RICHARD A.
POSNER

KAPİTALİZMİN ÇÖKÜŞÜ



Çeviren: Nurcan İnce Ateş

BİZİM KİTAPLAR

Kapitalizmin Çöküşü

Richard A. Posner

Türkçesi:
Nurcan İnce Ateş

Bizim Kitaplar: 42
Edebiyat:

© Bu kitabın tüm hakları yasa gereği
Bizim Kitaplar Yayınevine aittir.

ISBN
978–9944–159–

Yayınevi Sertifika No:
12585

Genel Yayın Yönetmeni
Ayan Demirdağ

Editör
D. Ali Gültekin

Dizgi ve Sayfa Düzeni
Hasan Demir

Kapak
Bizim Kitaplar

Baskı Cilt
Vesta Ofset



Ankara Cad. Konak Han Kat 5 No: 43
Cağaloğlu/İst.
Tel: 0.212.528 35 51 – Fax: 0.212. 528 35 52
www.bizimkitaplaryayinevi.com
bizimkitaplar@bizimkitaplaryayinevi.com

Kapitalizmin Çöküşü

Richard A. Posner

Türkçesi:
Nurcan İnce Ateş

Bizim Kitaplar
İstanbul, 2009

İÇİNDEKİLER

Önsöz 7
1. Bunalım ve Bunalımı Doğuran Nedenler 19
2. Bankacılık Sektöründeki Kriz.....45
3. Esas Nedenler.....67
4. Bunalım Niçin Beklenmiyordu Sorusu 95
5. Hükümet Harekete Geçiyor.....115
6. Her İşte Bir Hayır Var Mıdır? 163
7. Kapitalizm ve Hükümet Hakkında Öğrendiklerimiz.....173
8. Ekonomi Mesleği Ayakta Uyuyor.....185
9. Sorumluluğu Paylaştırma 197
10. İlerleme Yöntemi 209
11. Muhafazakarlığın Geleceği 219
Sonuç 227
Daha Fazla Bilgi Almak için Okunabilecek Kitaplar.....237

ÖNSÖZ

Dünya bankacılık sistemi geçen sonbahar çöktü, trilyonlarca dolarlık yaşatma desteği sağlandı ama hâlâ koma halinde. Belki de durumun vahametini olayın bu kadar içinde olmamızdan dolayı kavrayamıyor olabiliriz. Sadece örtmeceden yana zengin bir kelime dağarcığı, ekonominin başına gelene "ekonomik durgunluk" adını veriyor. Oysa bunun çok ötesinde bulunmaktayız. 1930'ların Büyük Bunalım'ından bu yana en büyük ekonomik krizin ortasında bulunuyoruz. Kriz, Aralık 2007'de *durgunluk* – doğrudur – olarak *başladı*. Ekonomik çöküş çok hafif değildi ama ekonomistlerin durgunluğun o zaman başladığını kabul etmeleri neredeyse bir yıllarını aldı. (Ekonomistler, ekonomik sıkıntılarımızın gecikmeli göstergeleri haline gelmişlerdir.) Durgunluk, önceki yaz "eşikaltı" (subprime) – çok riskli – ipotekli konut kredisi (mortgage loans) piyasasının çökmesine neden olan konut fiyatlarının ülke çapında keskin bir şekilde düşmesiyle tetiklenmişti. Konut fiyatlarında 2000'lerin başında sürdürülemez bir fiyat artışı olmuştu. Piyasa, konutların artık bu denli süper bir yatırım aracı olmadığına hükmedince, evlerinin değerine göre aşırı ipotek borcu olan insanlar kredi borçlarını ödeyemez duruma yani temerrüde düştüler, bu durumda da ya evlerinden vazgeçtiler, ya da haczedildiler. Sonuç, bol miktarda geri ödenemeyen ipotekli kredi (mortgage) borçlarının yanı sıra, piyasanın satılmayıp elde kalmış konuta boğulması ve konut inşaatı miktarında esaslı bir azalma meydana gelmesi oldu. 2007 yazında yatırım bankası Bear Sterns'in sahibi olduğu ipotek kredisi veren iki "serbest" (hedge) yatırım fonu, Amerikan Home Mortgage Corporation ve Fransız ban-

kası BNP Paribas'ın sahibi olduğu üç yatırım fonu ile birlikte iflas etti. Ülkenin ipotek kredisi veren en büyük kuruluşu olan Countrywide Financial Corporation, iflasını kıl payı önledi.

Mart 2008'de Bear Stearns de battığında, durgunluk ansızın bir finansal krize yakalandı. Kriz, Eylül ortalarında akut hale geldi; bu sırada Lehman Brothers'ın iflası, Merrill Lynch'in icra yoluyla satılması, iflasın eşiğindeki Fannie Mae ve Freddie Mac'a (dev ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredisi (residential mortgage) alıcıları ve sigortacıları) hükümet tarafından peşpeşe el konulması ve ülkenin en büyük sigorta şirketi olan American International Group'un (AIG) iflastan kurtarılması, borsada keskin bir düşüş yaşanmasını ve kredilerin dünya ölçeğinde donmasını tetiklemişti. Finansal sistemi kurtarmak için Merkez Bankası'nın (Federal Reserve–FED), Hazine Bakanlığı'nın ve Kongre'nin büyük çabaları birbirini izledi. Bu çabalar, bankacılık endüstrisinin (Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı veya kısaca TARP (Troubled Asset Relief Program) iflastan kurtarılması için Kongre'nin 700 milyar dolarlık kurtarma paketini yasalaştırmasıyla sonuçlandı. Ancak kurtarma paketi, durgunluğun daha da derinleşmesini önleyemedi. Detroit otomobil imalatçılarının iflasın eşiğine gelmesi ve ekonomik etkinliğin her yerde keskin bir şekilde azalması, Dow Jones Endüstri Ortalamasının Ekim 2007'de 14.000'den ve 26 Eylül (2008) itibariyle de 11.000'den 8.800'e (bu yazı yazıldığı sırada, yani Şubat 2009'da, 7.900'e düştü) düşmesi ve Merkez Bankası'nın deflasyonu önlemekteki umutsuz çabaları nedeniyle, 2008'in sonunda bu durgunluk 1930 Büyük Bunalım'ından beri Amerika Birleşik Devletleri'nin yaşadığı ilk ekonomik bunalım olarak görülmeye başlandı.

Saygın çevrelerde bu kelime bir tabudur ve bir tür büyülü düşünmeyi yansıtır: ekonomik krize "bunalım" demezsek, ortada bir bunalım filan da olmaz. Ancak son birkaç on yıllık zaman zarfında Amerikan ekonomisindeki mütevazı ekonomik çöküşleri yaşayan hiç kimse, bu çöküşleri şimdikine benzetilebilir sayamaz. Hükümetin aldığı ve almayı planladığı önlemler, halihazırda alınmış olan türden ya da belki de Büyük Bunalım

zamanında alınmış olması gereken türden radikal önlemler alınmadıkça, kendimizi neredeyse müthiş bir belanın içinde bulacağımıza dair korkuya işaret etmektedir. Bu da, ekonomik çöküşün, hükümet müdahalelerinin radikal olmasının ve ekonominin geçirmekte olduğu şeyi bir bunalım olarak mimleyen yaygın kriz anlayışının vahametini göstermektedir.

Kelimenin yaygın olarak kabul gören bir tanımı yoktur, ancak ben bu kelimeyi (bunalım) deflasyona (fiyatların düşmesi) neden olan ya da deflasyona yol açma tehdidinde bulunan ve çok yaygın bir kamusal kaygı yaratan aşırı üretim düşüşü olarak, ekonomik ve siyasi elitler arasında da, son derecede pahalıya mal olan iyileştirme çabaları gerektiren kriz anlayışı olarak tanımlıyorum. Çöküşün ne kadar uzun süreceğini söylemek için çok erken ama teslim ve itiraf ediyorum ki uzun sürmesi, ki Büyük Bunalım'ın çok akılda kalıcı bir özelliğidir (özellikle de A.B.D'de), bunalımların genel göstergesidir. Ancak bu durumun son yarım yüzyılda yaşanan her durgunluğu süresi bakımından geçmesi bekleniyor.

Muhtemelen Büyük Bunalım'ın ortasında yaşandığı gibi, üretimde %34'lük bir azalma ya da %24'lük bir işsizlik oranı görmeyeceğiz. Ancak "Büyük Bunalım" ile basit bir durgunluk arasında anlamsal bir boşluk bulunmaktadır; özellikle de eğer, bu kez pekala da olduğu gibi, Büyük Bunalım'ın tekrarından kaçınmak için sarfedilecek "başarılı" bir çaba, ekonomi üzerinde muazzam ölçüde uzun vadeli bedelleri dayatıyorsa. Çünkü ekonomik bunalımın bedeli sadece ekonomik iyileşme başlamadan önceki üretimin ve istihdamın kaybından ibaret değildir; enflasyon gibi kriz sonrası ortaya çıkan bedeller de dahil, iyileşmenin de bedelidir; siyasi bedelleri de olabilir.

Bu yazı yazıldığı sırada, federal hükümet, ekonomik iyileşmeyi hızlandırmak için umutsuz bir çaba içinde, 7.2 trilyon dolar (5.2 trilyon Merkez Bankası tarafından, 2 trilyon Hazine Bakanlığı tarafından) harcamıştır ya da harcamayı üstlenmiştir (Buraya, yasalaştırılacağı kesin göründüğü için, şu anda Kongre marifetiyle yolda olan ekonomik canlandırma paketini de ekliyorum) ve kredi ve mevduatlar için de 2 trilyon doları daha ga-

ranti etmiştir. Kamu borçlarında (national debt) devasa bir artışın tartışmasız gerçeğiyle karşı karşıya bulunmaktayız ve 1980'lerin başında olduğu gibi, gelecekteki enflasyon oranının olasılığı o kadar yüksek ki, Merkez Bankası, fiyat istikrarını eski konumuna getirmek için şiddetli bir durgunluğu (faiz oranlarında ani bir sert yükselişi gerçekleştirmek suretiyle) yönetmek zorunda kalacaktır. Böyle bir durgunluk, ekonomik kriz sonrası meydana gelen artçı bir sarsıntı ve dolayısıyla da mevcut krizin bir bedeli olacaktır. Eğer aynı zamanda faiz oranları da artarsa astronomik boyutlardaki kamu borcunu dengelemek için hükümet, vergileri artıracak ve artçı sarsıntı da daha büyük olacaktır. Merkez Bankası'nın bunalım sonrası durgunluğun sancısını kesmek için, faiz oranlarına baskı yapmak suretiyle şişme ve patlama döngüsünü yeniden başlattığını farzedelim. Kısacası, mevcut ekonomik çöküş aylar içinde durdurulsa bile, çöküşü durdurmak için hükümetin alacağı olağanüstü önlemler yıllar boyunca sürecek derin ekonomik sorunlara neden olacaktır.

Bazı muhafazakarlar ekonomik bunalımın akıllıca olmayan hükümet politikalarının bir sonucu olduğuna inanıyorlar ama ben bunun bir piyasa başarısızlığı (market failure) olduğuna inanıyorum. Hükümetin miyopluğu, pasifliği ve aptalca yapılan hatalar ve birkaç beklenmedik etken, durgunluğun balon gibi şişerek bunalıma dönüşmesine geçit vermede kritik bir rol oynadı oynamasına ama finansal endüstriye hiçbir hükümet müdahalesi olmasa bu seferde, ekonomi büyük olasılıkla hâlâ bir bunalımda olurdu. O halde buradan çıkaracağımız ders, bizim modelimizdeki bir kapitalist ekonominin raydan çıkmasını engellemek için daha aktif ve daha akıllıca davranan bir hükümete ihtiyacımız olduğudur. Finansal endüstriden devlet denetiminin kaldırılması çalışması, bırakınız yapsınlar (laissezfaire) kapitalizminin zorlukları yenme gücünün – kendi kendini iyileştirme gücünün – abartılması nedeniyle ölçüyü kaçırmıştır.

Ekonomik kriz henüz gelişme aşamasındayken, onu anlamak ve gerekli dersleri çıkarmak için pür dikkatimizi aşağıdaki

sorulara vermemiz gerekir: Bu ekonomik bunalım tam olarak nedir – basit bir likidite krizi mi? Finansal ödeme gücü krizi mi? Yoksa başka bir şey mi? – bunalıma zemin hazırlayan neydi? Bunalımın esas nedenleri nelerdir? Bunalım neden beklenmiyordu? Hükümet bunalıma ne kadar iyi müdahalede bulunuyor? Bunalım tam bir felaket mi, yoksa kurtarıcı bir takım ekonomik ve politik sonuçları olabilir mi – her felakette bir hayır var mıdır? Bunalımdan, kapitalizm, hükümet ve ekonomi mesleğine dair ne dersler çıkarabiliriz? Gelecekte meydana gelebilecek bunalımları önlemek için neler yapılabilir? Bunalımı önceden görememiş ve önleyememiş olmaları bakımından kimler ya da hangi kurumlar kusurludur? Bunalımdan çıkarılacak ana siyasi ders nedir? Bu çalışmada tartışmamı bu sorular çerçevesinde ele alacağım.

Medya, gazete ve televizyonlar da krize geniş kapsamlı, hareketli, çoğu zaman sağgörülü, hatta heyecan dolu bir yer vermektedir ama "Wall Street"i aç gözlülük ve savurganlıkla suçlayan bilgisiz eleştiriler ve haber yorumları da artık ahmaklaşmaya varmaktadır. (Gazeteciler, iş adamlarının nasıl insanlar olduğunu sanıyorlar?) Bu yayın alanının tam kapsamı dehşet verici olmasına rağmen, çoğu, kişisel anlatılara dayalı, geçici ya da her ikisi birden olan haberlerdir. Genel olarak bunalımları ve hatta sadece bu bunalımı konu alan, hem basına özgü, hem de akademik, bolca kitap ve makale bulunmaktadır. Ancak bu yazıların çoğu, kendi çıkarını gözeten yazarlarca yazılmakta, ya da uzman olmayan insanların anlayamayacağı kadar teknik bir dil kullanmakta, ya da gelişmelerin aylarca gerisinden gelmekte, ya da finansal sisteme ilişkin çok fazla ön bilgiyi (aşırı "tüyomsu") varsaymakta, ya da daha uçta, yüzeysel olmaktadır. Benim ve bugün yaşayan pek çok insanın yaşamında gördüğü Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük ekonomi felaketinin can alıcı boyutlarının az ve öz, yapıcı, jargonlardan ve kısaltmalardan arınmış, teknik bir dille anlatılmayan, sansasyonel olmayan, anekdotlara takılıp kalmayan, çözümleyici bir incelemeye ihtiyacı vardır. Bu kitap bu ihtiyacı karşılamaya çalışmaktadır.

Odak noktam, gidişat, nedenleri ve bunalımın önerilen reçeteleri üzerine olacaktır ama aynı zamanda diğer anlatılarda görece olarak çok az yer alan noktaları da vurgulayacağım. Burada vurgulayacağım noktalar şöyle sıralanabilir: bunalımın politik boyutları, bunalıma müdahale etmek bakımından geleceği görme ve yol göstermeye ilişkin ekonomi mesleğinin hayal kırıklığına uğratan performansı, ideolojinin ekonomi politikasını nasıl çarpıtabildiği, bunalım ekonomisinin doğasında var olan kısıtlamaları, aklı başında işadamları ve tüketicilerin çıkarcı kararlarının bir bunalıma nasıl yol açtığı (böylece psikolojik açıklamalar aramaya gerek kalmıyor) ve devlet adamları ve ekonomistlerin finansal bir krizi önceden görmeyi ve bunun bir bunalıma dönüşmesine engel olmayı beceremeyişlerinin, diğer devlet adamları ve diğer profesyonellerin tıpkı Pearl Harbor baskını ya da 11 Eylül saldırıları ya da Katrina kasırgasının New Orleans'ı yıkması olaylarında olduğu gibi, başka felaket olaylarını önceden görmeyi ve bunlara engel olmayı beceremeyişlerini ne kadar da hatırlattığı. (Bu benzerlikleri tartışırken felaket ve haber alma hataları üzerine yapmış olduğum önceki çalışmamdan yararlanıyor olacağım. Bkz. *Catastrophe: Risk and Response* [2004] ve *Preventing Surprise Attacks: Intelligence Reform in the Wake of 9/11* [2005] adlı kitaplarım.)

Kültürlü insanlara yönelik yazmak, ama aynı zamanda da uzmanların ilgisini çekebilecek noktaları önermek üzere basite indirgemeden, kolay anlaşılır bir dille yazmaya çalıştım. Alışılagelmiş akademik dipnotlar düzeninden ve alıntılardan kaçındım. Yine de, çok ilginç ve güncel bir konuda geniş kapsamlı okuma yapmak isteyenler için kitabın sonunda daha fazla bilgi almak üzere okunabilecek kitapları listeledim. Konu ile ilgisi olmayan ayrıntılara yer vermemeye özen gösterdim; kitap çok genel bir araştırmadır ve makroekonomist olmadığım için de bu mesleğin mensubu olmayan dışarıdan birinin bakış açısını yansıtmaktadır – ancak böyle bir bakış açısına da itibar edilebilir.

Sadeleştirme amacıyla, Federal Merkez Bankası Sisteminin üst üste binen idari organlarını —Federal Merkez Bankası Sis-

temi Yöneticiler Kurulu (the Board of Governors of the Federal Reserve System) ve Federal Serbest Piyasa Komitesi (the Federal Open Market Committee) — birbirlerinden ayırmıyorum ama bu organları tek bir kurum sayıyorum, Merkez Bankası (the Federal Reserve). Para arzını Serbest Piyasa Komitesinden ziyade yöneticiler kurulu denetlemektedir ama aynı kişi her ikisinin de başkanıdır ve her ikisine de yön vermektedir, dolayısıyla benim açımdan bu iki organı birbirinden ayırmaya gerek yoktur. Kitapta ayrıca, finansal aracı kurumların (işi borçlanılmış sermayeye faizle borç vermek olan şirketlerin) hepsini kapsamak için bolca "banka" ve "bankacılık" kelimelerini kullandım çünkü ticari bankaları yatırım bankaları ve diğer banka dışı finansal aracılardan ayırmak için kullanılan sınırlar çok belirsizleşmişti. Dar anlamda bankalar hakkında konuşmak istediğimde ama bağlamdan bu anlaşılamadığı zaman "ticari banka" kavramını kullandım.

