıyla desteklenmesi gerekiyordu. Ve bu parasal istikrarın refahın sürekliliğini güvence altına alması umut ediliyordu.

2. Bölümde gördüğümüz gibi, 1995'te Meksika krizinin serpintileri bankacılık sistemini neredeyse çökecek hale getirdiğinde Arjantin felaketle burun buruna gelmişti. Fakat bu kriz geriledikçe güven tazelendi. Yabancı gözlemciler Arjantin ekonomisine ve onu yönetenlere övgüler yağdırmaya devam etti ve çoğu kısmı Arjantin işletmelerine ve bireylere verilen dolar kredileri biçiminde olmak üzere yabancı sermaye ülkeye akın etti.

1990'ların sonunda her şey kötüye gitmeye başladı.

Başlangıçta sorun pezo-ABD doları eşitliği üzerine kurulu döviz kuru sisteminin katılığıydı. Arjantin de Meksika gibi dış ticaretinin ağırlıklı kısmını ABD'yle yapıyor olsaydı bu katılık bir sorun olmayabilirdi. Ama haritaya bakıldığında Arjantin'in ABD'ye Avrupa'ya olduğundan daha yakın olmadığı görülüyor ve aslında Arjantin'in Avrupa Birliği ve komşusu Brezilya ile yaptığı ticaret ABD'yle yaptığından fazla. Ve Arjantin'in pa-

ra sistemi ne euroya ne de Brezilya para birimi *reale* karşı kur istikrarı sağla*ma*dı. Tam tersine, sistem aslında bu kurlarda ve dolayısıyla Arjantin'in dış ticaret pozisyonunda gereksiz dalgalanmalara yol açma eğilimindeydi. Örneğin, sebep ne olursa olsun dolar euro karşısında yükseldiğinde yarattığı etki Arjantin'in Avrupa pazarlarına yaptığı ihracatı pahalılaştırmaktı.

Ve 1990'ların sonlarından itibaren Arjantin'in başına gelen tam olarak buydu. Bir yandan dolar euro karşısında hızla yükseliyordu –bu satırlar yazılırken 1,26 dolar olan euro 0,85 dolar noktasına kadar gerilemişti. Diğer yandansa, Rusya'daki finans krizinin (bkz. 6. Bölüm) etkisi altında kalan Brezilya *real*in değerini sert bir biçimde devalüe etmişti. Bu kur değişimlerinin bileşik etkisi Arjantin'in ihracattaki rekabet gücünün ciddi ölçüde zayıflaması ve ülkenin durgunluğa itilmesi oldu.

Arjantin ekonomisi geriledikçe yabancı yatırımcılar inançlarını kaybetti. Ülkeye akan sermaye tersi yöne dönerek bir kredi daralması yarattı. Ve yabancı fon kaybı tıpkı 1995'te olduğu gibi bir bankacılık krizine de yol açtı.

Arjantin yöneticileri büyüyen krizi kontrol altına almak için çaresizce çabaladı. Yurtdışındaki yatırımcıların güvenini yeniden kazanma umuduyla harcamaları kıstılar, bu ise durgunluğu derinleştirdi. Bankalardan çekilen paralara sınır getirdiler ve bu önlem ev kadınlarının ellerindeki tava ve tencereleri birbirine vurarak başkanlık sarayının önünde öfkeli protesto gösterileri yapmasına neden oldu. Hiçbir şey işe yaramıyordu. Ve 2001'in sonunda hükümet pezo-dolar eşitliği kuralını sürdürmesinin mümkün olmadığını anladı. Arjantin pezosunun değeri hızla düşerek yaklaşık otuz sente indi.

Paranın değer kaybetmesinin yarattığı ilk sonuçlar tıpkı Asya'dakiler gibi feci oldu. Arjantin'deki çoğu işletme ve birey dolarla borçlandığından, artan dolar maliyeti bilançoları felce uğrattı ve çoğu durumda iflaslara neden oldu. Ekonomi komaya girmişti: 2001'de yüzde 4 düşen reel GSYİH 2002'de yüzde 11 düşüş kaydetti. 1998 ile 2002 arasında Arjantin ekonomisi toplam yüzde 18 geriledi, bu Büyük Bunalım ölçeğinde bir daralmaydı.

İzleyen beş yıl içinde Arjantin güçlü bir toparlanma yaşadı, buna hükümetin dış borçları karşılığında dolar başına yalnız-

ca otuz sent ödediği bir anlaşma yardımcı oldu. (Şimdiye kadar gördüklerim arasında en hoşuma giden manşet Reuters'in borç görüşmeleriyle ilgili haberine ait; manşet şöyleydi, "Arjantin'den Alacaklılarına: Madem Öyle Dava Açın.") Fakat yaşananlar korkunçtu. Ve bu kitap baskıya girdiği sırada Arjantin yine krizdeydi.

Daha Derin Bir Soru

Asya krizi hakkında yorum yapanların çoğu bu bölümdeki değerlendirmelerin bazı ayrıntılarına muhtemelen karşı çıkacaklardır. Bazıları sübjektif risk içeren borçlanmanın verdiği zararın benim düşündüğümden daha büyük olduğunu öne sürecektir. Bazıları da tam tersine bu ekonomilerin biçimsel olarak gerçekten çok iyi göründüklerini ve krizin bütünüyle haksız yere oluştuğunu söyleyecektir. Krize neden olan kesin mekanizmalar –banka iflaslarının, gayrimenkul fiyatlarının, döviz kurlarının, faiz oranlarının, vb. karşılıklı rolleri– yıllarca, belki de gelecek onyıllar boyunca tartışma konusu olmaya devam edecektir. Buna rağmen, genel anlamda yaptığım değerlendirmelerin geniş kabul göreceğini düşünüyorum.

Gerçek tartışma politikayla ilgilidir –krizle başa çıkma şeklini eleştirenler aynı zamanda onunla başa çıkmaya çalışanları da eleştirdiklerinden, bu hararetli ve çoğunlukla kişisel bir tartışmadır. Hükümetler hasarı sınırlamak için niçin daha fazla şey yapamadı?

5

AYKIRI POLİTİKALAR

Aralık 1930'da ABD'nin hiç de sıradan olmayan bir durgunluğa girdiği belirginleşmeye başladığında, John Marynard Keynes çöküntünün nedenlerini kamuoyuna açıklamaya teşebbüs etti. "Manyeto [alternatör] problemimiz var" dedi. Bu, ekonomi motorunun kendi kendine yeniden harekete geçemeyeceğini, hükümetin ivme kazandırmasına ihtiyaç duyulduğunu belirtmesi nedeniyle radikal bir açıklama sayılabilirdi. Ama daha derinlemesine bakıldığında Keynes'in muhafazakârca davrandığı anlaşılıyordu: Makinenin sorununun yapısal olmadığını, teknik bir tamirata gerek duyulduğunu belirtiyordu. Dünyadaki çoğu aydının kapitalizmin artık sıfırı tüketmiş bir düzen olduğuna ve ancak merkezi planlamaya dayalı bir ekonominin Batıyı Büyük Bunalımın pençesinden çekip alabileceğine ikna oldukları bir dönemde Keynes, kapitalizmin *sonunun gelmediğini*, sistemin yeniden çalışması için –özel mülkiyete ve özel sektör kararlarına zarar vermeyecek– çok sınırlı kimi müdahalelerin yeterli olacağını ifade ediyordu.

Kapitalizm, kendisinden kuşkulananları mahcup ederek ayakta kalmayı başardı; ama bugünkü ateşli serbest piyasa taraftarları kabullenmekte zorlansalar da, ayakta kalması esas olarak Keynes'in önerilerinin gerçekleştirilmesi sayesinde mümkün oldu. Keynes'in yıllardır ısrarla tavsiye ettiği ivme kazandırma işini II. Dünya Savaşı yaptı, ama zayıflayan serbest piyasalara yeniden güven duyulmasını yalnızca Bunalımdan sonraki toparlanma değil, aynı zamanda makroekonomik

müdahalenin –durgunluklarla mücadele etmek için faiz oranlarının düşürülmesi veya bütçe açıklarının artırılması– şu veya bu ölçüde tam istihdam sağlanmış bir serbest piyasa ekonomisine belirli ölçülerde istikrar kazandırabileceğinin anlaşılması sağladı. Aslına bakarsanız, kapitalizm ve onun iktisatçıları halkla şöyle bir anlaşma yapmışlardı: Bundan böyle serbest piyasaların varlığı herhangi bir sorun çıkarmayacaktır, çünkü artık çıkabilecek Büyük Bunalımları önlemek için yapılması gerekenleri biliyoruz.

Bu zımni anlaşmanın bir de adı vardır: 1950'lerde Paul Samuelson ünlü ders kitabında buna "neoklasik sentez" adını vermişti. Fakat ben onu "Keynesyen sözleşme" diye adlandırmayı tercih ediyorum.

Bu sözleşme Amerika Birleşik Devletleri'nde ve daha birçok gelişmiş ülkede hâlâ yürürlüktedir. Evet, durgunluklar şimdi var olduğu gibi gelecekte de olacak. Ancak bir durgunluk oluştuğunda herkes Federal Reserve'in 1975, 1982 ve 1991'de yaptıklarını tekrarlayarak faiz oranlarını ekonomiyi ayağa kaldıracak ölçüde düşürmesini bekliyor. Ayrıca, eğer sürece yardımcı olacaksa Başkanın ve Kongrenin vergileri azaltıp harcamaları artırmasını da bekliyoruz. Bir durgunluğun Herbert Hoover tarzıyla, vergileri artırıp harcamaları kısarak ve faiz oranlarını yükselterek karşılanmasını kesinlikle beklemiyoruz.

Ama finansal facianın Asya'yı vurmasının ardından bu ülkelerde uygulanan politikalar ABD'nin bir çöküşle karşılaştığında uyguladığı politikaların neredeyse tam tersiydi. Gündemde kemerlerin sıkılması vardı; faiz oranları çoğunlukla cezai düzeylerde artırılmıştı. Sebep bu ülkelerdeki politika üreticilerinin aptallığı veya bilgisizliği değildi. Tam tersine, çoğu "Keynesyen sözleşme"yi çok iyi anlamış ve hatta geçmişte bile bu sözleşmeye bağlı kalmaya çalışmıştı. Buna rağmen kriz patlak verdiğinde Asya ülkeleri politikalarının büyük ölçüde Washington –yani, IMF ve ABD Maliye Bakanlığı– tarafından dikte ettirildiğini gördü. Ve bu kurumların yöneticileri çok bilgili insanlardı: Bu kadar çok sayıda birinci sınıf iktisatçının tarihin hiçbir döneminde böylesine yetkili konumlarda bulunmadığı söylenebilirdi.

Bu olağanüstü akıllı adamlar yeni gelişen piyasa ekonomilerine niçin standart iktisat öğretisine bütünüyle aykırı politikalar önerdiler? Yanıt kısaca "spekülatör korkusu"dur. Fakat bu kısa yanıt ancak bağlama yerleştirildiğinde –özellikle uluslararası paraya ilişkin çıkmazları anlamaya çalışmak için biraz zaman harcadığımızda– anlamlıdır.

Uluslararası Para Sistemi Niçin Gelişemedi?

Bir zamanlar tüm dünyada geçerli olan "globo" adında bir tek bir para birimi varmış. Bu para birimi çok iyi yönetiliyormuş: Alan Globespan adlı başkanın yönettiği Global Merkez Bankası (ki halk arasında Glob diye bilinirmiş) dünya ne zaman durgunluğa girme tehdidi yaşasa global para arzını artırır, enflasyon belirtileri görüldüğünde de arzı azaltırmış. Hatta ileride ki yıllarda bazıları globo'nun egemen olduğu dönemi altın çağ olarak hatırlayacakmış. Bu sistemi özellikle işadamları seviyormuş, çünkü en az sıkıntıyla dünyanın her yerinde alım–satım yapabiliyorlarmış.

Ama bu cennette bir sorun varmış. Gördüğünüz gibi titiz globo yönetimi *bir bütün olarak dünyayı* hızlı büyüme-çöküş döngüsünden koruyormuş ama o bütünü oluşturan parçaların her biri için aynı şeyi yapamıyormuş. Hatta sık sık para politikasıyla ilgili çıkar çatışmaları yaşandığı ortaya çıkmış. Glob bazen, Asya ve Avrupa durgunluğun eşiğinde olduğunda ucuz para politikası uygularmış ama bu ucuz para Kuzey Amerika'da çılgınca bir spekülatif yükselişe neden olurmuş. Glob bazen de Kuzey Amerika'da enflasyonu dizginlemek için sıkı para politikası izlemek zorunda kalır ve Güney Amerika'da gelişmekte olan bir durgunluğun şiddetlenmesine yol açarmış. Ve kıtasal ölçekte geçerli başka para birimleri olmadığından, kıtalardaki hükümetlerin bu sorunlar karşısında yapabilecekleri hiçbir şey yokmuş.

Sonunda gerilimler devasalaşmış ve sistem çökmüş. Bunun üzerine her kıta Globo yerine kendi para birimini tedavüle sokmuş ve kendi ihtiyaçlarına göre tasarlanmış para politikaları izlemeye başlamış. Avrupa ekonomisi aşırı ısındığında eu-

rosunun arzını kısabiliyor; Latin Amerika çöküş yaşadığında latinosunun arzını artırabiliyormuş. Kullanışlı olmayan her derde deva olan para politikası da tarihe karışmış.

Fakat kısa süre sonra bir sorun halledilirken bir başka sorunun ortaya çıktığı görülmüş, zira kıtasal para birimleri arasındaki kurlar inanılmaz ölçüde dalgalanıyormuş. Döviz kurlarının, örneğin latino ile euro arasındaki kurun dış ticaretin ihtiyaçlarına göre belirlendiği, yani Latin Amerikalıların Avrupa mallarını satın almak için latinoları karşılığında euro aldıkları ve Avrupalıların da aynı şeyi Latin mallarını satın almak için yaptıkları düşünülmüş olabilir. Ancak kısa süre içinde piyasanın aslında ağırlıklı olarak –tahvil ve hisse senedi almak için döviz alıp satan– yatırımcılarca belirlendiği anlaşılmış. Ve büyük ölçüde spekülasyon da içeren bu yatırım talepleri fazlasıyla değişken olduğundan para birimlerinin değerleri bir türlü istikrara kavuşamıyormuş. Daha da beteri, insanların bizzat kendi para birimleriyle spekülasyona başlamış olmasıymış. Sonuçta döviz kurları belirsizlik yaratacak şekilde iniş çıkışlar göstermeye başlamış ve işletmeler yurtdışındaki varlıklarıyla yükümlülüklerinin gerçek değerinin ne olduğundan asla emin olamaz hale gelmişti.

Bu yüzden bazı kıtalar döviz kurlarını istikrarda tutmaya çalışmış –euronun fiyatını afro karşısında veya gringonun fiyatını latino karşısında sabit tutmak için döviz piyasasında alım satım yapmışlar. Bununla birlikte, merkez bankaları hedeflenen döviz kurlarını gerektiğinde değiştirme hakkını saklı tutmuş –örneğin, işsizlikle mücadele için gerekli görüldüğünde paralarını devalüe etmişler.

Ne yazık ki, bu "ayarlanabilir sabit kur" sisteminin spekülatörlere çok fazla kolay hedef sunduğu ortaya çıkmış: Bir kıta ne zaman ekonomik sıkıntılar yaşamaya başlasa ve bir devalüasyon ihtimali belirse bunu önceden sezen spekülatörler devalüe edilmesi beklenen para birimini satmaya başlıyorlarmış. Bu durum kısa süre içinde o kıtanın merkez bankasının ya faiz oranlarını artırarak çöküşü fiilen derinleştirmesine ya da hemen devalüasyona gitmesine yol açıyormuş. Veya –geride kalan tek seçenek olarak– sermaye hareketlerine sınırlandırmalar getirerek spekülatörleri yenmeye çalışıyormuş.

İşte böylece dünyadaki kıtalar, her biri ciddi kusurlar barındıran üç "para rejimi"nden birini seçmek zorunda kalmış. Bağımsız para politikası uygulamayı tercih edip kurları dalgalanmaya bırakabilirlermiş: Bu, durgunluklarla mücadelede işlerini kolaylaştırırmış ama beraberinde iş yaşamına rahatsızlık veren bir belirsizliği de getirirmiş. Kurları sabitleyip piyasaları asla devalüasyon yapmayacaklarına ikna etmeye teşebbüs edebilirlermiş: Bu iş yaşamının daha kolay ve güvenli olmasını sağlarmış ama beraberinde sorunlu her derde deva para politikalarını da geri getirirmiş. Veya ayarlanabilir sabit kur politikasına devam edip kurları sabitledikleri halde kurları değiştirme seçeneğini ellerinde tutabilirlermiş, fakat bu ancak sermaye hareketlerini kontrol altında tutabilirlerse işlevli olabilirmiş; dolayısıyla hem uygulanması zormuş hem de iş yaşamına ekstra maliyetler yüklüyormuş. Ayrıca –potansiyel olarak kârlı işlemlerdeki her yasaklama gibi– bir yolsuzluk kaynağıymış.

Tamam, tamam, olaylar gerçekte tam bu şekilde gelişmedi. Globo diye bir şey asla var olmadı; buna en yakın şey 1930'lar öncesindeki altın standardıydı, fakat o da ne yazık ki dünyayı hızlı büyüme ve çöküşlerden koruyacak şekilde yönetil*medi*. Bununla birlikte, bu hayali tarih anlatımımız küresel bir ekonomide ulusal ekonomilerin karşı karşıya kaldığı üç köşeli açmazın –ya da üçlü çıkmazın– karmaşık yapısını biraz daha açık biçimde göstermektedir.

Şu şekilde düşünelim: Makroekonomi yöneticilerinin kendi ekonomileri için istedikleri üç şey vardır. Para politikasını oluşturmada takdir hakkı isterler ki, durgunluklarla savaşabilsinler ve enflasyonu engelleyebilsinler. İstikrarlı döviz kurları isterler ki, iş dünyası aşırı belirsizlik yaşamasın. Ayrıca uluslararası iş yaşamını serbest bırakmak –özellikle, insanların döviz değişim işlemlerini istedikleri gibi yapmalarına izin vermek– isterler ki, devlet özel sektörün önünden çekilsin.

Globo kıssasının hissesi şudur: Ülkeler isteklerinin her üçünü birden elde edemezler, elde edebilecekleri en çok bunlardan ikisidir. İstikrarlı döviz kurlarından vazgeçebilirler; bu tıpkı ABD'nin ve Avustralya'nın yaptığı gibi dalgalı kur rejimini benimsemek demektir. Veya para politikaları konusun-

daki takdir haklarından vazgeçebilirler; bu 1990'larda Arjantin'in yaptığı gibi kurları sabitlemek ya da kıta Avrupa'sı ülkelerinin yaptığı gibi kendi ulusal paralarından tümüyle vazgeçmek anlamına gelir. Ya da piyasaların bütünüyle serbest olması ilkesini terk ederek, sermaye hareketlerini kontrol altına alırlar; bu çoğu ülkenin 1940'larla 1960'lar arasında, Çin'inse şimdi yaptığı şeydir.

Hiçbiri mükemmel olmayan bu üç yanıtın en iyisi hangisidir? Bazıları istikrarlı döviz kurlarının büyük yararlar sağladığını, bağımsız bir para politikasının yararlarının ise abartıldığını düşünmektedir. Tüm bir kıtaya yayılmış olmasına rağmen ABD'nin tek bir para birimiyle işleri gayet iyi götürdüğüne ve yaklaşık 300 milyon Avrupalının ortak bir para birimini benimsemiş olduğuna işaret etmeyi severler. Öyleyse tüm dünyada tek bir para birimi olmasının önünde ne tür bir engel vardır? Fakat çoğu iktisatçı ABD'nin tek bir para birimiyle yaşamasına yardımcı olan özellikleri olduğunu söyleyecektir: Bunların en göze çarpanı işçilerin krizde olan bölgelerden hızla gelişen bölgelere taşınabilmesi ve bu nedenle tek bir para politikasının şu veya bu ölçüde herkese uymasıdır. Avrupa'nın para birimi olan euronun uygulanmaya konması aslında oldukça tartışmalıydı, birçok iktisatçı Avrupa'nın tek bir para birimi kullanmaya ABD kadar uygun olup olmadığını sorguladı. Fakat en azından önde gelen Avrupa ekonomileri birbirlerine oldukça benzer yapıdadır ve birbirleriyle çok sıkı ilişkiler içindedir, bu yüzden Fransa için uygun olan bir para politikası çoğunlukla Almanya için de uygun olacağı gibi bunun tam tersi de doğru olacaktır. Ancak, bırakın hem ABD'ye hem de Arjantin'e uygun olmayı, Japonya ve ABD için aynı ölçüde uygun olacak bir para politikasının nasıl geliştirilebileceğini kestirebilmek oldukça zordur. Dolayısıyla, altın standardı günlerini nostaljiyle anımsayan veya globo'nun gündeme gelmesine ilişkin hayaller kuran iktisatçı sayısı görece çok azdır; para politikalarında ulusal veya muhtemelen bölgesel bağımsızlığa hâlâ ihtiyaç vardır.

Öte yandan, gelişmiş ülkelere savaş sonrası ilk kuşakta Keynesyen politikalarla sabit kurlarını birleştirme olanağı sağlayan sermaye hareketi kontrolleri artık oldukça demodedir.

Bu kontrollerin temel sorunu uluslararası işlemlerde "iyi" ile "kötü"yü birbirinden ayırmanın zor oluşudur. Bir devalüasyondan kâr etmeye çalıştığı için Malezya'dan parasını çeken bir spekülatör anti-sosyal bir eyleme girişmiştir; halbuki kısmen şimdi alıp daha sonra ödeme yapmalarına izin verdiği için yurtdışından müşteri kazanan Malezyalı bir ihracatçı ülkesine dünya pazarlarının yolunu açmaktadır. Fakat ringgitin kısa süre sonra devalüe edileceğini düşünen bu ihracatçının müşterilerinden ödemeyi dolarla yapmalarını istediğini ve onları hesaplarını geç kapatmaya teşvik ettiğini varsayın. Yaratılan etki ihracatçının müşterilerinden aldığı ringgit ile karaborsadan dolar satın almasıyla aynıdır. Ve üretken işletme faaliyetleriyle döviz spekülasyonu arasındaki çizgiyi belirsizleştirebilecek onlarca başka yöntem de bulunmaktadır. Bunun anlamı ya spekülasyonu kontrol alma girişimlerinin kolayca atlatılabilmesi ya da hükümetin spekülasyonu ancak sıradan işlemlere bile ağır kısıtlamalar (örneğin, ihracatçıların müşterilerine verebilecekleri kredilerin sınırlanması) getirerek sınırlayabilmesidir. Elli yıl önce çoğu hükümet bu tür kısıtlamaların ödemeye değecek bir bedel olduğunu düşünüyordu. Ancak bugün içinde yaşadığımız dünya, serbest piyasa güçlerinin erdemlerini yeniden öğrenmiş, devlet müdahalelerinden kuşkulanan ve ne kadar çok yasak koyulursa rüşvet ve kayırmacılığa o kadar çok alan açılacağının özellikle bilincinde olan bir dünya.

Bu dünyada, çoğu iktisatçının daha az kötü olduğunu düşünmeye başladığı dalgalı kur sistemi uygulanıyor. Ekonominin temel değerleri dikkate alındığında (son on beş yıl içinde dolar-yen paritesi önce 120'den 80'e düştü, sonra neredeyse 150'ye çıktı, ardından tekrar 110'un altına düştü; bütün bu iniş çıkışlar temel değerlerde görece çok küçük ölçülebilir değişimlerle gerçekleşti) döviz kurlarının "gereğinden" çok daha oynak olduğunun defalarca kanıtlandığı doğrudur; ve genel olarak dalgalı kurlardan yana olanlar dahi, "optimum döviz alanları" oluşturan çok sıkı bir bütünleşme yaşamış bölgelerin sabit döviz kurunun nihai biçimi olan ortak bir para birimini benimsenmesi gerektiğini kabul ediyor. (Avrupa'nın bu tür bir alan olup olmadığı başka bir meseledir.) Fakat genel bir ku-

ral olarak çoğu iktisatçının tercih ettiği alternatif –ve özellikle, ülkeleri hem serbest piyasa hem de tam istihdam politikaları izlemek konusunda özgür bıraktığı için Keynesyen sözleşmeye en uygun olanlardan biri– dalgalı kur sistemidir.

Başarılı olduğunda bu tür serbest dalgalanmanın erdemlerini göstermek zor değildir. ABD, doların yabancı paralar karşısındaki değişim değerine karşı ölçülü kayıtsızlık politikası izlemenin birçok yararını görmüştür. Dolar-yen, dolar-euro pariteleri rahatsız edici iniş çıkışlar gösterse bile, bu rahatsızlık Federal Reserve'in herhangi bir kur taahhüdünün bulunmaması sayesinde sahip olduğu hareket özgürlüğüyle –ufukta durgunluk veya finans krizi göründüğünde faizleri hemen sert bir biçimde düşürebilme yeteneği– kıyaslandığında kesinlikle çok önemsizdir.

Daha da iyi bir örnek olarak Asya krizi sırasındaki Avustralya'yı değerlendirelim. 1996 yılında Avustralya dolarının ABD para birimine göre karşılığı yaklaşık seksen sentti. 1998 yazının sonuna gelindiğinde ise altmış sentin biraz üzerine bir noktaya düşmüştü. Bunun şaşılacak bir yanı yoktu, çünkü Avustralya ihracatının çoğu kısmını ya Japonya'ya ya da sorunlu kaplanlara yapıyordu. Bununla birlikte Avustralya hedge fonlarının koordine saldırısıyla karşı karşıya kaldığı anlaşılan 1998 yazındaki kısa bir dönem dışında (bu konuya gelecek bölümde daha fazla yer vereceğiz) parasını desteklemek için ne döviz piyasalarında alım yapmış ne de faiz oranlarını yükseltmişti. Ancak düşüş kendiliğinden durdu: Avustralya doları düştüğünde yatırımcılar bu düşüşü güçlü bir ekonomi olarak görmeye devam ettikleri bir ülkeye daha ucuza yatırım yapma fırsatı olarak değerlendirdi. Ve bu güven "Avustralya mucizesi"yle meşrulaşmış görünüyordu: Avustralya, Asya piyasalarına olan bağımlılığına rağmen Asya krizinin ortasında fiilen yükselişe geçti.

Peki, Avustralya komşularında yaşanan ekonomik afete yakalanmaktan bu kadar kolay kaçınabildiği halde, Endonezya veya Güney Kore neden aynı şeyi yapamadı?

Spekülasyon Tehdidi

Mükemmel olmayan bir ekonomi düşünün. (Hangisi mükemmeldir ki zaten?) Belki de hükümetin bir bütçe açığı var, bu onun ödeme kabiliyetini tehdit etmemekle birlikte, açık gerektiğinden daha yavaş azalıyor. Veya belki de politik bağlantıları olan bankaların şüpheli alacakları çok fazla. Fakat rakamlara bakılarak, verili iyi niyetle birkaç istikrarlı yıl geçirildiğinde halledilemeyecek hiçbir sorun olmadığı söylenebilir.

Sonra herhangi bir nedenle –belki de dünyanın öteki yanındaki bir ekonomik kriz yüzünden– yatırımcılar paniğe kapılır ve kitleler halinde paralarını çekmeye başlar. Ülke aniden sıkıntıya düşer –borsa dibe vurmakta, faizler hızla yükselmektedir. İşini bilen yatırımcıların bu durumu bir alım fırsatı olarak göreceğini düşünebilirsiniz. Ne de olsa temel değerler değişmemiştir, bu da aktiflerin şu anda gerçek değerlerinin altına indiğini göstermez mi? Fakat 4. Bölümde gördüğümüz üzere yanıt şudur: "Böyle bir zorunluluk yoktur." Aktif fiyatlarındaki sert düşüşler daha önce sağlam olan bankaların batmasına neden olabilir. Ekonomik çöküş, yüksek faiz oranları ve devalüe edilmiş kur sağlam şirketlerin iflas etmesine neden olabilir. En kötüsü, ekonomik sıkıntının siyasi istikrarsızlığa yol açabilmesidir. Diğer herkes çıkış kapılarına koşuştururken alım yapmak hiç de iyi bir fikir olmayabilir; sizin de çıkış kapısına koşmanız daha akıllıca olabilir.

Demek ki kural olarak bir ülkeye yönelik güven kaybı o güven kaybını meşrulaştıran bir ekonomik krize yol açabilecektir –bu ülkeler, iktisatçıların "olması beklendiği için gerçekleşen spekülatif saldırılar" adını verdikleri şeye karşı savunmasız olabilir. Eskiden çoğu iktisatçı "olması beklendiği için gerçekleşen spekülatif saldırılara" kuşkuyla yaklaşıyordu, ancak 1990'larda Latin Amerika ve Asya'da olup bitenler bu kuşkuları en azından pratikte gidermiştir.

İşin tuhaf yanı, bu tür "olması beklendiği için gerçekleşen spekülatif saldırıları" ciddiye almaya başladığınızda piyasa psikolojisinin önem kazanmaya başlamasıdır –öylesine önem kazanır ki, sınırlı da olsa, beklentiler ve hatta yatırımcıların önyargıları ekonominin temel değerleri haline gelir– çünkü

bu saldırının gerçekleşeceğine inanmak onun gerçekleşmesini sağlar.

Yabancı sermayeye olan aşırı bağımlılığına rağmen, herkesin Avustralya'nın (bu ülke on yıllardır GSYİH'sının % 4'ü kadar bir cari hesap açığıyla yaşamaktadır) esas olarak güçlü bir ülke olduğuna –politik ve ekonomik açıdan istikrarlı sayılabileceğine– ikna olduğunu varsayalım. Bu durumda piyasanın Avustralya dolarının düşüşüne yanıtı aslında, "Güzel, mesele halloldu, haydi Avustralya doları alalım," demek olacak ve ülke ekonomisi bundan fiilen yararlanacaktır. Dolayısıyla, piyasanın olumlu görüşleri de pratikte doğrulanmaktadır.

Diğer yandan, yirmi yıllık çarpıcı ilerlemelere rağmen, insanların Endonezya'nın artık *The Year of Living Dangereously*'daki (Tehlikelerle Yaşanan Yıl) ülke olmadığına henüz yeterince ikna olmadıklarını varsayalım. Bu durumda rupiah düştüğünde, "Aman Tanrım, yine eski kötü günlerine dönüyorlar," diyebilirler; bunun sonucunda görülen sermaye kaçışı finansal, ekonomik ve siyasi krize yol açar ve piyasanın olumsuz görüşü de benzer biçimde doğrulanır.

Diğer bir deyişle, Keynesyen sözleşmenin günün birinde gerekecek bir şey olduğu anlaşılıyor. İktisatçılar arasındaki, mükemmel olmamakla birlikte dalgalı kurların uluslararası para sistemindeki üçlü çıkmazın en iyi çözümü olduğu şeklindeki yaygın kanı Kanada, Britanya ve ABD gibi ülkelerin deneyimlerine dayandırılmıştı. Fakat 1990'larda bir dizi ülke –Meksika, Tayland, Endonezya, Kore– farklı kurallara tabi olduğunu fark etti. Tekrar tekrar gerçekleştirilen dengeli devalüasyonlar ciddi güven kayıplarına yol açtı. Keynesyen sözleşmenin neden ihlal edildiğini son tahlilde bu güven sorunu açıklamaktadır.

Güven Oyunu

1998 yazında Brezilya zaten bir ekonomik yavaşlamadan mustaripti: İşsizlik artıyor, Brezilya'nın geleneksel hastalığı olan enflasyon yerini istikrarlı fiyatlara bırakıyor, hatta bazıları deflasyondan dem vuruyordu. Ardından Rusya'daki ekonomik

reformların başarısızlığı Brezilya *real*ine saldırıyı tetikledi (nedenleri için 6. Bölüme bakınız) ve ülke ABD ve IMF'den yardım istedi. Brezilya'nın istediği hem para hem de daha önemlisi, politikalarına telaşlı yatırımcıları kaçmayı durdurmaya ikna edecek bir tür Ev İşlerinden İyi Anlar damgasının vurulmasıydı. Karşılığında da bir ekonomik "istikrar" programı uygulamayı vaat etti.

Peki –ekonomisi yavaşlayan ve enflasyonun söz konusu olmadığı bir ülke için tasarlanan– bu programda neler vardı? Vergilerin artırılması, kamu harcamalarının kısılması ve aşırı yüksek faiz oranlarının sürdürülmesi (kriz başladığında Brezilya faiz oranlarını neredeyse yüzde 50 seviyesine çıkarmıştı). Diğer bir deyişle, Brezilya hükümeti 1999 yılında ülkenin ciddi bir durgunluk yaşamasını güvence altına alan, olağanüstü sıkı para ve maliye politikalarını uygulamaya soktu.

Brezilya için önerilen özellikle uç bir programdı; bir yıl önce Asya'da gündeme getirilmiş olan politikaların neredeyse bir karikatürü gibiydi. Ama birçok karikatürde olduğu gibi öznesinin ayırt edici özelliklerini öne çıkarıyordu. Washington tarafından birçok kriz ülkesine dayatılan politikaların özünde Keynesyen sözleşmenin neredeyse mükemmel bir zıddı yatıyordu: Krizle karşı karşıya kalan ülkeler faiz oranlarını yükseltmeye, harcamaları kısmaya ve vergileri artırmaya zorlanıyordu.

Neden birileri çıkıp da, Keynes'ten 60 yıl sonra Keynesyen sözleşmeyi bu ölçüde ihlal etmenin iyi bir fikir olduğunu düşünmüştü? Yanıt, her ne pahasına olursa olsun piyasaların güveninin kazanılması zorunluluğunun kavranmasında yatıyor.

Öncelikle, Avustralyalıların çözümü –parayı dalgalanmaya bırakmak– gündem dışıydı. Brezilya *real*i ile ABD doları arasındaki paritenin sabit tutulması ülkenin reform programının temel taşıydı ve bu program kuşaklar boyunca süren yüksek enflasyondan sonra ilk kez fiyat istikrarı sağlamıştı. Hem Brezilya hem de ABD bu sabit orandan vazgeçmenin yatırımcıların ülkeye duyduğu güvenin yıkılmasına yol açmasından korkuyordu. Kuşkusuz, şimdi birisi çıkıp haklı olarak "*real* gerçek değerinin yaklaşık yüzde 20 üzerinde, bu durumda yüzde 20'lik bir devalüasyon ülkeye zarardan çok yarar getirir,"

diyebilirdi. Fakat hiç kimse yüzde 20'lik bir devalüasyonun realist bir strateji olduğunu düşünmüyordu: Bir ABD yetkilisinin söylediği gibi, "Gelişmekte olan ülkelerde asla küçük devalüasyonlar olmaz."

*Real*ın devalüe edilmesinden nasıl kaçınılacaktı? IMF ülkeye para tedarik edebilir, bu para ülkenin kendi döviz rezervleriyle birlikte *real*i piyasalarda desteklemek için kullanılabilirdi. Fakat sermaye kaçışını durduracak bir şeyler yapılmazsa bu para da kısa sürede suyunu çekecekti. O anda elde var olan yegâne araç faiz oranını yükseltmekti; faiz öylesine yüksek bir orana çekilmeliydi ki yatırımcılar *real*ın devalüe edileceğinden kuşkulanmalarına rağmen paralarını Brezilya'da tutmaya ikna olmalıydı.

Hepsi budan ibaret de değildi. Piyasalar Brezilya'nın yüksek riskli bir ülke olduğuna karar verdiklerinde, bu ülkenin sorunlarının temelinde büyük bütçe açıkları olduğuna da kanaat getirdi. Şimdi bu değerlendirmeyi sorgulayabilirsiniz. Brezilya hükümeti aslında o kadar da borçlu değildi –milli gelirine oranla birçok Avrupa ülkesine veya Japonya'ya göre önemli ölçüde daha az borçluydu. Ayrıca mevcut açıkların büyük kısmı kriz sonucunda oluşmuştu; durgunlaşan ekonomi vergi gelirlerini azaltırken, yükselen faiz oranları hükümetin faiz ödemelerini artırmıştı. (İstihdam ve faiz oranları "normal" düzeylerde seyretseydi Brezilya'nın bütçe açığı oldukça mütevazı olacaktı.) Ama tartışmanın ne yararı var? Yatırımcılar bütçe açıkları derhal azaltılmadığı takdirde Brezilya'nın ekonomik bir felaket yaşayacağına inanıyordu ve hiç kuşkusuz haklıydılar, çünkü bu krize bizzat kendileri yol açacaktı. (Ve gerçekten de Ocak 1999'da bunu yaptılar.)

Mesele şu ki, spekülatif saldırılar kendi kendilerini meşrulaştırabildiklerinden, temel ekonomik değerler açısından mantıklı bir ekonomi politikası izlemek piyasaların güvenini kazanmaya yetmez. Aslında piyasaların güvenini kazanma ihtiyacı bir ülkeyi aksi halde mantıklı olacak politikaları izlemekten alıkoyup normal koşullarda aykırı görünen politikalar izlemeye zorlayabilir.

Şimdi duruma biraz da Washington'da politika üreten akıllı iktisatçıların gözüyle bakalım. Söz konusu iktisatçılar yatı-

rımcı güveninin kırılgan olduğu ekonomilerle uğraşmak zorunda kaldı. ABD'ye ve/veya IMF'ye yardım için başvuran bir ülke neredeyse tanım gereği para biriminde zaten yıkıcı bir çöküş yaşamış ve yeni bir çöküş riskiyle karşı karşıya olan bir ülkedir. Bu nedenle politikaların en ağırlıklı hedefi piyasadaki aşırı hassasiyeti yatıştırmak olmalıdır. Fakat krizler beklendikleri için gerçekleşebildiklerinden, sağlam ekonomik politikaları piyasanın güvenini kazanmaya yetmez –piyasaların algılarına, önyargılarına, fantezilerine hitap edilmesi gerekir. Veya daha çok piyasanın algısı olacağı *umulan* şeylere hitap edilmelidir.

İşte Keynesyen sözleşme bu nedenle ihlal edildi: Uluslararası ekonomi politikalarının iktisat bilimiyle ilgileri giderek azaldı. Hatta bu ilgi IMF ve Maliye Bakanlığı'nın krizdeki ülkeleri piyasaların olumlu algılayacağını umdukları şeyleri yapmaya ikna etmeye çalıştıkları bir amatör psikoloji egzersizine dönüştü. Kriz patlak verdiğinde iktisat ders kitaplarının pencereden atılmış olması kimseyi şaşırtmamalı.

Ne var ki, ders kitaplarında yazılanlar kitaplarla birlikte çekip gitmedi. Washington'un yatırımcı paniği tehdidiyle karşı karşıya olan bir ülkeye faizleri yükseltmesi, harcamaları kısması ve yıkıcı bir krizden kaçınmak için parasını savunması gerektiğini söylemekte haklı olduğunu varsayalım. Yine de sıkı para ve maliye politikalarının aşırı değerlenmiş bir para birimiyle birleştiğinde durgunluk ürettiği bir gerçektir. Peki, Washington hangi çözümü önermektedir? Hiçbir çözüm önermemektedir. Güven Oyunu oynama ihtiyacı ekonomi politikalarının normal kaygılarının yerini almaktadır. Bir hayli çılgıncaymış gibi görünüyor, gerçekten de öyle.

Ve artık 4. Bölümün sonunda sözünü ettiğimiz sırrı çözmüş durumdayız: Politikalar niçin ekonomilerin birbiri ardına çökmesine neden olan yıkıcı geri besleme sürecine karşı koymayı başaramadı? Yanıt, politika üreticilerinin güven oyunu oynamak zorunda olduklarını düşünmeleri ve bunun çöküşleri yatıştırmak yerine kızıştıran makroekonomik politikalar izlemelerine neden olmasıdır.

Peki, bu oyunu oynamak gerçekten de gerekli miydi?

IMF Durumu Kötüleştirdi mi?

Hiç kimse Uluslararası Para Fonu'nu sevmez; zaten sevseydi bu kötüye alamet olurdu. IMF ulusal hükümetler açısından "son başvurulacak kredi mercii" olduğu için, bu kuruma ancak başı belada olanlar başvurur. Ve son başvurulacak kredi mercileri katı olmak zorundadır: İstediğiniz değil ihtiyacınız olan miktarı verir ve süreç içinde sizi kendinizi toparlamaya zorlar. Cana yakın ve sevimli bir IMF bu işi yapamazdı.

Ama bunun tersi mutlaka doğru değildir: Herkesin IMF'den nefret etmesi onun işini iyi yaptığı anlamına gelmez. Ve Asya krizinin başlamasından bu yana IMF'nin rolüyle ilgili birçok şikâyette bulunulmuştur. Oldukça az sayıda kişi krize fiilen IMF'nin (ve fiilen büyük ölçüde IMF politikalarını dikte eden ABD Maliye Bakanlığı'nın) neden olduğunu veya krizi işleri düzeltecek yerde çok daha kötüleştirecek biçimde yönettiğini düşünüyor. Acaba haklılar mı?

İşin kolay kısmıyla başlarsak, IMF iki şeyi kesinlikle yanlış yapmıştır:

Birincisi, IMF Tayland, Kore ve Endonezya'ya çağrıldığı zaman derhal kemerlerin sıkılmasını –büyük bütçe açıklarından kaçınmak için vergilerin yükseltilmesini, harcamaların kısılmasını– talep etmiştir. Bunun neden programın bir parçası olduğunu anlayabilmek güçtü, çünkü Asya'da (bir yıl sonra Brezilya'da yaşanacak olanın aksine) IMF dışında hiç kimse bütçe açıklarının önemli bir sorun olduğunu düşünmüyordu. Ve bütçe ilkelerine uyma çabasının bu ülkeler üzerinde etkisi iki kat daha olumsuz oldu: İlkelere uyulan yerlerdeki etki, talebin azaltılması nedeniyle durgunluğun derinleştirilmesiydi; uyulmayan yerlerdeyse etki, işlerin kontrolden çıktığı şeklindeki anlayışın gereksiz yere güçlendirilmesi ve piyasadaki paniğin desteklenmesiydi.

İkincisi, IMF krizle sarsılan ekonomilere kredi vermenin koşulu olarak "yapısal" reform –yani, para veya maliye politikalarının çok ötesine geçen yapısal değişiklikler– talep etmiştir. Bu reformlardan bazılarının, mesela mali yapısı bozulmuş bankaların kapatılmasının finans kriziyle ilişkili olduğu tartışmasızdır. Fakat Endonezya'da olduğu gibi, başkanın kimi ya-

kınlarına kârlı işlerin tekelinin bırakılması uygulamasına son verilmesi türünden taleplerin IMF fermanında yer almasının, varsa bile pek az anlamı vardır. Karanfil (Endonezyalıların sigaralarına karıştırmayı sevdiği) tekelinin kötü bir şey olduğu ve faaliyetini sürdürmekte olan ahbap çavuş kapitalizminin çarpıcı bir örneğini oluşturduğu doğrudur. Peki, ama bunun rupiahtan kaçışla ne ilgisi vardı?

Eğer o zamanın IMF yetkililerine yaptıkları şeyler konusunda ne düşündüklerini soracak olursanız, yapılan her şeyin güveni yeniden tesis etme çabasının bir parçası olduğunu söyleyeceklerdir. Bütçe açıkları o an için piyasaların umurunda değildi, ama onlar kısa süre sonra umursanacağını düşündü. Göze fazlasıyla çarpan bir kayırmacılık ve yolsuzluklarla mücadele gösterisinin de ülkelerin piyasaları yöntemlerini gerçek anlamda değiştirdiklerine ikna etmeleri açısından önemli olduğunu sandılar. Bu durum hükümetlerin ciddiyetlerini kanıtlayabilmek için kendi kendilerine acı çektirmesi –çekilen acının acil sorunlarla bir ilgisi olsun olmasın– olarak bile tanımlanabilir; bunun nedeni de piyasaların güveninin ancak bu yolla kazanabileceğinin düşünülmesidir.

Eğer teori buysa, bunun oldukça yanlış olduğu ortaya çıktı. Sonunda bütçe ilkeleri gevşetildi ve hiç kimse bunu umursamadı; yapısal reformların hızı kesildiği halde piyasalar Kore konusunda yine iyimserleşti. Bu arada, IMF taleplerinin çok geniş kapsamlı olması, ABD'nin krizi bahane ederek Asya'ya kendi ideolojik vizyonunu dayatmaya çalıştığına ilişkin kuşkuları artırmanın yanı sıra, Asya hükümetleriyle kurtarıcıları arasında uzun süreli bir tartışma dönemini başlattı ve bu dönemde güven krizi giderek derinleşti.

Dolayısıyla IMF kurtarma operasyonunun iki önemli parçasını beceriksizce yapmış oldu. Fakat gerçekten önemli olan konular faiz oranları ve döviz kurlarıydı. Bunlarda da beceriksizce mi davrandı?

İşte IMF'nin icraatı: Asya'da (daha önce söylediğim gibi, Asya programlarının bir çeşit karikatürünü uyguladığı Brezilya'dakinin aksine) ülkelere paralarınızın değerini her ne pahasına olursa olsun koruyun demedi. Fakat yatırımcıları paralarını çekmemeye ikna etmek için faiz oranlarını yükseltmele-

rini, hele başlangıçta fazlasıyla yüksek düzeylere çıkarmalarını söyledi. IMF'yi yüksek perdeden eleştirenlerden bazıları –ki aralarında en çok dikkat çeken Harvard'dan Jeffrey Sachs'dır– bunun yapmanın çok yanlış olduğunu söyledi. Aslında Sachs'a göre Asya ülkelerinin yapabilecekleri ve yapmaları gereken şey tıpkı Avustralya'nın yaptığı gibi paralarının değerinin yatırımcılara ucuz gelmeye başlayıncaya kadar düşmesine izin vermeleriydi; bunu yapmış olsalardı büyük çöküş asla yaşanmayacaktı.

IMF buna karşılık olarak Asya ülkelerinin Avustralya olmadığını söyledi: Bu ülkelerin paralarının kontrolsüz biçimde düşmesine izin vermek "hiperdevalüasyonlara" yol açacak, sonuçta hem yoğun finansal sıkıntılar (çünkü birçok sektör dolar üzerinden borçlanmış durumdaydı) baş gösterecek hem de enflasyon hızla yükselecekti. Bu gerekçelendirmedeki sorun elbette, yoğun finansal sıkıntının yüksek faiz oranları ve neden oldukları durgunluk sayesinde zaten yaşanmış olmasıdır. Dolayısıyla IMF en iyi koşullarda bir kısır döngüden ancak bir başka kısır döngü yaratarak kaçınmıştır.

Aynı gözlem, IMF'yi ülkelere maliyeti ne olursa olsun orijinal döviz kurlarını korumalarını söylemesi *gerektiği* gerekçesiyle eleştiren birçok sağcı eleştirmenin iddiasını da zayıflatmaktadır. Bu tür bir önlem Asya *paralarına* duyulan güvenin zedelenmesini engelleyebilirdi, ama Asya *ekonomilerine* duyulan güvenin zedelenmesini engellemek konusunda hiçbir şey yapamazdı ve ekonomik çöküş muhtemelen yine yaşanırdı.

Peki, paraların değer kaybetmesine izin vermekle yetinmek işe yarayacak mıydı? Sachs, hükümetlerin faiz oranlarını *yükseltmeyerek* finansal paniği beslemekten kaçınabileceklerini iddia etti; bunun sonucu makul, katlanılabilir devalüasyonlar ve çok daha iyi ekonomik çıktılar olacaktı. Asya krizi sırasında çoğu kişiye (ben de dahil) mantıksız görünen bu iddia Ocak 1999'da, Washington'un Brezilya'da da işleri oldukça açık biçimde yüzüne gözüne bulaştırmasından sonra biraz daha itibar kazandı –7. Bölümde bu konuyu daha detaylı ele alacağım.

Ancak esas meselenin ortada hiçbir iyi seçeneğin bulunmaması olduğu kesindi. Uluslararası finans sisteminin kuralla-

rının çoğunun ülkeye hiçbir çıkış yolu bırakmadığı görülüyordu. Ve bu nedenle işlerin böylesine kötü gitmesi aslında hiç kimsenin hatası değildi.

Söylenenler bu hikâyede hiç kötü adam olmadığı anlamına gelmiyor elbette.

6

EVRENİN EFENDİLERİ

Kapitalizmin zaferinden önceki eski kötü günlerde uğursuz spekülatör –piyasaları dürüst işçilerin zararına manipüle eden çok zengin kötü adam– imajı popüler kültürün başlıca öğesiydi. Fakat Komünizmin çöküşü, küreselleşmenin başarıları ve serbest piyasalara inancın genel olarak yeniden canlanmasıyla birlikte uğursuz spekülatör de cadıların ve büyücülerin akıbetine uğradı: Aklı başında insanlar onun varlığına inanmaktan vazgeçti. İnsanların içeriden edindikleri bilgilerle piyasalarda işlem yaptıklarını ve hatta bir yerde hisse senedi fiyatlarını manipüle ederken, bir başka yerde bir malın fiyatını manipüle ettikleri vakalar bulunduğunu en aşırı laissez–faire savunucularından başka hiç kimse inkâr etmiyordu. Fakat bu kesinlikle önemsiz bir suçtu; ülkelerin kaderini belirleyen büyük finansal olaylar komplo teorilerini inandırıcı kılamayacak büyüklükte piyasalar gerektiriyordu. Orta ölçekli bir ekonomide bile hiçbir birey ya da küçük grup paranın değerini gerçek anlamda etkileyemezdi, etkileyebilir miydi?

Kim bilir, belki de etkileyebilirdi. 1990'ların ekonomik krizinin en tuhaf yönlerinden biri, sahiplerinin servetinin çok çok üzerindeki aktiflerin denetimini geçici olarak üstlenebilen yatırım kurumları olan "hedge fonları"nın oynadığı önemli roldü. Hedge fonlarının hem başarılı hem de başarısız olduklarında dünya piyasalarını sarstıkları kuşkusuzdu. Ve uğursuz spekülatör, en azından birkaç vakada sahnelere geri döndü.

Canavarın Doğası

Hedge fonları "hedge" yapmıyorlar. Aslında, az veya çok bunun tam tersini yapıyorlar. *Webster's* hedge yapmayı, "bahisleri, yatırımları, vb. karşılıklı dengeleyerek zarardan kaçınmaya ve ya zararı azaltmaya çalışmak" şeklinde tanımlıyor. Yani hedge işlemi, kişinin servetinin piyasadaki dalgalanmalar karşısında korunmasını sağlamak amacıyla yapılıyor.

Hedge fonlarının yaptığı ise tersine tam olarak piyasadaki dalgalanmalardan elde edilebileceklerin en fazlasını elde etmeye çalışmaktır. Bunu yapma yöntemi çoğunlukla bazı aktiflerde short –yani, bu aktifleri ileri bir tarihte sabit bir fiyatla geri vereceğimizi vaat etmek– ve diğerlerinde long pozisyon almaktır. Eğer short pozisyon alınan aktiflerin fiyatları düşerse (böylece geri verilirken daha ucuza alınmış olacaklardır) ya da satın alınan aktiflerin değeri yükselirse veya bunların her ikisi de gerçekleşirse, kârlar gelecektir.*

Tabii ki ödünç alınan aktiflerin sahiplerine short satıcının ilgili aktifi geri almaya yetecek miktarda nakit parası olacağına dair güvence verilmek zorundadır, bu nedenle ödünç alan kişinin vaadini yerine getirmeye yetecek serveti olduğunu gösteren bir tür güvence isteyeceklerdir. Çok sayıda short satış işlemine girişen yatırımcılar ağır zararlarla karşılaştıklarında genellikle artık eskisi kadar çok ödünç hisse alamazlar. Bu tür yatırımcılar piyasada çok büyük bir rol oynadıklarında, az sonra göreceğimiz ilginç sonuçları doğabilir.

* "Short" ya da "long" pozisyonlar diye tabir edilen şeyler aslında jargondur, ama bu kitapta kullanmaktan kaçınamayacağım kadar yararlıdır. Esas olarak bir şeyde *long* pozisyon almak, o şeyin fiyatları yükseldiğinde kâr edecek şekilde konumlanmak demektir –sıradan herhangi bir yatırımcının hisse senedi, gayrimenkul veya başka şeyler satın alırken yaptığı şey budur. Bir şeyde *short* pozisyon almak ise, o şeyin fiyatları *düştüğünde* kâr edecek şekilde konumlanmaktır. Bir hissenin *short* satılması için, hisse sahibinden daha ileri bir tarihte iade etme vaadiyle ödünç alınması gerekir –ardından satış yapılır. Yani hisse vade tarihinden önce geri satın alınmak zorundadır; *short* satıcı vade tarihine kadar o hissenin fiyatının düşeceğini tahmin etmektedir. Bu arada *short* satıcı o hisseyi satarak başka bir şeye yatırım yapabileceği fazladan bir nakit elde etmiştir– yani bir başka aktifte *long* pozisyon alır.

Bu tür finansal oyunların avantajı hedge fonu yatırımcılarına çok yüksek kazanç getirebilmeleridir. Bunun nedeni, fonun sahiplerinin o işe yatırdığı paranın çok üzerinde pozisyonlar alabilmesidir, çünkü "long" pozisyonunu, esas olarak "short" pozisyonundan yarattığı nakitle satın almaktadır. Aslında kendi sermayesini koymak zorunda olmasının tek nedeni, short aktiflerinin sahiplerini geri ödeme vaadini fiilen yerine getirebileceğine ikna etme ihtiyacıdır. İtibarlı hedge fonları sahiplerinin koyduğu sermayenin yüz katına varan pozisyonlar alabilmişlerdir; yani, aktiflerinin fiyatındaki yüzde 1'lik bir artış, ya da yükümlülüklerinin fiyatındaki yüzde 1'lik bir düşüş sermayelerini ikiye katlamaktadır.

Bu işin kötü tarafı tabii ki hedge fonlarının aynı zamanda çok hızlı bir biçimde para da kaybedebilmeleridir. Sıradan yatırımcılar açısından çok da büyük görünmeyen piyasa hareketleri bir hedge fonunun sermayesini hızla silip süpürebilir ya da hiç değilse short pozisyonundan zarar etmesine yol açar –yani, kendilerine hisse senetlerini ya da diğer aktiflerini ödünç verenleri bunları geri istemeye sevk eder.

Hedge fonlarının büyüklükleri ne kadardır? Bunu hiç kimse gerçek anlamda bilmiyor, çünkü çok kısa süre öncesine kadar hiç kimse bunun bilinmesi gerektiğini düşünmüyordu. Gerçekten de gidişattan kaygı duyan iktisatçıların zaman zaman yaptıkları uyarılara ve hatta biraz sonra anlatacağım olaylara rağmen, hedge fonları yasal düzenlemelerden muaf kalmıştı. Bunun nedeni kısmen –yalnızca az sayıda insanın koyduğu sınırlı miktarda sermayeye ihtiyaç duyan– hedge fonlarının "offshore" faaliyet gösterebilmeleri, rahatsız edici müdahalelerden kurtulmak için yasal kuruluşlarını uygun yasal hükümler sağlayan yabancı ülkelerde yapmalarıydı. Faaliyetlerinin denetlenmesi imkânsız olmasa da zordu. Dahası, uzun bir süre, en azından ABD'deki genel kanı denetlenmelerinin gerekmediği yönündeydi.

Fakat bu bir bakıma tuhaf bir tutumdu, çünkü 1992 gibi erken bir tarihte ünlü bir hedge fonu işlemlerini aşırı borçlanarak yürüten bir yatırımcının ne kadar nüfuzlu olabileceğini etkili bir biçimde göstermişti.