İlk beş bölüm ekonominin kendisini nasıl ve niçin böyle bir çıkmaza soktuğunu ve hükümetin ekonomiyi bu durumdan kurtarmak için ne yapmaya çalıştığını ve bunu başarmanın ne kadar mümkün olduğunu anlatmaktadır. Son altı bölüm başlıca, bu çöküşten ve ondan kaçınma ya da hafifletme çabalarından çıkarılacak dersler – bir dahaki bunalımdan kaçınmamıza yardım edebilecek dersler – üzerine odaklanmaktadır.

Bazıları, bunalım sona ermemişken ve gerçekten de henüz dibi görünmemişken bunalıma ilişkin yazı yazmayı erken sayabilir. Ancak bunalım sona erdiğinde, edinilmiş bilgi ve tecrübe, tarihi yeniden yazacaktır. Haftalardır beklenen 2009 Amerikan İyileşme ve Yeniden Yatırım Yasası'nın (American Recovery and Reinvestment Act of 2009) geçirilmesiyle bir bunalıma karşı kullanılabilecek hayal edilebilir neredeyse bütün silahlar konuşlandırılmış olacaktır (gidişatta ve vurguda sayısız değişiklik beklenebilir) ve bu silahların yeterli olup olmayacağına karar vermek ve bunalımın artçı sarsıntılarını geçirmek, örneğin dört nala giden enflasyon gibi, yıllar alabilecektir. Geçici olarak da olsa, başlangıç olarak, Amerika ve dünyayı derinden etkilemesi muhtemel çok ciddi bir iktisadi olayın envanterini yapmak için

bu, uygun bir zamandır. Irving Fisher'in Büyük Bunalım üzerine yazılmış öncü niteliğinde olan makalesi bunalım sona ermeden çok önce, 1933 yılında çıkmıştı ve John Maynard Keynes'in son derecede etkili olan *İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi* adlı eseri, ekonomik bunalım Amerika Birleşik Devletleri'nde sona ermeden çok önce, 1936 yılında çıkmıştı.

Ancak ben bu olayın ortasında yazdığımdan, bu kitabın yayınlanmasından bir hafta sonrasından başlamak üzere krizle ilgili haftalık olarak yazı yazacağım ve kitabı sürekli olarak güncelleyecek bir blog oluşturmaya karar verdim (adını "The Posner Economic Crisis Blog" koyacağım). Okurlardan gelecek yorumlar memnuniyetle karşılanacak ve yayınlanacaktır. Ayrıca, en sağgörülü ve aydınlatıcı yorumların çoğuna zamanım elverdiğince cevap vereceğim.

Bu benim için tamamen yeni bir girişim değildir. Ekonomist Gary Becker ve benim ekonomi politikası konularında haftalık bir Web güncemiz bulunmaktadır. (Bkz. "The Becker–Posner Blog," http://becker–posner–blog.com/.) Web güncemizde yazmaya, krizin belirmeye başladığı Haziran 2007'de başladık. O tarihte kriz yaşanacağını öngöremememe rağmen, gelişen olayların göstergelerinin yarattığı endişelerin gerçekçi olduğunu belirtmiştim. Bir bunalıma doğru sürüklendiğimizi fark etmeden önceki düşüncelerimi merak edenlerin 24 Haziran, 19 Aralık ve 23 Aralık 2007 tarihli blog kayıtlarıma bakmaları gerekmektedir. Mali krizin bütün gücüyle vurduğu Eylül 2008'de başlayan blog kayıtlarımdan bazı maddeleri, çeşitli yerlerine serpiştirerek kitabın kapsamına dahil ettim.

Kitapta ele aldığım birtakım konulardaki verimli tartışmalar için blog ortağım Gary Becker'a ve oldukça yararlı araştırma yardımları için Laura Bishop, Ralph Dado, Justin Ellis, Anthony Henke, ve Michael Thorpe'a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, Robert Lucas'la yaptığım bir sohbet ve bana sağladığı yararlı malzemeler, Lynn Maddox'la yaptığımız bir tartışma ve Myron Scholes'la yaptığım e–posta alışverişi bana değerli anlayışlar kazandırmıştır. Lee Lockwood ve Christian Opp, teknik iktisadi hataları ve kitabı geliştirmek üzere değerli önerilerin yapıldığı

süreçte metnin müsveddesini dikkatle kontrol etmişlerdir. Michael Aronson, Douglas Baird, Larry Bernstein, Michael Boudin, Nathan Christensen, Kenneth Dam, Benjamin Friedman, Rebecca Haw, Ashley Keller, William Landes, Jonathan Lewinsohn, Jennifer Nou, Charlene Posner, Eric Posner, Kenneth Posner, Raghuram Rajan, Andrew Rosenfield, Andrei Shleifer, ve Luigi Zingales önceki müsvedde üzerinde son derecede yararlı yorumlarda bulunmuşlardır. Friedman'ın projeme yardımı özel bir teşekkürü hak etmektedir. Ayrıca, teşviki, bu projenin usta yönetimi, ve pek çok sağgörülü yorumları için Harvard University Press'teki editörüm Aronson'a teşekkürü bir borç bilirim. Geriye kalan hatalardan, adı geçenlerin hiç biri sorumlu değildir.

2 Şubat 2009

Kapitalizmin Çöküşü

1
Bunalım ve Bunalımı Doğuran Nedenler

Mevcut ekonomik kriz dramatik bir olaylar silsilesi sonucunda meydana gelmiştir. Bunlar şöyle sıralanabilir: düşük faiz oranları, konut piyasası balonu, bu balonun sönmesi, bankacılık sisteminin çöküşü, çılgıncasına harcanan canlandırma çabaları, üretim ve istihdamda düşüş, deflasyon belirtileri, ekonominin düzelmesi için başvurulan hırslı bir program. Bu silsileyi ortaya çıkarmam ve her bir aşamanın kendisinden önce gelen aşamanın içinden çıkarak nasıl geliştiğini açıklamam gerekiyor. Bu bölüm, bunalımın ve bunalımla mücadelenin temel ekonomisinin kısa bir krokisi ile başlayıp ardından bu bunalımın ayrıntılarına dönecektir.

Ekonomide yaşanan bir şokun – diyelim ki, insanların evlerinin ve menkul kıymetlerinin değerinde ani bir düşüş oldu – kişisel tasarrufların değerini düşürdüğünü ve insanları, tasarruflarını yeniden oluşturabilmeleri için daha az harcama yapmaya sevkettiğini farz edelim. Bu durumda mal ve hizmetlere olan talep düşecektir. Şoktan önce talep ve arzın ikisi de X idi; ama şimdi talep X–Y olacaktır. Buna mal ve hizmetin potansiyel satıcılarının tepkisi nasıl olacaktır? Eğer – önemli bir varsayım – bütün fiyatlar, emeğin fiyatı (ücretler) da dahil, tamamen esnek olursa, satıcılar, emeğin satıcıları (işçiler) da dahil, mümkün olduğunca çok alıcıyı ellerinden kaçırmamak için fiyatlarını düşüreceklerdir. Daha az satın aldıkları için daha fazla tasarruf eden tüketiciler ve daha düşük fiyatlar yüzünden faiz

oranları – tasarruflar üzerinden elde edilen gelir – düşecektir çünkü bir tasarruflar ya da birikimler bolluğu olacaktır. Faiz oranlarının düşmesi borç almaya sevk edecektir; ve daha fazla borç alma ve düşük fiyatlar yüzünden de harcama kısa süre içinde krizden önce bulunduğu duruma geri dönecektir. Böyle olmasının bir sebebi tüketicilerin hepsinin işçi olmamasıdır. İşçi olmayanlar ve bu nedenle de gelirleri zarar görmemiş olanlar fiyatlar düştükçe daha fazla mal ve hizmet satın alacaklardır.

Bu kendi kendini dengeleyen klasik iktisadi dalgalanmalar kuramındaki kusur, bütün fiyatların esnek olmamasıdır; özellikle de ücretler esnek değildir. Bu durum başlı başına sendika müzakereli iş sözleşmeleri ya da diğer iş sözleşmelerinden kaynaklanmamaktadır. A.B.D' de özel sektörde az sayıda işveren sendikalaşmıştır ve az sayıda sendikasız işçi sözleşmeyle garanti edilmiş bir ücret almaktadır. Ancak, ücretler esnek olsa bile, ürünlerine olan talep azaldığında işverenler genellikle işçileri işten çıkarmayı ücretleri düşürmeye yeğ tutmaktadır. Genellikle yöneticinin ücretinin yarısına denk düşen ikramiyelerinin, bazen tamamının kesilmiş olmasına rağmen bile işine son verilen bütün mali işler yöneticilerini düşünün.

İşverenlerin işten çıkarmaları ücretleri kesmeye yeğlemesinin birkaç nedeni vardır. (1) İşten çıkarmalar genel giderleri azaltır. (2) İşten çıkarmak için en az üretken olan işçileri seçmek suretiyle bir işveren işgücünün verimliliğini arttırabilir. (3) İşçiler ücretlerindeki azalmaya daha az sıkı çalışarak, ya da tam tersine, böyle yaparak *kendilerinin* işten atılma olasılıklarını azaltabileceklerini düşünüyorlarsa, daha sıkı çalışarak karşılık verebilirler. (4) Bir fabrika veya ofiste çalışan bütün işçilerin ücretleri kesildiğinde hepsi mutsuz olur; işten çıkarmalar sayesinde bu mutsuz işçiler o işyerini terk ederler.

Eğer ücretler yeterince düşerse, pek çok işçi çok düşük bir ücret için çalışmak yerine zamanlarını daha iyi kullanacak bir yol bularak (örneğin daha fazla eğitim almak gibi) kendiliğinden işten çıkacaktır.

İşçinin ücretini kesmek yerine, çalışma statüsü tam–zamanlı çalışmadan yarı–zamanlı çalışmaya düşürülürse, işveren-

lerin işten çıkarmaları tercih etme nedenleri azalmış olur. İşçi hâlâ takımın bir parçasıdır ve düşük ücret almasından kaynaklanan üzüntüsünü başka bir yarı–zamanlı işte çalışarak ve böylece de eski tam gelir düzeyine kavuşarak giderebilir. Dolayısıyla, çalışma statüsünün tam–zamanlı çalışmadan yarı–zamanlı çalışmaya düşürülmesi, ücret kesintisi yapmaktan daha olağandır. Benzer şekilde, ikramiye indirimi maaş kesintisine göre daha az moral bozucu bir durumdur. İkramiye alma beklentisi, bir kişinin çıplak maaşını almaya devam etme beklentisine göre daha az olur. Böylece ikramiye kesildiğinde, kişi daha az hayal kırıklığına uğramış olur.

Örneğimde olduğu gibi, üretimi X'ten X–Y'ye düşürmek ve böylece dengeyi yeniden sağlamak için, üreticiler ve mal ve hizmetlerin diğer satıcıları, örneğin perakendeciler, işçileri işten atmaya başladığında talep muhtemelen daha da azalır. Yani, Y daha büyük bir rakam olur. İşsizlik, önceden istihdam edilmiş olanların gelirlerini düşürür ve ekonomik beklentilere ilişkin belirsizlik – işsiz olan kişilerin benzer bir iş bulup bulamayacaklarına ya da ne zaman bulacaklarına ilişkin belirsizlik ve hâlâ istihdam edilenlerin de işlerini kaybedip etmeyeceklerine ilişkin belirsizlik – yaratır. İşten çıkarılan işçiler daha az para harcar çünkü harcayacak daha az paraları vardır. İşten çıkarılmamış olanlar da sırada kendilerinin olmasından korkarak gelirlerinin daha çoğunu biriktirmeye başlarlar. İnsanların ne kadar az maddi birikimleri varsa, özellikle de sağlam olanlar, maddi birikimlerini artırmak için kişisel tüketim harcamalarını o kadar daha kısacaktır ve bu yüzden de üretim o kadar daha azalacaktır. Faiz oranları da düşecektir ama pek çok kişi (harcamaları için daha fazla para sağlayarak ekonomik etkinliği artıracak olan) borç almaktan korkacaktır. Dolayısıyla, düşük faiz oranları tüketim maliyetini azaltsa da, harcama önemli ölçüde artmayacaktır. İnsanlar, gelirlerinin düşmeye devam etmesi riski yüzünden ihtiyati tasarruflara sahip olmak isteyeceklerdir.

Yine de, kötüye doğru gidiş sarmalının devlet müdahalesi olmasa bile dizginlenemez hale gelmesi olası değildir; bunun koşulu şudur: ekonomiyi bunalım rotasına sokmaya başlayan

krizlerin ya son derecede şiddetli olmaması gerekir, ya da yaygın aşırı borçlanma yüzünden bankaların sermayesini artık büyük miktarda borç para veremeyecek düzeye indiren temerrütleri arttırmaması gerekir. Aksi durumda tüketim düzeylerinin devamlılığını sağlamak için borç almak isteyen tüketiciler bunu yapamayacaklar ve borç alamamaları mal ve hizmetlere olan talebin düşmesini hızlandıracaktır. Ticari etkinlik önemli ölçüde azalacak ve hayati önem taşıyan kredilere bağlı olacaktır; bunun nedeni kısmen üretim ve dağıtım maliyet harcamalarının nerdeyse her zaman gelirlerin tahsilinden önce yapılmasıdır.

Azalmaya devam eden talep yüzünden, satıcılar daha fazla işçiyi işten çıkaracaklar, bu da talep üzerindeki düşüş baskısını daha da artıracaktır. Ayrıca, bütün müşterilerini kaybetmekten ve satılamayacak mal stokunu yüklenmekten kaçınmak amacıyla da satıcılar fiyatlarını düşüreceklerdir. Fiyatlar düştükçe, tüketiciler fiyatların düşmeye devam edeceği beklentisiyle paralarını biriktirmeye başlayabilecek ve hiç borç almayacaklardır. Düşmeye devam etmesi beklenen fiyatlar yüzünden, kredilerini daha fazla satın alma gücüne sahip dolarlarıyla – çünkü aynı tutardaki dolar daha fazla mal ve hizmet satın alacaktır – geri ödüyor olacaklardır. Buna, enflasyondan farklı olarak – paranın değerinin arttığı – deflasyon denir. Çünkü paranın değerinin düştüğü enflasyonda, aynı miktarda mal ve hizmet daha çok parayla elde edilmeye çalışılır.

Talebin azalmaya devam etmesiyle, iflaslar ve işten çıkarmalar artar, gelirler düşer, fiyatlar daha da düşer ve böylece daha fazla iflas, vs. gerçekleşir, yani kötüye gidiş sarmalı devam eder. Bu sarmallar – daha eski bir ifadeyle "kısır döngüler" – felaketin formülüdür; diğer örnekler salgın hastalıklar ve küresel ısınmadır. Büyük Bunalım'ın ortalarında yazan Irving Fisher, bunalımın "normal şartlarda her zaman istikrarlı bir dengede olan ama belli bir açıyı aşıp yan yattıktan sonra, artık dengeye dönüş eğilimine sahip olmayan, bunun yerine, dengeden daha da sapan bir geminin "alabora" olması gibi bir şey" olduğunu söylemişti.

Dolayısıyla bu tam olarak, bir bunalımda baş suçlu olan sağlam bir sistemin ilk krizi değildir; bu, sistemin kendisini

krize alıştırma sürecinin kırılganlığıdır. Bu da, bu kırılganlığa kurumsal müdahalenin yeterliliğini kritik bir noktaya getirmektedir.

Deflasyon sarmalına kurumsal müdahalelerden biri, belli bir miktar dolar eskiden satın aldığından daha fazla mal satın alamadığı için Merkez Bankası'nın para arzını artırmasıdır. Merkez Bankası çeşitli yollardan para yaratır. En alışagelmiş ama en içgüdüsel olmayanı, federal fon oranlarını değiştirmektir; bunu daha sonra tartışacağım. Bir başka yol, bankalardan, örneğin hazine bonoları gibi, federal menkul kıymetler satın almaktır. Bankaların bu satıştan elde ettiği nakit, borç verebilmeleri için kullanıma hazır olmaktadır ve borç alanın banka hesabına yatırılan kredi gelirleri de harcanmaya hazır dolar miktarını artırmaktadır. Merkez Bankası deflasyondan korktuğu için mevcut krizde para arzını genişletmektedir ama sınırlı bir başarı sağlamaktadır. Çünkü bankalar iflasın eşiğine geldiklerinden ya da hatta eşiği aştıklarından, bir bunalım döneminde verilen çoğu kredinin riskli olması gibi, riskli kredi vermekten korkmaktadırlar. Bu yüzden, sermayelerinin gittikçe daha fazlasını federal hükümet tarafından çıkarılan kısa vadeli menkul kıymetlere yatırmaktadırlar. Bu menkul kıymetler ABD Hükümeti'nin tam güveni ve kredisi ile garanti altındadır.