George Soros Efsanesi

George Soros, Amerikalı bir girişimciye dönüşen Macar bir mülteci Quantum Fonu'nu 1969'da kurdu. 1992'ye gelindiğinde "dünyanın en büyük yatırımcısı" olarak isim yapmış bir milyarderdi ve hayır işlerinde gösterdiği cömertlik ve yaratıcılıkla ün kazanmıştı. Ancak –finansal hırslarının yanı sıra entelektüel ihtirasları da olan, iş hayatındaki yetenekleri gibi filozofça demeçlerinin de dünyaca kabul edilmesini isteyen– Soros daha fazlasını istiyordu. Kendi deyişiyle, iş dünyasında ona yalnızca para değil ün de kazandıracak, kazandığı ünü iş dünyasıyla ilgili olmayan riskli işlerini desteklemekte kullanabileceği bir darbe arayışındaydı.

Bu fırsatı o yaz Britanya'da buldu. Britanya 1990'da, birleşik Avrupa parası yolunda bir istasyon olması hedeflenen bir sabit kur sistemi olan Avrupa Para Sisteminin Kur Mekanizmasına (European Monetary System's Exchange Rate Mechanism –ERM–) katılmıştı. Ancak, globo hikâyemizdeki mutsuz kıtalar gibi Britanya da izlemeye zorlandığı para politikasından hoşlanmamıştı. O dönemde Avrupa'nın bir Avrupa Merkez Bankası yoktu; ülkeler arasında yasal bir simetri kurgusu olmasına rağmen, pratikte herkes Almanya'nın Bundesbank'ıyla uyumlandırılıyordu. Ve Almanya kelimenin tam anlamıyla Avrupa'nın geri kalan kısmından farklı bir noktadaydı: İki Almanya henüz birleşmişti ve Doğu Almanya'daki yeniden inşa girişimlerine büyük miktarlar harcanmak zorundaydı. Bu harcamaların enflasyonist etki yaratmasından korkan Bundesbank ekonomisinin aşırı ısınmasını önlemek için faiz oranlarını yüksek tutuyordu. Bu sırada, ERM'ye muhtemelen çok yüksek bir kurla giren Britanya derin bir durgunluk içindeydi ve hükümeti halkın giderek artan memnuniyetsizliğiyle karşı karşıyaydı. Yetkililer ERM'den ayrılmayı düşünebileceklerini hararetle inkâr ediyorlardı; ama durumun gerçekten böyle olup olmadığı konusunda rahatsız edici bir kuşku vardı.

Durum bir para krizine elverişliydi ve Soros böyle bir kriz üzerine oynamakla kalmayıp, krizi tetiklemeye karar verdi.

Oyunun detayları fazlasıyla karmaşık olsa da mekaniği kavramsal olarak basitti. İlk aşama dikkat çekmemeli hatta

gizli kapaklı olmalıydı; Quantum Fonu bu sırada sessizce kendisine 15 milyar dolar tutarında İngiliz poundu ödünç alma ve bu tutarı istediği zaman dolara dönüştürme olanağı sağlayan bir kredi limiti elde etti. Fon önemli tutarlarda long dolar ve short pound pozisyonu aldıktan hemen sonra hücum sesli yapılacaktı: Soros short pound satışına mümkün olduğu kadar dikkat çekecek, finans gazetelerine poundun kısa süre sonra devalüe edileceğine ilişkin düşüncelerini aktardığı röportajlar verecek ve bu böyle sürecekti. Her şey yolunda giderse, bu diğer yatırımcıların da pounddan kaçmasına yol açacak, bu kaçış Britanya hükümetini teslim olmaya ve devalüasyona zorlayacaktı.

Plan işe yaradı. Soros Ağustos'ta yüksek sesle pounda saldırmaya başladı. Britanya birkaç hafta içinde poundu korumak için döviz piyasalarında yaklaşık 50 milyar dolar harcadı, ama bir yararı olmadı. Eylül ortasında hükümet parayı korumak için faiz oranlarını yükseltti, fakat bunun politik açıdan kabul edilebilir olmadığı ortaya çıktı. Yalnızca üç gün sonra Britanya ERM'den ayrıldı ve pound dalgalanmaya bırakıldı (hâlâ dalgalanıyor). Soros yalnızca hızlı bir sermaye kazanımı olarak yaklaşık bir milyar dolar elde etmekle kalmadı, aynı zamanda kendisini muhtemelen gelmiş geçmiş en ünlü spekülatör yaptı.

Peki, Soros'un fiilen yaptığı şey neydi? Burada üç soru sorabiliriz.

Birincisi, Soros aksi halde değerini koruyabilecek bir parayı mı zayıflattı? Muhtemelen hayır. Pound üzerindeki baskılar yavaş yavaş artıyordu ve birçok iktisatçı (piyasa katılımcılarının çoğu böyle düşünmese de) zaten Britanya'nın ERM'de uzun süre kalamayacağından kuşkulanıyordu. Bu iddianın kanıtlanması mümkün değil ama ben Britanya'nın kıtadaki para kulübüne katılma girişiminin, Soros'lu ya da Soros'suz zaten son bulacak olduğuna dair güçlü bir inanç taşıyorum.

Peki, bu durumda Soros aksi takdirde daha sonra yapılacak pound devalüasyonunun daha önce yapılmasına neden olarak, en azından takvimi mi öne çekti? Neredeyse kesinlikle evet, fakat şimdi sormamız gereken soru şu: Ne kadar öne çekti? Bunun da şu ya da bu şekilde kanıtlanamayacağı

açık, ama ben kişisel olarak ekonomik koşulların Britanya'yı her durumda ERM'den kısa vadede çıkmaya ittiğini ve Soros'un takvimi yalnızca birkaç hafta öne çektiğini düşünüyorum.

Son olarak, Soros kurbanlarına herhangi bir zarar verdi mi? Başbakan John Major yönetimindeki hükümet utançtan asla kurtulamadı. Fakat aslında Soros'un bir bütün olarak Britanya ulusuna lütufta bulunduğunu söylemek mümkün. Poundun düşüşü bir ekonomik kriz yaratmadı: Para eski değerinin yaklaşık yüzde 15 altında kendiliğinden istikrara kavuştu. Poundu destekleme zorunluluğundan kurtulan Britanya hükümeti faiz oranlarını düşürebildi. (Maliye Bakanı Norman Lamont, yalnızca birkaç gün önce kesinlikle ihlal edilemeyeceğini ilan ettiği kur çıpasının sona ermesinin verdiği rahatlıkla "tüy gibi hafiflediğini" açıkladı. Erken rahatlamıştı –çoğu Britanyalı devalüasyondan kazanç sağladığı halde o kısa süre sonra istifaya zorlandı.) Daha düşük faiz oranları ve daha rekabetçi bir kurun bileşimi kısa süre sonra Britanya ekonomisinin güçlü bir biçimde toparlanmasını sağladı, işsizlik oranı birkaç yıl içinde komşularının ulaşılmasını olanaksız gördüğü düzeylere düştü. Soros'un pounda yönelik saldırısı sıradan Britanyalıya esas olarak iyi şeyler getirdi.

Demek ki bu hiç de o kadar korkunç bir hikâye değildi. Para birliği davasına derinden bağlanmış olan Avrupalıların 1992'deki olayları bir trajedi olarak değerlendirdikleri doğruydu. 1992 ve 1993'te spekülatif saldırılara karşı köklü bir mücadeleye giren Fransa'dan (kısa bir süre frankın dalgalanmasına izin verdiler, ama kısa süre içinde onu yeniden ERM sınırlarına geri çektiler) para spekülatörlerini eskiden olduğu gibi uğursuzluğun timsali olmakla suçlayan homurdanmalar duyuldu. Ama Anglo–Sakson dünyasındaki baskın politika tartışmalarında Soros ile poundun hikâyesi kaygı uyandıran bir işaret sayılmadı.

Asya krizi patlak verdiğinde her şey değişti ve spekülasyonun sonuçlarının çok daha vahim olabileceği ortaya çıktı.

Başbakan Mahathir'in Çılgınlığı

Bunun nasıl bir duygu yaratmış olabileceğini tasavvur etmeye çalışın. Ülkesinin tuhaf etnik politikalarını mükemmel bir beceriyle yönetmişti: Ülkesindeki Malay çoğunluğu, bu çoğunluğa ayrıcalıklı ekonomik muamele sağlayan *bumiputra* ("toprağın oğlu") programıyla yatıştırmış ve bunu ticari açıdan önemli Çinli azınlığı kaçırmadan yapmıştı. Bir yandan hem bağımsız hem de çoğu Müslüman olan nüfusuyla uyumlu bir tür Batı karşıtı dış politika uygularken, diğer yandan ülkesini çokuluslu şirket şubelerinin fabrika kurmak istediği bir yer haline getirebilmişti. Ve onun yönetimi sırasında ülkesi Asya mucizesinden alabileceği payı bütünüyle almıştı: Ekonomisi hızla büyüdüğü sırada Bill Gates'ten başlayarak çok sayıda yabancı işadamından iltifatlar almış ve 1997 yazında *Time* dergisi onun dünyanın en başarılı yüz "teknoloji lideri"nden biri olduğunu ilan etmişti.

Gerçekten de çok az eleştiri alıyordu. Bazı arkadaşları ve aile fertleri kolayca zengin olmuştu. Dünyanın en yüksek binasını yapma, yeni bir başkent inşa etme ve muazzam bir "teknoloji koridoru" oluşturma konusundaki ısrarı yüzünden bazı yabancılar onu gösteriş düşkünlüğüyle suçluyordu. Fakat bütünsel olarak bakıldığında, başarılarından memnuniyet duyması için her türlü gerekçeye sahipti.

Ve sonra her şey şok edici bir hızla kötüye gitmeye başladı. Disiplinsiz komşuları bir para krizi yaşıyordu –gerçi bu onların sorunuydu. Fakat hemen ardından para hızla kendi ülkesinden de dışarı akmaya başladı. Paranın değer kaybetmesine izin vermek ya da faiz oranlarını yükseltmek gibi, ikisi de büyük çabalarla inşa edilen işletmeleri yoğun finansal sıkıntılara sokacak seçenekler arasında onur kırıcı bir tercih yapmakla karşı karşıya kaldı.

Bu nedenle Malezya Başbakanı Mahathir Muhammed'i komplo teorilerine yatkın olmakla suçlamamalıyız. Ne de olsa George Soros'un beş yıl önce pounda saldırma planını hazırladığını ve Quantum Fonu'nun son bir kaç yıldır Güneydoğu Asya paralarıyla açıkça spekülasyon yaptığını herkes biliyordu. Öyleyse ünlü spekülatörü felaket yaratmakla suçla-

maktan daha doğal ne olabilirdi? Hatta buna ilahi adalet bile denebilirdi: Soros pounda saldırmayı para kadar ün kazanmak için de planlamıştı; şimdi ise kendi kazdığı kuyuya düşüyordu.

Her şeye rağmen Mahathir'in çenesini tutması gerektiği açıktı. Ekonomisine duyulan güvenin dibe vurmakta olduğu bir dönemde, bir başbakanın gözü dönmüş bir biçimde Asya'ya karşı bir Amerikan komplosundan söz etmesi –ve aslında genel olarak bunun bir *Yahudi* komplosu olduğunu ima etmesi– para doktorlarının tavsiye edebileceği bir reçete olamazdı.

Ve bunun doğru olmadığı da ortaya çıktı. Quantum Fonu Tayland'a karşı spekülasyon yapmıştı ama o tarihte bunu yapan çok sayıda insan vardı. Malezya'dan spekülatif sermaye kaçışının büyük ölçüde bizzat Malezyalılar –özellikle de Mahathir'in sayesinde zengin olan bazı işadamları– tarafından gerçekleştirildiği ortaya çıktı.

Buna rağmen Mahathir basın toplantılarında ve konuşmalarında Soros'a saldırarak davasında ısrarcı olmayı sürdürdü. Aradan yalnızca birkaç ay geçip Malezya ekonomisi gerçekten tehlike işaretleri vermeye başlayınca, piyasaları etkilemekten korkarak görece daha az konuşmaya başladı. Belki de yakınmalarının dünyanın büyük bir bölümü tarafından saçma bulunduğunun farkına varmıştı. Bu türden komplolar henüz gerçek dünyada olmuyordu.

Ve ardından biri oldu.

Hong Kong'a Saldırı

Hong Kong uzun süredir serbest piyasa sevdalılarının yüreklerinde özel bir yere sahipti. Çoğu Üçüncü Dünya ülkesinin kalkınmanın yolunun korumacılık ve merkezi planlamadan geçtiğine inandığı bir dönemde Hong Kong'da serbest dış ticarete ve girişimcilerin hızla ilerlemesine izin veren politikalar vardı ve böylesine açık bir ekonominin kalkınma kuramcılarının asla mümkün görmeyeceği büyüme oranlarına ulaşabileceğini göstermişti. Bu şehir devleti bazı muhafazakârların

altın standardına geri dönme yolunun ilk adımı olarak tasavvur etmekten hoşlandıkları para kurulunun yeniden canlanmasına da yol açmıştı. Muhafazakâr Heritage Foundation her yıl arka arkaya "ekonomik özgürlük endeksi"nde en üst sırayı Hong Kong'a vermişti.

Fakat Asya krizine Hong Kong da yakalandı. Şehrin kendi yönetiminde herhangi bir hata bulmak çok zor: Ekonomisinin yönetimindeki yasa egemenliği, sıkı kurallara bağlanmış bankaları ve muhafazakâr bütçe politikalarıyla bölgedeki diğer tüm ülkelere kıyasla çok daha gelişkindi. Kriz öncesinde yaygın ahbap çavuşçuluğa dair çok az işaret olduğu gibi, krizin ilk yılında panik nedeniyle hiç sermaye kaçışı da olmamıştı. Yine de şehir yanlış zamanda yanlış yerdeydi. Komşuları çöktükçe iş dünyası sıkıntıya girdi: Japonlar alışveriş turlarından vazgeçti; Güneydoğu Asya şirketleri Hong Kong bankalarıyla iş yapmayı durdurdu. Daha da kötüsü Hong Kong'daki katı para kurulu sisteminin, diğer Asya ülkelerinin çoğu parasını devalüe etmiş olmasına rağmen, kuru 7,8 ABD dolarına kesin biçimde sabitlemiş olmasıydı ve Hong Kong birdenbire Bangkok'tan, hatta Tokyo'dan daha pahalı bir yer haline geliverdi. Sonuç durgunluğun derinleşmesi, belleklerdeki en kötü durgunluğa dönüşmesiydi.

Rahatsız edici kuşkular kaçınılmaz olarak su yüzüne çıkmaya başladı. Hong Kong gerçekten de parasının değerini her ne pahasına olursa olsun koruyacak mıydı? Hong Konglu bazı iş adamları maliyetlerini yeniden rekabet edebilir bir düzeye getirmek için Para Yetkililerini açık biçimde devalüasyon yapmaya zorladı. Bu talepler dikkate alınmadı ve hükümet kura dokunulmayacağını açıkladı; ama 1992'de Britanya hükümeti de aynı şeyi yapmıştı. Peki, Çin ne yapıyordu? Asya devi esas olarak döviz denetimleri sayesinde krizin ilk dalgasından büyük ölçüde kurtulmuştu. Ama 1998 yazında ekonomik yavaşlamanın işaretleri ortaya çıkmaya başladı ve beraberinde Çin'in parasının da devalüe edilebileceği söylentilerini getirdi, bu Hong Kong'u çok daha büyük bir sıkıntıya sokacaktı.

Bazıları bütün bunları olumsuz gelişmeler gibi görmüş olabilir, ama yaşananlar bazı hedge fonları tarafından bir fırsat olarak değerlendirdi.

1998 Ağustos ve Eylülünde neler olduğuna ilişkin kesin rakamlar bilinen nedenlerle elimizde yok, ama hikâyenin hem Hong Kong yetkilileri hem de piyasadaki oyuncular tarafından anlatılan şekli şöyle: Küçük bir grup hedge fonu –yetkililer isim vermeseler de bunların Soros'un Quantum Fonu ve Julian Robertson'un daha az tanınan ama aynı ölçüde etkili Tiger Fonu olduğu söyleniyor– Hong Kong'a karşı "ikili oynamaya" başladı. Hong Kong hisse senetlerini short sattılar –yani, hisseleri sahiplerinden ödünç alıp, sonra onları Hong Kong doları karşılığında sattılar (tabii ki, sahiplerine hisselerini yeniden satın alıp onlara iade edeceklerini –ve ayrıca hisse senetlerini bir süre kullanmanın bedeli olarak bir de "kira bedeli" ödeyeceklerini– taahhüt ederek.) Sonra, satın aldıkları Hong Kong dolarlarını ABD dolarına çevirdiler. Aslında iki şeyden birinin gerçekleşeceğini tahmin ediyorlardı. Ya Hong Kong doları devalüe edilecek ve bunun sonucunda yaptıkları döviz spekülasyonundan para kazanacaklardı ya da Hong Kong Para Yetkilileri faiz oranlarını yükselterek parayı korumaya çalışacaktı ki, bu durumda da yerel borsa düşecek ve parayı short hisse senedi pozisyonlarından kazanacaklardı.

Fakat Hong Kong yetkililerine göre hedge fonları yalnızca bu iki tahmin üzerine oynamakla kalmıyordu: 1992'de Soros'un yaptığı gibi bunların gerçekleşmesi için ellerinden gelen her şeyi yapıyorlardı. Hong Kong dolarları düzenli aralıklarla, büyük bloklar halinde göze batacak şekilde satılıyor, böylece piyasada herkesin dikkati çekilmek isteniyordu. Hong Kong yetkilileri yine isim vermeden hedge fonlarının gazetecilere ve dergi editörlerine Hong Kong dolarının ya da Çin renminbisinin veya her ikisinin birden devalüasyonun eşiğinde olduğunu anlatan hikâyeler yazmaları için para verdiklerini de iddia ettiler. Diğer bir deyişle, hedge fonları paraya saldırmak için kasıtlı bir gayret gösteriyorlardı.

Hedge fonları gerçekten de birlikte bir komplo düzenlediler mi? Bu mümkündür: Örneğin, Microsoft hisselerinin fiyatını manipüle etmek için yapılan açık bir anlaşma sizi hapse götüreceği halde, Hong Kong borsasına (Microsoft'la yaklaşık aynı sermaye değerine sahiptir) yönelik benzeri bir komplo-

da yasal boşluklardan yararlanırsınız. Hedge fonları arasında böyle bir anlaşmanın yapılmamış olması da mümkündür. Ama, bir golf maçı yapma veya pahalı bir şişe şarap açma vesilesiyle birkaç kez bir araya gelinmiş, karşılıklı imalar ve kaş göz işaretleriyle bir anlaşma sağlanmış olma ihtimali yüksektir. Ne de olsa oyuncu sayısı çok fazla değildir ve hepsi de oyunun nasıl oynandığını bilmektedir.

Hatta bazı gözlemciler daha da büyük bir komplonun gölgesini görmüşlerdir. Hong Kong Dörtlüsünün (ya da Beşlisi veya her neyse) aynı anda devam eden başka oyunları da vardı. Avustralya doları, Kanada doları, vb.'nin yanı sıra yende de short pozisyon almışlardı –çünkü Japonya'da faiz oranları düşüktü ve yenin de Hong Kong dolarıyla birlikte düşmesini bekliyorlardı. Ve diğer dövizlerden bazılarının da büyük, dikkat çeken satıcıları oldular. Bu nedenle Hong Kong'un Asya–Pasifik bölgesinin çoğu kısmında oynanan bir oyunun en etkileyici bölümü, hatta büyük olasılıkla tüm zamanların en büyük borsa komplosu olduğu düşünülebilir.

Ve bunların başarılması oldukça mümkün görünüyordu. Hong Kong buna karşı ne yapabilirdi ki? Borsası gelişmekte olan ülkelerin çoğuna kıyasla büyük olmakla birlikte, hedge fonlarının kaynaklarına kıyasla küçüktü. Komplo zanlılarının toplam short pozisyonlarının yaklaşık 30 milyar dolar olduğu yönünde haberler vardı; bu rakam ABD borsasında yapılacak yaklaşık 1,5 *trilyon* dolar short satışa eşdeğerdi. Dahası, Hong Kong piyasası alabildiğine açıktı ve öyle kalacak gibiydi: Geçimini kesinlikle insanların paralarıyla istedikleri her şeyi yapabilmelerine olanak sağladığına ilişkin ünü sayesinde temin eden, her türlü keyfi devlet müdahalesinden uzak olan bu şehir, sermaye kaçışlarını önlemek için denetimlere iltifat etmeye dahi cesaret edemeyecekti. Sonuçta bu, başarı şansı çok yüksek olan parlak bir plan gibi görünüyordu.

Hong Kong saldırıya beklenmedik bir mücadeleyle karşılık vermeye başladı.

Mücadelenin ana silahı Hong Kong Para Yetkilisi'nin (HKPY) elindeki fonların yeni, alışılmadık bir biçimde kullanılmasıydı. HKPY'nin çok büyük kaynaklara sahip olduğu ortaya çıktı. Unutmayın ki, Hong Kong'un bir para kurulu siste-

mi vardı ve dolaşımdaki her 7,8 Hong Kong doları rezervlerdeki 1 ABD dolarıyla destekleniyordu; ama öyle anlaşılıyor ki, HKPY aslında bu gerekçeyle ihtiyaç duyduğundan çok daha fazla ABD doları biriktirmişti. Hedge fonlarına karşı verilecek savunma mücadelesinde bu servetten nasıl yararlanılabilirdi? Onu yerli hisse senedi alımında kullanarak –böylece borsadaki yerli hisse senetlerinin fiyatları yükseltildi ve short hisse senedi satan hedge fonlarının para kaybetmesi sağlandı. Tabii ki bu alımların etkili olabilmesi için çok geniş ölçekli, hedge fonlarının short satışlarıyla kıyaslanabilir hatta daha da büyük olması gerekiyordu. Ve yetkililer bu alımları yapabilecekleri kaynaklara kesinlikle sahipti.

Peki, hedge fonları böylesi bir yanıt verilebileceğini niçin tahmin edememişti? Çünkü Hong Kong hükümetinin, böylesine mükemmel bir serbest piyasa timsalinin piyasadaki fiyatları manipüle etmeye çalışacak olması fikriyle dehşete kapılan muhafazakârların kaçınılmaz tepkilerinden doğacak riski almak istemeyeceğini düşünmüşlerdi. Ve gerçekten de tepkileri çok sert oldu. Milton Friedman hükümetin yaptıklarını "delilik" diye nitelendirerek ateş püskürdü; Heritage Foundation şehir devletine verdiği ekonomik özgürlük kalesi unvanını geri aldı; gazetelerde çıkan hikâyeler Hong Kong'u çok kısa süre önce sert sermaye denetimleri başlatan Malezya'yla ilişkilendirdi. Maliye Bakanı Donald Tsang yaptıklarının gerekçelerini yatırımcılara anlatmak ve onları hükümetin her zamanki gibi kapitalizm yanlısı olduğuna ikna etmek için dünyayı dolaşmaya başladı. Ama bu çok çetin bir mücadeleydi.

Hedge fonları bir süre tepkilerin Hong Kong yetkililerini geri adım atmaya zorlayacağını umdular. Short pozisyonlarının vadelerini yenilediler (yani, hisse senetlerinin iade vadesini uzatabilmek için hisselerin asıl sahiplerine ilave ücretler ödediler) ve hükümetin devreden çıkması için mevcut pozisyonlarıyla beklemeye başladılar. Bunun üzerine hükümet oyunu yükseltti, short satışı sınırlayan yeni kurallar koydu ve böylece hisselerini kiraya vermiş olan yatırımcıları onları geri istemeye zorladı; bu, hedge fonlarını pozisyonlarını çözmek zorunda bıraktı ama haksızlığa uğradıkları yönünde koparılan yaygaralar daha da yükseldi.

Ve bir süre sonra Hong Kong meselesi tümüyle kapandı; çünkü dünyada oluşan bir dizi garip olay hedge fonlarını faaliyetlerini daraltmaya zorladı.

Potemkin Ekonomisi

1787'de Rus Çariçesi Katerina imparatorluğunun güney eyaletlerini gezdi. Efsaneye göre, baş nazırı Grigori Aleksandroviç Potemkin gideceği yerlere ondan bir gün önce giderek kötü görünümleri düzeltiyor, perişan görünen köylerin güzelleşmesini sağlıyor, sonra buraları güzelleştirmek için kullandığı malzemeleri söküp Çariçe'nin gideceği bir sonraki yere götürüyordu. O zamandan beri, "Potemkin köyü" deyişi gerçekte olmayan, gerçekte arkasında yatanlarla hiçbir ilişkisi bulunmayan, yalnızca bir görünüşten ibaret şeyleri ifade etmek için kullanılır.

O halde Rusya'nın 1990'ın ikinci yarısından itibaren bir tür Potemkin ekonomisi haline geldiğini söylemek bütünüyle uygun olacaktır.

Sosyalizmden kapitalizme geçişi hiçbir ülke kolay gerçekleştirmedi ama Rusya çoğundan daha fazla zorlandı. Komünizmin çöküşünden yıllar sonra, merkezi planlamanın sağladığı yönlendiriciliği kaybeden ama işleyen bir piyasa sistemine ulaşmayı da hâlâ başaramayan ekonomi bir tür belirsizliğe yakalanmış gibiydi. Eskiden bir ölçüde işleyen şeyler de artık işlemez hale gelmişti: Bir zamanlar düşük kaliteli ürünler üreten fabrikalar artık hiçbir şey üretmemekteydi, kolektif çiftlikler geçmişte olduklarından daha verimsizdi ve kasvetli Brejnev yılları dahi altın çağmış gibi görünmeye başlamıştı. Yüz binlerce üstün vasıflı programcı, mühendis, bilim insanı, matematikçi vardı, fakat bunlar mütevazı bir iş bile bulamıyorlardı.

Bu üzücü bir gidişattı, ama Rusya son bir aktife sahipti: Sovyetler Birliği'nin mirasçısı olarak hâlâ çok büyük bir nükleer silah cephaneliği vardı. Nükleer silahları en yüksek fiyatı teklif edene satacağına ilişkin açık bir tehdit savurmamakla birlikte, bunun Batı politikalarını şekillendirme riski ABD hü-

kümetini olayları iyi yanından ele alma telaşına düşürdü. ABD, meseleye vakıf çoğu kişinin bu konudaki inancını bütünüyle yitirmesinden çok sonra bile, Rusya'daki reformcuların geciken geçişi tamamlamayı bir biçimde başaracağını, oligarkların bencillikten ya da en azından dar görüşlülükten vazgeçeceğini ummaya devam etti. Dolayısıyla ABD hükümeti, nedense asla gerçekleşmeyen istikrar planları için zaman kazanmak amacıyla IMF'yi Rusya'ya kredi vermeye zorladı. (Uluslararası bir ekonomik bülten olan *The Medley Report*, kimilerinin söylediği gibi ABD'nin parayı bir fare deliğine değil, aslında bir roket hangarına attığı yorumunu yaptı.)

Rusya'nın nükleer silahlarını teminat olarak kullanmak konusundaki belirgin yeteneği yüksek rakamlarla iş yapan yabancı yatırımcıları risk almaya ve Rusya'ya para yatırmaya teşvik etti. Herkes rublenin büyük oranlarda devalüe edilebileceğini, bunun muazzam bir devalüasyon olabileceğini, aksi takdirde Rusya hükümetinin borçlarını ödeyemez duruma gelebileceğini biliyordu. Ama bunlar gerçekleşmeden önce bunun iyi bir bahis olacağı düşünülüyordu, nasıl olsa Batı yeni bir acil nakit enjeksiyonuyla devreye girecekti. Rusya hükümeti yüzde 150'ye ulaşan olağanüstü yüksek faizlerle borçlandığından, bu durum yüksek risklere katlanabilen yatırımcılara –esas olarak hedge fonlarına– cazip bir bahis gibi görünüyordu.

Fakat bu bahsin hiç de cazip olmadığı görüldü. 1998 yazında Rusya'nın finansal durumu beklenenden daha çabuk açığa çıktı. George Soros (!) Ağustos'ta aleni olarak Rusya'nın rubleyi devalüe etmesini ve sonra bir para kurulu oluşturmasını önerdi. Açıklamaları rubleden kaçışı, kifayetsiz bir Meksika tarzı devalüasyonu, ardından paranın çöküşüyle birlikte moratoryumu tetikledi. Ve Batı artık yeterince kurtarış yapmıştı: Bu kez kurtarmaya gelmedi. Rusya'daki alacak hakları bir anda itibari değerlerinin yalnızca küçük bir kesrini oluşturan fiyatlarla satılmaya başlandı, tabii eğer satılabildilerse ve milyarlarca dolar zarar edildi. (Nükleer teminata ne olmuştu? İyi soru; şimdilik bunu düşünmeyelim.)

Rusya'da kaybedilen para dolar bazında önemsizdi –zararlar, örneğin ABD borsası yüzde birlik bir oranda düştüğünde görülen kayıplardan fazla değildi ki, ABD'de bu neredeyse

her gün yaşanır. Fakat zarar edenler çok büyük miktarlarda kredi kullanan küçük bir finansal işlemci grubu olduğundan, kayıplar dünyanın geri kalanı üzerinde saçma denebilecek kadar büyük etkiye sahip olacaktı. Gerçekten de ilk birkaç hafta boyunca Rusya'daki finansal çöküşün bütün dünyayı yere serebileceği düşünüldü.

1998 Paniği

1998 yazında dünyadaki hedge fonlarının bilançoları yalnızca çok büyük değil, aynı zamanda muazzam ölçüde karmaşıktı. Ama yine de bir örüntü vardı. Bu fonlar çoğunlukla güvenli –çok fazla değer kaybetme olasılığı bulunmayan– ve likit –ihtiyaç duyulduğunda kolayca nakde çevrilebilecek– aktiflerde short pozisyona sahipti. Aynı zamanda, riskli ve likit olmayan aktiflerde de long pozisyonları vardı. Yani bir hedge fonu güvenli ve satılması kolay olan Alman devlet tahvillerinde short, biraz daha riskli ve kısa vadede satışı biraz daha zor olan gayrimenkul ipoteği destekli Danimarka kâğıtlarında (dolaylı konut garantili) ise long pozisyona sahip olabilirdi. Ya da Japon tahvillerinde short, Rusya tahvillerinde long olabilirdi.

Buradaki genel ilke, piyasaların tarihsel olarak güvenlik ve likiditeye daha fazla prim vermesiydi, çünkü riskten hoşlanmayan küçük yatırımcılar ne zaman paraya ihtiyaç duyacaklarını asla bilemezlerdi. Bu, titiz bir çeşitlendirmeyle (normal koşullarda birinden elde edilecek kazancın diğerindeki kaybı telafi ettiği bir aktif karışımı aktifler satın alarak) riski en aza indirebilecek ve normal koşullarda ani nakit ihtiyacı duymayacak büyük işlemcilere bir fırsat sunuyordu. Hedge fonları büyük ölçüde bu marjlardan yararlanarak her yıl daha fazla para kazanıyordu.

Ancak, 1998'e gelindiğinde birçok insan temelde yatan fikri anlamıştı ve hedge fonlarının kendi arasındaki rekabet para kazanmalarını giderek daha da zorlaştırmıştı. Bazı hedge fonları yatırım yapmak için yeterince kârlı fırsat bulamadıklarını bildirerek yatırımcıların paralarını fiilen iade etmeye başladı. Bununla birlikte, biraz daha ince eleyip sık dokuyarak

yeni olanaklar bulmaya da çalışıyorlar, görünüşte çok riskli olan girift pozisyonlar alıyorlar, fakat güya bu pozisyonları zarar etme olasılığını en aza indirecek şekilde oluşturuyorlardı.

Felaket patlak verinceye kadar kimsenin fark etmediği şey hedge fonlarının giderek daha da daralan kâr fırsatlarından yararlanmak için giriştikleri rekabetin bir tür finansal kıyamet düzeneği yaratmış olduğuydu.

Bu düzenek şöyle işliyordu: Bir hedge fonunun –adına Relativity Fonu diyelim– Rusya devlet tahvillerine büyük bir yatırım yaptığını varsayalım. Ardından Rusya borçlarını ödeyemeyeceğini bildiriyor ve fon yaklaşık bir milyar dolar kaybediyor. Bu durum Relativity'nin short pozisyonlarının diğer tarafı olan yatırımcıları –hisse senetlerini ve bonolarını gelecekte geri almak üzere fona ödünç verenleri– tedirgin ediyor. Bu yüzden aktiflerini geri istiyorlar. Ancak Relativity bu aktifleri fiilen elinde bulundurmuyor; onları geri alması gerek; bu da ihtiyaç duyduğu nakdi elde edebilmek için başka aktifler satmasını gerektiriyor. Ve çok büyük bir piyasa oyuncusu olduğu için, satmaya başladığında yatırım yaptığı aktiflerin fiyatları da düşüyor.

Bu arada Relativity'nin rakibi Pussycat Fonu da aynı türden çoğu aktife yatırım yapmış olsun. Bu nedenle, Relativity aniden büyük satışlar yapmaya zorlandığında bu Pussycat için de büyük kayıplar anlamına geliyor; o da satış yaparak "shortlarını kapatmak" zorunda kalıyor ve satışlarıyla diğer aktiflerin de fiyatlarını aşağı çekiyor. Böyle yaparak Elizabethan Fonu için sorun yaratıyor... ve bu böyle devam edip gidiyor.

Bu size 4. Bölümde anlattığım Asya'daki finansal çöküşün hikâyesini hatırlatabilir, hatırlatmalıdır da: Temelde orada da, dibe vuran fiyatlarla şiddetle çöken bilançoların oluşturduğu aynı türden bir süreç işlemişti –yatırım getirilerini artırmak için ödünç alınan finansal araçların giderek azaldığı bir kısır döngü. Hiç kimse modern dünyada bunların olabileceğini düşünememişti, ama oldu ve sonuçlar sarsıcıydı.

Gördüğünüz gibi, hedge fonlarının likidite ve risk primini kârla satıp yerine çok sayıda likit olmayan aktif satın alarak piyasayı *bizzat* oluşturmak konusunda fazlasıyla gayret gösterdikleri ortaya çıkmıştır; hepsi aynı anda satmaya kalkışınca

da alternatif alıcı bulamamışlardır. Ve piyasalarda yıllarca durmadan azaltılan likidite ve risk primi talebi, hedge fonları kendi pozisyonlarını kapatmak zorunda kaldıkları sırada aniden daha önce görülmeyen düzeylere yükselmiştir. Yirmi dokuz yıl vadeli ABD devlet tahvilleri –ABD yıkılıp kendisiyle birlikte her şeyi yıkmadığı sürece mükemmel güvenilirlikte bir aktif– daha geniş bir piyasada işlem gören ve bu nedenle biraz daha kolay satılabilen otuz yıl vadeli bonolardan çok daha yüksek bir faiz veriyordu. Şirket tahvilleri normal koşullarda ABD devlet tahvillerinden daha yüksek faiz getirmesine rağmen, alım satım arasındaki fark aniden birkaç puan fazlalaşmıştı. Ve ticari gayrimenkul ipotekleriyle desteklenen menkul kıymetler –konut dışı çoğu gayrimenkul inşaatını dolaylı olarak finanse eden finansal araçlar– ise hiç satılamıyordu. Benim de katıldığım bir toplantıda, katılımcılar durumu anlatan bir Federal Reserve yetkilisine bunu düzeltmek için ne yapılabileceğini sordular; yetkili, "Dua edin," diye cevap verdi.

Neyse ki Fed fiilen bundan fazlasını yaptı. Öncelikle, hedge fonları arasındaki en ünlü kazazede olan Connecticut merkezli Long Term Capital Management'ın kurtarma planını hazırladı.

LTCM destanı George Soros efsanesinden çok daha çarpıcıdır. Soros, macera düşkünü finansal yağmacı türünün uzun zamandır bilinen bir figürüdür –ve kökenine indiğinizde Jim Fisk ya da Jay Gould'dan farklı değildir. Oysa Long Term Capital'deki yöneticiler modern yönetici türünün timsalleriydi: Piyasayı alt etmek için formüller ve bilgisayarlar kullanan içlerine kapanık fikir adamlarıydı. Şirket, kadroları arasında Nobel ödülüne sahip iki kişinin ve onların en iyi öğrencilerinin bulunmasıyla övünüyordu. Onların aktifler arasındaki tarihsel ilişkileri titizlikle inceleyerek, insanların tasavvur ettiğinden çok daha fazla getiri sağlayan ve çok daha az risk içeren akıllı portföyler oluşturabileceklerine inanıyordu –bunu bazı aktiflerde long bazılarında short pozisyonlar alarak yapacaklardı. Ve arka arkaya her yıl öyle getiriler sağladılar ki, artık insanlar onlara ödünç para verirken şirketin gerçek sermayesinin güvenli bir ortak olmaya yetip yetmeyeceğini bile sormaktan vazgeçtiler.

Sonra piyasalar çıldırdı.

LTCM'nin uğradığı zararların hayatta bir kere olabilecek beklenmeyen bir şokun sonucunda mı, yoksa kullanılan bilgisayar modellerinin piyasalarda arada sırada meydana gelen geniş ölçekli düzensizlikleri hesaba katamayacak kadar naif olmasından mı kaynaklandığı hâlâ belirsiz. (Ve aynı zamanda bu naifliğin, eğer sorun buysa, kasıtlı olup olmadığı –yine sübjektif risk.) Neden kaynaklanmış olursa olsun, Eylüle gelindiğinde şirket karşılayamayacağı marj çağrılarıyla başbaşa kalmıştı –ödünç verenler ya hesaplarına daha fazla nakit yatırılmasını ya da aktiflerinin tümünün iade edilmesini talep ediyorlardı. Ve birdenbire LTCM'nin piyasalarda fazlasıyla büyük bir oyuncu haline geldiği, battığı ve pozisyonları nakde çevrildiği takdirde tam boy bir panik başlatabileceği anlaşıldı.

Bir şeyler yapılmalıydı. Sonunda iş halkın parasına gerek olmaksızın halledildi: New York Fed çok fazla ihtiyaç duyulan bir nakit enjeksiyonu karşılığında bir grup yatırımcıyı LTCM'nin çoğunluk hisselerini satın almaya ikna edebildi. Piyasalar yatıştıktan sonra görüldü ki, bu işten fiilen kârlı çıkanlar bankalar olmuştu.

Ancak, kurtarma operasyonu bile krizin mutlaka üstesinden gelinebileceğini göstermiyordu. Fed olağan Eylül toplantısında faiz oranlarını yalnızca yüzde 0,25 düşürdüğünde, indirim oranı piyasaları hayal kırıklığına uğrattı ve zaten sorunlu olan finansal durum denetimsiz bir paniği andıran görüntüler vermeye başladı. İnsanlar birdenbire finans kriziyle ABD'yi Büyük Bunalıma sürükleyen banka hücumları arasında analojiler kurmaya başladılar; J. P. Morgan bile 1999'da şiddetli bir durgunluğun baş gösterebileceğini öngörecek kadar ileri gitti.

Fakat Fed'in henüz açık etmediği bir numarası vardı. Normal olarak faiz oranı değişiklikleri yalnızca Federal Açık Piyasa Komitesi toplandığında, yaklaşık her altı haftada bir yapılır. Oysa komite o Eylülde yaptığı toplantıda Alan Greenspan'e gerekli gördüğünde faiz oranlarını çeyrek puan daha indirme yetkisi vermişti. Greenspan 15 Ekimde bu indirimi açıklayarak piyasaları şaşırttı –ve piyasalar mucizevi biçimde hızlandı. Fed bir sonraki toplantısında faizleri yeniden düşürdü-

günde panik coşkuya dönüştü. 1998'in sonuna gelindiğinde olağandışı likidite sorunu bitmiş ve borsa bir kez daha yeni rekorlar kırmaya başlamıştı.

Fed yetkililerinin şu anda bile bu kurtarma işini nasıl başardıklarından emin olmadıklarını bilmek önemlidir. Krizin doruğunda, faiz oranlarını düşürmenin hiç etkili olmayabileceği bütünüyle mümkün görünüyordu –eğer ödünç para alabilecek hiç kimse yoksa fiyatların ödünç alınabilecek düzeye inmesinin ne önemi olabilirdi ki? Ve herkes dünyanın sonunun geldiğine inandığında ortaya çıkan panik –diğer birçok ülkedeki gibi– beklendiği için gerçekleşen bir paniğe dönüşebilirdi. Geriye dönüp bakıldığında, Greenspan morali bozulan ordusunun önünde kılıcını sallayarak, onları cesaretlendirmek için bağıran ve bu şekilde savaşın gidişatını bir biçimde değiştiren bir generalmiş gibi görünüyor: İyi bir iş yapılmıştır, ama aynı şeyin bir sonraki seferde işe yarayacağına güvenemezsiniz.

Aslında bazı Fed yetkilileri halkın kendi yeteneklerini abartmasından da endişeleniyordu –Greenspan'ın danışmanlarından biri, bu Fed başkanının ekonomiyi ve piyasaları herhangi bir krizden kurtarabileceği inancına dayalı yeni bir sübjektif risk diyordu. Şurası kesin ki, Fed'in gücünün sınırları 2008 krizi patlak verdiğinde çarpıcı biçimde sergilendi.

Ancak buna geçmeden önce, Alan Greenspan efsanesi ve işlerin nasıl bütünüyle yanlış gittiği üzerinde konuşalım.

7

GREENSPAN'İN BALONLARI

Alan Greenspan Mayıs 1987 ile Ocak 2006 arasında, on sekiz yıldan fazla Federal Reserve Yönetim Kurulu başkanlığı yaptı. Bizzat bu makam onu dünyanın en güçlü finans yöneticilerinden biri haline getirdi. Fakat Greenspan'in nüfuzu resmi yetkilerinin çok ötesine geçti: 1999 tarihli bir *Time* kapağına göre o, Dünyayı Kurtarma Komitesinin Maestrosu, Üstadı ve kıdemli üyesiydi.

Greenspan görevden ayrıldıktan sonra da ihtişamı bir gölge gibi onu izledi. Princeton Üniversitesi'nden Alan Blinder onun belki de tarihin en büyük merkez bankası yöneticisi olduğunu öne sürdü. Kongre'nin karşısına son çıkışlarından birinde neredeyse bir para peygamberiymiş gibi karşılandı: Kongre üyelerinden biri, "Borsa çöküşleri, savaşlar, terörist saldırılar ve doğal afetler sırasında para politikasına önderlik ettiniz," dedi; "ABD'nin refahına büyük bir katkıda bulundunuz, bu ülke size çok şey borçlu."

Yalnızca üç yıl sonra Greenspan'in adı çamura bulandı.

Alan Greenspan'in itibarının yükseliş ve düşüş hikâyesi bir kişisel erdem öyküsünün ötesine geçiyor. Bu aynı zamanda ekonomi politikalarını üretenlerin kendilerini her şeyin kontrol altında olduğuna nasıl ikna ettiklerinin, sonra dehşet içinde –ve ülkede yaşanan acılarla– aslında bunu yapamadıklarını anlamalarının öyküsüdür.

Greenspan Çağı

Greenspan nasıl böyle bir efsaneye dönüştü? Bunun nedeni büyük ölçüde ekonominin genellikle iyi olduğu bir dönemde görev yapmış olmasıdır. 1970'ler ve 1980'lerin başı enflasyon ve işsizlik oranlarının çift haneli rakamlara çıktığı, Büyük Bunalımdan beri en kötü ekonomik çöküntülerin yaşandığı bir menfur şoklar dönemiydi. Greenspan dönemi ise tam tersine görece sakindi. Enflasyon bütün bu dönem boyunca düşüktü ve görevi sırasında görülen iki durgunluk, en azından resmi kronolojiye göre, sekiz aylık, kısa süreli olaylardı (daha sonra bu konuyu daha geniş biçimde ele alacağız). Görece çok sayıda iş olanağı vardı: 1990'ların sonunda ve yine izleyen onyılın ortasında işsizlik oranları 1960'lardan beri görülmeyen düzeylere düştü. Ve finansal yatırımcılar için Greenspan dönemi cenneti andırıyordu: Dow hızla yükselip 10.000'i geçti ve hisse fiyatları ortalaması yılda yüzde 10'dan fazla yükseldi.

Greenspan bu iyi performansla ilgili itibarın ne kadarını hak etmişti? Kesinlikle kazandığından daha azını. Enflasyonu ciddi ekonomik çöküntüye neden olan ama sonunda enflasyonist psikolojinin belini kıran sıkı para politikalarıyla kontrol altına alan kişi Greenspan'in halefi Paul Volcker'di. Volcker'in zor, kimsenin hoşlanmadığı işleri yapmasından sonra Greenspan'a bunun tadını çıkarmak kaldı.

İyi ekonomik haberlerin çoğu para politikasıyla da pek az ilgiliydi. Amerikan işletmelerinin nihayet enformasyon teknolojisinin etkin biçimde nasıl kullanılacağını öğrenmeleri Greenspan dönemine denk geldi. Yeni bir teknoloji piyasaya uygulanmaya başladığında ekonomik yararları çoğunlukla hemen görülmez, çünkü işletmelerin söz konusu yenilikten gerektiği gibi yararlanmak için yapılarını yeniden düzenlemeleri zaman alır. Bunun klasik örneği elektriktir. Elektrikli makineler 1880'lerde yaygın bir biçimde kullanılabilecek olmasına rağmen, işletmeler başlangıçta fabrikaları eski sistemle kurmaya devam etmişler, bodruma yerleştirilen büyük bir buhar makinesinin tüm şaft ve çıkrıkları çalıştırdığı dönemde ihtiyaç duyulan fabrika tasarımının gerektirdiği çok katlı binalarda makineler daracık alanlara tıkıştırılmıştır. İşletmeler artık mer-

kezi bir güç kaynağına ihtiyaç duymamanın getirdiği avantajlardan ancak I. Dünya Savaşından sonra yararlanmaya başlayabilmişler, malzemeleri taşıyabilecekleri büyük bir alana sahip, tek katlı, açık planlı fabrikalara geçiş yapmışlardır.

Aynı şey enformasyon teknolojisinde de tekrarlandı. Mikroişlemci 1971'de icat edilmiş ve kişisel bilgisayarlar 1980'lerin başında yaygınlaşmıştı. Fakat bürolar faaliyetlerine uzun bir süre boyunca karbon kâğıdı çağındaymış gibi devam etti. İşletmeler ağ sistemi kullanan bürolar kurmak, stoklarını sürekli güncellemek, vb. için yeni teknolojiden gerçek anlamda yararlanmaya ancak 1990'ların ortasında başladı. Başladıklarında da, ABD'deki üretkenlik artış oranı –ortalama bir işçinin bir saatte ürettiği miktar– çok hızlı bir yükseliş gösterdi. Bu kârları artırdı ve enflasyonun kontrol altına alınmasına yardımcı olarak Greenspan döneminde ekonominin iyi gitmesine katkıda bulundu: Fakat Fed başkanının bu olanlarla hiçbir ilgisi yoktu.

Greenspan enflasyonu yenmediği ya da üretkenlik devrimi yapmadığı halde, para yönetimi konusunda o tarihte yararlı olduğu düşünülen farklı bir anlayışa sahipti. Buradaki etkili sözcük "düşünülen" sözcüğü olabilir, fakat bu konuya girmeden önce Greenspan'in başkanlık yaptığı dönemin nasıl bir farklılığı olduğuna bakalım.

Amerika'nın Atanmış Kaptanı

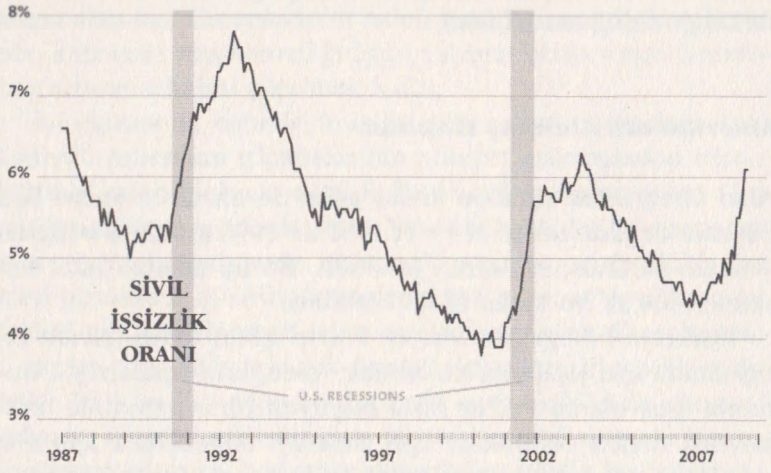
Alan Greenspan şimdiye kadar görevde en uzun kalan Fed başkanı değildi. Bu şeref Fed'i 1951 ile 1970 arasında yöneten William McChesney Martin Jr.'a aitti. Bu iki adamın para felsefeleri ancak bu kadar farklı olabilirdi.

Herkesin bildiği gibi Martin, Fed'in işinin "parti devam ettiği sırada içki şişelerini kaldırmak" olduğunu açıklamıştı. Bununla esas olarak Fed'in hızla büyüyen bir ekonomide, enflasyona neden olabilecek aşırı ısınmayı engellemek için faiz oranlarını yükseltmesi gerektiğini kastetmişti. Fakat söyledikleri Fed'in finans piyasalarındaki "akıl dışı taşkınlık"ı –Greenspan'in tabiri– engellemeye çalışması gerektiği şeklinde de yorumlandı.

Ancak Greenspan aşırı taşkınlığa karşı uyarılarda bulunmasına rağmen, bu konuda asla fazla bir şey *yapmadı*. "Akıl dışı taşkınlık" tabirini, tam olarak telaffuz etmeden hisse fiyatlarında bir balon oluştuğunu ima ettiği 1996'daki bir konuşmasında kullandı. Fakat piyasadaki heyecanı frenlemek için faiz oranlarını yükseltmedi; borsa yatırımcılarına marj zorunluluğu getirmeye bile çalışmadı. Bunun yerine, 2000'de olduğu gibi balon sönünceye kadar bekledi ve ardından pisliği temizlemeye çalıştı.

Reuters'deki bir makalede iğneleyici bir dille ama doğru olarak belirtildiği üzere, Greenspan gençleri aşırıya kaçmamaları için sert biçimde uyaran fakat partiyi fiilen sona erdirmeyen ve eğlence bittikten sonra atanmış kaptan olarak harekete hazır bekleyen bir veli gibi davrandı.

Siyasi yelpazenin her iki yanından çoğu iktisatçı Greenspan'a haksızlık yapmamak için bu politika doktrinine katıldı. Ve gerçek şu ki Greenspan'in iyi dönemin devamına izin verme konusundaki gönüllülüğü ABD ekonomisine hiç değilse bir yönden gayet iyi hizmet etti: Clinton döneminde yaratılan



* Kaynak: 2008 Federal Reserve Bank of St. Louis. Sivil işsizlik oranı ABD Çalışma Bakanlığı Çalışma İstatistikleri Bürosu'ndan, ABD durgunluklarıyla ilgili veriler NBER'den alınmıştır.

muhteşem istihdam alanı artışı Fed'in başında başka biri olsaydı muhtemelen bu ölçüde muhteşem olmayacaktı.

1987 başından itibaren ABD işsizlik oranını gösteren 128. sayfadaki şekil öyküyü anlatıyor.* Resmi durgunluk dönemleri gölgeli çubuklarla gösteriliyor. Bu grafiğin belirleyici özelliği işsizliğin 1993 ile 2000 arasındaki olağanüstü düşüşüdür, bu düşüş işsizlik oranını 1970'ten beri ilk kez yüzde 4'ün altına indirmiştir. Bu düşüşe Greenspan neden olmamış, fakat bunun gerçekleşmesine izin vermiştir. Ve işsizlikteki düşüşe yönelik yararlı umursamazlığı hem alışılmışın dışındaydı hem de yapılması gereken doğru şey olduğu ortaya çıktı.

1990'ların başından ortalarına kadar geleneksel bakış (ben de paylaşıyordum) işsizlik oranı yüzde 5,5 civarının altına düştüğünde enflasyonun yükselmeye başlayacağıydı. Bunun geçen birkaç onyıldan alınan bir ders olduğu düşünülüyordu. Hatta 1980'lerin sonunda enflasyon, işsizlik oranının yüzde 5'le kapanacağına dair ipuçları üzerine yükselişe geçmişti. 1990'ların ortasında işsizlik oranı geleneksel kırmızı çizginin altına indiğinde bir iktisatçılar korosu Greenspan'i enflasyonun yeniden artmasını önlemek için faiz oranlarını yükseltmeye zorladı.

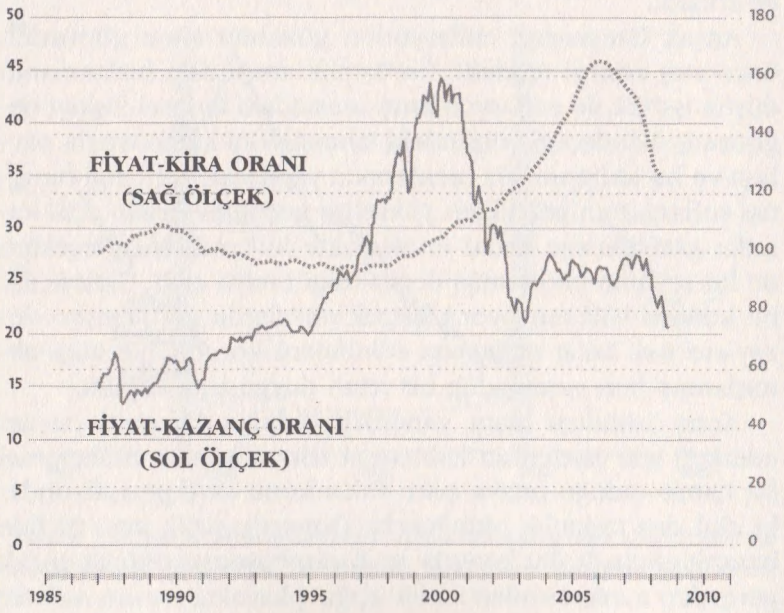
Ancak Greenspan enflasyonun gözünün akını görmeden önce ateş etmeyi reddetti. Üretkenlik artışındaki hızlanmanın düşük işsizlik ile enflasyon artışı arasındaki tarihsel ilişkiyi değiştirmiş olabileceği yönündeki tahminlerini kamuoyuyla paylaştı ve bu iddiasını faiz oranlarında yapılacak herhangi bir artışı enflasyonun gerçekten yükselişe geçtiğine ilişkin açık kanıtlar görülünceye kadar ertelemekte kullandı. Ve gerçekten de bir şeylerin ekonomiyi değiştirdiği ortaya çıktı. (İktisatçılar bu konuda hâlâ tartışıyor.) İşsizlik onyıllardır görülmeyen düzeylere indi fakat enflasyon sükûnetini korudu. Ve ülke altmışlardan beri yaşamadığı bir refah duygusuna kapıldı.

Konu istihdam alanı yaratmak olduğunda, parti devam ederken içki şişelerinin kalmasına izin vermenin mükemmel bir hamle olduğu ortaya çıktı. Fakat konu aktif piyasalarındaki akıl dışı taşkınlık olduğunda, Greenspancilik aynı ölçüde başarılı olamadı. Bu konuda *ne kadar* başarısız olduğu ancak görevden ayrılmasından sonra açığa çıkacaktı.

Greenspan'in Balonları

Greenspan'in akıl dışı taşkınlık konusunda uyarıda bulunduğunu, fakat bu konuda hiçbir şey yapmadığını biraz önce söylemiştim. Ve aslına bakarsanız Fed başkanının diğer merkez bankası yöneticilerine göre özgün bir sicili olduğunu düşünüyorum: Önce hisse senetlerinde, ardından da konutta ortaya çıkan yalnızca bir değil, iki muazzam aktif balonu sırasında yöneticilik yapmıştır.