Bu menkul kıymetleri satın alma yarışının sonucu bu kıymetlerin faiz oranlarını neredeyse sıfıra indirmek olmuştur. Hiç faiz getirisi olmayan kısa vadeli federal menkul kıymetler nakde eşdeğerdir. Bankalar borç vermek yerine ellerinde nakit ya da nakdin eşdeğerini tutmak istediklerinde, Merkez Bankası'nın nakde eşdeğer menkul kıymet alımı icraatının para arzını artırmaya etkisi olmaz. Bu nedenle, eğer Merkez Bankası borcu peşin satın alırsa, satıcı borç üzerinden aldığı faiz gelirini yerine geri koymak için nakit borç verir umuduyla, Merkez Bankası artık bankaların yanı sıra başka finansal şirketlerden başka borçlar, pozitif faiz oranına sahip borçları satın alıyor. Ama bu program da henüz çok bir başarı sağlamadı. Eğer kişiler ve şirketler geleceğin onlara ne getireceğinden son derecede endişe duyuyorsa, düşük faiz oranları onları borç almaya sevk etme-

yecektir.

Para politikası X–Y'nin talebi ve X'in arzı arasındaki boşluğu kapatmak suretiyle, talebi arza eşitlemeyi başaramıyorsa, belki kamu harcamaları (government spending) bu işi görebilir. Hükümet Y değerindeki mal ve hizmetleri satın alabilir, böylece kişisel talebi kamu talebiyle değiştirebilir, ya da insanların harcamak için daha fazla parası olsun diye vergileri Y kadar indirebilir (ya da örneğin zamlı işsizlik yardımları gibi, insanlara vergi sonrası gelir sağlar), ya da her ikisini birden yapabilir. Hangi rotayı izlerse izlesin, açığa dayalı harcamalarla (deficit spending) meşgul olacaktır. Programın satın alma faslı, vergi kesintileri gibi, vergilendirme yoluyla değil, sadece borç alma yoluyla (ya da programın masraflarını üstlenmek üzere Merkez Bankası'nın para yaratması yoluyla) finanse edilebilir, çünkü vergi tahsilatıyla finanse edilirse, bu toplam talebi artırmayacak, ekonomiye bir eliyle enjekte ettiğini diğer eliyle alacaktır. (Hükümetin insanları işe alma yoluyla işsizliği azaltabileceği her zaman aşikardı. Devleti bunalımla mücadele aygıtı yapan şey, programı vergiler yoluyla finanse etmeksizin bunu yapmasıdır.) Bu yazı yazıldığı sıralarda, Kongre, altyapı onarımı için yapılacak kamu harcaması (public spending) ve diğer bayındırlık hizmetleri projeleri, artı vergi indirimleri ve diğer devlet yardımlarını da kapsayan geniş kapsamlı bir açığa dayalı harcama programını yasalaştırmak üzeredir.

Böyle bir şey bunalımın ve bunalımdan çıkmanın anatomisidir. Ancak, bunalımın ya da durgunluğun başka türleri de vardır ve bunlar arasındaki farkı görmemiz gerekiyor. Az da olsa ilginç ve genellikle en az ciddi olan türünde, piyasanın normal görevleri dışında öngörülmeyen bir kriz, piyasa dengesini altüst eder. 1970'lerin başlarında ve ardından da sonlarında petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar ve 11 eylül 2001'deki (o yılın başında başlayan durgunluğu derinleştiren) terörist saldırılar bu bakımdan örnekleyicidir. 1982'nin bir bölümü için işsizliğin yüzde 10' u aştığı 1980'lerin başında yaşanan durgunluk örneğiyle tasvir edilen ikinci türü ise, yapay olarak başlatılmış bir durgunluktur. Merkez Bankası, faiz oranlarındaki abartılı artışla

yüksek oranlı kronik enflasyon haline gelmeye başlayan durumu sona erdirmişti. İki durgunluk türünde de kimsenin hatası yoktur üstelik ikinci tür durgunluk, ekonominin uzun vadeli sağlığına yararlıydı.

Üçüncü ve en tehlikeli olan durgunluk/bunalım yatırım balonunun patlamasından kaynaklanmaktadır. Bu tür, adeta içeriden kaynaklanan bunalımdır ve her ne kadar 1990'ların başlarındaki küresel durgunluk dahil diğer bunalım ve durgunluk örnekleriyle izah edilse de, hem 1930'ların bunalımı hem de şu anki bunalım örneğiyle tasvir edilen türdür. Balon, nüfus artışı ya da ürün kalitesindeki düzelme nedeniyle artan talep gibi, değeri tayin eden ekonomik temellerin birindeki bir değişiklikle açıklanamayan, bazı varlıklar sınıfının değerinin aşırı şişmesidir. Ancak bir balon genellikle, sistemin dayandığı temellerin artık değiştiği yönünde yanlış olduğu meydana çıkan bir *düşünce* – örneğin teknolojik gelişmeler nedeniyle bir piyasanın ya da tüm bir ekonominin yeni bir büyüme çağına girdiği düşüncesi – nedeniyle üretilir. Gerçekten de, balonların ana sebebi budur.

Menkul kıymetler borsası balonu 1920'lerde gelişmeye başladı, mantıklı bir iyimserlikle beslendi (1924–1929 yılları arası eşi görülmemiş ekonomik büyüme yıllarından biriydi) ve bankaların, borsada hisse senedi spekülasyonu yapmak isteyen kişilere çok cömert koşullarda borç vermeye istekli olmasıyla etkinleşti. Hisse senedinin alış fiyatının sadece yüzde 10'unu ödemeniz gerekiyordu; geri kalanını banka borç verecekti. Bu riskli bir borç verme işlemiydi çünkü hisse senedi fiyatları yüzde 10'dan daha fazla düşebilirdi ve gerçekten de düştüğünden, bu, riskli bir borç verme işlemiydi; ayrıca bu işlem 1929'daki menkul kıymetler borsası balonunun patlamasının yaygın banka iflaslarını neden hızlandırdığını da açıklamaktadır. Yeni kâr fırsatları ve düşük faiz oranları, aşırı borçlanmaya, yatırım balonuna, varlık değerlerindeki ani ve sert düşüş temerrüt miktarının artmasına neden olduğundan balon patladığı zaman kredilerin dondurulmasına, insanlar borç alamadığı için tüketimde hızlı bir azalmaya ve nihayet deflasyona neden olmuştu. Def-

lasyona yol açan aşırı borçlanma Irving Fisher'in Büyük Bunalım teorisinin özüydü ve şimdi tarihin tekerrür edebileceğine dair bir endişe duyulmaktadır.

1930'lar bunalımının *şiddeti* Merkez Bankası'nın deflasyonu önlemek için para arzını genişletmekteki başarısızlığından kaynaklanmış olabilir. Altın esasına dayalı olmamızla bağlantılı bir başarısızlık: talep edildiğinde para biriminin sabit bir miktar altınla değiştirilmesine olanak tanıyan bir ülke, altın rezervlerini artırmadan, ki bunu yapması zordur, para arzını artıramaz. Amerika Birleşik Devletleri 1933 yılında altın standardını terk etti ve hemen arkasından da ekonomik bir iyileşme yaşandı. Yine de, A.B.D' nin II. Dünya Savaşı'na girmesinden kısa bir süre önce ciddi olarak yeniden silahlanmaya başlamasına kadar bunalım devam etti. Bunalımın sürmesi, ekonomik gerilemeyi sona erdirmede görünür bir başarı elde eden altın esasından vazgeçilmesiyle birlikte, Roosevelt Yönetimi'nin iktidara gelişinin başlarında yapılan açığa dayalı harcamadan zamanından önce vazgeçmesinden kaynaklanmış olabilir.

1990'ların sonunda internet, telekomünikasyon ve diğer yüksek teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinde ufak bir balon oluşmuştu. Ancak, 11 Eylül 2001 terörist saldırılarının tetiklediği menkul kıymetler borsasındaki keskin düşüşte olduğu gibi, bu balonun patlamasının ekonominin geneli üzerine yalnızca makul bir oranda istenmeyen etkisi olmuştu.

Mevcut ekonomik kriz de benzer şekilde yatırım balonunun patlamasının doğal bir sonucudur. Balon, konut piyasasında başladı ama sonunda finansal endüstriyi de içine çekti. Düşük faiz oranları, konut kredileri, otomobil kredileri ve kredi kartlarının agresif ve iyi planlanmamış pazarlaması, bankacılık endüstrisinin denetim ve düzenlemesinde (regulation) azalma ve belki de vurguncu bir kültürün – risklere doymak bilmeyen bir iştahın, ki bu da geleneksel sermaye primindeki azalmayla (hisse senedine yapılan yatırımların ortalama getirisinin hisse senetlerinden daha az riskli olan tahvillere yapılan yatırımların ortalama getirisini geçen marj ile) izah edilebilir – doğuşu, özellikle de çoğunlukla borçla satın alınan, konut nitelikli gayri-

menkul üzerinde spekülatif borç vermeyi teşvik etti. 1929'da olduğu gibi, balonun sonunda patlaması, bankaların ve diğer finansal kurumların ödeme gücünü tehlikeye soktu. Şu anda ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredisi borcu muazzam boyutlardadır (2006'nın sonunda 11 trilyon dolardı) ve balonun patlaması sonucunda pek çok temerrüt bekleniyordu. Bu temerrütlerin başarılı bir şekilde üstesinden gelmek için finansal sistem, sermaye yapısında aşırı risk aldı. Sonuçta oluşan kredi krizi – borç alma ve borç vermede şiddetli bir azalma, gerçeği söylemek gerekirse, kredi işlemlerinde ekonomiyi ciddi şekilde altüst etmeye yetecek kadar uzun süreli fiili bir sona erme – genel ekonomik çöküşe zemin hazırladı. Ekonomik çöküş hisse senedi fiyatlarının değerini düşürdü bu da insanların kendilerini daha yoksul hissetmelerine neden olduğundan çöküşü alevlendirdi; çünkü insanlar kendilerini daha yoksullaşmış hissettikleri zaman, hatta yoksullaşmadan önce, önlem olarak daha az harcama yaparlar.

Ekonomik çöküş derinleştikçe bankaların ödeme gücü ikinci bir şoka uğradı: konut nitelikli gayrimenkulün haricindeki varlıklara dayalı banka kredilerinde temerrüt oranı arttı, çünkü borçluların çoğu finansal dar boğazdaydı. Daha da artması beklenmektedir. Finansal endüstri, ardışık borç katmanlarının soyularak sağlam bir göbeğinin olup olmadığının öğrenilmek istendiği bir soğana benzemeye başlamaktadır.

Peki ekonomik çöküş ne kadar şiddetli ve bundan ne kadar daha kötü olma ihtimali var? Eğer sadece 2008'in istatistiklerine bakılırsa (hâlâ 2009'un ilk çeyreğinde olduğumuza göre) durum çok korkunç görünmüyor: % 7,2'lik bir işsizlik oranı ve 2008 yılının son üç ayında önceki yılın aynı dönemine karşılık gelen düzeyinin %3,8 altında bulunan bir gayri safi yurt içi hasıla (ülkenin toplam mal ve hizmet üretiminin piyasa değeri) mevcuttur. Ancak ekonominin bu enstantane fotoğrafları henüz tamamlanmadı; 2007'den beri alınıp satılan hisse senetlerinin değerinde Amerikan bankalarının tahmini 2 trilyon dolarlık kaybıyla birlikte hesaba katılması gereken 8 trilyon dolar bir düşüş bulunmaktadır. Bu enstantane fotoğraflar aynı zamanda

yanıltıcıdır da. 2008 yılının başında işsizlik oranı yüzde 5'in altındaydı; birkaç gözlemci yüzde 7,2'de durgunluk dönemine girdiğini düşünmektedir. Caydırılmış işçiler ve tam zamanlı çalışma yerine, istemeyerek yarı zamanlı çalışan işçiler de "resmen" işsiz olarak bu orana katıldığı zaman, yeterli oranda yararlanılmamış işçilerin oranının Aralık 2007'deki yüzde 8,7'den, bir yıl sonra yüzde 13,5'e yükseldiğini görürüz, ki bu da mal ve hizmet satın almaya elverişli gelirde önemli bir düşüş olduğu anlamına gelmektedir. Gayri safi yurt içi hasılada yüzde 3,8'lik bir düşüş de, bu rakamın artması olası olduğundan yanıltıcıdır çünkü stok için üretim dahil edilmemiş olsaydı bu oran yüzde 5,1 olacaktı. Stokların çoğalması talepteki beklenmeyen düşüşün amaçlanmamış bir sonucudur. Stokların taşıma ücretleri oldukça fazladır ve artmış stokların aşırı indirimlerle paraya çevrilmesi olasıdır ancak fiyatların aşağıya çekilmesi bir deflasyon tehlikesini artıracaktır. Üstelik artmış stoklar paraya çevrilinceye kadar, stoktan satışlar yeni üretilen malların satışının yerini alacağından üretim de azalacaktır.

Ünlü makroekonomist Robert Lucas gayri safi yurt içi hasılanın 2008 yılında ortalama bir yılda olacağı düzeyin yüzde 4,1 altında (yani gayri safi yurt içi hasılanın yukarı doğru olan uzun dönemli eğim çizgisinin yüzde 4,1 altında) olduğunu tahmin ediyor ve eğer ekonomik etkinliğin görüş birliğine varılmış tahminlerine dayanarak yargıya varacak olursanız gayri safi yurt içi hasıla 2009'daki eğim çizgisinin yüzde 8,3 altında olacaktır. Eğer kıstasınız 1933 ise (yüzde 34) bu o kadar önemli değildir ancak bu Büyük Bunalım'ın sona ermesinden beri geçen her yıldan daha yüksektir. Bir başka kaygı verici belirti de, ekonomik durumun hemen hemen her tahmininin sonradan geriye dönük olarak gözden geçirilmesidir, ki bu da hem doğrudan doğruya, hem de mali uzmanların durumu hatalı olarak kavradıklarını ortaya çıkartmak suretiyle kötümserliği beslemektedir, eğer neler olduğunu bilmiyorlarsa, ekonominin kötüye gidiş sarmalının önüne geçmek için çok fazla yönlendirme yapabilmeleri pek mümkün olmayacaktır.

Kişisel tüketim harcamaları ve tüketici fiyatları önemli öl-

çüde düşmektedir, ki bu hafif durgunluklara özgü olmayan bir durumdur ve deflasyon ekonomik tabloyu fazlasıyla karartabileceği için de kaygılandırıcıdır. Tüketici fiyat endeksi (dönemsel olarak hesaplanan) Eylül 2008 de yükselişini kesti ve ardından Ekim ayında yüzde 1.0, Kasım ayında yüzde 1.7 ve Aralık ayında da 0.7 düştü. Deflasyonun bir diğer belirtisi de pek çok işverenin hem ücretleri kesmesi hem de işçileri işten çıkarmasıdır. Bu davranış ekonomik sıkıntıya görülmedik bir tepkidir ama fiyatlar düştüğü için paranın satın alma gücünün arttığı deflasyon durumunda akla uygundur. Çünkü bu durumda nominal ücretlerdeki azalmanın, satın alma gücündeki azalma anlamına gelmesi gerekmez. Gerçekten de deflasyon durumunda nominal ücretler kesilmedikçe işçiler gerçek anlamıyla daha yüksek ücretler alıyor olacaklardır – keza bir ekonomik çöküntü yaşanırken bir işverenin işçilerine daha fazla ücret ödemesi de anormal olacaktır.

Önemli olan 2008'in son üç ayındakine benzer fiyat düşüşleri değil, bu düşüşlerin yeni düşüşlere neden olup olmayacağıdır. Eğer öyle olursa, 5. bölümde göreceğimiz gibi, sonucun ekonomik etkinliği azaltacak olan büyük oranda nakit biriktirme olması muhtemeldir. Eğer 2008'in son üç ayı için tüketici fiyat endeksindeki düşüşlerin ortalamasını alıp bir yıla yansıtırsanız, sonuç, tüketici fiyatlarındaki yüzde 12'den fazla düşüş olur. Bu da feci bir durumdur. Böyle bir düşüş olacağını tahmin etmiyorum; öngörülerde bulunmuyorum. Ancak Merkez Bankası'nın para arzını artırmak için harcadığı olağanüstü çabaları yalnızca deflasyon kaygısı açıklayabilir. Finansal krizimize bütün dünyanın yakalanması bir başka tehlike işaretidir, çünkü bu, dış ticarette ekonomik olarak yıkıcı bir azalmanın habercisidir.

Yine bir başka belirti de, bunun ekonomiyi allak bullak eden yeni bir sarsıntıdan çok, finansal bir kriz olmasıdır. Benzer bir finansal kriz Büyük Bunalım'ın deflasyon aşamasını başlatmıştı. Finansal bir krizin bu kadar moral bozucu olmasının nedeni, Merkez Bankası'nın ekonomiyi durgunluktan çıkarmak için kullandığı klasik yöntemlerin faiz oranlarını düşürmek için

para arzını genişletmesinden ötürüdür; ki bu da borç almayı ve dolayısıyla da ekonomik üretimi teşvik eder, çünkü ister tüketim isterse üretim için olsun, borçlanmanın çoğu harcama yapmak içindir. Ancak Merkez Bankası para yaratma işini bankalar aracılığıyla yapar ve eğer bankalar ödeme güçlüğü çekiyorlarsa, borç vermeye isteksiz olurlar böylece Merkez Bankası'nın para arzını artırma çabaları engellenmiş olur.

Kötü ekonomik durumumuzda bankaların sorunlarının esas rolünü anlamak için "banka"nın günümüzdeki anlamını ve bu anlamın finansal endüstriden devlet denetimini kaldırma çalışmasıyla nasıl yaratıldığını kavramamız gerekiyor. –"Banka", "finansal aracı kurumlar"ın türlerinden biridir. – borç para alan ve sonra borçlanılan parayı borç veren (ya da yatırım yapan, ama ben borç verme üzerine odaklanacağım) şirketler. Borç alınan paranın firmaya maliyeti ile borçlandığı parayı borç verdiğinde talep ettiği fiyat arasındaki fark, şirketin diğer masraflarını karşılar ve bir kâr yaratır. Pek çok finansal aracı türü vardır – ticaret bankaları, tröst şirketleri, konut kredisi bankaları ("tasarruf kuruluşları"), emanet bankaları, yatırım bankaları ve diğer menkul değer alım satımı yapan komisyoncular, para piyasası yatırım fonları, diğer yatırım fonları, serbest yatırım fonları, özel sermaye fonları, sigorta şirketleri, kredi birlikleri ve ipotek karşılığı kredi verenler (1940'lar ve 1950'lerde babamın ticari gayrimenkullere ikinci dereceden ipotekli kredi veren bir şirketi vardı). Ancak bugün finansal aracıların farklı türlerini ayıran düzenleme engelleri, bütün finansal aracıların "bankalar" olarak kabul edilebildiği, hatta farklı banka tiplerinin tek ticari kuruluşta toplandığı bir noktada, bu kitapta baktığım çoğu açıdan evrilmektedir – üstelik yaygınlaşmaya da başlamıştır.

Artık bir ticaret bankası ile bir serbest yatırım fonu arasında o kadar da büyük bir fark yoktur. Hiç fark olmadığını söylemeye çalışmıyorum. Ticaret bankaları, serbest fonlardan paradoksal olarak daha riskli sermaye yapısına sahip olma eğilimindedir. Bunun nedeni, kısmen daha az özkaynakları olması ve daha uzun vadeli kredi vermeleri, kısmen de sermaye-

lerinin bir kısmının (vadesiz mevduatlar – çek hesaplarındaki para) federal olarak güvence altına alınmasıdır. Ticaret bankaları tüm diğer finansal aracı kurumlardan hala önemli olan sadece birkaç bakımdan farklıdır. En önemlisi, zaman zaman değineceğim, Amerikan ekonomisinde para arzını genişletip daraltmada oynadıkları roldür.

Konut balonunun patlamasının bankaların batmasına niçin – cevabı net değildir – yol açtığı üzerinde düşünmemiz gerekiyor. Konut nitelikli gayrimenkuller üzerindeki ipoteklere dayalı uzun vadeli kredi verme işi geleneksel olarak düşük riskli bir ticari faaliyet olarak görülmektedir. Eğer evin sahibi temerrüde düşerse, krediyi veren (aslında) eve el koyup satabilirdi. Eğer gayrimenkul fiyatları düşmüşse, evin değeri ipoteğin ödenmemiş ana parası kadar etmeyebilirdi, ancak bu risk, ipotek alacaklılarının (krediyi verenler – borçlananlar ipotek borçlusudur) bir evin alış fiyatının tamamını ya da eğer ev daha önceden satın alınmışsa, tam piyasa değerini borç vermeye isteksiz olmaları nedeniyle en aza indirilmişti. İpotek alacaklısı, genellikle ipotek borçlusunun satın alınan şeyin yüzde 20'sini peşinat yatırmasını isterdi; bu nedenle ev, değerinin yüzde 20'sinden fazlasını kaybetmediği müddetçe ipotek alacaklısı güvende olurdu.

O durumda bile kredi oldukça güvenli olabilirdi çünkü bankalar yetersiz geliri, aşırı borçları ya da diğer ciddi taahhüt riskleri yüzünden kredi borcunu ödeyememe olasılığı bulunan kişilere ipotekli konut kredisi vermeyi reddederdi. Kredi kullandırmada ceza uygulaması, tefecilik yasalarıyla güçlendirilmişti; ancak bu yasalar devlet denetimini kaldırma (kuralsızlaştırma/ serbestleştirme) çalışması sonucunda federal yasayla bugün büyük ölçüde geçersizleşmiştir. Kredi verenin, borçlunun temerrüde düşme yüksek riskine karşı zararını tazmin etmek için borçludan çok yüksek bir faiz oranı talep etmesi yasaklandığından, tefecilik yasaları bir bireye ödetilebilecek faiz oranını sınırlandırarak riskli kredi vermeyi caydırmaktadır.

Bir kredi verenin niçin riskli kredi kullandırmak *istediğini* irdeleyelim. Temel neden, risk ne kadar yüksekse, borçlunun temerrüde düşme olasılığına karşı kredi verenin zararını tazmin

etmek amacıyla kredi faiz oranı da o kadar yüksek olur ve sonuç olarak kredi için yeterli maddi teminat olmadığı sürece ya da krediye mal varlığı olan biri tarafından kefil olunmadığı sürece borç, kredi verene geri ödenmeyecektir. Eğer kredi veren bir şekilde riski azaltabiliyor veya telafi edebiliyorsa, veya şanslıysa, ya da risk hiç değilse planlama dönemi sonrasında gerçekleşecek olduğundan risk için kaygılanmıyorsa, bu durumda riskli kredi, güvenli krediden daha kârlı olacaktır. Ancak devlet denetiminin kaldırılması (deregulation) öncesinde bankalar riskli kredi verdiklerinde ya da en azından o kadar da önemsiz olmayan bir iflas riski yaratacak düzeyde riskli krediler verdiklerinde, denetleyicileriyle başları derde girerdi.

Bu nedenle güvenli kredi bankalar tarafından verilirdi, riskli kredi ise diğer finansal aracı kurumlar tarafından verilirdi. Bankaları güvenli hale getiren şeylerden biri, geleneksel olarak esas sermaye kaynakları olan vadesiz mevduatlara faiz ödemelerinin yasaklanmış olmasıydı. Bir diğeri ise, mevduatlarının bir kısmını nakit olarak ya da federal bir merkez bankası hesabında tutmalarının zorunlu kılınmasıydı. Bu aktif varlıklar bankaların "rezervlerini" (ihtiyatlarını/karşılıklarını) oluşturuyordu ve faiz getirmiyordu. Riskleri yoktu ve bu nedenle de bankanın varlık portföyünün toplam riskliliğini azaltıyordu. Ancak o zaman şirket mudileri paraya "vakum" uygulamaya başladılar. Yani faturalarını ödemeleri için gerekene kadar, hesaplarındaki parayı yatırım fonlarına naklediyorlar, fatura ödeme zamanı gelince de tekrardan hesaplarına naklediyorlardı. Kişilere tıpkı banka hesapları (sigorta edilmemiş olsalar da) gibi – ama faiz ödemeyen – çek hesapları sağlayan para piyasası yatırım fonları ortaya çıktı. Bankalar bu duruma, banka sermayesinin kaynağı olan mevduatlara diğer kaynaklardan gelen ve faiz ödemek zorunda oldukları kredileri ekleyerek karşılık verdiler – dolayısıyla da sermayelerini, mudilerce sağlanan sermaye için ödediklerinden daha yüksek faiz oranından borç vermek zorunda kaldılar. Bu da onların daha riskli kredi vermelerini gerektirdi. Para piyasası fonları tarafından sunulan faiz getiren çek hesapları gibi banka hizmetlerinden neredeyse hiç farkı olmayan hizmetleri sağla-

mak için banka dışı aracı kurumlara izin veren kuralsızlaştırma stratejisi, bankaların, düzenlemeye tabi olmayan (ya da çok hafif bir düzenlemeye tabi olan) finansal aracı kurumlarla – yürürlükte bulunan banka dışı bankalarla – rekabet etmelerini engelleyen kısıtlamalardan bankaları kurtaran ek bir kuralsızlaştırma stratejisine katı bir şekilde zemin hazırladı.

Bankalarca verilen riskli krediler üzerindeki düzenleyici ve alışılagelmiş kısıtlamalar yavaş yavaş azaldığı için bankalar "eşikaltı" ipotekli konut kredisi ("subprime" mortgage loans) – borcunu ödeyememe riski çok yüksek olan insanlara verilen ipotekli kredi için kullanılan bir örtmece – vermeye istekli hale geldiler. (Bu kredilerden bazıları NINJA* kredileri adı verilenlerdir – gelirsiz, işsiz, birikimsiz olanlara verilen kredilerdir ve borçlanıcının kredinin onaylanmasından önce kredi verilebilir durumda olup olmadığının tespiti için bir kredi kontrolünden geçmek zorunda olmadığı anlamına gelmektedir. Böyle insanlar bir ev için yüklü miktarda ön ödeme yapmak için yeterli paraya sahip olma eğilimi göstermezler – bu durumda kredi verenlerin satın alma fiyatının yüzde 100'ünü borç vermeye istekli olduklarını düşünün. Hatta borçluların çoğunun sorun yaratan aylık faiz ödemeleri bile olabilir – bu durumda kredi alma sözleşmesinin faiz oranını piyasa faiz oranıyla çeşitlendirdiğini düşünün; borçlu artık düşük bir faiz oranı ödüyordur ama kredi veren, eğer piyasa oranı artarsa faiz oranını yükseltebilir. Gerekli aylık ödeme bile faiz oranının altında belirlenebilir – hatta kredinin ilk iki yılı için sıfır olarak bile belirlenebilir – çünkü borçlu daha fazlasını ödeyemez. Dolayısıyla, borçlu oranın altında faiz ve anaparayı geri ödediği için ipotekli kredi aydan aya azalacağı yerde, ödenmemiş faiz ana paraya eklendiğinden artar.

Riskli ipotekli konut kredisinde kredi kullandırıcısı (daha doğrusu, sonunda borçlunun temerrüt riskine katlanan) güvence altına alınmış bir alacaklı olmaktan çok, tıpkı emlakçılık işindeki bir ortak gibidir. Çünkü kredinin çoğu geri ödenmeden önce (keza tipik bir ipotekli konut kredisinin ilk yıllarında ana-

* ç.n. No Income, No Job, No Assets (gelirsiz, işsiz, birikimsiz) kelimelerinin baş harflerinden oluşturulan bir isimdir.

paranın çok azı geri ödenir çünkü kredinin aylık ödemeleri sabit bir meblağdır ve anaparanın henüz hiç geri ödenmediği başlangıçta faiz bileşeni ağır basar) evin değerinin hafif de olsa düştüğünü farz edin. Bu durumda mal sahibi kendini evin ederinden daha fazla borçlanmış bulacaktır. Bu nedenle ipotekli gayrimenkulü kredi verene terk etmeye karar verebilir. Eğer evi spekülasyon amacıyla satın almışsa, evin değeri artmazsa evden vazgeçebilir. Evin değerinin artmasına bel bağlamışsa ve bu durumda kendisinin ev üzerindeki payı daha büyük olacağından, daha düşük bir faiz oranından krediyi yeniden finanse etme imkanı vermesi için bunu yapmak *zorunda* kalabilir.

Riskli ipotekli konut kredisi vermek, krediyi veren açısından *son derecede* riskli olabilir çünkü tek bir temerrüt, muhtelif sağlam ipotekli kredilerden elde edilen kazançları yok edebilir. Eğer mal sahibi borcunu ödeyemezse, haciz ve komisyon ücreti ve benzeri masraflar düşüldükten sonra kredi verenin verdiği kredinin sadece yüzde 60'ını kurtaracağını farz edelim. O yüzde 40 kayıp, öteki evler üzerinde aynı miktardaki yedi ya da sekiz ipotekli konut kredisinden kazanılan yıllık faizi pekala da aşabilir.

O halde, eşikaltı kredi verenler (alt gelir grubuna yüksek faizle kredi verenler) ve eşikaltı ipotekli konut kredisinden faiz sağlayan herhangi biri pamuk ipliğine bağlı yaşıyordu. İplik koptuğunda da – çünkü krediler geri ödenmeden çok önce patlayacak olan konut balonuna kredi verdikleri ortaya çıktı – riskli ipotek kredileri olağanüstü bir hacime ulaştığından, çoğu iflasını açıkladı. 2006 yılında ABD'de verilen 3 trilyon dolarlık ipotekli konut kredilerinin, yüzde 40 kadarı, eşikaltı kredileri ya da örneğin "Alt–A" (orta gelir grubu) kredileri gibi, borçlunun makul bir kredi notuna sahip olduğu, ancak başka risk faktörleri bulunan yüksek riskli krediler olmalıydı.

Finans kuramcısı Raghuram Rajan'ın 2005 yılındaki geleceği gören makalesinde dikkat çekildiği gibi, riskli kredi kullandırmanın ya da diğer riskli yatırımın çekiciliği, yatırımcıların çoğunun bir yatırım stratejisinin iyi ve kötü sonuçlarına simetrisiz yanıtıyla artırılır. İyi sonuçlar veren bir strateji yeni yatı-

rımcıları çeker ve yatırım fonu büyür. Eğer fon, (örneğin bir banka tarafından yönetilen bir emanet fonu) durumu kötüye giderse yatırımcılarını kaybeder, ancak başarılı olduğunda da yatırımcılarını genellikle sahip olduğundan daha yavaş bir oranda kaybeder. Yatırımcılar bir süre için ya dikkatsizlikten ya da fonun performansının artacağını umdukları için düşük performanslı bir fonda kalma eğiliminde olurlar ve onları o fona ilk etapta çeken şey bu umudu besler.

Finansal yönetimdeki ölçek ekonomileri yüzünden bir yatırım fonunun kâr marjı fon büyüdükçe artar. Yükselen bir piyasada finansal kaldıraç oranı arttırılarak fon hızla gelişebilir. Bu durumda fon, hem yüksek kârlar elde ettiği hem de ortalama maliyetlerini azalttığından yeni yatırımcıları çeker. "Kaldıraç oranı" bir şirketin sermaye yapısındaki borç–özsermaye oranıdır (borçların sahip olunan varlıklara oranı). Borç, borçlunun mali açıdan ne kadar iyi ya da ne kadar kötü durumda olduğuna bakılmaksızın bir alacaklıya borçlu olunan belirli bir tutar olduğundan, borç–özsermaye oranı ne kadar yüksek olursa finansal bir şirket de yükselen bir piyasada o kadar çok para kazanır – şirketin gelirleri artacaktır ama maliyetleri artmayacaktır.

Rajan ayrıca ne kadar risk alınacağına karar verirken, bankaların ve diğer finansal şirketlerin felaketin küçük olasılıkları hakkında endişelenmek için çok az nedenleri olduğuna dikkat çekiyor. Doğası gereği düşük olasılıklı olaylar nadir meydana gelir ve eğer hiç meydana gelmezlerse yakın gelecekte de meydana gelmeleri olası değildir.

Felaket meydana gelene kadar şirketin yatırım stratejisinin riskliliği, şirketin yüksek kârlarının kaynağı olabilse de, çoğu yatırımcıya görünmeyecektir ve bu yüzden de şirket düşük riskle yüksek kâr elde ediyormuş gibi görünecektir. Riske göre bir yatırım üzerinden elde edilen kâr ne kadar yüksekse, riskten kaçınan bir yatırımcı için yatırım o kadar çekici olacak, dolayısıyla da finansal yöneticinin performansı da o kadar iyi görünecektir.

Özel sektörün, örneğin çok yüksek riskli kredi vermekle meşgul olmaktan vazgeçmek gibi, bunalımı önleyebilecek bir

önlem almasının beklenememesinin ve dolayısıyla da bunalımların önlenmesinin hükümetin sorumluluğunda olmak zorunda kalmasının bir sebebi budur. Bir bunalım olasılığıyla ilgili olarak finansal endüstri hükümetten daha çok bilgiye sahip olsa da, o bilgiyi incelemek için çok az bir dürtüsü olur. Bir ekonomik bunalım ticari davranışı etkileyemeyecek kadar uzak bir olaydır. Gerçek değerin fazlaca önemsenmemesi ve sınırlı sorumluluk ilkesi nedeniyle iflas etmiş bir şirketin alacaklılarının, şirketin sahiplerinin ve yöneticilerinin kişisel mal varlığının ve meydana gelmesi şirket için felaket olacak ama olması uzak ihtimal olan ve dolayısıyla eğer gerçekten meydana gelecekse de muhtemelen uzak gelecekte meydana gelecek olayların peşinde koşmaması, şirketin davranışını etkilemeyecektir. İflas etmek, bir şirketin üst düzey yöneticileri için ve hatta riskleri dağıtılmış hisse senetleri ve diğer varlıklar portföyüne sahiplerse şirket ortakları için bile, dünyanın sonu anlamına gelmeyebilir ama çok sayıda bankanın iflas etmesi bir ülke için felaket olabilir.

Bir bankanın (ya da diğer finansal şirketin) sermaye yapısındaki finansal kaldıraç oranı ne kadar yüksek olursa, iflas riski de o oranda yüksek olur. Bu yüzden bir borsa krizine neden olsalar bile, banka iflaslarının bir bunalımı tetikleyip tetiklemeyeceği, iflasların ne kadar yaygın olduğuna, menkul kıymetler borsasındaki düşüşün ne kadar derin olduğuna ve – kritik önem taşır ama bunalım kapıya dayanıncaya kadar ihmal edilir – insanların ne kadar tasarrufları olduğuna bağlıdır.

Tüketim ve tasarruflar arasındaki denge, bunalımın analizi açısından çok önemlidir. Tasarrufların oranı ne kadar yüksek olursa, banka iflaslarından ve menkul kıymetler borsasındaki bir düşüşten kaynaklanan servet kaybından dolayı yaşanacak borç alma zorluğunun mal ve hizmet talebinde keskin bir azalmayla sonuçlanması da o kadar daha az olası olur. Bu durumda insanlar alıştıklarına yakın bir tüketim düzeyini devam ettirmek için tasarruflarından yararlanırlar.

Bahsettiğim bunalımı tetikleyen karşılıklı etkileşimleri anlamak için şimdi borçlanma ve borç vermenin ve özellikle bu ikisinin tüketim ve tasarruflarla ilişkilerinin esaslarını düşün-

memiz gerekiyor. Bir şey (bir ev, bir araba, vs.) satın almak için borç alan bir kişi krediyi er geç geri ödemek zorunda kalacağından, bugünkü tüketimini gelecekteki tüketiminin zararına olacak şekilde arttıracaktır. Bir şey üretmek (bir ev inşa etmek örneğin) için borç para alan bir şirket ise, mevcut üretimini arttırıyordur, yine de kısa vadeli ticari borçlanmaların çoğu gereklidir çünkü üretim maliyetleri normal olarak satış gelirlerinden önce gelir ve işletmeler gelir ve gider arasındaki farkı kapatmak için borç alırlar. Her halükarda borçlanma mevcut ekonomik etkinliği arttırır. Faiz oranları ne kadar düşerse, borçlanma da o kadar daha çok olur ve bunun sonucunda da daha fazla satın alma ve satma faaliyeti gerçekleşir. Oranlar düştüğünde, kişi alacaklı (yani tasarruf eden) değil, borçlu olmak ister. 2000'lerin başlarında faiz oranları çok düşmüştü. Bu durum, ekonomiyi berbat duruma getiren kredi furyasında önemli bir faktördü. 1920'lerdeki kredi furyasının da Büyük Bunalım'a zemin hazırlamış olduğuna dair yaygın bir kanı bulunmaktadır.