Aşağıdaki grafik bu iki balonun zamanlamasını ve büyüklüğünü göstermektedir. Çizgilerden biri, hisse senetlerinin makul fiyatlandırılıp fiyatlandırılmadığına ilişkin yaygın bir gösterge olarak kullanılan hisse senedi fiyatlarının kurumsal kazançlara olan oranını göstermektedir. Diğeri ise, konut fiyatları için kıyaslanabilir bir ölçüyü, 1987'deki değerin 100 kabul edildiği bir endeks olarak ifade edilen ortalama ABD konut fiyatlarının ortalama kiralara oranını göstermektedir. 1990'lardaki hisse senedi balonunu ertesi onyıl konut balonunun iz-



lediğini açıkça görebilirsiniz.* Toplamda konut fiyatları asla hisse senedi fiyatlarında olduğu gibi tarihsel normlarının oldukça ötesine geçmedi. Fakat bu muhtelif açılardan yanıltıcıdır. Birincisi, konut piyasası özellikle tek varlıkları konutları olan orta sınıf aileler için borsadan çok daha önemlidir. İkincisi, konut fiyatlarındaki hızlı yükseliş eşitsizdi: ABD'nin arsanın bol olduğu iç kısımlarında konut fiyatları asla genel enflasyondan daha fazla artmadı, fakat kıyı kesimlerinde, özellikle Florida ve güney California'da fiyatlar normal kira oranına göre iki katın çok üzerine çıktı. Sonuç olarak, finans sistemi düşen konut fiyatlarının yan etkileri karşısında bir borsa çöküntüsünün yan etkilerine göre 9. Bölümde açıklayacağım nedenlerle çok daha savunmasız kaldı.

Peki, bu balonlar nasıl oluştu?

1990'ların borsa balonu muhtemelen esas olarak iki şeyi yansıtıyordu. Bunlardan biri yani enformasyon teknolojisinin kâr potansiyeli konusundaki aşırı iyimserlik çok fazla dikkat çekmişti. Diğeri yani ekonomi konusunda giderek güçlenen güvenlik duygusu, şiddetli durgunluk günlerinin geride kaldığı inancı aynı ölçüde açıklık kazanmadı. Fakat hisse senedi fiyatlarını şaşırtıcı düzeylere yükseltmek konusunda birlikte çalıştılar.

Bugün, muhtemelen en iyi biçimde kuşkulu bir işletme modeli ile akıllıca yapılmış bir reklâm kampanyasını şaşırtıcı bir değerlemeye dönüştüren Pets.com olgusunun sembolize ettiği dot-com balonundan haberdar olmayan yok. Fakat mesele yalnızca dot-com'lardan ibaret değildi. Farklı sektörlerin çoğunda şirketler yeni teknolojinin her şeyi nasıl değiştirdiğine, kârlılıklarını ve büyümelerini sınırlayan eski kuralların nasıl geçersizleştiğine ilişkin öyküler anlattılar. Bu iyimser öykülerin muhasebe hileleriyle desteklendiği vakaların az denemeyecek sayıda olduğunu daha sonra öğrendik. Fakat esas me-

* Şekildeki fiyat-kazanç oranı, ekonomik yükseliş ve çöküşlere bağlı olarak kârlarda oluşan kısa vadeli dalgalanmaları düzlemek için hisse senedi fiyatlarını önceki on yılın ortalama kazançlarıyla karşılaştıran Yale Üniversitesi'nden Robert Shiller'den alınmıştır. Konut fiyat endeksi Case-Shiller ulusal endeksidir; kiralar ise Ekonomik Analiz Bürosu'ndan alınmıştır.

sele, Microsoft'u almakta erken davrananların ve BT alanına önce giren diğerlerinin muazzam kazançlar elde ettiğini gören yatırımcıların başka pek çok şirketin de aynı türden mucizeleri yakalayabileceğine inanmaya hazır olmasıydı. Tabii ki bütün bunlarda giderek artan bir yanıltmaca söz konusuydu: Ekonomide tüm müstakbel Microsoftçular için onların var olduğunu düşündüğü ölçüde yer yoktu. Fakat etrafı aniden heyecan sarmıştı ve insanlar rasyonel yetilerini gönüllü bir biçimde askıya alıyorlardı.

Hisse senedi satın almak için daha ciddi olduğu düşünülen gerekçeler de vardı. Hisse senetlerinin, hiç değilse bunları satın alarak elde tutmak isteyenler için tarihsel açıdan çok iyi yatırımlar olduğu iktisatçılar ve finans uzmanlarınca gayet iyi biliniyordu. Hatta "hisse senedi primi" muamması konusunda kapsamlı bir iktisat literatürü bile bulunuyordu. Bu literatüre göre, hisse senetleri tahvil gibi alternatif yatırımlardan daima çok daha iyi performans göstermişti ve insanların bütün paralarını niçin hisse senetlerine yatırmadıklarını anlamak zordu. Bu sorunun yanıtı muhtemelen korkuydu: 1930'lardaki büyük hisse senedi zararları ve daha yakın tarihte, 1968 ile 1978 arasında hisse senetlerinin gerçek değerinin yılda yüzde 7 civarında düşüş gösterdiği 1970'li yıllardaki stagflasyon sırasında hisse senetlerinin nasıl kendilerini kaybettiklerine ilişkin anılar yatırımcıları ihtiyatlı davranmaya sevk ediyordu. Fakat, düşük enflasyonlu ve hiçbir şiddetli durgunluğun yaşanmadığı Büyük İtidal (Great Moderation) dönemi devam ettikçe korku yavaş yavaş azaldı. Hisse senedi primi literatürünün tahrif edilmiş bir versiyonuna (yazarlar tüm hesaplamaları yanlış yapmışlardı ama heyhat, kimin umurundaydı ki?) dayanan *Dow 36.000* gibi kitaplar en çok satanlar listesine girdi.

Ve fiyatları arttıkça, hisse senetleri birbirlerini beslemeye başladılar. Hisse senedi yatırımları lehindeki şu veya bu ölçüde mantıklı iddialara boş verin; 1998'e veya aşağı yukarı bu tarihlere gelindiğinde insanların gördüğü şey hisse senedi satın alan herkesin yığınla para kazandığı, kenarda bekleyenlerin ise arkada bırakıldığıydı. Dolayısıyla borsaya giderek daha fazla fon aktı, fiyatlar hiç görülmemiş düzeyde arttı ve balon sınırsız olduğu açıkça görünecek şekilde şişti.

Fakat tabii ki bunun bir sınırı vardı. *Irrational Exuberance*'ın (Akıldışı Taşkınlık) yazarı Robert Shiller'in işaret ettiği üzere, aktif balonu içeriye çekilecek daha fazla salak bulunduğu sürece insanların para kazanmaya devam ettikleri bir tür doğal saadet zinciridir. Fakat sonunda zincire katılacak yeni salak kalmaz ve her şey tepetaklak olur. Hisse senetlerinde doruk 2000 yazında yaşandı. İzleyen iki yıl içinde hisse senetleri ortalama yüzde 40 civarında değer kaybetti.

Bir sonraki balon bunun hemen ardından şişmeye başladı.

Konut balonu, bir anlamda, önceki onyılın hisse senedi balonu kadar bile meşruiyete sahip değildi. Evet, Pets.com ve bütün bunlar konusunda bu kadar fazla heyecana kapılmak aptalcaydı, fakat kazanç elde edilebilecek heyecan verici yeni bir teknolojik evrenin açılmakta olduğu da bir gerçekti. Buna bir de, stagflasyonun bir tehdit olmaktan çıktığı ve devresel bunalımların yatıştırılmış gibi göründüğü gerçekten iyileşme kaydetmiş makroekonomik performansı eklediğinizde, eski kurallardan bazılarının artık geçerli olmadığına inanmak mümkündü.

Peki konut balonunu meşrulaştıran şey neydi? Konut fiyatlarının niçin yükselmeye başladığını biliyoruz: Bu onyılın başlarında faiz oranları kısa süre sonra açıklayacağım nedenlerle çok düşüktü ve bu da konut alımını cazip hale getiriyordu. Ve hiç kuşkusuz fiyatlardaki artışın bir kısmının gerekçesi buydu.

Ancak bu, eski kuralların artık geçerli olmadığına dair inancın gerekçesi değildi. Konut konuttur; Amerikalılar uzun süredir ödünç parayla ev alma alışkanlığına sahipti, ama 2003 yılı civarında herhangi birinin bu türden borçlanmanın temel ilkelerinin ortadan kalktığına niçin inandığını anlamak zor. Geçmişten gelen deneyimlerimizle, konut alanların ödemelerini karşılamayacakları ipotekli konut kredilerini kullanmamaları ve hem konut fiyatlarındaki makul bir düşüşe dayanmak hem de bu düşüşe rağmen mülklerinin pozitif net değerini korumak amacıyla bir kenara yeterince para ayırmaları gerektiğini biliyorduk. Düşük faiz oranları verili bir borçlanma miktarıyla ilgili geri ödemeleri değiştirecekti ama başka hiçbir şey fazla değişmeyecekti.

Ancak, aslında yapılan şey geleneksel ilkelerin bütünüyle terk edilmesiydi. Bunu bir ölçüye kadar konut fiyatlarının daha önce hiç olmadığı kadar arttığını gören ve geri ödemeleri nasıl yapacaklarını düşünmeden piyasaya dalmaya karar veren tek tek ailelerin akıl dışı taşkınlıkları, ama çok daha büyük ölçüde kredi kullandırma uygulamalarındaki değişiklik teşvik etti. Alıcılara ya çok düşük bir peşinatlı ya da hiç peşinatsız krediler, ödeme kabiliyetlerini fazlasıyla aşan ya da başlangıçtaki düşük, cazip faiz oranları yeniden ayarlandığında ödenemez hale gelecek, aylık geri ödeme tutarlarıyla kullandırıldı. Bu kuşkulu kredilerin tümü olmasa bile çoğu "alt gelir grubu" başlığı altında kullandırıldı, fakat mesele bundan çok daha kapsamlıydı. Ve ödeyebileceklerinden fazla krediyi kullananlar yalnızca düşük gelirliler veya konut alıcılarının azınlığı değildi, olanlar herkesi kapsıyordu.

Kredi kullandıranlar standartlarını niçin gevşettiler? Birincisi, konut fiyatlarının sürekli yükseleceğine inandılar. Konut fiyatları yükseldiği sürece, ödünç alan kişinin ödemelerini yapıp yapmaması krediyi veren açısından o kadar önemli değildir: Eğer ödemeler çok yüksek gelirse, alıcı ya daha fazla nakit almak için evini teminat gösterip yeni bir kredi kullanabilir ya da en kötüsü evini satıp tüm borcunu ödeyebilirdi. İkincisi, kredileri kullandıranlar bunları elde tutmadıkları için verdikleri kredinin kalitesiyle ilgilenmediler. Elde tutmak yerine onları ne satın aldıklarını bilmeyen yatırımcılara sattılar.

İpotekli konut kredilerinin "menkul kıymetleştirilmesi", yani geniş ipotekli konut kredisi havuzlarının oluşturulup, ardından ödünç alanlardan gelen geri ödemeler tutarındaki hisselerin yatırımcılara satılması yeni bir uygulama değildir. Aslında devletin finanse ettiği kredi kuruluşu Fannie Mae'nin öncülük ettiği, 1930'lara kadar uzanan bir uygulamadır. Bununla birlikte, büyük konut balonuna kadar menkul kıymetleştirme az çok bütünüyle ciddi bir peşinat ödeyebilen ve geri ödemeleri yapmaya yetecek gelire sahip kişilere verilen "birincil" ipotekli kredilerle sınırlıydı. Bu tür borçlular da zaman zaman, işlerini kaybettiklerinde veya sağlıkları bozulduğunda ödeme güçlüğü çekmişlerdi, fakat gecikme faizleri düşüktü ve ipotek-

li konut kredisi destekli menkul kıymetlerin alıcıları ne satın aldıklarını şu veya bu ölçüde biliyorlardı.

Alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesini sağlayan finansal yenilik teminatlı borç yükümlülüğü veya TBY oldu. TBY bir ipotekli kredi havuzundaki geri ödemeler tutarındaki hisseler halinde satışa sunuldu, fakat yaratılan tüm hisseler eşit değildi. Tersine bazı hisseler kredi geri ödemelerinde ilk talep hakkına sahip "tercihli" hisselerdi. Para ancak bu tür hisse sahiplerinin talepleri yerine getirildikten sonra daha alt düzey hisselere iletiliyordu. Prensipte bunun tercihli hisseleri çok emniyetli bir yatırım haline getirmesi gerekiyordu: Bazı krediler ödenmese bile, tercihli hisselerin gerektirdiği nakit akışını sıkıntıya sokacak bir ödeme sıkıntısı olması ne ölçüde mümkündü? (Oldukça mümkün olduğu ortaya çıktı, ama o tarihte bu henüz anlaşılmamıştı.) Ve bu nedenle derecelendirme kuruluşları tercihli TBY hisselerini, altında bulunan ipotekli konut kredisi fazlasıyla kuşkulu olsa bile AAA şeklinde sınıflandırmak istiyorlardı. Bu alt gelir grubuna kullandırılan ipotekli konut kredilerinin büyük ölçekli finansmanına alan açtı, çünkü AAA dereceli menkul kıymetler dışında hiçbir şey satın almayacağı halde, sıradan tahvillere göre önemli ölçüde yüksek kazanç getiren AAA dereceli aktifleri satın almaya oldukça istekli emeklilik fonları gibi birçok kurumsal yatırımcı bulunuyordu.

Konut fiyatları yükselmeyi sürdürdükçe her şey iyi göründü ve saadet zinciri büyümeye devam etti. Çok az ödeme sıkıntısı vardı, ipotekli kredilerle desteklenen menkul kıymetlerin getirisi daha yüksekti ve fonlar konut piyasasına akmayı sürdürdü. Ben de dahil bazı iktisatçılar büyük bir konut balonu oluştuğuna ve patlaması halinde ekonomiye ciddi riskler getireceğine ilişkin uyarılarda bulundu. Fakat yetkili kişiler bunun aksini açıkladılar. Özellikle Alan Greenspan konut fiyatlarında herhangi bir büyük düşüşün "neredeyse olanaksız" olduğunu beyan etti. Yerel konut piyasalarında biraz "köpürme" olmuş olabileceğini kabul etti, ama ulusal bir balon yoktu.

Fakat böyle bir balon vardı ve 2006'da önce yavaş yavaş, sonra artan hızla sönmeye başladı. O tarihe gelindiğinde Greenspan artık Fed başkanı değildi, yerine Ben Bernanke geç-

mişti. Fakat Greenspancilik hâlâ egemendi: Fed (ve Bush yönetimi) konut balonunun patlamasının yaratacağı etkilerin "kontrol altına alınabileceği"ne ve Bernanke'nin tıpkı Greenspan gibi Amerika'nın atanmış kaptanı olarak hizmet edebileceğine inanıyordu.

Ancak borsa balonu patladıktan sonra yaşananların bu güvenin yersiz olduğuna ilişkin açık bir uyarı olması gerekirdi.

Balonlar Patladığında

1990'lardaki borsa balonundan sonra olanların öyküsü genellikle şöyle anlatılır: Balon patladıktan sonra ABD ekonomisi durgunluğa girdi. Fakat Greenspan hızla faiz oranlarını düşürdü, durumu çabucak tersine çevirdi. Durgunluk derin değildi, GSYİH'da hiçbir büyük düşüş olmadı; ayrıca kısaydı, yalnızca sekiz ay sonra sona erdi.

Gerçek öykü ise şöyledir: Resmi kayıtlara göre durgunluk kısa sürdü, fakat iş piyasası durgunluğun bittiği resmen açıklandıktan sonra çok uzun bir süre daha kötüleşmeye devam etti. Bunu 128. sayfadaki şekilde görebilirsiniz: İşsizlik oranı durgunluk sırasında hızla yükseldi (gölgeli çubuk) fakat izleyen aylarda yükselmeye devam etti. İstihdamın kötüleşmesi sekiz ay değil, fiilen iki buçuk yıl sürdü.

Bu durumda durgunluğun sona erdiği niçin bu kadar çabuk açıklandı diye sorabilirsiniz. ABD'de durgunlukların resmi başlama ve sona erme tarihleri Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu'yla ilişkili bağımsız bir iktisatçılar kurulu tarafından tespit edilir. Kurul istihdam, sanayi üretimi, tüketici harcamaları, GSYİH gibi çeşitli göstergelere bakar. Eğer bu göstergelerin tümü düşüş gösteriyorsa durgunluk olduğu açıklanır. Eğer bunlardan bazıları yeniden yükselirse durgunluğun sona erdiği duyurulur. 2001'in sonlarına gelindiğinde sanayi üretimi ve GSYİH yavaş da olsa yükseliyordu, dolayısıyla bu resmi durgunluğun sonuna işaret etti. Fakat gördüğümüz kadarıyla iş piyasası giderek daha da kötüleşiyordu.

Ve Fed iş piyasasının zayıflığı ve ekonominin genel cansızlığı konusunda derin bir kaygı duyuyordu; bütün bunlar

1990'ların Japonya'sını çok fazla andırıyordu. Greenspan daha sonra, "aşındırıcı deflasyon" olasılığından kaygılandığını yazacaktı. Bu yüzden faizleri sonunda Federal fon oranını yüzde 1'e indirinceye kadar düşürmeyi sürdürdü.

Para politikası en nihayetinde konut piyasası aracılığıyla çekiş gücü kazandı. Küçümseyerek bakanlar Greenspan'in yalnızca borsa balonunun yerine konut balonunu geçirerek başarılı olduğunu söylediler ve haklıydılar. Ve herkesin sorması gereken (ama çok az kişinin sorduğu) soru şuydu: Konut balonu patlarsa ne olacak? Fed ekonomiyi borsa balonu sonrası çöküntüsünden kurtarmayı zar zor başarmıştı ve bunu ancak doğru zamanda şişen başka bir balona sahip olacak kadar şanslı olduğu için yapabilmişti. Fed tekrar aynı beceriyi gösterebilecek miydi?

Sonunda, konut balonunun patlamasından sonra ortaya çıkan sonuçlar neredeyse hiç kimsenin tasavvur edemeyeceği kadar kötü oldu. Niçin? Çünkü finans sistemi hiç kimsenin bütünüyle takdir edemeyeceği şekilde değişmişti.

8

KARANLIKTA BANKACILIK

Bankalar gerektiği gibi işlediklerinde harika şeylerdir. Ve genellikle böyle işlerler. Fakat işlemediklerinde, geçen yıl ABD'de ve dünyanın çoğu kısmında görüldüğü gibi kıyamet kopabilir.

Peki, ama bankacılık krizleri çağının yetmiş yıl önce sona ermiş olması gerekmiyor muydu? Bankalar kurala bağlanmamış mıydı, sigorta edilmemiş miydi, çok büyük ölçüde garantili değil miydi? Hem evet hem de hayır. Geleneksel bankalar açısından, evet; modern, fiili bankacılık sisteminin büyük kısmı açısından, hayır.

Sorunu anlamak için bankacılık ve banka düzenlemeleri tarihini kısa, seçici bir biçimde gözden geçirmek yararlı olacak.

Sadeleştirilmiş Bankacılık Tarihi

Modern bankaların kökeninin öncelikli işleri mücevher yapımı olan fakat diğer insanların parasını muhafaza ederek kârlı bir ek iş geliştiren kuyumculara dayandığı varsayılır. Kuyumcu dükkânlarının emniyetli kasaları olduğundan zenginlerin nakit paralarını, örneğin yataklarının altındaki bir çelik kasa yerine buralarda saklamaları daha güvenliydi. (Silas Marner'i düşüşün.)

Kuyumcular bir noktada para muhafızları olarak yaptıkları ek işi, kendilerine yatırılan paraları bir faiz karşılığında ödünç vererek çok daha kârlı hale getirebileceklerini keşfettiler. Bu-

nun onları sıkıntıya sokabileceğini düşünebilirsiniz: Ya para sahipleri gelir, paralarını hemen isterlerse ne olur? Fakat kuyumcular ortalamalar yasasının bunu olanaksızlaştırdığını fark etmişlerdi: Herhangi bir gün, kendilerine para yatıranlardan bazıları gelip paralarını geri isteyecekti ama çoğu gelmeyecekti. Bu yüzden rezervde paranın belli bir miktarını tutmak yeterli olacaktı; geri kalanlar işletilebilirdi. Ve böylece bankacılık doğmuş oldu.

Ancak, arada sırada işler olağanüstü kötü gider. Bankanın yatırımlarının kötü gittiğine ve artık mevduat sahiplerine ödeyebileceği aktifi kalmadığına ilişkin belki doğru belki de yanlış bir söylenti çıkabilir. Söylenti mevduat sahiplerinin çok geç olmadan paralarını almak için bankaya koşmalarına neden olacaktır; biz buna "bankaya hücum" diyoruz. Ve çıkan söylenti gerçek dışı bile olsa genellikle böyle bir hücum bankayı batıracaktır. Banka hızla nakit toplayabilmek için aktiflerini yok pahasına satmak zorunda kalacak ve tabii ki bu fiyatlarla aktifleri borçlarını karşılamaya yetmeyecektir. Gerçek dışı söylentilere dayanan hücumlar bile sağlıklı kuruluşları batırabileceğinden, bankaya hücumlar olması beklendiği için gerçekleşen kehanetlere dönüşmüştür: Bir banka yatırımları kötü gittiği için değil, yalnızca yakında bir hücuma maruz kalacağına ilişkin söylentilerin çıkarılması nedeniyle batabilir.

Ve böyle bir söylentiye yol açabilecek şeylerden biri diğer bankaların zaten hücumlara maruz kalmış olmasıdır. Büyük Bunalımdan önce ABD'deki finans sisteminin tarihi belirli aralıklarda ortaya çıkan "panikler" ile kesintiye uğramıştır: 1873 Paniği, 1907 Paniği vb. Bu panikler çoğunlukla batan her bankanın diğer bankalara duyulan güveni baltaladığı ve finans kurumlarının domino taşları gibi arka arkaya devrildiği salgınlar halindeki banka hücumlarıydı.

Bu arada, Bunalım öncesindeki paniklerin tanımıyla 1990'ların sonunda Asya'yı kasıp kavuran finansal salgın arasındaki benzerlikler hiç de rastlantısal değildir. Tüm finans krizleri birbirlerine bir ailedeki benzerlikler gibi benzeme eğilimindedir.

Banka panikleri sorunu çözüm arayışlarına yol açmıştır. İç Savaş ile I. Dünya Savaşı arasında ABD'nin bir merkez banka-

sı yoktu; Federal Reserve 1913'te kuruldu, fakat makul ölçüde kurala bağlanmış bir "ulusal banka" sistemine sahipti. Ayrıca, bazı yerlerde bankerler bir panik halinde üyelerinin yükümlülüklerini ortaklaşa güvence altına alacak yerel takas odaları kurmak için kaynaklarını birleştirmişler ve eyalet hükümetlerinden bazıları kendi bankalarındaki mevduatlar için mevduat sigortası uygulaması başlatmışlardı.

Ancak 1907 Paniği bu sistemin kısıtlarını gösterdi (ve tüyler ürpertici biçimde bugünkü krizimize delalet ediyordu). Kriz New York'ta "trust"* olarak bilinen, mevduat kabul eden fakat başlangıçta yalnızca zengin müşterilerinin miras ve terekelerini yönetmeyi amaçlayan kuruluşlarda baş gösterdi. Yalnızca düşük riskli faaliyetler yürüttükleri varsayıldığından trustlar ulusal bankalara göre daha az kurala tabiydi ve rezerv zorunluluklarıyla nakit rezervleri daha düşüktü. Ancak, yirminci yüzyılın ilk onyılında ekonomi hızla büyüdüğünde trustlar ulusal bankalara yasak olan gayrimenkul piyasalarında ve borsada spekülasyona başladı. Ulusal bankalara göre daha az kurala tabi olduklarından mevduat sahiplerine daha yüksek getiriler sağlayabiliyorlardı. Bu arada trustlar sağlamlıklarıyla tanınan ulusal bankaların itibarından yararlanarak mevduat sahiplerinin onları da aynı ölçüde güvenli addetmesini sağladı. Bunun sonucunda trustlar hızla büyüdü: 1907'ye gelindiğinde New York City'deki trustların toplam aktif değeri ulusal bankalar toplamı kadar yüksekti. Ancak bu arada trustlar New York City'deki ulusal bankaların birbirlerinin sağlamlığını güvence altına alan konsorsiyumu olan New York Takas Odasına katılmayı reddetti; çünkü bu trustların daha fazla nakit rezervi tutmasını gerektirerek kârlarını düşürecekti.

1907 Paniği büyük bir New York City trust'u olan Knickerbocker Trust'un batmasıyla başladı. Trust borsada büyük ölçekli başarısız bir spekülasyonu finanse ettiği için batmıştı. Korkan mevduat sahiplerinin paralarını çekmek için uzun kuyruklar oluşturması nedeniyle diğer New York trust'ları da hızla baskı yaşamaya başladı. New York Takas Odası devre-

* Emanet sandığı. (ç. n.)

ye girip trust'lara ödünç para vermeyi reddetti ve sağlıklı trustlar bile ciddi bir saldırıya maruz kaldı. İki gün içinde onun üzerinde büyük trust iflas etti. Kredi piyasaları dondu, borsada işlem yapanlar işlemlerini finanse etmek için kredi alamayınca borsa olağanüstü bir düşüş kaydetti ve iş güveni yok oldu.

Neyse ki New York City'nin en zengin adamı J. P. Morgan paniği durdurmak için hızla devreye girdi. Krizin yayıldığını ve kısa süre sonra hem trustlar hem bankalar arasındaki sağlıklı kuruluşları yutacağını görerek diğer bankerlerle, John D. Rockefeller gibi zenginlerle ve ABD maliye bakanıyla birlikte, para çekme hücumuna karşı direnebilmeleri için bankaların ve trustların rezervlerini desteklemeye çalıştı. İnsanlar paralarını çekebileceklerinden emin olduklarında panik durdu. Panik bir haftadan biraz daha uzun sürmüş olmasına rağmen, borsa çöküşüyle birlikte ekonomiyi kırıp geçirmişti. Ardından, üretimin yüzde 11 düştüğü ve işsizliğin yüzde 3'ten yüzde 8'e çıktığı dört yıllık bir durgunluk baş gösterdi.

Felaketten kıl payı kaçınılmış olmasına rağmen, J. P. Morgan'ın dünyayı ikinci kez kurtaracağını varsaymak Yaldızlı Çağ'da bile iyi bir fikir gibi görünmüyordu. Bu nedenle 1907 Paniğinin ardından bir bankacılık reformu yapıldı. 1913'te ulusal bankacılık sistemi kaldırıldı ve mevduat kabul eden tüm kuruluşları yeterli rezerv bulundurmaya ve hesaplarını düzenleyicilerin teftişlerine açmaya zorlamak amacıyla Federal Reserve kuruldu. Yeni sistem banka rezervleri konusunu standardize edip merkezileştirmesine rağmen, bankaya hücum tehdidini ortadan kaldırmadı ve tarihin en şiddetli bankacılık krizi 1930'ların başlarında ortaya çıktı. Ekonomi çöküntüye girdikçe emtia fiyatları dibe vurdu; bu, borçlu Amerikan çiftçilerine ağır bir darbe indirdi ve bir dizi ödeme güçlüğünün ardından 1930, 1931 ve 1933'te her biri Orta Batı bankalarında başlayıp tüm ülkeye yayılan banka hücumlarına neden oldu. İktisat tarihçileri arasında nahoş bir durgunluğu Büyük Bunalıma dönüştüren şeyin bu bankacılık krizi olduğuna dair az çok fikir birliği vardır.

Buna verilen yanıt daha fazla güvenlik önlemi olan bir sistem yaratmak oldu. Glass-Steagall Yasası bankaları mevduat

kabul eden ticari bankalar ve kabul etmeyen yatırım bankaları olarak ikiye ayırdı. Ticari bankaların alabileceği riskler ciddi biçimde kısıtlanmıştı ama karşılığında Fed'den kolayca kredi alabiliyorlardı (ıskonto gişesi diye anılır) ve muhtemelen hepsinden önemlisi tüm mevduatları vergi mükelleflerince sigortalanmıştı. Yatırım bankaları bu kadar sıkı kurallara tabi değildi; fakat mevduat kabul etmeyen kuruluşlar olarak banka hücumlarına maruz kalmayacakları varsayıldığından bunun makul olduğu düşülüyordu.