Diyelim ki parasının bir kısmını para piyasası fonuna yatırarak ödünç veren bir tüketici, gelecekteki tüketimini artırmak için şimdiki tüketimini azaltıyor; gelecek için birikim yapıyor. Tasarruflar, hali hazırda daha fazla tüketmek isteyen diğer tüketicilere verilecek borç kaynaklarıdır. Borç alma ve borç verme – kredi işlemleri – mevcut ekonomik etkinliği arttırdığı için bu işlemlerde meydana gelebilecek keskin bir düşüş, o etkinliği – hem tüketimi hem de üretimi – azaltır ve gerek insan, gerekse sermaye kaynaklarının yüksek oranda boşta kalmasına neden olan bir kısır döngüyü tetikleyebilir.

Bu da finans endüstrisinin ön denetim ve düzenlemesinin yapılmasının başlıca gerekçesidir. (Sonraki gerekçe ise vadesiz mevduatları güvence altına aldığı için hükümetin bankaların o parayla aşırı risk almadığından emin olmak istemesidir.) "Ön" denetim ve düzenleme demekle, kötü bir durum meydana gelmeden önce davranış tarzını düzene koymayı kastediyorum. Hız sınırları bir ön denetim ve düzenleme biçimidir; bir insanı bir trafik kazasında yaralamanın yasal sorumluluğu ise nihai denetim ve düzenleme biçimidir. İkinci denetim ve düzenleme

biçimi daha maliyetsizdir çünkü sadece bir kazanın yaşandığı nispeten nadir meydana gelen olaylarda rol oynar. Caydırıcılık ilkesi önleme üzerine işlemesine rağmen – insanları daha dikkatli olmaya zorlayan yasal sorumluluk tehdidinin var olduğu kabul edilir –caydırıcılık nadiren dört dörtlüktür. Dolayısıyla tek bir kazanın sonuçları felaketli olduğunda önem verilen husus caydırıcılıktan önlemeye geçer. Finans endüstrisindeki kazalarla ilgili söz konusu olan durum budur. Bizzat yaşadığımız gibi bu tür talihsizlikler ekonomik felakete yol açabilir. Bu olayda ön denetim ve düzenleme başarısız olmuştur.

Bireysel tasarrufların tanımladığım bu kısır döngü üzerinde bir fren görevi görmesi, dolayısıyla denetim ve düzenleme ihtiyacını azaltması beklenebilir. Eğer kişiler kredi piyasası tutukluk yaptığı için devamlı borçlanmayla mevcut tüketim düzeylerini sürdüremezlerse, tasarruflarının bir kısmını tüketime ayırabilirler – yani, gelecekteki tüketimi bugüne yönlendirebilirler. Ancak mevcut bunalıma neden olan yıllarda, Amerikalıların kişisel tasarruflarının oranı dibe vurmuştu. 1980'de yüzde 10 iken 2005'te eksiye düştü (yani kişiler kazandığından çok harcıyordu ve bu yüzden tasarruf etmiyordu) ve ardından finansal kriz insanları gelirlerinin daha fazlasını biriktirmeye sevk edene kadar – 2008 Aralık ayında kişisel tasarrufların oranı yüzde 3.6'ya yükseldi – yüzde sıfır civarında bir dar marjda dalgalandı. Düşüş olması doğaldı, çünkü dediğim gibi, faiz oranları ne kadar düşerse biriktirmek yerine borç almak o kadar daha avantajlı olur.

Kişisel tasarruf oranındaki azalmanın ekonomik önemi, ev ve hisse senedi fiyatları arttığı için kişilerin birikmiş olan tasarruflarının piyasa değerinin baş döndürücü bir şekilde artmasıyla maskelendi çünkü o tasarruflar sadece evlerde bulundurulmuyordu, aynı zamanda komisyon hesaplarında, kar ortaklığı hesabı ve emeklilik hesapları, sağlık tasarrufları planları ve yüksekokul tasarrufları planlarında tutulan hisse senetlerinde de bulunuyordu. Ancak kişinin tasarruflarının değeriyle tasarruflarını oluşturan varlık portföyünün yapısı arasındaki farkı ayırt etmek önemlidir. Eğer portföy, riskli varlıklarca yönetildiği

için riskliyse, portföyün piyasa değeri ve dolayısıyla da kişinin tasarruflarının değeri, tıpkı varlık portföyü yüksek risk taşıyan bankaların piyasa değerinin düşmesi gibi, beklenmedik bir şekilde düşebilir. Eğer piyasa değeri çok düşmezse, daha fazla düşeceği zor zamanlar nedeniyle oluşan beklenti, insanların riskli varlıklarını satıp (böylece o varlıkların piyasa değerinde daha fazla düşüş yaşanmasına yol açarak) gelirlerini sağlam varlıklara yatırmalarına, ya da gelirlerinin bir kısmını tüketimden tasarrufa yönlendirmelerine neden olur.

Riskli ya da güvenli tasarruflar bakımından çoğu insanın çok fazla birikimi yoktur. Tüketimlerini finanse etmek için kredilere aşırı derecede bağımlı olmaya eğilimlidirler, dolayısıyla kredi kesildiğinde kişisel tüketim harcamalarını sert bir biçimde kesmek zorunda kalırlar.

Bir kişinin mal varlığı arttığında bu artışı daha fazla tüketmek ya da daha fazla yatırım yapmak veya her ikisi için de kullanabilir; ve muhtemelen en azından bir kısmını daha fazla yatırım yapmak için kullanacaktır. Kişinin evinin ya da hisse senedi portföyünün değeri arttıkça daha fazla hisse senedi ve daha fazla ev alması (belki daha büyük bir ev, veya ikinci bir ev alması ya da evinin değerini arttıracak tadilat harcamaları yapması) olasıdır. Bu varlıklar kişi için bilindik varlıklardır ve iyi gidiyorlarsa iyi bir yatırım gibi görünürler. Ek bir yatırım, hisse senedi ve ev fiyatlarını ve dolayısıyla da bu tür varlıkların sahibi olan insanların mal varlığını arttırır. Bununla birlikte kişisel tasarruflar riske göre ayarlandığından, tasarruf oranlarıyla birlikte artmayıp azalıyor olacaktır; daha doğrusu ihtiyati (kara gün için olan) tasarruflar azalıyor olacaktır. Bu yüzden, 2000'lerin başındaki hesaplanmış kişisel servetteki artışa rağmen, şahsi gelirin bir yüzdesi olarak borç servisi (faiz), keskin bir şekilde arttı, yine de bu artış kısmen ipotek faizinin federal gelir vergisinden düşülebilir olmasıyla dengelendi çünkü pek çok tasarruf, ev sahipliği şeklindeydi. Kişilerin tasarrufları kişisel tüketim harcamalarına göre birden bire daha küçülüp daha riskli oldu; bunların ikisi de ekonomik krizin bu harcamalardaki keskin azalmaya neden olma sebepleridir.

Ucuz kredinin körüklediği hisse senedi ve özellikle de konut fiyatlarının aşırı yükselişlerinin ardından (neticede yükselmek zorundalardı çünkü temel ekonomik değişikliklerle değil de yanlış olduğu sonradan ortaya çıkan beklentilerle yukarı çekilmişlerdi) dibe vurduğunda, bu riskli varlıklarda yoğunlaşmış kişisel tasarrufların piyasa değeri de dibe vurdu. Kişilerin tasarruflarının yetersizliği böylece deşifre oldu; tasarruflar yetersiz olduğu zaman işlerini kaybeden ya da artık satın almaya güçlerinin yetmediği evlerini satamayan insanlar, tasarruflarını yeniden tüketime ayıramazlar ya da bunu göze alamazlar. Bunun yerine, sert bir şekilde tüketim azalır. Bazı insanlar ekonomik geleceklerinin belirsizliğiyle başa çıkabilmek için tasarruflarını yeniden oluşturmak üzere, başka bir durumda olsa tüketime harcamış olacakları parayı kullanırlar – gerçekten de, belirttiğim gibi, kişisel tasarrufların oranı artmıştır. Gelirleri zaten azalmış olan diğer kişiler de tüketimlerini azaltırlar çünkü tüm tasarruflarını yeniden tüketime ayırsalar bile, yaşam standartlarını sürdürme olanağı sağlayan yeterli tasarrufları yoktur.

Bankaların davranışlarıyla tüketicilerin davranışları arasında, bankaların ihtiyatlarına denk düşen güvenli kişisel tasarruflar (nakit ya da Merkez Bankası'ndaki nakde eşdeğer olan bir hesap) ve diğer güvenli varlıklar nedeniyle, bir paralellik vardır. Tasarruflar/güvenli varlıklar tehlikeli bir düzeye indiğinde tüketiciler daha az satın alır ve bankalar da daha az kredi verir.

Tüketim düştüğünde, üretim de düşer, bu da tüketimi daha da düşüren işten atılmalara neden olur ve nihayet o da, insanların yeni araba satın almayı ertelemeye karar vermelerinden dolayı – çok benzin yakan otomobillere olan talep azaldığı için zaten vahim bir mali sıkıntı içindeki – sahibi Amerikalı olan otomobil endüstrisinin nerdeyse batmasıyla dramatize edilen bir kısır döngü yaratır. Ucuz kredi ve riskli kredi kullandırma bir tür otomobil piyasası balonu yaratmıştı – tabi ki otomobil fiyatlarında bir artış olmadı, çünkü çoğu insan ikinci, hatta üçüncü bir araba satın aldığı ya da arabalarını sık sık değiştirdikleri için otomobillerin arzı konutların arzından çok daha

elastiktir. 2000'lerin başında keskin şekilde yükselen – temel etkenler açısından esrarengiz bir artış – Amerikan otomobil satışları 2005'te 17 milyona çıktı, 2008'de 13 milyondan biraz daha fazlasına düştü ve 2009'da daha da düşmesi bekleniyor.

Ekonominin üretiminin azalması, dolayısıyla şirket kârlarının da azalması, piyasadaki mevcut düşüşün bitmek bilmemesi ve riskli varlıklar bulundurmaya karşı artan bir hoşnutsuzluk nedeniyle, menkul kıymetler borsasının da dibe vurması sürpriz olmayacaktır. Bunun bir başka nedeni de, gelirleri azalan bireyler ve şirketler yüzünden nakde duyulan ihtiyaçtır. Eğer bütün azalmış gelirlerini tüketim için kullanmak zorunda değillerse, harcamalardaki azalma tasarruflarını artıracaktır ama biriktirilen paranın, mal ve hizmet talebine bir katkısı yoktur.

Ayrıca, finansal krizin zamanlaması bundan daha kötü olamazdı. Kriz, bir başkanlık seçimi kampanyası sırasında vurdu ve başkanlığın yeni adaya geçeceği sırada derinleşti. Topal ördek olan Başkan ekonomik sorunlara yönelik ilgisiz ve de bilgisiz görünüyordu ve bir liderlik imajını yansıtamayacak durumdaydı. Bunun yerine, son aylarını, ofiste kalmakla, sık sık yurt dışı seyahatlerine çıkmakla ve ülkenin iç ekonomisi yok olup giderken mirasını cilalamakla geçirdi. Ekonomi yetkilileri ve özel sektör yöneticileri benzer bir anlayış kıtlığı ve finansal krizi köstekleyen tepkiler sergileyip, ülkenin ekonomik yönetimine olan güvenini sarstılar. Kriz, normalde yiyecek, ilaç ve yan gereksinimlerin dışında çoğu mal ve hizmetin yıllık perakende satışlarının yüzde 30 ila 50'sini oluşturan Noel alışverişi sırasında hızlandı. Güvenli tasarruflardaki azalmayla (çünkü tasarruflar evler ve hisse senedi gibi riskli varlıkları satın almak için kullanılmıştı) ve aşırı borçlanmayla finanse edilmiş olan alışveriş furyası Amerikalı tüketicileri dayanıklı tüketim malları içinde yüzer hale getirdi ve bu da onların konut balonu ve ardından da kredi balonu patladığında satın alma işlemini ertelemelerini kolaylaştırdı. Üstelik dayanıklı tüketim malları eskiden olduklarından daha dayanıklıdır, bu yüzden yenisiyle değiştirme – örneğin arabaları – eskiden mümkün olabildiğinden daha uzun bir süre yokluk çekmeksizin ertelenebilir.

Ayrıca, Amerikalıların çoğu için alışverişin eğlenceli bir tarafı vardır ve eğlence zevkleri hızla değişebilir. Mevcut ekonomik durumun sıradışı taraflarından biri, lüks kalemleri satın almanın demode olmasıdır. Ekonomik bunalıma rağmen bu kalemleri satın almaya gücü yeten pek çok kişi artık böyle yapmıyor.

Ama bekleyin – mademki tasarruflar borç vermenin kaynağıdır, o halde kişisel tasarrufların oranındaki azalma, kişisel tüketim amaçlı aşırı borçlanmaya nasıl denk gelebilirdi? Aşırı borçlanma faiz oranlarını arttırır, ki bu da karşılık olarak kredi talebini azaltır. Ancak 2000 yılının Mart ayında başlayan, internet şirketleri hisse senetlerinde oluşan balonun (dotcom balonu) sönmesiyle tetiklenen bir durgunluğa tepki olarak Merkez Bankası üretim ve tüketimi teşvik etmek amacıyla faiz oranlarını aşağı itmek için para arzı üzerindeki otoritesini kullanmıştı. Beş yıl boyunca faizleri kontrol altında tuttu. Küresel bir sermaye artıdeğerinin/fazlasının oluşmasıyla, Merkez Bankası 2006 yılında faiz artırımını düşük tuttu. Amerikalıların kişisel tasarruflarının azalması nedeniyle kredi vermek için gereken fonların azalması sonucunda oluşan ticari boşluk yabancı sermaye sahipleri tarafından dolduruldu. Bunlara Çin ve ithal ettiklerinden çok daha fazlasını ihraç eden ve sonuç olarak yatırım yapmaya istekli oldukları dolar fazlasına sahip olan Orta Doğu'nun petrol üreten başlıca ülkeleri gibi ülkelerin bağımsız (devlet) kredi fonları da dahildir.

Mevcut krize zemin hazırlamakta Çin'in oynadığı rol epey bir eleştiri almıştır. Yapılan eleştiri şudur: Çin, para biriminin değerini dolara göre düşürerek, ABD'deki şirket ve tüketiciler için kendi ürünlerini çok ucuzlattı, Çin'deki şirket ve tüketiciler için de Amerikan ürünlerini çok pahalandırdı. Bu hikaye daha karmaşıktır. Çinlilerin gelirleri çok düşüktür; Amerikan mallarına az sayıda Çinlinin mali gücü yetebilir. Ayrıca Çin, ABD'den ithal ettiğinden çok daha fazlasını ABD'ye ihraç eden ve dolar fazlasıyla ABD'de yeniden yatırım yapan tek büyük ülke değildir. Diğer ülkeler Japonya ve Almanya'dır – Alman devlet bankaları, Amerikan bankaları tarafından ihraç edilen ipoteğe

dayalı menkul kıymetlerin büyük alıcılarıdır.

Üstelik Çin'de olduğu gibi iç talep yetersiz olduğunda ihracatı teşvik etmek, üretken kaynakların tam istihdamını gerçekleştirmenin bir yoludur. Bugün o durumdayız. İç talebimiz yetersiz. Keşke bu yetersizliği kıvrak bir ihracatla telafi edebilsek. Ama yapamayız çünkü – Büyük Bunalım'a başka bir ürkütücü benzerlik içinde – ihraç mallarımıza olan talebi azaltan küresel bir krizin içindeyiz.

2000'lerin başı boyunca, yabancı sermaye yağmuruna tutulduk. Kronik dış ticaret açığımız şişti. Kredi ile yaşıyoruz. Bu durum bir birey için olduğu kadar bir ulus için de tehlikelidir. Ama kredi verenler ve dolayısıyla da bankalar için tadına doyulmaz bir durumdur. Düşük faiz oranlarının kredi verenlere yardım ettiği kadar zarar verdiğini de düşünebilirsiniz çünkü rekabet, bankaların krediler için talep edebileceği faiz oranlarını sınırlandıracaktır. Ancak bankacılık endüstrisi, yüzde 2'den borç alıp yüzde 6'dan borç vererek, yüzde 6'dan borç alıp yüzde 10'dan borç vermekten daha fazla para kazanabilir.

Yine de, bunu düşünmek bir hata olurdu çünkü dünya para içinde yüzüyordu ve Merkez Bankası faiz oranları üzerindeki kontrolünü kaybetmişti – ABD'de yatırım yapmayı seçen okkalı dolar fazlası olan ülkeler düşük faiz oranlarımızın sorumlusu olacaktı. Eğer Merkez Bankası 2000 yılındaki enflasyondan endişe etmiş olsaydı, faiz oranlarını artırmak için ABD bankaları üzerindeki otoritesini kullanırdı. Ülkeye aralıksız akın eden yabancı sermayeye rağmen o oranları 2006 yılında artırabildi.

2

Bankacılık Sektöründeki Kriz

Eylül 2008'de Hazine bakanı Henry Paulson finansal kurumları kapsayan 700 milyar dolarlık kurtarma paketini ilk önerdiğinde, bankaları saran problemin ödeme aczinden çok, likidite yetersizliği – varlıkları nakde çevirememe – olduğunu sanıyordu. Bu bir hataydı, finansal krizin odak noktasına inen bir hata. Ancak bunu görmek, bankacılığın doğasıyla ilgili daha önceki tartışmayı genişletmeyi gerektirecektir. Bankacılık olağandışı bir ticari faaliyettir; bu faaliyeti adamakıllı anlamak ekonomik sıkıntılarımıza hakim olmanın anahtarıdır.

Finansal aracı kurumlar – genişlettiğim anlamıyla "bankalar" – büyük borç verenler olduğu kadar büyük borç alanlardır da aynı zamanda çünkü başlıca verdikleri borç, borç aldıkları paradır. (Örneğin, vadesiz mevduatlar, borç verenlerin – mudiler – bankalara verdiği acilen geri ödenmesini isteyebileceği kredilerdir.) Borç alınan para tükendiği için fonlandığından bankaların kredileri, özkaynaklarını – borç aldıkları değil de sahibi oldukları varlıklar – büyük ölçüde aşar. Bu sermaye, bankaların iflasa karşı desteğidir. Bu desteğe ihtiyaçları vardır çünkü banka borcu sabit bir yükümlülüktür – bankanın mudilerine ve diğer borç verenlere (mevduatlar artık bankaların ana sermaye kaynağı değildir) borçlu olduğu para, bankanın ne kadar iyi ya da ne kadar kötü durumda olduğuna göre farklılık göstermez – ancak bankanın borç aldığı parasını kredi olarak vermesinden elde ettiği gelir değişkendir. Yalnızca faiz oranlarına göre değişmekle kalmayıp temerrüt oranlarına göre de farklılık gösterir. Temerrüt riski (borcu ödeyememezlik riski) bankanın, kullandırdığı kredilerine mudilerine ve diğer borç

verenlere ödediğinden daha yüksek bir faiz oranı uygulayabilmesinin ana nedenidir. Temerrütler, eğer yaygınsa, bir bankanın gelirlerini büyük ölçüde düşürebilecek, böyle olduğu halde borç verenlerine geri ödeme yükümlülüğü olduğu gibi kalacaktır. Bu durumda da banka, kredi kullandırdığı kişi ve şirketlerin temerrüt riskini telafi etmek için yüksek bir faiz oranı talep etmek zorunda kalacaktır.

Bu nedenle özkaynak desteği iflas riskini azaltır. Farzedelim ki banka 200 milyon dolarlık kısa vadeli hazine bonoları gibi risksiz varlıklara sahip ve 800 milyon dolar borç alıyor ve borçlandığı miktarın tamamını borç veriyor. Bu durumda banka, verdiği kredilerin değerinin dörtte üçünü alıkoymak koşuluyla mudilerine ve diğer borç verenlerine geri ödeme yapabilecektir. 800 milyon dolarlık kredinin dörtte üçü 600 milyon dolar yapar, ki bu da 200 milyon dolarlık özkaynak desteğine eklendiğinde bankanın borç verenlerine borçlu olduğu miktar, 800 milyon dolara eşittir. Banka sadece kredi portföyü değerinin yüzde 25'inden fazlasını kaybederse zorda kalacaktır (aslına bakarsanız batmış olacaktır çünkü borçları varlıklarını geçecektir).

Bankalar büyük ölçüde kısa vadeli kredilerle finanse edildiğinde hiç güvenlik önlemi almamışlarsa yüksek derecede "mevduat kaçışları"na maruz kalırlar. Bir banka zorda kalmış gibi göründüğünde mudileri banka iflas etmeden önce hesaplarından mevduatlarını çekmek için hücum edecektir. Eğer yeteri kadar mudi bankadan parasını çekerse, mevduat kaçışlarından önce varlıkları borçlarını geçmiş olsa bile banka iflas *edecektir*. Bankaların mevduatlarının belirli bir yüzdesini (bu yüzde zaman zaman ve bankadan bankaya farklı olsa da, genellikle yüzde 10'unu) risksiz varlıklara – nakit ve nakde eşdeğerlere – ayırması gerekirdi (gerekir de). Bunlar bir bankanın "ihtiyatları"dır. Banka sermayesinin volatilitesini (değişkenliğini) azaltarak iflas olasılığını azaltırlar ama gerçek ya da hayali bir iflas korkusuna dayalı mevduat kaçışı olasılığını ortadan kaldırmazlar. Federal vadesiz mevduat sigortası bu riske karşı oluşturuldu. Daha da riskli krediler vermek için – çünkü sigorta,

temerrüt riskini mudilerden Federal Mevduat Sigortası Kurumu'na (Federal Deposit Insurance Corporation) kaydırdı – bankaların bunu istismar edecekleri korkusu, bankacılığı güvenli hale getirmek için gereken tedbirleri alma ihtiyacını arttırdı. Bu ihtiyaca uygun olarak bankalar, ihtiyatlarının dışında sermayelerinin çoğunu ya devlet tahvilleri satın almak ya da kısa vadeli işletme ve bireysel kredi vermek için kullandı. Bankanın mudilerine olan borçları kısa vadeli olduğundan uzun vadeli banka kredisi sınırlıydı. Mudiler paralarını her an bankadan çekebilirlerdi ama bankalar bir temerrüde düşme durumu olmadıkça ve olana kadar verdikleri hiçbir uzun dönemli krediyi (vadesi dolmadan önce) geri isteyemezdi. Bankaları düzenleme ve denetleme kurumları banka iflas riskini daha da azaltmak için bankalar ve banka dışı kredi veren kuruluşlar arasındaki rekabeti sınırlandırdı.

Uzun dönemli olan ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredileri çoğunlukla, aynı derecede katı düzenleme ve denetim altında faaliyet gösteren ihtisas bankası türü olan tasarruf ve kredi kurumlarınca (ya da benzer olan tasarruf ortaklığı bankalarınca) verilir. Düzenleme ve denetime rağmen, tasarruf ve kredi kurumları, riskli ipotekli kredi vermeye (kısmen Federal Mevduat Sigortası Kurumu'nun "deneyime göre değerlendirilmiş" olmamasından dolayı – sigorta primi bankanın kredi vermesinin riskliliğine göre sabit değildi) kalkışıp 1980'lerde bir gayrimenkul krizini de içine alan çeşitli sebeplerden dolayı toptan battılar. Bu olay kredi piyasalarının, özellikle de gayrimenkulle bağlantılı kredi piyasalarının istikrarsızlığının bir başka örneğiydi ve dolayısıyla da yaklaşmakta olan felaketin gözardı edilmiş bir uyarı işaretiydi.

Tasarruf ve kredi kurumlarıyla yaşanan bu kötü tecrübeye rağmen, ticaret bankalarının "önce güvenlik" düzenlemesi 1970'lerde başlayan devlet denetimini kaldırma çalışmasının bir parçası olarak azaltılmaya devam etti. Aracılık şirketlerine ve bankalar gibi denetlenmeyen yatırım bankalarına, örneğin Merrill Lynch ve Lehman Brothers, ve diğer banka dışı aracı kurumlara, örneğin finans şirketleri, para piyasası fonları ve

serbest fonlara, bankalarınkine benzer, hatta onlarınkiyle aynı, finansal ürünleri sunmalarına giderek daha çok izin verildi. Banka mevduatlarının aksine borçlanılmış sermayeleri federal olarak sigortalanmamıştı, dolayısıyla bu banka dışı borç veren kesim mevduat kaçışlarına karşı hayli savunmasızdı. Banka ürünlerine benzer birtakım finansal ürünler sundukları için rekabet körüklendi ve ekonomiyi düzenleyenler, pek çok ticari kuruluşu, büyüyen banka dışı endüstriye kaptırmamak için bankaların aynı ürünleri sunmasına izin verdi. Bu endüstri 2008 itibariyle nerdeyse ticaret bankacılığı endüstrisi kadar genişlemişti. Ancak federal vadesiz mevduat sigortası olduğu gibi kaldı, ki bu da "bir banka mevduat kaçışı" tehditini azaltarak risk almayı daha da teşvik etti. Serbest fonların ticaret bankalarınınki kadar akut olan ödeme aczi sorunlarıyla karşılaşmalarının bir nedeni, sermayelerinin hiçbir bölümünün federal olarak sigortalanmamış olması olabilir. Dolayısıyla, sermaye yapılarındaki finansal kaldıraç oranları haddinden fazla yüksek olursa ya da riskin dozunu kaçırırlarsa, bir mevduat kaçışıyla karşı karşıya kalacaklardır (bazılarının kaldığı gibi).

Fazlaca düzenlemeye tabii olmayan bankacılık endüstrisi – çünkü "bankacılık" finansal aracılıkla nerdeyse eşanlamlı hale gelmişti – 2000'lerin başında düşen faiz oranlarıyla sonradan anlaşıldığı üzere ölümcül bir şekilde kaynaşmıştı. 2003 itibariyle altı aylık mevduat sertifikası için ortalama faiz oranı yüzde 1.17'ye, ortalama otuz yıllık ipotek faiz oranı yüzde 5.83'e ve değişken faizli ipotekli konut kredisi (faiz oranının periyodik olarak yeniden ayarlandığı bir ipotekli kredi) için de ortalama faiz yüzde 3.76'ya düşmüştü. Düşen faiz oranları kredi talebinin fırlamasına neden oldu. Bildiğimiz gibi borçlanma ekonomik etkinliği arttırır. Artan etkinliğin aldığı biçimlerden biri konut yapımını ve alımını arttırması oldu. Konut fiyatları arttı. Gayrimenkul mükemmel bir teminat şekli olduğu için gayrimenkule yatırım geleneksel olarak borç ağırlıklıdır, bu yüzden ipotekli kredi talebi konut fiyatlarıyla birlikte arttı.

Faiz oranları düşük ve yatırım değerleri yükselirken birinci bölümde gördüğümüz kaldıraç oranı iki katı çekici olur. 1 mil-

yon dolarlık özkaynağa sahip ve hiç borcu olmayan bir şirketin yıllık yüzde 7'lik bir gelir getiren krediler verdiğini farzedelim. Dolayısıyla şirket yılda 70.000 dolar kazanır. Şimdi yüzde 3 faizle 2 milyon dolar (yıllık 60.000 dolar) borç alsın ve 3 milyon dolarlık tüm varlığını benzer kredilere yatırsın. 3 milyon doların yüzde 7'si 210.000 dolardır ve 60.000 dolarlık borç faizini düştükten sonra şirket 150.000 dolar yıllık kazanca sahip olur – borçlanmadan önceki kazancının iki mislisinden daha fazla. Düşük faiz oranları ve artan gayrimenkul (ve diğer varlık) değerleri yüzünden bankacılık endüstrisi kaldıraç oranını arttırdı. Düşük faiz oranları borçlanmaya olan talebi arttırır ve aynı zamanda artan talebi karşılamak için özkaynaklarını arttırmaktansa, borçlanmayı arttırmak yoluyla kredi verenler için borçlanmayı ucuzlatır. Bu yüzden kaldıraç oranı artar.

Kaldıraç oranı çekici olduğu kadar tehlikelidir de. Örneğimdeki şirket verdiği kredilerin gelirinin eksi yüzde 5 olduğu kötü bir yıl geçirirse, şirket, eğer başka borç almadıysa, 50.000 dolar (1 milyon doların yüzde 5'i) kaybedecektir ama eğer 2 milyon dolar borç aldıysa 210.000 dolar kaybedecektir: 150.000 dolar, verdiği kredilerdeki 3 milyon dolar üzerindeki kayıp, artı 60.000 dolar, 2 milyon dolarının faizi. (Kaldıraç oranının hem olumlu hem de olumsuz tarafı borcun doğurduğu yükümlülüğün sabit olması basit gerçeğinden kaynaklanır. Gelir arttığında yükselmez ama gelir azaldığında da düşmez.) Finansal kaldıraç oranı hayli yüksek olan bir borç veren (bir banka dışı kredi veren otuza bir, hatta daha yüksek borç/özsermaye oranına sahip olabilir ama bir ticaret bankasının bile borç/özsermaye oranı yirmibeşe bire ulaşabilir), kaldıraç oranı hayli yüksek olan bir borçlanıcıya, örneğin aşırı borçlu, düşük gelirli ve hiçbir birikimi olmayan ilk kez ev alan bir müşteriye, kredi vererek mali bir yıkımı davet etmektedir. Sermayesini son derecede riskli kredilere bağlayarak daha da riskli hale getirdiği riskli bir sermaye yapısına sahiptir.

Kaldıraç oranını konut balonu sırasında bankalar için daha da tehlikeli hale getiren şey, düzenlemiş ya da satın almış oldukları ipotekli kredileri ellerinde tutmak yerine, çoğunu bu

ipotekli kredilere dayalı menkul kıymetler karşılığında satmalarıydı. Bazen ipotek kredilerini kendileri bir paket haline getirip bu kredilere dayalı kendi menkul kıymetlerini piyasaya sürüyorlardı; ve diğer şirketlerin ihraç ettiği benzer menkul kıymetlerin payı gibi bu menkul kıymetlerin payları da çoğunlukla diğer bankalar tarafından satın alınıyordu. Böylece ipoteğe dayalı menkul kıymetler bankaların özkaynaklarının bir parçası oldu. İpotek borçlularının temerrüde düşmesinden dolayı menkul kıymetlerin (ipotek borçlularınca ödenen faize bağlı olan) değeri düşerse, bankaların özkaynakları azalacaktı.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin oldukça güvenli olduğuna inanılıyordu. Bazıları öyleydi. İpotekli kredileri veren pek çok banka bu kredileri Fannie ve Freddie tarafından garantili üst gelir grubuna verilen ipotekli kredilere dayalı menkul kıymetler karşılığında Fannie Mae ya da Freddie Mac'e sattı. Ancak kısmen eşikaltı (alt gelir grubuna verilen) ipotekli konut kredilerine (Orta gelir grubuna verilen Alt–A kredileri ve diğer riskli ipotekli krediler dahil) dayalı menkul kıymetlerle ilgili bir sorun vardı. Bu tür menkul kıymetler diğer finansal aracılarca alınıp satılıyordu ama ticaret bankaları eşikaltı ipotekli kredilere dayalı menkul kıymetleri paketleyip satarak faaliyet gösteriyorlardı. Konut balonu sönüp eşikaltı ipotekli kredi piyasası çöktüğü zaman, bankalar kendilerini, yaratmış oldukları ama sadece, eğer mümkünatı varsa, yangından kurtarılmış malların fiyatına satabilecekleri satılamayan bir menkul kıymetler stokuyla baş başa buldular.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin üst gelir grubu bir yana, alt gelir grubuna dayalı olsa bile güvenli olduğuna neden inanıldığını anlamak için, bu tür menkul kıymetlerin "menkul kıymet" kelimesi duyulunca akla geliveren şey olmadığını belirtmekle başlamamız gerekiyor. Her menkul kıymete yüz milyonlarca dolar ve bazen milyarlarca dolar değer biçiliyordu ve her menkul kıymet yüzlerce, hatta binlerce ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredisine dayalıydı – menkul kıymetin, sahiplerine, ipotekli kredilerden gelir elde etme hakkı vermesi bakımından "dayalı"ydı; bu nedenle menkul kıymetin değeri

kredi gelirine bağlıydı. Her bir menkul kıymete dayalı ipotekli kredinin bir havuzda toplanması temerrüt riskini coğrafi olarak çeşitlendiriyor ve böylece riski azaltıyordu; Florida'da artan temerrüt riski, New York'taki temerrütlerin azalmasıyla telafi ediliyordu.

Risk yönetimi dikkate alındığında buraya kadar her şey yolundadır. Ek olarak, her bir menkul kıymet farklı risk–getiri kombinasyonlarında dilimlere ayrılıyor ve alıcı istediğini seçebiliyordu. (Başka bir ifadeyle, her bir menkul kıymetteki *hisse* satılıyordu.) En üstteki katman, menkul kıymete dayalı ipotekli krediler havuzu tarafından sağlanan gelir üzerinde yasal olarak tanınan bir öncelik hakkına sahip olacaktı ve bu yüzden en yüksek kredi notuna sahipti ve en düşük faiz oranından ödüyordu. En alt katman havuzun geliri üzerinde sonuncu olarak hak talebinde bulunacaktı, bu nedenle en düşük kredi notuna sahip olup en yüksek faiz oranından ödeyecekti. (Bu katmanlara "kredi dilimleri" adı verilir ama bu kelimeyi kullanmaktan kaçınıyorum, çünkü başka finansal jargon kullanıyorum.)

Dilimlenmiş yapıyı gözümüzde canlandırmanın en basit yolu, bir ipoteğe dayalı menkul kıymeti birinci ve ikinci dereceden ipotekli bir evmiş gibi varsaymaktır. İlk ipotek alacaklısı ikinci derece ipotek tamamen kalkmadığı sürece korunur; ikinci dereceden ipotek alacaklısı da ipotekli gayrimenkulün sahibi temerrüde düşmediği sürece korunur. (İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde üç risk diliminden daha fazlası bulunuyordu; ben üç tanesini yalnızca örnek olsun diye kullanıyorum.) Birinci derece ipotekli kredi bir ipoteğe dayalı menkul kıymetin en üst dilimine, ikinci derece ipotekli kredi orta dilime ve özkaynak da en alt dilime tekabül eder. İlk ipotekli kredinin 1 milyon dolar olduğunu, ikinci derece ipotekli kredinin 500.000 dolar ve özkaynağın 500.000 dolar olduğunu farzedelim, dolayısıyla evin toplam değeri 2 milyon dolardır. Şimdi evin sahibinin temerrüde düştüğünü ve evin, icra yoluyla satışından sadece 1.250.000 dolar getireceğini farzedelim. İkinci ipotek alacaklısı ipotekli mala haciz koyacak ve ev hacizli satışta 1.250.000 dolara satılacaktır. Bu durumda evin sahibi bütün öz-

kaynağını, ikinci derece ipotek alacaklısı yatırımının yarısını kaybedecektir ama ilk ipotek alacaklısı ise hiçbir şey kaybetmeyecektir çünkü icra yoluyla satış fiyatı yatırımının değerini aşmıştır.