Bu yeni sistem ekonomiyi yaklaşık yetmiş yıl finans krizlerinden korudu. İşler genellikle kötü gitti, özellikle 1980'lerde kötü şansla kötü politikaların birleşmesi, egemen konut kredisi kaynağı haline gelmiş özel bir banka türü olan birçok tasarruf ve kredi (T&K) kuruluşunun iflasına yol açtı. T&K'lere yatırılan mevduat federal düzeyde sigortalandığından, GSYİH'nın yaklaşık yüzde 5'ine ulaşan faturayı (şu anda 700 milyar dolardan fazlasına denk) vergi mükellefleri ödemek zorunda kaldı. T&K'lerin çöküşü geçici bir kredi sıkışıklığına yol açtı ve bu 128. sayfadaki şekilde görülen 1990-91 durgunluğunun başlıca sebeplerinden biriydi. Bu olabildiğince kötüydü. Bize bankacılık krizleri döneminin sona erdiği söylendi.

Ama ermemişti.

Karanlık Bankacılık Sistemi

Banka nedir?

Bu saçma bir soru gibi görünebilir. Hepimiz bir bankanın neye benzediğini biliriz: Büyük mermer bir binadır; tamam, bugünlerde bir alışveriş merkezinde nakit kabul edip ödeyen ve üzerinde "FMSŞ –Federal Mevduat Sigorta Şirketi– tarafından sigortalanmıştır" ibaresi bulunan bir ATM şeklinde de olabilir.

Fakat iktisatçılar bankaları neye benzediklerine değil ne yaptıklarına bakarak tanımlar. Müteşebbis kuyumculardan günümüze kadar bankacılığın esas özelliği, topladığı paranın çoğu kısmını hemen nakde çevrilemeyecek aktiflere yatırmasına

rağmen, kendisine para emanet edenler için hazır nakit bulundurmayı vaat etmesidir. Bunu yapan herhangi bir kuruluş veya organizasyon büyük mermer bir binada bulunsun veya bulunmasın bankadır.

Örneğin, 1984'te Lehman Brothers'ta icat edilen ve New York ve New Jersey'deki Liman Müdürlüklerinden tutun da New York Metropolitan Sanat Müzesi'ne kadar çoğu kuruluş için tercih edilen bir finansman kaynağı haline gelmiş, faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetler* diye bilinen düzenlemeyi ele alalım. Bu düzenleme şöyle işliyordu: Bireyler ödünç alan kuruluşa uzun vadeli borç veriyordu, bu para yasal alarak otuz yıl bağlı kalabilirdi. Ancak sık aralıklarla, çoğunlukla haftada bir kez kuruluş potansiyel yeni yatırımcıların tahvillerini satmak isteyenlerin yerine geçmek için teklif verdiği küçük bir açık artırma düzenliyordu. Bu süreçte belirlenen faiz oranı bir sonraki açık artırmaya kadar kâğıda yapılmış tüm yatırımlarda geçerli oluyordu. Açık artırma yapılamadığı takdirde, yani çıkmak isteyen herkesi karşılayamaya yetecek kadar teklif verilmediğinde, faiz oranı örneğin yüzde 15 gibi bir ceza faizine çıkacaktı, fakat bunun olması beklenmiyordu. Faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymet ihraç etme fikri güvenli uzun vadeli fon ihtiyacı olan borçluların ödünç verdikleri parayı diledikleri zaman geri almak isteyen para sahipleriyle buluşturulmasını içeriyordu.

Fakat bu zaten tam da bankaların yaptığı şeydi.

Ancak faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetler herkese geleneksel bankacılığa göre daha iyi olanaklar sunuyormuş gibi görünüyordu. Bu tür menkul kıymetlere yatırım yapanlara banka mevduatlarına göre daha yüksek faiz ödeniyor, bunları ihraç edenler ise uzun vadeli banka kredilerine kıyasla daha düşük faizle borçlanıyordu. Milton Friedman bize bedava yemek diye bir şey olmadığını söylemişti ama faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetlerin tam da bunu önerdiği anlaşılıyordu. Peki, bunu nasıl yaptılar?

* Belediye veya kuruluşların ihraç ettiği uzun vadeli, faiz oranları açık artırmayla sürekli yenilenen tahviller. (ç. n.)

Yanıt, en azından bugünden geriye dönüp bakıldığında açık görünüyor: Bankalar pek çok kurala tabi tutulmuştu; likit rezervler bulundurmak, ciddi miktarda sermayeye sahip olmak ve mevduat sigorta sistemine ödeme yapmak zorundaydılar. Ödünç alanlar faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetler aracılığıyla fon toplayarak bu kuralları ve gerektirdikleri masrafları devre dışı bırakabiliyordu. Fakat bu söz konusu kâğıtların bankacılık güvenlik ağıyla korunmadığı anlamına da geliyordu.

Ve tabii ki, doruk noktasında 400 milyar dolara ulaşan bu sistem 2008 başlarında çöktü. Mevcut yatırımcıların paralarını geri almalarını sağlayacak yeni yatırımcı sayısı çok az olunca açık artırmalar yapılamadı. Paralarını kolayca geri alabileceklerini düşünen insanlar birden, tam tersine, paralarının onyıllarca çözülemeyecek yatırımlara bağlandığını ve çıkışlarının mümkün olmadığını anladı. Ve yapılamayan her açık artırma bir başkasının yapılmasına engel oldu: Kim bu fazlasıyla akıllı yatırım planının tehlikesini gördüğü halde sisteme taze para yatırmak isterdi?

Faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetlerin başına da, verilen isim dışında, banka hücumu salgını dediğimiz şey geldi.

1907'deki paniğe benzer bir panik yaşandığı açık. Yirminci yüzyılın ilk yıllarındaki banka benzeri kurumlar olan trustlar, kurallı sistemin dışında faaliyet gösterebildikleri için daha iyi kazançlar sunabildiklerinden hızla büyüdüler ama yalnızca bir finans krizinin merkezi oldular. Bir yüzyıl sonra aynı şey oldu.

Bugün "banka olmayan banka" gibi faaliyet yürüten bir dizi kuruluş ve organizasyona genellikle ya "paralel bankacılık sistemi" ya da "karanlık bankacılık sistemi" adı veriliyor. Ben ikinci terimin daha tanımlayıcı olmanın yanı sıra daha doğru olduğunu düşünüyorum. Mevduat kabul eden ve Federal Reserve sisteminin bir parçası olan geleneksel bankalar kayıtlarının açıklığı ve kural koyucuların gözetimi altında olmaları nedeniyle şu veya bu ölçüde aydınlıktadır. Mevduat kabul etme yetkisi olmayan fakat fiilen banka gibi faaliyet gösteren kuruluşların işlemleri ise tersine çok daha karanlıktır. Aslında,

krizin vurduğu darbeye kadar çok az sayıda insan karanlık bankacılık sisteminin ne kadar önemli hale geldiğini anlamış görünüyordu.

Haziran 2008'de New York Federal Reserve Bank'ın başkanı Timothy Geithner New York Ekonomi Kulübü'nde bir konuşma yaptı ve konut balonu sona erdiğinde ne kadar büyük bir finansal zarar verebileceğini anlatmaya çalıştı. (Geithner henüz bilmiyordu ama yakında daha da kötüsü olacaktı.) Konuşma metni bir merkez bankacı üslubu, yani ağır bir jargon içermesine rağmen Geithner'in sistemin kontrolden çıkması karşısındaki şaşkınlığı açıktı:

> *Ekonomik canlılık döneminde finans sisteminin yapısı kökten değişerek geleneksel bankacılık sistemi dışındaki aktiflerin payı muazzam bir artış gösterdi. Banka dışı bu finans sistemi özellikle para ve kredi piyasalarında çok büyük bir büyüme kaydetti. 2007 yılı başında, yapılandırılmış yatırım araçları, faizi açık artırmayla belirlenen tercihli menkul kıymetler, satış opsiyonlu yerel yönetim tahvilleri ve değişken oranlı vadesiz bonolar gibi aktif destekli ticari kâğıt kanallarındaki bileşik aktif büyüklüğü yaklaşık 2,2 trilyon dolardı. Üç taraflı repo olarak günlük bazda finanse edilen aktifler 2,5 trilyon dolara yükseldi. Hedge fonlarının elindeki aktifler yaklaşık 1,8 trilyon dolara çıktı. O tarihteki beş büyük yatırım bankasının bileşik bilançolarının toplamı 4 trilyon dolardı.*
>
> *Halbuki o tarihte ABD'nin en büyük beş bankasının toplam aktifleri yalnızca 6 trilyon doların biraz üzerinde ve tüm bankacılık sisteminin toplam aktifleri yaklaşık 10 trilyon dolardı.*

Geithner konuşmasında yalnızca faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetleri değil, bağlı olduğu mevzuat itibariyle banka olmadığı halde bankacılık fonksiyonları yürüten "banka dışı finans sistemi"nin parçası olan bütün finansal düzenlemeleri değerlendirdi. Ve konuşmasına yeni sistemin ne kadar savunmasız olduğuna vurgu yaparak devam etti:

Uzun vadeli riskli ve görece likit olmayan aktiflere kıyasla yükümlülüklerin çok kısa vadeli olması bu araçlardan ve bu paralel finans sistemindeki kuruluşlardan çoğunu klasik bir hücuma karşı savunmasız hale getirmiştir ve bunlar bankacılık sisteminin riskleri azaltmakta yararlandığı mevduat sigortası gibi koruyucu araçlardan yoksundur.

Aslında anlattığı sektörlerden bazıları zaten çökmüştü: Faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetler daha önce anlatıldığı gibi tarihe karışmıştı; aktif destekli ticari kâğıtlar (elde ettikleri parayı ipotekli konut kredisi destekli menkul kıymetler de dahil uzun vadeli aktiflere yatıran fonların ihraç ettiği kısa vadeli borçlanma kâğıtları) gözden kaybolmuştu; beş büyük yatırım bankasından ikisi batmış ve bir diğeri geleneksel bir bankayla birleşmişti, vb. Ve öyle görünüyor ki Geithner savunmasızlık konusunda bazı önemli ilave noktalara değinmeden geçiyordu: Hükümet dünyanın en büyük sigorta şirketi olan AIG'i fiilen devletleştirmek zorunda kalmış ve faiz arbitrajı –dünyanın diğer yerlerinde daha yüksek getirili yatırımlar yapmak için Japonya ve düşük faiz uygulayan diğer ülkelerden fon transfer eden uluslararası bir finansal düzenleme– bu yeni baskı matbaaya gittiği sırada şiddetle yerle bir olmuştu.

Fakat kriz tartışmasını gelecek bölüme bırakıp krizin nasıl geliştiği sorusunu soralım: Sistemin bu ölçüde savunmasız hale gelmesine niçin izin verildi?

Zararlı İhmal

Finans krizi kaçınılmaz olarak bir kötü adam avına yol açtı.

Suçlamalardan bazıları, tıpkı sağda popüler olan tüm sorunlarımızın bankaları ipotekli konut kredilerini ödeyemeyen niteliksiz konut alıcılarına kredi vermeye zorlayan Kamu Yararına Yeniden Yatırım Yasası'nın neden olduğu iddiası gibi bütünüyle düzmeceydi; aslında yasanın 1977 yılında kabul edilmiş olması, onun otuz yıl sonra ortaya çıkan bir krizden

nasıl sorumlu tutulabildiğini anlamayı zorlaştırıyor. Her koşulda yasa yalnızca mevduat kabul eden bankalar için geçerliydi ki bunlar konut balonu sırasında ortaya çıkan kuşkulu kredilerin küçük bir kısmından sorumluydu.

Diğer suçlamalarda biraz doğruluk payı olmakla birlikte, yanlışları doğrularından fazla. Muhafazakârlar konut balonundan ve finans sisteminin kırılganlığından menkul kıymetleştirmenin öncülüğünü yapan devlet destekli kredi kuruluşları Fannie Mae ve Freddie Mac'ı sorumlu tutmayı sever. Bundaki doğruluk payı 1990 ile 2003 arasında büyük ölçüde çok sayıda tasarruf ve kredi kuruluşunun çöküşünden doğan boşluğu doldurdukları için muazzam bir biçimde büyüyen Fannie ve Freddie'nin bazı kredileri tedbirsizce kullandırmalarına ve ayrıca muhasebe skandalları yaşamalarına dayanıyor. Fakat Fannie ile Freddie'nin bu skandallar nedeniyle çok yakın bir incelemeye alınmış olmaları, onları konut balonunun en ateşli dönemi olan 2004 ila 2006'da esas olarak tablonun dışında tuttu. Sonuç olarak bu kuruluşlar kuşkulu krediler salgınında yalnızca önemsiz bir rol oynadı.

Solda, krizin sorumlusu olarak kuralsızlaştırmayı, özel olarak da 1999'da Glass-Steagall Yasası'nın yürürlükten kaldırılmasıyla ticari bankaların yatırım bankacılığı işine girmesine ve dolayısıyla daha fazla risk üstlenmesine izin verilmesini göstermek modadır. Bugünden geriye bakıldığında bunun yanlış bir hamle olduğu kuşkusuzdur ve krize, örneğin yükseliş yıllarında yaratılan riskli finansal yapılardan bazılarının ticari bankaların "bilanço dışı" işlemleri olması gibi incelikli yollardan katkıda bulunmuş olması mümkündür. Ancak kriz, büyük ölçüde, yeni riskler üstlenen kuralsızlaştırılmış kuruluşların sorunlarını değil, tersine öncelikle asla kurala bağlanmamış kuruluşların üstlendiği riskleri içeriyordu.

Ve olanların merkezinde bunların bulunduğunu iddia ediyorum. Karanlık bankacılık sistemi önemi açısından geleneksel bankacılıkla rekabet edecek, hatta onu aşacak ölçüde genişlediği sırada, politikacılar ve devlet yetkilileri Büyük Bunalımı mümkün kılan türden bir finansal savunmasızlığı yeniden yarattıklarını anlamalı, bu yeni kuruluşları kapsayacak kuralları ve finansal güvenlik ağını oluşturarak gelişmelere tepki

vermeliydi. Nüfuzlu kişiler basit bir kuralı ilan etmeliydi: Bir bankanın yaptığı her şeyi yapanlar, krizlerde bankalar gibi kurtarılması gerekenler bir banka gibi kurala bağlanmalıdır.

Aslında 6. Bölümde anlatılan Long Term Capital Management krizi karanlık bankacılık sisteminin getirdiği tehlikelerle ilgili bir ders işlevi görmeliydi. Sistemin çökmeye ne kadar yaklaştığını fark eden çok sayıda kişi olduğu kesindi.

Fakat bu uyarı göz ardı edildi ve kurala bağlama yönünde hiçbir girişimde bulunulmadı. Tam tersine, dönemin ruhu ve George W. Bush yönetiminin ideolojisi kesinlikle kuralsızlaştırmadan yanaydı. Bu tutum 2003'te yapılan bir televizyon programında, mevzuat yığınlarını parçalamak için ellerinde bahçe makasları ve ağaç testereleri bulunan banka gözetmeni rolündeki muhtelif kurum temsilcileri tarafından sembolize edilmişti. Daha da somutlarsak, Bush yönetimi alt gelir grubuna kullandırılan yüksek faizli ve riskli kredilerin gözetim altına alınması için devlet düzeyinde yapılan girişimleri engellemek üzere Para Denetim Bürosu'nun örtülü yetkileri de dahil olmak üzere federal yetkiler kullanmıştı.

Bu sırada, sistemin kırılganlığı konusunda kaygılanması gerekenler bunun yerine "finansal yenilikler"e övgüler düzüyorlardı. Alan Greenspan 2004 yılında yaptığı açıklamada, "Yalnızca tek tek finans kuruluşları altta yatan risk faktörlerine bağlı şoklara karşı daha dayanıklı hale gelmekle kalmadı, finans sistemi de bir bütün olarak daha dirençli hale geldi," diyordu.

Dolayısıyla finans sisteminin krize gireceğine ilişkin giderek büyüyen riskler ve bir bütün olarak ekonomi önemsenmedi ya da kendi haline bırakıldı. Ve kriz geldi.

9

TÜM KORKULARIN ÖZETİ

19 Temmuz 2007'de Dow Jones Sanayi Ortalaması ilk kez 14.000'in üzerine çıktı. İki hafta sonra Beyaz Saray Bush yönetiminin gözetiminde ekonominin gösterdiği performansı öven bir "durum raporu" yayınladı: Raporda, "Başkan'ın Büyümeyi Teşvik Eden Politikaları Ekonomimizin Güçlü, Esnek ve Dinamik Kalmasına Yardımcı Oluyor," deniyordu. Peki ya konut piyasasında ve alt gelir grubuna verilen ipotekli kredilerde çoktan görülmeye başlanan sorunlar konusunda ne söyleniyordu? Maliye Bakanı Henry Paulson 1 Ağustosta Pekin'de yaptığı konuşmada bunların "büyük ölçüde kontrol altına alındığı"nı söylemişti.

9 Ağustosta Fransız bankası BNP Paribas sahip olduğu üç fondan yapılacak para çekme işlemlerini askıya aldı ve yirmi birinci yüzyılın ilk büyük finans krizi başladı.

Krizin daha önce gördüklerimize hiç benzemediğini söylemek istiyorum. Fakat bunun tıpkı daha önce gördüğümüz her şeyin bir anda gerçekleşmesine benzediğini söylemek daha doğru olabilir: Bir gayrimenkul balonunun 1980'lerin sonunda Japonya'da gerçekleşenle kıyaslanabilir bir tarzda patlaması; 1930'ların başlarında gerçekleşenle kıyaslanabilir bir bankaya hücum dalgası (geleneksel bankalardan çok esas olarak karanlık bankacılık sistemiyle ilgili olmasına rağmen); ABD'de yine Japonya'dakine benzeyen bir likidite tuzağı ve son olarak da uluslararası sermaye hareketlerinin kesintiye uğraması 1990'ların sonunda Asya'da olanlara çok fazla benzeyen bir para krizi dalgası.

Şimdi hikâyeyi anlatalım.

Konut Balonunun Patlaması ve Serpintileri

Büyük ABD konut balonu 2005 sonbaharında sönmeye başladı, fakat çoğu kişinin bunu fark etmesi zaman aldı. Fiyatlar çoğu Amerikalının alamayacağı noktaya kadar arttığından hiç peşinatsız, çok düşük faizli kredilere rağmen satışlar yavaş yavaş azaldı. O tarihte yazdığım gibi, balondan sanki hava sızdırıyormuş gibi bir ses geliyordu.

Bununla birlikte konut fiyatları bir süre daha artmaya devam etti. Bu bekleniyordu. Konutlar her dakika değişen tek fiyatlı hisse senetleri gibi değildir. Her konut kendisine özgüdür ve satıcılar fiili bir alıcı buluncaya kadar bir süre bekleyeceklerini bilir. Sonuç olarak fiyatlar yakın geçmişte diğer konutların satıldığı fiyatlara dayandırılma eğimlindedir: Satıcılar istedikleri fiyata müşteri bulamayacakları acı biçimde ortaya çıkıncaya kadar fiyatları düşürmeye başlamaz. 2005'te, konut fiyatlarının uzunca bir süre her yıl hızla arttığı bir dönemde, satıcılar trendin devam edeceğini umuyor, bu yüzden satışlar düştüğü sırada bile fiilen artmaya devam eden fiyatlar istiyorlardı.

Ancak 2006 ilkbaharının sonuna gelindiğinde piyasanın zayıfladığı anlaşılmaya başlandı. Fiyatlar başlangıçta yavaş, sonra artan bir hızla düşmeye başladı. 2007'nin ikinci çeyreğine gelindiğinde, yaygın biçimde kullanılan Case-Shiller konut fiyat endeksine göre fiyatlar bir yıl önceki doruğundan yalnızca yüzde 3 civarında düşüktü. Ertesi yıl boyunca yüzde 15'ten fazla düşüş kaydetti. Tabii ki fiyat düşüşleri Florida kıyıları gibi en büyük balonların oluştuğu bölgelerde çok daha fazlaydı.

Bununla birlikte, konut fiyatlarında başlangıçta görülen tedrici düşüşler bile alt gelir grubuna verilen kredilerdeki yüksek artışın dayandırıldığı varsayımları çürütüyordu. Unutmayın ki, bu tür kredilendirmenin temel mantığı, ödeme güçlüğü çeken borçlular fiyatlar yükseldiği takdirde evlerini teminat göstererek yeni kredi alabilecek veya evlerini satarak borçlarını kapatabilecek olduklarından, ödünç alanın kredi geri ödemelerini fiilen yapıp yapamayacağının krediyi veren açısından pek önemli olmadığı düşüncesiydi. Ev fiyatları yük-

selmek yerine düşmeye başlayıp, konut satışları zorlaşır zorlaşmaz gecikme faizleri yükselmeye başladı. Ve bu noktada bir başka çirkin gerçek açığa çıktı: Teminatın paraya çevrilmesi yalnızca konut sahipleri için bir trajedi olmakla kalmıyordu, krediyi veren için de kötü bir alışverişti. Borçlunun evine el koyan alacaklılar teminat gösterilen bir evin piyasaya çıkarılması için gereken zaman, yasal giderler, boş evlerde görülebilen yıpranma, vb. nedeniyle, çoğunlukla verilen kredi değerinin yalnızca bir kısmını, mesela yarısını tahsil edebiliyorlardı.

Bu durumda şu soruyu sorabilirsiniz: Evin o andaki sahibiyle bir anlaşma yapıp geri ödemeleri azaltarak teminatı nakde dönüştürmenin maliyetinden kaçınılamaz mı? Kaçınılabilir ama bunun da maliyeti vardır ve personel gerektirir. Ve alt gelir grubuna kullandırılan kredilerin çoğu bu kredileri bünyelerinde tutan bankalar tarafından değil, bunları hızla finans kuruluşlarına satan kreditörlerce verilmişti. Finans kuruluşları ipotekli konut kredisi havuzlarını küçük parçalara ayırıp teminatlı borç yükümlülüklerine (TBY) dönüştürerek yatırımcılara satmışlardı. Fiili kredi yönetimi hem ilgili kaynaklara hem de çoğunlukla kredilerin yeniden yapılandırılmasına girişebilecek saike sahip olmayan kredi hizmet kuruluşlarına bırakılmıştı. Ve bir şey daha: Alt gelir grubu kredilerini destekleyen finansal mühendisliğin karmaşıklığı ipotekli konut kredilerinin sahipliğinin muhtelif tercih düzeylerindeki hisselerle çok sayıda yatırımcıya dağılmasına yol açmıştı ve bu herhangi türden bir borç affının önüne muazzam yasal engeller çıkarıyordu.

Dolayısıyla yeniden yapılandırma büyük ölçüde mümkün olmadığından, bu yüksek maliyetli kredi kapatma işlemlerine yol açıyordu. Ve bu, alt gelir grubu ipotekli konut kredileriyle desteklenen menkul kıymetlerin konut balonu duraksamaya başlar başlamaz çok kötü yatırımlara dönüşmesi anlamına geliyordu.

Gerçekler ilk kez alt gelir grubuna verilen kredilerle ilgili sorunların göze çarpmaya başladığı 2007 başlarında ortaya çıktı. Teminatlı borç yükümlülüklerinin hisseler için bir tercih sıralaması oluşturduğunu hatırlayın: Derecelendirme kuruluş-

larının AAA olduğunu açıkladığı daha tercihli hisseler ödemelerde öncelik hakkına sahipken, daha düşük derecelendirilmiş hisselere sahip olanlara ancak tercihli hisse sahiplerine gerekli ödemeler yapıldıktan sonra ödeme yapılıyordu. Şubat 2007 civarında düşük derecelendirilmiş hisselerin ciddi zararlara uğrama ihtimali olduğu anlaşıldı ve bu hisselerin fiyatları dibe vurdu. Bu alt gruba kredi verme işlemlerini neredeyse sona erdirdi: Çünkü hiç kimse bu tür hisseleri satın almak istemiyordu, alt gelir grubunun kredilerini yeniden paketleyip satmak arktık mümkün değildi ve finansman durdu. Bu da, konut talebine yol açan önemli bir kaynağı ortadan kaldırdığından, konut piyasasındaki çöküşü körükledi.

Yine de, yatırımcılar TBY'ndeki tercihli hisselerin oldukça iyi korunduğuna inanmayı uzun süre sürdürdü. Alt gelir grubu kredileriyle desteklenen ipotekli konut kredisi havuzundaki AAA dereceli hisseler Ekim 2007'ye kadar hâlâ nominal değerlerine yakın bir fiyatla işlem görüyordu. Ancak sonunda konutla ilişkili hiçbir şeyin güvenli olmadığı açığa çıktı, ne tercihli hisselere, hatta ne de iyi kredi notu olan ve önemli peşinatlar ödeyen kredi kullanıcılarına verilen kredilere güvenilebilirdi.

Niçin? Bunun nedeni bütünüyle konut balonunun çapıydı. 2006 yazına gelindiğinde konutlar ülke çapında muhtemelen yüzde 50'den fazla değerlenmişti, bu da aşırı değerlenmenin ortadan kalkması için fiyatların üçte bir düşmesi gerektiği anlamına geliyordu. Bazı metropollerde aşırı değerlenme çok daha beterdi. Örneğin Miami'de konut fiyatları temel değerlerin doğrulayacağı rakamdan en az iki kat yüksek görünüyordu. Dolayısıyla bazı yerlerde fiyatların yüzde 50 veya daha fazla düşmesi beklenebilirdi.

Bu, konut balonunun zirveye çıktığı yıllarda ev alan neredeyse herkesin, yüzde 20 peşinat ödemiş olsa bile, sonunda evinin değerini aşan bir kredi borcuyla negatif net varlıkla başbaşa kalacağını gösteriyordu. Gerçekten de, bu kitap baskıya girdiği sırada negatif net varlıkla başbaşa kalan Amerikalı ev sahiplerinin sayısı muhtemelen 12 milyon civarındadır. Ve negatif net varlıkla başbaşa kalan ev sahipleri geçmişteki durumları ne olursa olsun borcunu ödeyemeyecek ve temina-

tı nakde çevrilecek başlıca adaylardır. Öncelikle, bunlardan bazıları –teminat nakde çevrildiğinde evlerini kaybettikleri gibi, mali açıdan da daha kötü bir duruma geleceklerini anlayıp borçlarını ödemeden– "çekip gitmeyi" tercih edebilir. Çekip gitmenin aslında ne kadar önemli bir olgu olduğu asla anlaşılmamıştır, fakat borçların ödenememesinin çok sayıda başka nedeni de vardır: İşten atılma, beklenmedik sağlık harcamaları, boşanma gibi şeylerin hepsi bir ev sahibini kredi borçlarını ödeyemez hale getirebilir. Ve eğer evin değeri kredi borcunun kalan kısmından düşükse, krediyi veren kuruluşa tam ödeme yapmanın hiçbir yolu yok demektir.

Konut balonunun patlamasının ne kadar ciddi olduğu anlaşıldıkça, kredi kullandıranların ve dolayısıyla ipotekli konut kredisi destekli menkul kıymetleri satın alan yatırımcıların ne kadar çok para kaybedeceği açığa çıktı. Fakat niçin bizzat ev sahiplerine değil de bu insanlara üzülelim? Nihai hesaplar yapıldığında konut balonunun patlaması sonucunda muhtemelen 8 trilyon dolar tutarında servet yok olacak. Bunun yaklaşık 7 trilyon doları ev sahiplerinin ve yalnızca yaklaşık 1 trilyon doları yatırımcıların zararı olacak. Zihinler niçin bu 1 trilyon dolarla meşgul oluyor?

Yanıt veriyorum, çünkü bu karanlık bankacılık sisteminin çöküşünü tetikledi.

Banka Dışı Bankacılık Krizi

Gördüğümüz gibi 2007'nin ilk yarısında kimi ciddi finansal sarsıntılar olmuştu, fakat Ağustos başına kadar resmi yaklaşıma göre konut piyasasındaki çöküş ve alt gelir grubuna kullandırılan kredilerle ilgili sorunlar kontrol altına alınmıştı ve borsanın güçlü oluşu piyasaların resmi görüşle aynı fikirde olduğunu gösteriyordu. Ardından, açıkça söylemek gerekirse, kıyamet koptu. Ne oldu?