Bu nedenle ipoteğe dayalı menkul kıymetler hisse senetlerine benzemez; bu kıymetler işlevsel olarak farklı risk derecelerinde olan ipoteklerin kesirli hisselerine dayalı bonolardır.

İpoteğe dayalı menkul kıymete dayanan her bir havuzdaki ipotekli kredi, havuzdaki ipotekli kredilerin çoğunun temerrüde düşeceğini, alt dilimlerin bütün zararı–ziyanı dağıtım yoluyla yayamayacağını öngören olanaksızlığa bağlı olarak, en üst dilim bir kredi derecelendirme kurumundan AAA dereceli kredi notu alacak şekilde ayıklanırdı. (Bazen birden fazla dilim AAA derecesi alırdı ama bu ayrıntıyı gözardı edeceğim.) Bu, ipoteğe dayalı menkul bir kıymetin üst diliminin az miktarda üst gelir grubuna verilen ipotekli kredilere dayalı olsa bile, ya da doğrusu isterse hiç dayalı olmasa da, AAA dereceli kredi notu alabileceği anlamına gelir. Çünkü en üst dilim ne kadar küçülürse, en üst dilim sahiplerinin hak iddialarına cevap verecek menkul kıymete dayanan ipotekli kredi havuzunun tamamında yeterli değer oluşumu öncesinde temerrütler de o kadar fazla olacaktır.

Sözleşmeli bankalar her bir ipoteğe dayalı menkul kıymetteki en üst dilimi satın almaya eğilimliydiler banka dışı aracı kurumlar daha büyük riske razı olup daha alt dilimleri satın almaya eğilimliydiler. Alıcıların çoğu kısaca değineceğim bir sigorta türü olan kredi temerrüt takasları satın alarak teminatı iki kat garantiye aldı – öyle sandılar.

Coğrafi olarak aynı büyüklükte olmasa da 1990'larda başlayan konut balonu o kadar geniş alana yayıldı ki bu durum, balon patladığı zaman ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerindeki vahim düşüşü engelleyecek ipotekli kredi temerrüt riskinin genelini yeterince azaltmadı. Ev fiyatlarındaki düşüş ve temerrüt ve hacizlerde (pek doğal olarak fiyatlar yükselirken düşük düzeyde olan) artış o kadar fazlaydı ki ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin üst dilimleri bile kısa süre içinde tahmini

değerlerinin yarısından daha azına alınıp satıldı.

Banka bilançolarının varlıklarla doldurulmasıyla krizin doğmasına katkıda bulunan menkul kıymetleştirilmenin (menkulleştirmenin) yol açtığı coğrafik yayılmanın finansal krizi hafifletmeye *bir* etkisi oldu. Konut fiyatlarının düşmesiyle meydana gelen temerrüt ve hacizlerin artması California, Arizona, Nevada, ve Florida eyaletlerinde yoğunlaşmıştır. California eyaleti iflasın eşiğine gelmiştir ve eğer menkulleştirme, ipotek borçlularının temerrüt maliyetlerinin bir kısmını diğer eyaletlere dağıtmamışsa, California şimdiye kadar miyadını doldurmuş olabilir.

Bu da menkulleştirmenin ekonomik kriz meydana getirmekte ne kadar büyük bir rol oynadığı konusunu gündeme getirmektedir. Riskli kredi verme (örneğin, kredili hisse senedi alıcılarının kredinin sadece yüzde 10'una eşdeğer teminat sağlamalarını gerektiren) menkul kıymetleştirilmiş borçtan yararlanılmaksızın Büyük Bunalım'a neden oldu. Bankalar eşikaltı (subprime) ve Alt–A ipotekli konut kredilerini menkulleştirmekten ya da diğer menkulleştirenlerden ipoteğe dayalı menkul kıymetler satın almaktansa, bu kredileri kayıtlarında tutmuş olsalardı bugün daha iyi durumda olurlar mıydı? Eğer öyleyse, bu en çok da menkulleştirmenin, yatırımcıların riskinin hesaplanmasını zorlaştıran bir başkasının ipotekli kredisine sahip olma ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin karmaşıklığının külfetine gerçekten katlanmak istemeyen yatırımcılardan (özellikle de yabancı yatırımcılardan) ABD'ye fazladan sermaye çekme gücü sayesinde olurdu. Ancak düşük faiz oranları ve yoğun kredi talebi riskli kredi vermeyi (yaptıkları gibi) teşvik etseydi, ipotekli kredilerin kabul edildiği form, bankaların çökmesinde kritik bir etken olmayabilirdi.

Karmaşık menkul kıymetlerin yatırımcılara anlaşılmaz gelmesini bir tarafa bırakırsak, menkulleştirilmiş borcun – yani, bir borcu bir menkul kıymete dönüştürmenin – hiçbir uygunsuz yanı yoktur. Bir bankanın otuz yıllık ipotek teminatlı bir kredi verdiğini farzedelim. Ana para ve faizini otuz yıl sonra geri almak yerine, daha fazla kredi verebilmek için banka, net

bugünkü değeri (bugünkü bir doların gelecekte alınması beklenen bir dolardan daha değerli olduğunu yansıtan değer) için ipotekli krediyi satmak isteyebilir. Satın alınmış çok sayıda ipotekli krediyi bir havuzda toplayıp alıcılara havuzdaki kesirli hisseleri veren bir menkul kıymet ihraççısı, o krediyi başka bir bankaya satarsa elde edeceği kazanca göre daha yüksek bir kazanç elde edebilir. Havuzlama sadece temerrüt riskini dağıtma yoluyla azaltmakla ve böylece yatırımı daha güvenli hale getirmekle kalmaz, aynı zamanda menkul kıymetlerin daha az korunmalı dilimleri de riskten bankaların, ya da bazı bankaların, hoşlandığından daha çok hoşlanan yatırımcılara pazarlanabilir.

Bununla birlikte, riski dağıtmanın gözardı edilen olumsuz yönü ise, riski böyle olmasa güvenli olacak piyasalara dağıtmasıdır. Bütün dünyada alınıp satılan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ABD konut balonu sırasında verilen ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredilerinin yabancı bankalar ve diğer yabancı yatırımcılar için riskli olmasına neden oldu ve bu yüzden de sadece ABD'ye özgü olabilecek bir bunalımın küreselleşmesine katkıda bulundu. Ekonomimizin büyüklüğü göz önüne alınırsa, yabancı ülkelerin ekonomileri üzerinde bazı olumsuz etkileri olabilirdi. Ancak menkulleştirme, bütün o sözleşmeden doğan ve yönetimsel karmaşıklıklar nedeniyle ABD'deki ipotekli ev kredilerinin (ya da diğer özel borçların) sahibi olmak istemeyecek ama ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satın almaktan ve yetkili kredi derecelendirme kuruluşları tarafından AAA olarak değerlendirilmekten memnun olacak yabancı kredi vericilerden kredi almayı olanaklı hale getirdi. Menkul kıymetler, ipotek borçlularıyla doğrudan doğruya uğraşmaktan da rahatsız olmayacak ABD sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve diğer yatırımcılar tarafından da satıldı.

Başka borç biçimleri de menkulleştirildi – ticari gayrimenkuller gibi, aynı zamanda kredi kartı borçları ve öğrenci kredileri gibi gayrimenkullerle ilgili olmayan borçlar. Kolaylık adına analizimi, kısmen ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredileriyle sınırlıyorum çünkü diğer borç menkulleştirmeleri, kısa bir gecikme ile ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredilerinin izin-

den giderek aynı tuzağa düşmüş gibi görünüyorlar. Bu menkul kıymetler, menkulleştirilmiş ya da menkulleştirilmemiş diğer borçları da girdaba çekerek ekonomik çöküşe zemin hazırlayan konut balonun patlaması yüzünden en başta değer kaybetti.

Kredi kuruluşlarının ipoteğe dayalı menkul kıymetleri derecelendirmeye istekli olmaları, alıcıların kendi özel durumlarında tedbirli olmaları gibi, çok ya da az risk almalarına olanak tanıdı (onlar öyle düşündüler!). Ancak aynı zamanda, diğer birçok firma arasında, American International Group'un, (AIG) hem ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin hem de diğer yatırımların değerindeki düşüşlere karşı çok miktarda ihraç ettiği bir sigorta türünü satın alabiliyorlardı ve çoğu da aldı. "Kredi temerrüt takasları" adı verilen bu sigorta türü, aslen bono temerrütlerine karşı sigorta olarak düşünülmüştü ve primlerinin makul bir güvenle hesaplanabilmesi üzerine kurulu uzun bir geçmişi vardı. Ancak AIG ve diğer finansal şirketler (menkulleştirilmiş borç sigortasından farklı olarak anlaşmaya dayanan ipotek sigortası gibi sigorta şirketleri ve kredi sigortalarının geleneksel ihraççıları olan ticaret bankalarıyla sınırlı olmayan) böyle bir geçmişe sahip olmayan ipoteğe dayalı menkul kıymetleri değerlerindeki zarar ziyana karşı sigortalamak için kredi temerrüt takaslarını piyasaya sürmeye başladı. Takasların bir güzelliği, bir kredi verenin kendisini borçlunun temerrüdünün getirisinden koruyabilmek için ihtiyaç duyduğu teminat miktarını azaltmalarıydı. Temerrüdün sonuçlarına karşı korunma olarak teminatta ısrar etmek yerine, kredi veren, kredi temerrüt takasına prim ödeyebilirdi.

Takasların, yüksek bir kaldıraç oranına ve böylece de görünür bir risk artışı olmaksızın daha yüksek kazançlara olanak vererek kredi verenin riskini azaltacağı (çoğunlukla azaltırdı) düşünülüyordu. Böylece takasların kendileri de menkulleştirilmiş oldu, dolayısıyla dünyanın her yerindeki kurumlar ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin sigortacıları haline geldiler. Üstelik, menkulleştirilmiş biçimleriyle takaslar, sigorta ettirmek istedikleri varlıkları olmayan, sadece takasla sigortalanmış bir şirketin temerrüt olasılığı üzerinde spekülasyon yapmak isteyen kuru-

luşlar tarafından satın alınabiliyordu. Takasların nominal değeri kısa süre içinde onlarca trilyon dolar oldu. Takaslar denetlenmiyordu, bu yüzden denetlenen sigorta şirketlerinin aksine ihraççıların, temerrütleri, ki takaslar temerrütlere karşı sigortalıydı, telafi etme zorunluluğuna karşı rezerv (ihtiyat/karşılık) bulundurmasını gerektirmiyordu. Takaslarıyla sigortalanan temerrütler arttığı zaman, AIG'in taahhütlerini yerine getirecek yeterli rezervlerinin olmadığı ortaya çıktı.

Menkulleştirilmiş kredi takaslarının alıcıları arasında bankalar da vardı, bu da onları sigortacı yapıyordu – çoğunlukla diğer bankaların sigortacıları. Bu tehlikeli bir durumdu: takası kabul edip karşılığını ödemek bir bankayı batırabilir çünkü banka temerrüde düşerse, bu durum kredi takasının öteki ucundaki bankayı ödeme gücünü korumak için ihtiyaç duyduğu sigortadan mahrum edecek ve bir domino etkisi yaşanacaktır.

Kredi derecelendirme kuruluşları ve kredi temerrüt takaslarının ihraççıları, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerine karar vermekte büyük zorluk çekiyorlardı. Yatırımcılar bireysel ipotekli kredilerin riskliliğiyle ilgili sınırlı bilgiye sahiplerdi ve eşikaltı ipotekli kredilerin temerrüt riskinin güvenle değerlendirilmesini sağlayacak büyük çaplı eşikaltı kredi kullandırmayla ilgili deneyim yetersizdi; risk değerlendirmesi deneyimden çok örneklere dayalı olmak zorundaydı. Tıpkı sigorta şirketleri gibi kredi derecelendirme kuruluşları da riski çoğunlukla ister istemez geçmiş deneyime bakarak tahmin ederler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle ilgili bu türden sınırlı bir deneyim ev fiyatlarının artış dönemi sırasında edinilmişti. İpoteğe dayalı menkul kıymetleri paketleyip satan bankaların bu kıymetlerin riskliliğiyle ilgili dikkatli tahminlerde bulunmaları için çok az nedenleri vardı çünkü satış, temerrüt riskinin yönünü menkul kıymetlerin alıcılarına çeviriyordu. Muhtemel alıcıların bu riski değerlendirmek için bir nedeni vardı elbette ama bu kıymetlerin düzenleyicilerine göre daha az bilgiye sahiplerdi.

İpoteğe dayalı menkul kıymette bir hisse sahibi olan bir banka, borçlularla hiçbir ilişkisi olmadığından, ipotekli kredi-

lerin bir kısmını o borçlular ihraç etmiş olsa dahi, o hisseye dayalı farklı ipotekli kredilerin değerine kolaylıkla karar veremezdi. İhraççı ya da alıcı, ana para ve faiz ödemelerini ipotek borçlularından toplamak ve borçlular borcunu ödeyemezse haciz koymak için ipotek hizmeti veren şirketleri ücret karşılığı tutardı. Menkul kıymetin birden fazla sahibi olması nedeniyle ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dayanan ipotekli kredilerin haciz oranı son derecede yüksek olma eğiliminde olurdu. Hizmeti veren kuruluşun birden fazla patronuna karşı birbirleriyle çatışan sorumlulukları vardı. Bu da temerrüde düşmüş bir ipotekli krediyi yeniden yapılandırmak için kuruluşun harcadığı çabaları zorlaştırıyordu ve dolayısıyla (pek çok ev üzerindeki ipotekli kredi aynı anda haciz edildiğinde, hacizli satışların ipotek alacaklıları için az kazanç getirme olasılığı başta olmak üzere) ipotekli mala haciz koymak zorunda kalmaktan kaçınıyordu. Menkul kıymetin AAA diliminin sahibi, daha alt dilimleri yok etse bile haciz ihtiyacını önleyecek ve kendisine zarar vermesinden kaçınacak bir birleşmede yapılacak bir değişiklikten memnun olabilir. Anacak bu dilimlerin sahipleri hacizli bir satışın kendilerine yeteri kadar bir şeyler getireceği umuduyla haciz için baskı yapabilirler. Dolayısıyla bu tür çıkar çatışmaları hizmet veren kuruluşların temerrüde düşmüş ipotekli kredileri yeniden müzakere etmek için harcayacağı çabaları zorlaştırdı.

Yeni finansal araçların riskliliğine karar verme zorluğunun finansal krize nasıl katkıda bulunduğunu anlamak için, ekonomist Frank Knight'ın uzun zaman önce yaptığı iki risk türü arasındaki farkı anımsamakta fayda vardır. Bunlardan birisi kendisinin "risk" adını verdiği bir olasılığın atfedilebileceği bir risktir ve riski karşılayacağı bir prim hesaplayabildikleri için sigorta şirketlerinin bu riske karşı sigortalandığı bir türdür. "Belirsizlik" adı verilen diğeri ise, sayıya dökülemeyecek bir risktir. Böyle bir riski sigortalayan biri kumar oynuyordur; bu riski derecelendiren (AAA, BB, vs.) biri ise tahminde bulunuyordur.

Bankacılık endüstrisinin kaldıraç oranları çok yüksek olduğundan ve sermayesinin çoğu değer biçilmesi çok zor olan menkul kıymetlerden oluştuğundan, konut balonunun sönmesi

bankaların sermayesini daralttı – ancak değer biçme sorunu yüzünden bilinmeyen bir miktardadır. Bankalar özkaynak desteklerinin ne kadar azaldığını ve bu yüzden yüksek iflas riskine maruz kalmadan ne kadar kredi verebileceklerini bilmiyorlardı çünkü bildiğimiz gibi, kredi verenin sermaye yapısındaki kaldıraç oranı ne kadar yüksek olursa, kredi verme işi de giderek daha riskli olur. Bir diğer zorluk da, kredi temerrüt takaslarının sigorta bölümünü satın alan bankaların risk sahasını bilmemesiydi. Lehman Brothers battığında bütün dünyadaki kredi temerrüt takaslarının ihraççıları zor duruma düştüler çünkü Lehman pek çok takas satın almıştı. Aynı zamanda da pek çok takası ihraç etmiş ve elinde çok miktarda bulunan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin çöküşüyle silinip süpürülen özkaynağı, sigortalamış olduğu borçları ödemesine yetecek kadar değildi.

Bir A bankasının Lehman'ı X dolarlık bir zarara karşı sigortaladığını ve bir B bankasının Lehman tarafından X dolarlık bir zarara karşı sigortalandığı farzedin. Bu durumda her iki banka da, Lehman'ın iflasına dahil olmasın diye, A bankasının B bankasına X dolar vermiş olması gerekirdi. Ancak iflas o kadar ani oldu ki A'ların ve B'lerin birbirlerini bulmaya fırsatları olmadı ve dolayısıyla iflas göz önüne alındığında, durumları hakkında muallakta bırakılmış oldular.

Bir şirketin kendini bir ölüm sarmalı içinde bulmasının bir nedeni, kredi sözleşmelerindeki genel kanuni hükümlerin, kredi notu düşerse borçlunun daha fazla teminat göstermesini gerektirmesidir. American International Group'un (AIG) kredi temerrüt takasları üzerindeki mali yükümlülüğü şişmeye başladığında, kredi derecelendirme kuruluşları şirketin kredi notunu düşürdü. AIG'in daha fazla teminat bildirmesini gerektiren derecelendirme değişikliği, şirket ölümünün sadece federal kurtarma paketindeki yaklaşık 130 milyar dolarlık – bu rakam artabilir – bir para akışı ile önlenebileceği noktasında şirketin sıkıntılarını derinleştirdi.