8. Bölümde New York Federal Reserve Bank'dan Tim Geithner'in karanlık bankacılık sisteminin yükselişinin getirdiği risklerle ilgili söylediklerini aktarmıştım: "Çok kısa vadeli yükümlülüklerle finanse edilen uzun vadeli, riskli ve görece li-

kit olmayan aktiflerin giderek artması bu paralel finans sistemindeki araç ve kuruluşlardan çoğunu klasik bir hücuma karşı savunmasız hale getirmiştir ve bunlar bankacılık sisteminin riskleri azaltmakta yararlandığı mevduat sigortası gibi koruyucu araçlardan da yoksundur." Geithner Haziran 2008'de yaptığı aynı konuşmada, bir merkez bankası yöneticisinden beklenmeyecek kadar şaşırtıcı canlılıkta bir dil kullanarak, bu hücumun fiilen nasıl gerçekleştiğini anlattı. Alt gruba kullandırılan kredilerle ilgili kayıplarla başlamış, bu da karanlık bankacılık sistemine duyulan güveni zedelemişti. Ve bu hızla aktif satışı yapılarak borçların azaltılmasını içeren bir kısır döngüye yol açtı.

> *Çoğu muhafazakâr biçimde yönetilen fonlardan oluşan bu finansman organizasyonlarına para yatıran yatırımcılar paralarını çekmeye veya bu piyasalardan fonlarını çekme tehdidi savurmaya başlayınca, sistem aktiflerin zorunlu biçimde nakde çevrilmesini içeren ve kendi kendisini güçlendiren bir kısırdöngüye karşı savunmasız hale geldi ve oynaklığı daha da artırarak, muhtelif farklı aktif sınıflarının fiyatlarını düşürdü. Buna yanıt olarak marj zorunlulukları yükseltildi veya bazı müşterilere verilen krediler toptan iptal edildi ki bu da borçların kapatılması için daha fazla aktif satılmak zorunda kalınmasına yol açtı. Aktifler endişe içindeki piyasalarda satıldıkça sermaye emniyet marjları erimeye başladı. Bütün sisteme yayılmış aktiflerin, özellikle de ipotekli konut kredileriyle ilgili olanların kalitesizliği bu dinamiğin gücünü artırdı. Bu, görece çok az sayıdaki riskli aktifin, çok daha geniş bir dizi piyasada başka aktiflerle işlem yapan yatırımcıların ve diğer piyasa katılımcılarının güvenini nasıl zedeleyebildiğini açıklamaya yardımcı oluyor.*

Geithner'in düşen aktif değerlerinin bilançolara nasıl zarar verdiğine ve kendi kendisini güçlendiren bir süreç içinde yeni aktif satışlarını zorunlu kıldığına dair vurgusuna dikkat edin. Bu, 4. Bölümde anlatıldığı gibi esas olarak 1997 ve

1998'de Asya'da kehanetleri doğrulayan finans krizine yol açan borç kapatma amaçlı aktif satışlarıyla aynı mantığa dayanıyordu. Ekonomik sistemin aşırı miktarda kredilerle işlem hacimlerini artırmış oyuncuları zarara uğradılar, bu da onları daha büyük zararlara uğrayacakları şeyler yapmaya zorladı ve bu böyle devam etti. Bu sefer zararlar Endonezya veya Arjantin'de olduğu gibi ulusal paranın değerindeki büyük düşüş aracılığıyla değil, riskli finansal aktiflerin değerlerindeki büyük düşüş nedeniyle oluştu, ama hikâye esas itibariyle aynıydı.

Ve kendi kendisini güçlendiren bu sürecin sonucu esas olarak karanlık bankacılık sisteminin, 1930'ların başında geleneksel bankacılık sisteminin yaşadığına çok benzer biçimde büzülmesine neden olan muazzam bir banka hücumu oldu. Faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetler, yani aslında 330 milyar dolar değerinde kredi kullandırmış bir bankacılık sektörü yok oldu. Bir başka fiili bankacılık sektörü olan aktif destekli ticari kâğıtlar aracılığıyla verilen krediler 1,2 trilyon dolardan 700 milyar dolara düştü. Ve bu böyle devam etti.

Finans piyasalarında çılgınca şeyler olmaya başladı. ABD hazine bonolarının, yani kısa vadeli borç kâğıtlarının faizleri düşerek sıfıra yaklaştı. Bunun nedeni yatırımcıların güvenli yerlere kaçması ve bir yorumcunun ifade ettiği üzere almak istedikleri tek şeyin Hazine bonosu ve şişe suyu olmasıydı. (ABD hazine borçları dünyadaki diğer her şey kadar emniyetlidir, bunun nedeni ABD'nin dünyadaki en sorumlu ülke olması değil, ABD hükümetinin göçmesi halinde neredeyse diğer her şeyin göçecek olmasıdır, bundan dolayı şişe suyu talebinin de.) Birkaç kez hazine bonosu faizleri fiilen negatif oldu, bunun nedeni insanların finansal işlemlerinde teminat olarak hazine bonosu dışında başka hiçbir şey kabul etmemesiydi ve mevcut arzın sınırlı olmasından kaynaklanan bir itiş kakış yaşanıyordu.

Borçlulardan bazıları karanlık bankacılık sisteminin çöküşünü kredi için geleneksel bankalara başvurarak atlatabildi. Krizin açıkça görülen olumsuz etkilerinden biri de banka kredilerinin genişlemesi oldu. Bu bazı gözlemcilerin kafasını karıştırarak şu soruyu sormalarına neden oldu: Hani kredi daralması yaşanacaktı? Fakat geleneksel banka kredilerindeki ge-

nişleme karanlık bankacılığın çöküşünü telafi edebilecek düzeye yaklaşamadı.

En son etkilenenler tüketici kredileri olmuştu, fakat Ekim 2008'e gelindiğinde kredi kartlarının da topun ağzında olduğuna ilişkin belirtiler giderek atmaktaydı; kredi limitleri düşürülüyor, daha fazla sayıda kişinin başvurusu reddediliyor ve sinirleri zaten gerilmiş olan Amerikalı tüketicilerin kredi kartıyla alışveriş yapma gücü bütünüyle sarsılıyordu.

Ekonominin tüm kesimlerinde bazı işletmelerin ve bireylerin kredi kullanmaları olanaksızlaşırken, bazıları da Federal Reserve faiz oranlarını aşağı çekmeye çalıştığı sırada bile daha yüksek faiz ödemek zorunda kalıyordu. Ve ABD para politikasında Japon tarzı bir tuzak ortaya çıkıyordu.

Fed Önderlik Gücünü Kaybediyor

Finans krizi patlak verdiğinde artık Federal Reserve'i Alan Greenspan yönetmiyordu. Onun yerine ve arkasında bıraktığı dağınıklığı toplamak üzere, geçmişte Princeton'da iktisat profesörü olan Ben Bernanke gelmişti. (Bernanke Fed'e geçmeden önce Princeton iktisat bölümü başkanıydı ve MIT'den Princeton'a geçtiğimde beni işe alan kişiydi.)

Kriz sırasında Fed'den sorumlu olacak bir kişi seçmeniz gerekseydi, bu kişi Bernanke olurdu. O bir Büyük Bunalım âlimidir. Bankacılık krizinin Bunalımı yoğunlaştırma biçimini konu alan, kredi olanakları ve bilanço sorunlarının yatırımları kısıtlayıcı rolüne odaklanan araştırması para ekonomisine büyük bir teorik katkı yapmasını sağlamıştı (Endişeyle krizi tartışan bir grup iktisatçının kulağına "Bernanke-Gertler" diye fısıldayın, hepsi bildiklerini gösterecek şekilde başlarını sallayacaklardır). Ve Bernanke Japonya'nın 1990'larda yaşadığı sorunlarla ilgili kapsamlı araştırmalar yapmıştı. İçinde yaşadığımız karmaşaya hiç kimse entelektüel açıdan ondan daha hazırlıklı değildi.

Ancak kriz kendisini göstermeye başlayınca Bernanke yönetimindeki Fed hem finans piyasalarına hem de bir bütün olarak ekonomiye önderlik etmekte çok zorlandı.

Fed iki temel şeyi yapmak üzere kurulmuştur: Faiz oranlarını yönetmek ve gerekli olduğunda bankalara nakit temin etmek. Faiz oranlarını bankalardan hazine bonosu satın alıp, bu şekilde onların rezervlerini yükselterek veya bankalara hazine bonosu satıp rezervlerini azaltarak yönetir. İhtiyaç duyduklarında belirli bankalara doğrudan kredi vererek nakit temin eder. Ve kriz başladığından beri bu araçları saldırganca kullanmıştı. Para politikasının normal araçlarından olan, bankaların birbirlerine rezervlerinden ödünç verdiği günlük borçlanma (overnight) faizini, krizin arifesindeki yüzde 5,25 oranından, bu kitap yazıldığı sırada yalnızca yüzde 1'e indirerek Federal fonların faizini düşürmüştü. Doğrudan kredilerin ölçülerinden biri olan "Mevduat kuruluşlarının Federal Reserve'den aldığı toplam krediler" kriz öncesinde sıfıra yakınken, 400 milyar doların üzerine çıkmıştı.

Normal dönemlerde bu hamleler kredi kullanımının çok daha kolaylaşmasına yol açar. Federal fon faizlerindeki bir düşüş normal olarak tüm yelpazede faiz oranlarının düşmesi demektir, yani ticari kredilerin, kurumsal kredilerin, konut kredilerinin faizleri düşecektir. Bu arada, bankalara verilen krediler geçmişten bu yana finans sistemindeki her türlü likidite eksikliğini hafifletmiştir. Fakat yaşanan normal bir dönem değildi ve tarihsel örnekler geçerli olmadı.

Daha riskli borçlular söz konusu olduğunda Fed'in önderlik yapamadığı daha da açık hale geliyor. En açığı, artık hiçbir alt gelir grubu kredisi verilmiyor, dolayısıyla bütün bir potansiyel konut alıcısı sınıfının piyasaya girmesi engellenmiş oluyor. En yüksek kredi notuna sahip işletmeler, Fed'in denetimindeki faiz oranları yüzde dörtten fazla düşmüş olduğu halde, artık kısa vadeli kredilere krizden önce ödediklerinden daha yüksek faizler ödüyorlar. Krizden önce yüzde 6,5 olan Baa dereceli şirket tahvili faizleri bu kitap yazıldığı sırada yüzde 9'u aşmıştı. Aynı şekilde harcama ve yatırım kararları açısından önemli olan faiz oranları Fed'in faizleri düşürme girişimine rağmen arttı veya en azından düşmedi.

Üst gelir grubundan ipotekli konut kredisi kullanıcıları bile darbe aldı: Otuz yıl vadeli ipotekli konut kredisi faizi yaklaşık olarak hâlâ 2007 yazındaki oranlardadır. Bunun nedeni

finans sistemindeki krizin özel kredi kuruluşlarını şu veya bu biçimde piyasanın dışına atması, geride yalnızca devlet destekli kuruluşlar olan Fannie Mae ve Freddie Mac'ın kalmasıdır. Ve hem Fannie hem de Freddie başlarının belada olduğunu gördüler: Özel sektörünki kadar kötü olmamakla birlikte, onların verdiği bazı krediler de batmıştı ve çok zayıf bir sermaye tabanları vardı. Eylül 2008'de federal hükümet Fannie ve Freddie'nin yönetimine el koydu, bunun bu kuruluşların borçları konusundaki kaygıları azaltması ve ipotekli konut kredisi faizlerini düşürmesi gerekirdi. Fakat Bush yönetimi Fannie/Freddie'nin borçlarının ABD hükümetince bütünüyle desteklendiğini inkâr edince, bu kuruluşlar kamulaştırma sonrasında bile fon toplamakta sıkıntı yaşamaya devam ettiler.

Peki, Federal Reserve'in bankalara verdiği krediler neye yaradı? Muhtemelen işe yaradı, fakat geleneksel bankalar krizin merkezinde olmadıklarından beklendiği kadar yararlı olamadı. İşte size bir örnek: Eğer faizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymet düzenlemeleri geleneksel bankacılık sisteminin bir parçası olsaydı, bu menkul kıymetleri ihraç edenler açık artırmalara çok az sayıda özel yatırımcı katıldığında Fed'den ödünç para alabileceklerdi; sonuç olarak açık artırmalar iptal edilmeyecek ve sektör çökmeyecekti. Ancak bunlar geleneksel bankaların bir parçası olmadıklarından açık artırmalar yapılamadı ve sektör çöktü; Fed'in Citibank veya Bank of America'ya kullandırdığı krediler süreci durdurmak açısından hiçbir işe yaramadı.

Bu yüzden Fed kendisini fiilen geleneksel para politikasının reel ekonomi üzerindeki tüm önderlik gücünü yitirdiği Japon tarzı bir likidite tuzağının içinde buldu. Fed fonları faizlerinin sıfıra kadar düşürülmediği doğru, fakat oranların yüzde bir daha düşürülmüş olmasının çok daha etkili olacağını düşünmek için pek neden yoktu.

Fed başka neler yapabilirdi? Bernanke 2004'te yaptığı akademik çalışmada para politikasının, eğer "merkez bankası bilançosunun bileşimi değiştirilmek" isteniyorsa, likidite tuzağındayken bile etkili olabileceğini iddia etmişti. Fed, yalnızca hazine bonosu bulundurmak ve geleneksel bankalara kredi vermekle yetinmek yerine, yatırım bankaları, para piyasası

fonları, hatta belki de finansal alan dışındaki işletmeler gibi diğer oyunculara da kredi verebilirdi. Ve 2008 yılı boyunca Fed tam da bunu yapmak için TSLF* PDCF** vb. gibi karmaşık harflerle kısaltılmış özel kredi "hizmetleri"nden oluşan uygulamalar başlattı. Ekim 2008'de Fed ticari kâğıt almaya da başlayacağını ilan etti, aslında özel finans sisteminin kullandırmayacağı veya kullandıramayacağı türden krediler vermeyi öneriyordu.

Bu satırlar yazıldığı sırada bu planların sonunda olumlu sonuç vermesi hâlâ mümkün görünüyordu. Ancak şu ana kadar görülen etkilerinin hayal kırıklığına yol açtığını söylemeliyiz. Niçin? Bu sorunun bir ikâme ve ölçek meselesi olduğunu düşünüyorum. Fed banka rezervlerinin miktarını artırmak üzere harekete geçtiğinde başka hiçbir kurumun yapamayacağı bir şey yapıyor: Dolaşımdaki nakit olarak kullanılabilecek veya bankalarda rezerv olarak tutulabilecek para tabanını yalnızca Fed yaratabilir. Dahası, para tabanı "yalnızca" 800 milyar dolar olduğundan, yaptıkları ilgili aktif sınıflarının ölçeğine göre daha büyük olma eğilimindedir. Fed kredi piyasasını daha kapsamlı biçimde desteklemeye çalıştığında ise, tam tersine, özel aktörlerin de yaptığı bir şeyi yapıyor, bu da sisteme pompaladığı kredinin kısmen özel çekilişlerle dengelenebileceği anlamına geliyor ve aynı zamanda çok daha büyük bir canavarı, 50 trilyon dolar civarında hacme sahip kredi piyasasını hareket ettirmeye çalışıyor.

Bernanke yönetimindeki Fed aynı zamanda tekrar tekrar eğrinin gerisinde kalma sorununu yaşadı. Finans krizi, geldiğini Fed'deki çok akıllı birkaç kişi de dahil pek az sayıda insanın gördüğü yeni boyutlar almaya devam ediyor. Ve burada krizin uluslararası boyutlarına girmemiz gerekiyor.

* Term Securities Lending Facility –Vadeli Menkul Kıymet Kredi Hizmeti, Hazinede ve diğer teminat piyasalarında likiditeyi artıran haftalık krediler. (ç. n.)

** Primary Dealer Credit Facility –Başlıca İşlemcilere Verilen Kredi Hizmeti, Şartlara uygun teminatlar karşılığında başlıca işlemcilere verilen günlük krediler. (ç. n.)

Tüm Para Krizlerinin Anası

1997 ve 1998'deki finans krizlerinden sonra, etkilenen ülkelerin hükümetleri kendilerini bunun tekrarlanmasına karşı korumaya çalıştılar. Kendilerini yabancı fon akışının kesilmesi karşısında savunmasız bırakan yabancı borçlanmalara girişmekten kaçındılar. Gelecekteki acil durumlar karşısında kendilerini koruması için dolar ve eurodan oluşan muazzam fonlar oluşturdular. Ve genel kanı, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve 1997 krizinin kurbanları da dahil bir dizi daha küçük ekonomiyi içeren "gelişmekte olan piyasalar"ın artık ABD'den "bağımsızlaştığı" Amerika'daki keşmekeşe karşın büyüyebildiği şeklindeydi. *The Economist* Martta "Bağımsızlaşma hayal ürünü değil," diyerek okuyucularına güvence verdi. "Hatta bu dünya ekonomisini kurtarabilir."

Ne yazık ki bu pek ihtimal dahilinde değil. Morgan Stanley'in baş para strateji uzmanı Stephen Jen, tam tersine, gelişmekte olan piyasalardaki "sert iniş" bunları küresel krizin "ikinci merkez üssü" (birincisi ABD'deki finans piyasalarıydı) haline getirebilir demektedir.

Neler olmuştu? Karanlık bankacılık sisteminin büyümesinin yanı sıra son on beş yıldır finansal sistemin karakterinde bir başka dönüşüm yaşanmış; bu dönüşümün çoğu Asya krizinden sonra, yani her ülkeden yatırımcıların başka ülkelerde büyük riskler alması demek olan finansal küreselleşmenin yükselişinden sonra ortaya çıkmıştı. 1996'da, Asya krizinin arifesinde ABD'nin yurtdışındaki aktifleri GSYİH'sının yüzde 52'sine, yükümlülükleri ise yüzde 57'sine eşitti. 2007'ye gelindiğinde bu rakamlar sırasıyla yüzde 128 ve yüzde 145'e çıkmıştı. ABD'nin net borçlu statüsü daha da derinleşmişti; fakat net borçtaki artış karşılıklı olarak bulundurulan aktiflerdeki muazzam artış kadar etkileyici değildi.

Son on veya yirmi yıldır finans siteminde olanların çoğu gibi, bu değiş tokuşun riski azaltacağı varsayılmıştı: ABD'li yatırımcılar servetlerinin çoğu kısmını yurtdışında tuttuğundan Amerika'daki bir çöküşten daha az etkilenecekler ve yabancı yatırımcılar servetlerinin çoğunu ABD'de bulundurduklarından diğer ülkelerdeki bir çöküşün etkilerine daha az maruz

kalacaklardı. Fakat finansal küreselleşmenin yükselişinin büyük kısmı aşırı ölçülerde kredi kullanarak sınırların ötesinde muhtelif türden riskli bahisler oynayan finans kuruluşları sayesinde gerçekleşmişti. Ve ABD'de işler ters gittiğinde bu sınır ötesi yatırımlar iktisatçıların "şanzıman" dediği aktarma mekanizmaları olarak hareket etmiş, ABD konut piyasasında başlayan bir krizin yurtdışında yeni kriz tufanlarını harekete geçirmesine olanak vermişti. Genel olarak bir Fransız bankasıyla ilişkili hedge fonlarının batmasının krizin başlangıcına işaret ettiği düşünüldü; 2008 sonbaharına gelindiğinde Florida gibi yerlerdeki konut kredisi sorunları İzlanda bankacılık sistemini tahrip etmişti.

Gelişmekte olan piyasalar açısından, faiz arbitrajı denilen özel bir savunmasızlık noktası vardı. Bu işlem düşük faiz oranı uygulaması olan ülkelerden, yalnızca bu ülke olmamakla birlikte özellikle Japonya'dan, ödünç alınan paranın Brezilya ve Rusya gibi yüksek faiz oranı uygulayan ülkelere borç verilmesini içerir. Hiçbir şey ters gitmediğinde fazlasıyla kârlı bir işlemdi, fakat sonunda bir şeyler ters gitti.

Tetikleyici olayın bir yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'de batması olduğu görülüyor. İlk beş büyük yatırım bankasından bir diğeri olan Bear Searns Mart 2008'de sorun yaşamış, Fed ve Hazine artık var olmayan şirketi kurtarmak için değil, şirketin borçlu olduğu veya finansal işlemler yaptığı "karşı tarafları" korumak için devreye girmişti. Lehman'a da aynı şeyin yapılacağına ilişkin yaygın bir beklenti vardı. Fakat Maliye Bakanlığı Lehman'ın batmasından kaynaklanacak sonuçların çok ciddi olmayacağına karar verdi ve karşı taraflar için hiçbir koruma sağlamaksızın şirketin batmasına göz yumdu.

Birkaç gün içinde bunun çok talihsiz bir hamle olduğu açığa çıktı: Güven daha da dibe vurdu, aktif fiyatları bir başka uçuruma yuvarlandı ve işlemeyi sürdürebilen az sayıdaki kredi kanalı kurudu. Birkaç gün sonra dev sigorta şirketi AIG'in fiilen kamulaştırılması paniği önleyemedi.

Ve en son panik halkasının zayiatlarından biri faiz arbitrajı oldu. Japonya ve diğer düşük faizli ülkelerden fon akışı kesildi ve 1997 krizinden çok aşina olduğumuz kendi kendisini

güçlendiren bir kriz halkasına neden oldu. Artık Japonya'dan dışarı sermaye çıkmadığı için yenin değeri hızla yükseldi; artık gelişmekte olan piyasalara sermaye akışı olmadığından, gelişmekte olan piyasaların para birimlerinin değeri dibe vurdu. Bu, bir para birimiyle ödünç alıp diğeriyle ödünç verenler için büyük sermaye kayıplarına yol açtı. Bazı durumlarda bu, Lehman Brothers'ın batışına kadar beklenenden daha iyi performans gösteren hedge fonları ve hedge fonu sektörünün hızla daralmaya başlaması anlamına geliyordu. Bazı durumlarda da, yurtdışından ucuz kredi alan gelişmekte olan piyasa şirketlerinin aniden büyük zararlarla karşı karşıya gelmesi demekti.

Çünkü gelişmekte olan piyasa hükümetlerinin kendilerini yeni bir krize karşı koruma çabaları özel sektörün umursamazca risk alması nedeniyle sonuçsuz kalmıştı. Örneğin Rusya'da bankalar ve şirketler yurtdışındaki faiz oranları ruble oranlarından düşük olduğu için alelacele yurtdışı borçlanmalar yaptı. Dolayısıyla Rus hükümeti 560 milyar dolar gibi etkileyici bir döviz stoku biriktirirken, Rus şirket ve bankaları 460 milyar dolar gibi neredeyse aynı etkileyicilikte bir dış borca girdiler. Sonra bu şirket ve bankalar aniden kredi limitlerinin kesildiğini ve borçlarının ruble cinsinden değerinin hızla yükseldiğini gördüler. Ve hiç kimse emniyette değildi: Örneğin büyük Brezilya bankaları büyük bir döviz pozisyonu tutmaktan kaçınmışlardı, ama buna rağmen yerli müşterileri aynı ölçüde dikkatli davranmadığından kendilerini belanın ortasında buldular.

Bütün bunlar 1997'de Endonezya'da ve 2002'de Arjantin'de görülen para krizleriyle büyük benzerlikler taşıyordu. Fakat bu çok daha geniş ölçekliydi. Bu gerçekten de tüm para krizlerinin anasıdır ve dünya finans sistemi için yepyeni bir felaketi temsil etmektedir.

Küresel Çöküş

Bu bölümün çoğu krizin finansal yönlerine ayrıldı. Bütün bunlar "reel ekonomi" için, iş ekonomisi, ücretler ve üretim için neye işaret ediyor? Hiç de iyi şeylere değil.

ABD, İngiltere, İspanya ve çeşitli başka ülkeler konut balonları patladığında, finans sistemi çökmemiş dahi olsa muhtemelen durgunluk yaşayacaklardı. Düşen konut fiyatları inşaatlardaki azalma yüzünden istihdam üzerinde doğrudan etkilidir ve tüketiciler kendilerini daha yoksul hissettiği ve konut kredisi almaları olanaksızlaştığı için, tüketici harcamalarının azalmasına da yol açma eğilimindedir; düşen istihdam harcamalarda yeni düşüşlere yol açtığından bu olumsuzluklar bir çarpan etkisine sahiptir. Buna rağmen, aslında ABD ekonomisi konut balonu patladığında durumu başlangıçta oldukça iyi idare etti, bunun nedeni esas olarak doların zayıflığı sayesinde ihracatın artmasıydı ve bu inşaatlardaki düşüşün dengelenmesine yardımcı oldu.

Fakat finansal çöküşün sıradan bir durgunluğu –ABD'de işsizlik oranı 2007 sonunda düşmeye başladı, fakat Eylül 2008'e kadar düşüş oldukça mütevazıydı– çok ama çok daha kötü bir şeye dönüştürmesi kesin gibi görünüyor. Lehman Brothers'ın batmasından sonra ortaya çıkan kredi krizinin şiddetlenmesi, gelişmekte olan piyasalarda aniden baş gösteren kriz, tüketici güveninin finansal kargaşanın büyüklüğü manşetlere çıktıkça çökmesi ABD'de ve bir bütün olarak dünyada 1980'lerin başından bu yana görülen en kötü durgunluğun yaşanacağına işaret ediyor. Ve eğer durum yalnızca bu kadar kötü olursa birçok iktisatçının içi rahatlayacak.

Ve gerçekten kaygı uyandıran şey politikaların öncülük gücünün kaybedilmiş olmasıdır. İşsizlik oranını yüzde 10'un üzerine çıkartan 1981-82 durgunluğu korkunç bir şeydi, fakat bu şöyle veya böyle kasıtlı bir tercihti: Fed enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygulamıştı ve Fed Başkanı Paul Volcker ekonominin yeterince sıkıntı çektiğine karar verince vidaları gevşetmiş ve ekonomi gürleyerek geri dönmüştü. Ekonomik yıkım şaşırtıcı bir hızla "Amerika'da sabah"a dönüşmüştü.

Ancak bu defa tam tersine, ekonomi politikalarını üretenler işleri yeniden rayına sokmak için durmaksızın çaba harcadığı halde ekonomi durma noktasına geliyor. Politikaların çaresiz kalması 1990'ların Japonya'sını andırıyor. 1930'ları da andırıyor. Şu anda bir bunalım yaşamıyoruz ve her şeye rağmen,

bir bunalıma doğru yol aldığımızı düşünmüyorum (bundan istediğim kadar emin olamasam da). Ancak bunalım ekonomisi diyarına gerçekten girmiş durumdayız.

10

BUNALIM EKONOMİSİNİN GERİ DÖNÜŞÜ

Dünya ekonomisi bunalımda değildir; mevcut krizin büyüklüğüne karşın muhtemelen de bunalıma girmeyecektir (keşke bundan kesinlikle emin olabilseydim). Fakat bunalım bizzat geri dönmediği halde, bunalım ekonomisi, yani 1930'larda dünya ekonomisini fazlasıyla karakterize eden, fakat o tarihten beri görülmeyen türden sorunlar şaşırtıcı bir biçimde geri dönmüştür. On beş yıl önce hemen hemen hiç kimse modern ülkelerin döviz spekülatörlerinden korkarak kemikleri sızlatan bir durgunluğa katlanmaya zorlanacağını ve büyük, gelişmiş ülkelerin sürekli bir biçimde işçilerini ve fabrikalarını çalışabilir durumda tutmaya yetecek kadar harcama üretemez duruma gelebileceğini düşünmüyordu. Dünya ekonomisi tasavvur ettiğimizden çok daha tehlikeli bir yere dönüştü.

Dünya nasıl bu kadar tehlikeli bir yer haline geldi? Daha da önemlisi, mevcut krizden nasıl çıkarız ve öncelikle böyle krizlerin baş göstermesini önlemek için ne yapabiliriz? Bu kitapta birçok hikâye anlattım; şimdi kıssadan hisse çıkarmaya çalışma zamanı.

Bunalım Ekonomisi Nedir?

Bunalım ekonomisi geri döndü demek ne anlama gelir? Bunun anlamı esas olarak ekonominin talep yanında iki kuşak-

tan bu yana ilk kez ortaya çıkan gerilemenin, yani özel harcamaların mevcut üretken kapasitenin kullanılması açısından yetersizliğinin, dünyanın büyük bir bölümünde refahı kısıtlayan açık ve güncel bir olgu haline gelmiş olmasıdır.

Biz –yalnızca iktisatçıları değil, politikacıları ve genel olarak eğitimli kamuoyunu da kastediyorum– buna hazır değildik. "Ekonominin arz yanı"na vurgu yapan belirli bir dizi saçma fikir, editörlerin ve zenginlerin önyargılarına hitap etmemiş olsaydı, çok az etkili, güçsüz bir doktrin olarak kalacaktı. Fakat son birkaç onyıldan bu yana iktisadi düşüncenin vurgusu ekonominin talep yanından arz yanına doğru istikrarlı bir seyir izledi.

Bu seyir kısmen, çoğunlukla olduğu gibi iktisadın kendi içindeki, yavaş yavaş ve oldukça karmaşık bir biçimde dışarı sızan teorik tartışmaların daha geniş bir biçimde konuşulur hale gelmesinin sonucuydu. Teorik tartışmaların kaynağı kısaca şöyleydi: Toplam talepte görülen yetersizlik, ücretler ve fiyatlar işsizlik koşullarında hızla düşüş kaydettiği takdirde prensip olarak kendi kendisini tedavi edecekti. Durgunluk içindeki çocuk bakım kooperatifi hikâyesinde, durumun kendiliğinden düzelmesinin bir yolu bir saatlik çocuk bakım ücretinin kupon cinsinden azalması olacaktı, böylece mevcut kupon arzının satın alma gücü yükselecek ve kooperatif, yönetim tarafından yapılan hiçbir girişim olmaksızın "tam istihdama" dönmüş olacaktı. Pratikte durgunlukla karşılaşıldığında fiyatlar hızla düşmez, fakat iktisatçılar bunun neden böyle olduğu konusunda tam olarak anlaşma sağlayamamışlardır. Sonuç, durgunluklarla ve bunların nasıl oluştuğuyla ilgili tüm konuları giderek çok daha az sayıda iktisatçının yaklaşmaya cesaret edebildiği bir tür mesleki mayın tarlasına dönüştüren bir dizi sert akademik savaş oldu. Ve kamuoyu haklı olarak ya bu iktisatçıların durgunlukları anlamadığı ya da talep yanlı reçetelerin itibar kaybettiği kanısına vardı. Bildiğimiz eski moda talep yanlı makroekonominin güncel çıkmazlarımız konusunda sunacak çok fazla şeyi olduğu doğrudur; ama onu eleştirenler hararetli bir keskinlik içindeyken, savunucuları inandırıcılıktan yoksundur.

Paradoks şu ki, eğer talep yanlı iktisadın teorik zayıflıkları bunalımın geri dönüşü türü konulara hazırlıksız olmamızın

nedenlerinden biriyse, pratik başarıları da bir diğer nedenidir. İktisatçıların para politikasının bir ekonomiyi durgunluktan çıkarmak için fiilen kullanılıp kullanılamayacağı konusunda birbirleriyle tartıştığı bütün bu onyıllar boyunca merkez bankaları bu politikayı defalarca kullanmaya devam etmişler, hem de bunu öylesine etkili bir biçimde yapmışlardır ki, yetersiz talebe bağlı uzun ekonomik durgunluk fikri inanılması güç hale gelmiştir. Elbette, Federal Reserve ve diğer ülkelerdeki merkez bankaları harcamaları yüksek tutabilmek için faiz oranlarını istedikleri zaman düşürebilirlerdi; öyleyse, çok kısa vadeler dışında, ekonomik performans üzerindeki tek kısıt ekonominin üretim yeteneği yani arz yanıydı.

Şimdi bile birçok iktisatçı durgunlukların tali bir konu olduğunu, bunlar üzerindeki çalışmaların pek fazla itibar kazandırmayacağını düşünüyor. Robert Lucas 1. Bölümde yer verdiğim başkanlık konuşmasında devresel bunalımın artık önemli bir konu olmadığını ve iktisatçıların dikkatlerini teknolojik gelişme ve uzun vadeli büyüme üzerinde toplamaları gerektiğini açıkça savunmuştu. Bunlar güzel, önemli konular ve uzun vadede gerçekten gerekli olacak şeyler, fakat Keynes'in işaret ettiği gibi, uzun vadede hepimiz ölmüş olacağız.

Bu arada, kısa vadede dünya krizlerle çalkalanıyor ve bu krizlerin hepsi de ciddi biçimde yeterli talep yaratma sorununu içeriyor. Japonya 1990'ların başlarından bu yana, Meksika 1995'te, Tayland, Malezya, Endonezya ve Kore 1997'de, Arjantin 2002'de ve neredeyse tüm ülkeler 2008'de arka arkaya yılların ekonomik gelişmesini en azından geçici olarak boşa çıkaran durgunluklar yaşadılar ve geleneksel politikalarla verilen tepkilerin herhangi bir etki yaratmadığını görüyorlar. Ekonominin kapasitesini kullanmaya yetecek talebi nasıl yaratacağımız sorusu bir kez daha büyük önem kazanmıştır. Bunalım ekonomisi geri dönmüştür.

Ne Yapmalı: Olağanüstü Durumun Üstesinden Gelmek

Şu anda dünyanın ihtiyaç duyduğu şey bir kurtarma operasyonudur. Küresel kredi sistemi felç oldu ve bu satırlar yazıldı-

ğı sırada küresel bir çöküş hız kazanıyordu. Krize yol açan zayıflıkların ıslah edilmezi zorunludur, fakat bu biraz bekleyebilir. Öncelikle açık ve güncel tehlikenin üstesinden gelmek zorundayız. Bunun için dünyanın her yerinde politika üretenlerin iki şey yapmaları gerekiyor: Kredi akışını yeniden sağlamak ve harcamaları desteklemek.

Bunlardan birincisi daha zor olmakla birlikte en kısa zamanda yapılmak zorundadır. Neredeyse bir kredinin dondurulması nedeniyle yeni bir felaketin baş gösterdiğine ilişkin bir habere rastlamadığımız tek bir gün bile geçmiyor. Örneğin, bu satırları yazdığım sırada dünya ticaretinin temel finansman yöntemi olan teminat mektuplarının çöktüğüne dair haberler geliyordu. İthal malların alıcıları, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde, aniden alım yapamaz hale geldi ve gemiler boş kaldı: Deniz nakliyat maliyetlerinin yaygın kullanılan ölçülerinden biri olan Baltic Dry Endeksi bu yıl yüzde 89 düşüş kaydetti.

Kredi daralmasının ardında güvenin azalması ve sermayenin büyük bölümünün finans kuruluşlarında yok olması yatıyor. Kişiler ve kuruluşlar, finans kuruluşları da dahil, vaatlerini destekleyecek ciddi miktarda sermayeye sahip olmadıkça hiç kimseyle alışveriş yapmak istemiyor; halbuki kriz herkesin sermayesini tüketti.

Aşikâr çözüm daha fazla sermaye koymak. Aslında bu, finans krizlerinde verilmesi gereken standart bir tepki. 1933'te Roosevelt yönetimi tercihli hisse –kârlarda öncelik hakkına sahip olduğu için sıradan hisse senetlerinden üstün hisseler– satın alarak bankalara yeni sermaye katmak için Reconstruction Finance Corporation'ı kullandı. 1990'ların başında İsveç'te baş gösteren finans krizinde hükümet devreye girdi ve kısmi ortaklık karşılığında bankalara ülke GSYİH'sının yüzde 4'üne eşit –bugün ABD'de yaklaşık 600 milyar dolara karşılık gelen– ilave sermaye temin etti. 1998'de Japonya bankalarını kurtarmak için harekete geçtiğinde 500 milyar doların üzerinde tercihli hisse satın aldı, bu GSYİH'ya göre ABD'de yaklaşık 2 trilyon dolarlık sermaye enjeksiyonuna denkti. Her iki vakada da sermaye tedariki bankaların kredi verme kabiliyetine yeniden kavuşmasına yardımcı oldu ve kredi piyasalarını tekrar harekete geçirdi.

Kısmen Bush yönetiminin ideolojik eğilimi sayesinde gecikmiş olmakla birlikte, artık ABD'de ve diğer gelişmiş ekonomilerde benzer bir finansal kurtarma harekâtı başlamış durumda. İlk başta, Lehman Brothers'ın batmasından sonra Maliye Bakanlığı bankalardan ve diğer finans kuruluşlarından 700 milyar dolar tutarında sorunlu aktif satın almayı teklif etti. Ancak bunun duruma nasıl yardımcı olacağı asla açığa çıkmadı. (Hazine piyasa değerini ödediği takdirde bunun bankaların sermaye pozisyonuna pek yardımı olmayacaktı, piyasa değerinin üzerinde ödeme yaptığı takdirde ise vergi mükelleflerinin paralarını sokağa atmakla suçlanacaktı.) Her neyse, ABD üç haftalık kararsızlıktan sonra önce İngiltere, ardından da kıta Avrupa'sındaki ülkelerin izlediği yoldan giderek planı yeniden sermaye katma projesine dönüştürdü.

Ancak, bunun işlerin gidişatını değiştirmesi en az üç sebeple kuşkulu görünüyor. Birincisi, 700 milyar doların tümü yeni sermaye katmakta kullanılsa bile (şimdiye kadar bunun yalnızca küçük bir kısmı taahhüt edildi), Japon bankalarının kurtarıldığı miktara kıyasla GSYİH'ya göre yine de az olacaktır, ayrıca ABD ve Avrupa'da yaşanan finans krizinin şiddet açısından şu anda Japonya'dakini geçmek üzere olduğu tartışmasızdır. İkincisi, kurtarma harekâtının ne kadarının sorunun merkezindeki karanlık bankacılık sistemine ulaşacağı hâlâ açık değildir. Üçüncüsü, bankaların fonları ellerinde tutmak mı yoksa kredi olarak kullandırmak mı isteyecekleri belirsizdir (bu yetmiş beş yıl önce Yeni Düzen'in karşı karşıya kaldığı bir sorun).

Benim tahminim yeni sermaye katma faaliyetinin sonunda çok daha geniş ve kapsamlı olmak zorunda kalacağı ve en nihayetinde devlet denetiminin çok daha fazla artacağı, hatta neredeyse finans sisteminin önemli bir kısmının geçici olarak bütünlüklü kamulaştırmaya yakınlaşacağı yönünde. Açıkça ifade etmek gerekirse, bu uzun vadeli bir hedef değil, ekonominin erişebileceği yüksekliğin kontrol altında tutulması meselesi: Tıpkı İsveç'in doksanların başındaki büyük kurtarma harekâtından sonra bankacılığı yeniden özel sektöre devretmesi gibi, bunu yapmak güvenli hale gelir gelmez finans sektörünün yeniden özelleştirilmesi gerekir. Fakat şu anda önem-

li olan ideolojik sorunlarla meşgul olmaksızın, kredileri eldeki her türlü araçla gevşetmektir. Finans sistemini kurtarmak için yapılacakların biraz "sosyalistçe" olacağı korkusuyla yapılması gerekenleri yapmamaktan daha kötü hiçbir şey olamaz.

Aynı şey kredi sıkışıklığını çözümlerken benimsenecek bir başka yaklaşım tarzı için de geçerli: Federal hükümetlerin finans dışındaki sektörlere doğrudan kredi verme işine geçici olarak sokulması. Federal Reserve'in ticari kâğıt alma isteği bu yönde önemli bir adım olmakla birlikte muhtemelen daha fazlası gerekecektir.

Bütün bu icraatlar diğer gelişmiş ülkelerle koordine edilmelidir. Bunun nedeni 9. Bölümde anlatıldığı gibi finans sektörünün küreselleşmiş olmasıdır. ABD'nin finans sisteminde yaptığı kurtarma harekâtının kısmi sonucu, bunun Avrupa'da kredi erişiminin gevşemesine yardım etmesi, Avrupa'nın kurtarma çabalarının kısmi sonucu ise ABD'deki kredilerin gevşemesi olacaktır. Dolayısıyla herkesin aşağı yukarı aynı şeyi yapması gerekecektir: Hepimiz bu işin içindeyiz.

Bir şey daha: Finans krizinin gelişmekte olan piyasalara yayılmış olması gelişmekte olan ülkelerde uygulanacak küresel bir kurtarma planını krizin çözümünün bir parçası haline getirmektedir. Bu satırlar yazıldığı sırada yeni sermaye katma faaliyetleriyle bunlar kısmen yapılmaktaydı: Uluslararası Para Fonu sorunlu ekonomileri olan Ukrayna gibi ülkelere kredi temin ediyor ama bunu 1990'lardaki Asya krizi sırasında olduğu ölçüde ahlak dersi vermeye ve kemer sıktırmaya girişmeden yapıyordu. Bu arada Fed gelişmekte olan muhtelif piyasaların merkez bankalarına swap limitleri tesis ederek, ihtiyaçları kadar dolar ödünç alma hakkı sağladı. Yeni sermaye katma faaliyetlerinde ise şu ana kadar yapılanlar doğru yönde fakat çok azmış gibi görünmektedir, biraz daha fazlası gerekli olacaktır.

Finans sisteminin kurtarılması kredi piyasalarını hayata döndürmeye başlamış olmasına rağmen, hâlâ hız kazanmakta olan küresel bir çöküşle karşı karşıyayız. Bu konuda ne yapılmalıdır? Yanıt neredeyse kesinlikle bildiğimiz Keynesyen mali teşviklerdir.

ABD 2008 başlarında bir mali teşvik denemesi yaptı; hem Bush yönetimi hem de kongredeki Demokratlar bunu bir ekonomi "canlandırma" planı olarak pazarlamaya çalıştılar. Ancak fiili sonuçlar iki nedenle hayal kırıcı oldu. Birincisi, teşvik çok küçüktü; GSYİH'nın yalnızca yüzde 1'i civarındaydı. Bir sonraki çok daha büyük olmalı, örneğin GSYİH'nın yüzde 4'üne ulaşmalıdır. İkincisi, birinci paketteki paranın çoğu harcanmak yerine saklanan vergi indirimleri biçimindeydi. Bir sonraki plan devlet harcamalarını sürdürmeye ve genişletmeye odaklanmalıdır; eyaletlere ve yerel yönetimlere yardım sağlanarak sürdürülmeli, yollara, köprülere ve diğer altyapı türlerine harcama yapılarak genişletilmelidir.

Ekonomik bir teşvik biçimi olarak kamu harcamalarına yöneltilen olağan itiraz bunun çok zaman alması, talebin artmasına kadar geçen süre içinde çöküşün atlatılmasıdır. Ancak bu şu anda önemli bir kaygı gibi görünmüyor: Konut balonunun yerini alacak beklenmedik yeni bir balon oluşmadıkça hızlı bir ekonomik toparlanma olacağını söylemek zor. (*The Onion* adlı hiciv gazetesindeki manşetlerden biri sorunun mükemmel biçimde kavrandığını gösteriyor: "Durgunluğun Pençesindeki Ülke Yatırım Yapacak Yeni Bir Balon Talep Ediyor.") Kamu harcamaları makul bir hızla devam ettirilirse, talep sorunla başa çıkmak için çok fazla zaman bırakacak sürede oluşacaktır ve bunun vergi indirimlerine göre iki büyük avantajı vardır. Bir yandan para fiilen harcanacak, diğer yandan değerli bir şeyler (örneğin köprüler yıkılmıyor) yaratılmış olacaktır.

Bazı okuyucular kamu harcamaları aracılığıyla mali teşvik sağlamanın 1990'larda Japonya'nın yaptığı şey olduğu gerekçesiyle buna itiraz edebilir –ve Japonya'nın yaptığı budur. Ancak Japonya'da bile kamu harcamaları zayıf bir ekonominin fiili bir bunalıma sürüklenmesini muhtemelen önlemiştir. Dahası, hızla gerçekleştirildiği takdirde ABD'de kamu harcamaları aracılığıyla yapılacak teşvikin Japonya'ya göre daha yararlı olacağına inanmanın gerekçeleri mevcuttur. Öncelikle, Japonya'nın yıllarca uyguladığı yeterince güçlü olmayan politikalar nedeniyle içine düştüğü deflasyonist beklentiler tuzağına henüz düşmedik. Ve Japonya bankacılık sistemine yeni

sermaye katmak için çok uzun süre bekledi, bu hatanın tekrarlanmayacağını umuyoruz.

Bütün bunların en önemli noktası şu andaki krize işleri toparlamak için ne gerekirse yapacağız diyen bir ruh haliyle yaklaşmaktır; şimdiye kadar yapılanlar yetmediği takdirde, krediler yeniden akmaya ve reel ekonomi toparlanmaya başlayıncaya kadar daha fazla ve daha farklı şeyler yapılmalıdır.

Ve toparlanma çabaları ilerlemeye başladıktan sonra koruyucu önlemlere dönmenin zamanı gelecek, sistemin yeniden krize girmesini engelleyecek reformlar yapılması gerekecektir.

Finansal Reform

Büyük Bunalımın başlangıcında John Maynard Keynes manyeto sorunumuz var demişti: Ekonomi makinesinin büyük kısmı iyi durumdaydı ama en önemli bileşeni, finans sistemi çalışmıyordu. Bir de şunu söylemişti: "Nasıl çalıştığını anlamadığımız hassas bir makinenin denetiminde büyük hatalar yaparak kendimizi devasa bir karmaşanın içine attık." Bugün her iki cümle de o gün olduğu kadar doğru.

Bu ikinci büyük devasa karmaşa nasıl ortaya çıktı? Büyük Bunalımın sonrasında makineyi *anlayacağımız* şekilde ve her koşulda büyük felaketlerden kaçınmaya yeterli olacak biçimde yeniden tasarladık. Sistemin 1930'larda çok kötü arızalanan parçasını oluşturan bankalar sıkı kurallara bağlandı ve güçlü bir güvenlik ağıyla desteklendi. Bu arada, 1930'larda yıkıcı bir rol oynayan uluslararası sermaye hareketleri de sınırlandı. Finans sistemi biraz sıkıcı olmakla birlikte çok daha güvenli hale getirildi.

Sonra işler yeniden ilginç ama tehlikeli bir hal almaya başladı. Giderek artan uluslararası sermaye akışları 1990'ların yıkıcı döviz krizinin ve 2008'deki küresel finans krizinin zeminini hazırladı. Karanlık bankacılık sisteminin düzenlemelerde ona karşılık gelen herhangi bir genişleme olmaksızın gelişmesi yığınsal bir ölçekte modern banka hücumlarına zemin oluşturdu. Bu hücumlar öfkeli kalabalıkların kilitli banka kapıları önünde yığılmasından çok fare tıkları şeklindeydi ama hiç de daha az yıkıcı değildi.

Yapacağımız şey açıkça Büyük Bunalımın büyükbabalarımıza öğrettiği dersleri yeniden öğrenmektir. Yeni bir düzenleme sisteminin detaylarını sergilemeye çalışmayacağım, fakat temel ilke açık olmalıdır: Finans mekanizmasında temel bir rol oynadığı için bir finans krizi sırasında kurtarılması gereken her şey kriz *yokken* ve aşırı riskler üstlenmeyecek şekilde kurala bağlanmalıdır. Ticari bankalar 1930'lardan beri, işler ters gittiğinde federal güvenceler almanın karşılığında yeterli sermayeye sahip olmak, hızla nakde dönüştürülebilecek likit aktif rezervleri bulundurmak ve yaptıkları yatırımların türlerini sınırlamak zorundadır. Artık geniş bir dizi banka dışı kuruluşun bankacılık krizi gibi bir krizi nasıl yaratabildiğini gördüğümüze göre, sistemin geride kalan çok daha geniş kısmına da benzer düzenlemeler getirilmelidir.

Finansal küreselleşmeyi nasıl yürüteceğimiz konusunda da çok fazla düşünmemiz gerekecek. 1990'lardaki Asya krizinden sonra, yalnızca kriz dönemindeki geçici denetimlerle yetinilmeyip, uluslararası sermaye akışlarına uzun vadeli kısıtlamalar getirilmesi konusunda bazı çağrılar olmuştu. Bu çağrılar gelecekteki krizleri engelleyeceği varsayılan geniş döviz rezervleri oluşturma stratejisi gözetilerek çoğunlukla reddedilmişti. Şimdi bu stratejinin işe yaramadığı görülüyor. Brezilya ve Kore gibi ülkeler açısından bu bir kâbus olsa gerek: O kadar şey yaptıktan sonra yine 1990'lardakine benzer bir kriz yaşıyorlar. Bundan sonra verilecek yanıtın tam olarak hangi biçimi alacağı belirgin değil, fakat finansal küreselleşme kesinlikle düşündüğümüzden çok daha tehlikeli bir hale dönüştü.

Fikirlerin Gücü

Okuyucuların da anlamış olabileceği gibi yalnızca yeni bir bunalım ekonomisi döneminde yaşadığımıza değil, Büyük Bunalımı anlayan bir iktisatçı olan John Maynard Keyses'in günümüzde her zamankinden daha geçerli olduğuna da inanıyorum. Keynes *The General Theory of Employment, Interest and Money* (İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi) adlı başyapıtını ekonomiyle ilgili fikirlerin önemi üzerine ünlü bir söy-

levle bitirmişti: "Er veya geç, iyi ya da kötü için tehlikeli olacak şey elde edilen çıkarlar değil fikirlerdir."

Bunun daima geçerli olup olamayacağını tartışabiliriz, fakat böyle dönemlerde kesinlikle geçerlidir. İktisadın en özlü cümlesinin, "Bedava yemek yoktur," olması gerekir; yani kaynaklar sınırlıdır, bir şeyden daha fazla istiyorsanız, diğerinden daha az edinmeyi kabul etmelisiniz, sancısız kazanç olmaz. Ancak bunalım ekonomisi yemeğin bedava olduğu durumların incelenmesidir, işler kılınabilecek istihdam edilmemiş kaynaklarımız vardır, yeter ki meseleye nasıl el atacağımızı bilelim. Bu nedenle, Keynes'in dünyasında –ve bizimkinde– gerçek kıtlık kaynak ya da erdem kıtlığı değil, anlayış kıtlığıydı.

Ancak ihtiyaç duyduğumuz anlayışa sorunlarımız hakkında açık biçimde düşünmeyi ve bu düşüncelerin gösterdiği yolu izlemeyi gönülden istemedikçe ulaşamayacağız. Bazı kişiler ekonomik sorunlarımızın yapısal olduğunu, hiçbir hızlı tedavi yolu bulunmadığını söylüyor; fakat ben dünyanın önündeki yegâne yapısal engelin insanların kafalarını karıştıran demode doktrinler olduğunu düşünüyorum.

DİZİN

1907 Paniği, 140, 141, 142, 145
1998 Paniği, 119

A

ABD devlet tahvilleri, 121
ABD Kongresi, 34, 40
  NAFTA ve, 27, 28, 34, 40
ABD, 2, 6, 18, 23, 24, 26, 28, 29, 31, 34, 37, 39, 40, 42, 43, 46, 47, 49, 54, 60, 62, 67, 69, 70, 73, 75, 79, 81, 82, 84, 87, 88, 89, 91, 92, 94, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 107, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 121, 122, 125, 127, 131, 139, 140, 142, 157, 158, 160, 163, 172, 173
  1987 borsa çöküşü, 12
  banka hücumları, 83
  bankalara yeniden sermaye katılması, 170, 171
  borç affı, 27
  denizaşırı aktifleri, 162
  dış ticaret açıkları, 64
  durgunluklar, 7, 12, 13, 126, 136
  gelir ve servet eşitsizliği, 18
  işsizlik oranı, 126, 128, 129, 136, 165, 168
  Japonya takıntısı, 45
  kamu harcamaları, 173
  konut ve hisse senedi balonları, 56, 130, 133, 146, 148, 151, 152, 154, 165
  likidite tuzağı, 59, 62, 63, 64, 151
  mali itki, 173
  Meksika'nın kurtarılması, 40, 43
  NAFTA ve tasarruf ve kredi kuruluşları, 27, 28, 34, 40
  üretkenlik, 127
Afganistan, 3
Afrika, ve küreselleşme, 19
ahbap çavuş kapitalizmi, 10, 49, 57, 70, 82, 83, 101, 113
AIG, 147, 163
akıldışı taşkınlık, 133
aktif balonu, 130, 133
aktif destekli ticari kağıt, 146, 147, 157
Alfonsin, Paul, 30
Almanya, 4, 5, 92, 108
alt gelir grubu ipotekli konut kredileri, 134, 135, 149, 151, 152, 153, 154, 155, 159
altın standardı, 91, 92, 113
Amerikan Ekonomi Derneği, 1
Arjantin, 22, 28, 29, 30, 31, 32, 34, 38, 39, 40, 41, 55, 68, 84, 85, 86, 92, 157, 169
  2002 ekonomik krizi, 84, 86
  dış ticaretin serbestleştirilmesi, 30
  döviz kuru, 32, 84
  için sıkıntılı savaş yılları, 29
  mütevazı kurtuluşu, 40
  para kurulu, 30, 38, 84
  para reformu, 30
  tekila etkisi, 37
  yeni para birimi, 30
arz ve talep, durgunluklar ve, 67
arz yanlı ekonomi, 168, 169
Aspe, Pedro, 30, 33
Asya ekonomileri, 1990'lardaki ekonomik çöküntü, 43, 46



Fortune dergisine göre "John Maynard Keynes'den bu yana en iyi yorumcu" olan Paul Krugman, Princeton Üniversitesi'nde uluslararası ilişkiler profesörüdür. Ayrıca *New York Times*'da Reckonings (Hesaplaşma) başlığı altında köşe yazıları yazmaktadır. Paul Krugman İsveç Bilimler Akademisi tarafından 2008 Nobel Ekonomi Ödülü'ne layık görüldü.

2008 finans krizi ve çözümlemesi konusunda, 2008 Nobel Ekonomi Ödülü Sahibi, üretken yazar Paul Krugman'dan daha iyi bir rehber olabilir mi? Krugman, 1999'da yazdığı güçlü öngörüler içeren *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü* adlı klasiğinde tüm Asya ve Latin Amerika ülkelerine yayılan ekonomik krizleri incelemiş ve bunların hepimiz için bir uyarı olduğuna işaret etmişti: Bu krizler tıpkı hastalıklar gibi antibiyotiklere karşı direnç kazanmıştı, Büyük Bunalıma neden olan kronik ekonomik rahatsızlıklar geri dönüyordu. İzleyen yıllarda, Wall Street canlanıp, finansal alavere dalavereciler muazzam kârlar elde ettikçe 1990'lardaki uluslararası kriz hafızlardan silindi. Fakat şimdi bunalım ekonomisi Amerika'ya geri döndü. 2000'lerin ortasında oluşan büyük konut balonu patladığında, ABD finans sisteminin daha önceki krizlere yakalanan gelişmekte olan ülkeler kadar savunmasız olduğu ortaya çıktı –ve 1930'larda yaşananların yeniden sahneye çıkması bütünüyle mümkün görünmeye başladı.

Krugman *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*'nün büyük ölçüde güncellenen genişletilmiş yeni baskısında, yasal düzenlemelerin giderek kontrolden çıkan finans sistemine ayak uydurmaktaki yetersizliğinin ABD'yi ve dünyayı 1930'lardan bu yana görülen en büyük finans krizine nasıl soktuğunu gösteriyor. Krizi kontrol altına almak ve derin bir durgunluğa doğru sürüklenen dünya ekonomisinin yönünü değiştirmek için atılması gereken adımları da ortaya koyuyor. *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*'nün Krugman markasının –kolay anlaşılır, renkli ve fevkalade bilgilendirici– tarzıyla yazılan parlak ve ustalıklı yeni baskısı, krizlere verilecek yanıtlar konusundaki tartışmaların güncel bir köşe taşı haline gelecek.

ISBN 978-975-04-0543-3