Bankaların ipotekli krediye ilişkin varlıklarının değeri ve takas sigortası ve takas borçlarının boyutuyla ilgili belirsizliği, kredi kullandırma işlemini azalttı – daha doğrusu hükümet mü-

dahale edene kadar donduruldu. Buna "Kredi arzı daralması" deniliyordu. Kredi arzı daralması, hem ekonomik etkinlikte ani bir azalmaya neden oldu hem de bu azalmanın sonucu olarak ve yakın gelecekte daha da azalma olacağı düşüncesiyle, menkul kıymetler borsasında hızlı bir düşmeye neden oldu. Bu da şu an içinde bulunduğumuz tehlikeli sarmalı başlattı.

Normal olarak bir kredi arzı daralmasının kendi kendini dengelemesi beklenecektir. Bankaların özkaynak desteğinin azalması yüzünden kredi vermede yaşanan sermaye kıtlığı, özkaynağı yeniden oluşturmak için bankacılık endüstrisine yeni sermaye çekecektir. Ancak bu, özkaynağın ne kadar küçülmüş olduğuna ve kredi arzı daralmasının ekonomiye kredi talebini düşürecek kadar çok zarar verip vermediğine bağlı olacaktır. Aslında bankalar, ödeme gücü sağlayacak yeteri kadar yeni özel sermaye çekemezlerdi. Warren Buffet'ın Eylül 2008'de Goldman Sachs'a verdiği 5 milyar dolarlık kredi bir istisnaydı – Mitsubishi'nin bir sonraki ay Morgan Stanley'deki 9 milyar dolarlık yatırımı ise değildi çünkü federal hükümet tarafından garanti edilmişti.

En azından ABD doları dünyanın temel rezerv parası (hem yabancı bankaların hem de ihraççı ülkelerin kendi bankalarının ellerinde tuttukları ve uluslararası işlemlerde başlıca araç olarak kullanılan para) olmaya son verene kadar, federal hükümetin, vergilendirme, borç alma ve para yaratma güçleri ve kâr etmek ya da ayakta kalmak için masrafları karşılamak zorunda kalmakla sınırlı olmaması sayesinde, nerdeyse sınırsız sermayesi vardır. Hükümet yetkilileri başlangıçta kredi arzı daralmasının bir tür paniğin – özkaynaklarının ne kadar çok olduğunu bilmediklerinden bankaların kredi vermekten korkmaları – sonucu olduğunu düşündüler. Eğer öyleyse, o zaman hükümet ipoteğe dayalı menkul kıymetleri bankalardan satın alarak paniği giderir ve kredi vermeyi serbest bırakırdı. Değerleri netlik kazanana kadar satın almış olduğu menkul kıymetleri elinde tutması gerekirdi; ondan sonra onları satıp, satın alma fiyatını iyileştirirdi. İlk kurtarma tasarısının (2008 yılı Acil Ekonomik İstikrar Yasası kısaca istikrar paketi) (Economic Stabilization

Act) ardındaki düşünce buydu.

Farzedin ki çok değerli bir heykele sahipsiniz ama hiç kimse onu satın almayı düşünmüyor çünkü yanlışlıkla çalıntı olduğundan şüpheleniliyor. Heykelin bu şüphe doğmadan önce değerli olmasına ve şüphe giderilir giderilmez de yeniden değerlenecek olmasına rağmen, şu anda onun için bir piyasa mevcut olmaz. Değerli olmadığı için değil, likit olmadığı yani kolayca paraya dönüştürülemediği için satılamaz; kolayca paraya dönüştürülemez çünkü piyasa işlemiyordur. Heykeli satma hakkı şüpheli de olsa, eğer bir koleksiyoncu heykeli satıcının satma hakkına leke süren indirimli bir fiyata satın almaya razıysa likidite yeniden canlandırılabilir.

Bankaların ipoteğe dayalı menkul kıymetlerinin, değerlerindeki belirsizlik yüzünden likit olmadığı ve dolayısıyla da satılamayacağı düşünülüyordu. Bu menkul kıymetlerin temerrüt riski ve dolayısıyla da menkul kıymetlerin mevcut değeri, tarihe geçmiş karşılaştırılabilir bir deneyim bulunmadığından tahmin edilemedi. Yeterli sayıda yatırımcı piyasa yaratmak üzere bu belirsiz değerli menkul kıymetler üzerine kumar oynamaya hazır değildi; birisinin kendisine satmak istediği bir ürün hakkında çok az bilgi sahibi olan ve bir garanti belgesine ya da satıcının ürünün iyi bir değeri temsil ettiğine ikna etmeye ilişkin ününe güvenemeyen muhtemel bir alıcı, satın almaya isteksiz olacaktır. Bir yatırımcı da ipoteğe dayalı bir menkul kıymeti, satıcı tarafından ona biçilen değerden şüphe duyduğu için değil, eğer sonunda kârsız bir yatırım olduğu anlaşılırsa kötü görüneceği – dersini almadığı söyleneceği – için satın almakta tereddüt edebilir. Bu düşünce biçimi, 11 Eylül saldırılarından beri hükümetin havayolu güvenliğine yüklü yatırım yapmasına yol açan düşünce biçimiyle aynıdır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler için bir piyasa bulunmadığından, bir banka onları değeri bilinen varlıklarla değiş tokuş edemez ve bu yüzden ne kadar özkaynağa sahip olduğunu ve dolayısıyla da ne kadar güvenle kredi verebileceğini belirleyemezdi. En güvenli yol hiç kredi vermemek, onun yerine sermayesini federal devlet tahvillerine yatırmaktı, özellikle de, riskli

varlıkların değeri tahmin edilemiyor olsa dahi, bankanın buna güveni olmadığı, tahmininde kolayca yanılgı içine düşülebileceği nedeniyle; tahmin edilen değer, sadece olası değerlerin geniş dağıtımının orta noktası olacaktı. Banka varlıkların gerçek değerinin en iyi tahminin çok altında çıkacağı güçlü olasılığını hesaba katmak zorunda kalacaktı.

Tedbirsiz bir satın alma gerçekleştirerek iflas etmekten endişe etmeyen, hükümet bankaların donuk varlıklarını satın alabilir ve böylece bankaların felç edici endişesini giderebilir, mantığı yayıldı. Ancak eğer sorun bir bankanın varlıklarının donuk olması, ya da likit olsa bile, bankanın özkaynak desteğinin güvenli bölümü olarak ve dolayısıyla kredi vermek için de güvenli bir kaynak olarak sayılamayacak kadar riskli olması değil de, çok az para etmesi ise, bu, işe yaramayacaktır. Çünkü o zaman hükümet, tahmini değerlerinin en iyi (ama tahminen gerçekte gelişigüzel) tutarlarıyla onları satın alırsa, bu eylemi, bütün dünyanın dehşet içinde bakacağı banka iflaslarını tüm çıplaklığıyla sergileyecektir, oysa ki değerlerinin savunulabilir bir tahmininden daha fazlası için onları satın alırsa bankaların hissedarlarını masum vergi mükelleflerinin sırtından zenginleştirecektir. En çok da, en kötü bankaların – en hastalıklı varlıkları olan bankaların – hissedarlarını zenginleştirecek ve dolayısıyla da gelecekte batacak, yardım etmesi için Sam Amca'ya koşacak olan şirketler için çok kötü bir örnek teşkil edecektir.

İpotekli kredi temerrüt oranı sadece 15 iken, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin AAA dereceli dilimlerinin nominal değerlerinin yaklaşık yüzde kırk aşağı çekilmesi, piyasanın finansal krize aşırı tepki göstermiş – paniklemiş – olabileceğinin başka bir kanıtı olarak gösterilmektedir. Oysaki bu indirim sadece temerrüt oranının yükseleceği beklentisini yansıtmış olabilirdi. Konut fiyatları balon sırasında o kadar çok artmış ve o zamandan beri o kadar çok düşmüştür ki, konut balonu sırasında bir ev almış ve yüklü bir ön ödeme yapmış olan biri bile, ipotekli kredisinin ödenmemiş bakiyesinin evin değerini aştığını anlayabilir. İki yıl önce evi 500.000 dolara satın aldığında yüzde

20'sini peşin ödemiş olabilirdi ama ev şu anda ödemiş olduğu fiyatın sadece yüzde 70'i değerinde olabilir. Öyle olsaydı, sadece 350.000 dolar değerinde bir ev için 400.000 dolar (eksi kredinin ilk iki yılında geri ödemiş olacağı ana paranın küçük bir miktarı) ipotekli kredi almış olacaktı.

Kısa süre içinde bankaların sorununun belirsizlikten kaynaklanan bu kadar büyük bir likidite yetersizliği olmadığı, hem fiili hem de potansiyel olarak ödeme aczi olduğu ortaya çıktı. Bazı bankalar iflas etti ve diğerleri de – belki de diğerlerinin çoğu, en azından boyutuna göre ağır basanlar, çünkü riski en iyi şekilde sınırlandırabildikleri için riskli varlıkları yatırım yapacak en çekici varlıklar olarak görenler büyük bankalardı – iflasın eşiğine geldi. Muhasebe kuralları bankaların ipoteğe dayalı menkul kıymetlerinin ve diğer yabancı varlıklarının değerini mevcut piyasa değerinin makul bir oranına düşürmelerini gerektiriyordu. Bu yeniden değerlendirme süreci ("piyasalara göre değerleme") bankaların sıkıntılı finansal durumunu endişe verici bir netlikle gözler önüne serdi. Bankaların kredi vermeye isteksiz olmalarının temel nedeni bilinmeyen korkusundan çok iflas korkusuydu. Sağlam bilançoları olan bankaların bile daha çok ve daha sağlam sermayeye ihtiyaçları vardı, çünkü iş çevresi daha riskli hale gelmişti. Bu nedenle, orijinal kurtarma paketi, hükümetin bankalardaki imtiyazlı hisse senetlerini alması karşılığında apar topar varlık satın almaktan, banka sermayesine katkıda bulunmaya evrildi (ABD, utanç içinde Birleşik Krallığın başbakanını örnek alıyordu). (Son günlerde, 5. Bölümde göreceğimiz gibi, orijinal plan değiştirilmiş bir biçimde gündeme getirilmiştir.)

Bir şirketin zor durumunun likidite yetersizliğinden mi yoksa ödeme aczinden mi kaynaklandığını gösteren piyasa testi, şirketin "donmuş" varlıklarının fiyatının zamanla nasıl hareket edeceğini gösteren bir testtir. Eğer piyasa işlemediği için ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin düşük piyasa fiyatları gerçek piyasa değerleri değildiyse, bu fiyatların şimdiye kadar artmış olması gerekirdi. Ama böyle olmadı. Bu da temel sorunun ödeme aczi olduğunu gösteriyordu.

Birleştirilmiş bir belirsizlik, büyük yatırım bankalarını banka holding şirketlerine dönüştürme ve serbest fonları kurtarma oranının yüksek olması, sermaye piyasalarını adeta geçici bir felce uğratmış olsa da, hükümet, tartışmaya açık menkul kıymetleri mevcut değerlerinden, fiyatların çok düşük olduğu bir piyasa değerinden, çok daha fazlasına satın aldığı için, bu satın alışın iyi bir yatırım olduğu ortaya çıksa bile, eleştirilecekti. Hükümet varlıkların sadece düşmüş mevcut piyasa değerini ödediyse de (şimdiye kadar tahmin edilebildiği kadarıyla, ama yaklaşık olarak), bu durumda o değeri bu kadar düşüren şey her ne ise, varlıkların hükümet tarafından düşmüş fiyattan satın alınması yalnızca bankaların vahim durumlarını doğrulamış olacaktı.

İpoteğe dayalı ve diğer donmuş varlıkların satın alımı sermaye akıtmaya çevrildiği zaman, bu hassas dönüm noktasını uygulamaya koyan Hazine Bakanı Paulson, para akışını, stok etmek yerine, kredi vermek için alan bankaları sıkboğaz ederek suları daha da bulandırdı. Bu, beyhude bir ikna etme girişimiydi. Bankaların işi kredi vermektir. Normal olarak stok ettikleri para üzerinden (örneğin, çok düşük bir faiz oranı – bugün nerdeyse sıfır – sağlayan kısa vadeli hazine bonoları satın alarak) hiçbir gelir elde etmezler. Kredi vermek için özendirmeye ihtiyaçları yoktur – riskler çok büyük olmadıkça, ki bu olayda özendirme nafile olacaktır ve olmalıdır. Ya da bir deflasyon olmadığı sürece, çünkü o zaman kredi verilmesi ya da yatırım yapılması dışında – satın alma gücünde – nakdin değeri artar. Bu da, muhtemelen asıl açıklaması olmasa da, bankaların nakit biriktirmesinin alternatif, özellikle de kaygılandırıcı, bir açıklamasıdır. Kaygılandırıcıdır çünkü deflasyon çok tehlikelidir ve yetersiz sermayeli bankalarla sınırlı olmayan cezbedici bir şeydir.

Banka kredileri hiçbir zaman tamamen kesilmedi. Sanırım bankaların çoğu ihraç etmiş oldukları yedek kredi limitlerini kullanarak, en iyi müşterilerine ve en azından kredi notu yüksek olan birkaç yeni müşteriye kredi verdi. Esasen yaptıkları şey, kredi kriterlerine sınırlama getirmekti. Bu da otomatikman

verdikleri kredi miktarını azaltıp faiz oranlarını artırdığından, kredi vermemekle aynı etkiye sahipti.

Bankalar eskiden kalma, daha gevşek kredi vermeye ihtiyatlı bir biçimde yeniden başlamadan önce, özkaynak desteklerini büyütmek zorundaydılar. Bu da esasen, hükümetin sermaye aşılamalarını ne amaçla kullandığını gösteriyor (imtiyazlı hisse senetlerinin, hükümetin bankalara yatırdığı temel biçimde, alımının teknik olarak özkaynak olması değil, vade bitimi olmadığı için sermayeye yapılan güvenli bir ilave olması) gibi görünüyor. Onları kredi vermeye zorlamak bu yüzden bir hata olurdu – bu durum onları ödeme aczinin dipsiz kuyusuna atabilirdi. Gerçekten de, güvenlik hatırına bankalar, (kredi vermek yerine) özkaynak desteklerini, hızla gelen büyük çöküşten önceki halinden *daha fazla* genişletecek olan kurtarma paketini kullanmak zorunda kaldı çünkü krediler artık daha riskliydi. Bunun sebebi, sadece kredileri bireyler için daha riskli hale getiren artan işsizlikten değil, aynı zamanda azalan üretimden de kaynaklanıyordu. Bir şirketin üretimi düştüğünde, şirketin gelirlerinin borçlarını ve diğer sabit maliyetlerini karşılaması daha az muhtemeldir, dolayısıyla şirketin sağladığı herhangi bir yeni krediyi geri ödeyebilmesi de daha az muhtemel olacaktır. Kısmen bir araba satın almakta zorluk çekilmesi yüzünden düşen üretim, Detroit otomobil imalatçılarının yeni borç para almak şöyle dursun, var olan kredilerini bile geri ödemelerini olanaksızlaştırdı. Temerrüde düşme olasılığının yüksek olması anlamına gelen, nominal değerinin çok küçük bir miktarından işlem gören bonolarıyla, hangi mantıklı kredi veren onlara daha fazla para borç verebilirdi?

Temerrüt beklentisiyle tahvil fiyatları ekonomi genelinde düştü. Ancak tahvil satıcılarının elde ettiği daha yüksek kazançlar (sabit faiz oranlı bir bonoya ne kadar az bedel öderseniz, yatırımınızdaki kazancınınız o kadar yüksek olur) bankaları çekmedi, kredi vermenin ne kadar riskli olduğunu onlara hatırlattı.

Adını vermek istemeyen bir Wall Street finans uzmanı bankaların kendilerini içinde buldukları açmazı canlı bir biçimde

şöyle tanımlamaktadır:

> Sınırlı eşikaltı kredileri ve Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programından (TARP) [Troubled Assets Relief Program – 700 milyar dolarlık kurtarma programından] aldığı parası ve Merkez Bankası'nın iskonto penceresinden faydalanma hakkı olan klasik bir banka düşünün. Böyle bir bankanın – varoluşunu sürdürdüğü kadarıyla – devletten aldığı ucuz parayla özel şirket piyasasına verilen yeni krediler üzerindeki cari oranlar arasındaki açıktan faydalanarak, yeni kredilerle sağlıklı iş yapıyor olması gerekir. Ancak bankanın genel müdürü, ekonomiyle ilgili sürekli kötü haberleri dikkate aldığı için, gayri safi yurt içi hasıladaki keskin bir düşüşün, işsizlikte keskin bir artışa neden olacağını hatırlıyor, ki bildiği şey, üst gelir grubuna verilen ipotekli kredilerde (prime mortgages) bile temerrüde düşülebileceğiyle ilişkilidir. Birdenbire, her zaman tedbirli davranmış gibi görünen ipotekli kredi defteri hafiften tehlikede gibi görünüyor. Ardından yerel küçük işletmelere ve daha büyük bölgesel işletmelere verilen kredilerden ibaret olan kurumsal kredi defterine dönüyor. Ara sıra parmak uçlarını yapı kredilerine değdirmiş olsalar da, kredi verme standartları kendi bankasında aynen kalmıştı. Ancak sonra gözünü bu kredilerin vade tarihlerine dikiyor ve kredilerden bazılarının vadelerinin yakın zamanda geleceğini fark ediyor. Ayrıca, bu şirketlerden bazılarının ikincil kredileri, ya da hatta vadesi gelmiş olan teminatsız tahvilleri olduğunu da görüyor. Eğer sermaye piyasaları donmuş durumdaysa o zaman şirketler bu kredileri yeniden finanse etmek için nereden sermaye bulurlar? Bu dikkatli banka müdürü bu şirketleri iflas yoluyla alacak (ve borcunu özkaynakla değiş tokuş edecek) gerekli donanımlara sahip olmadığını biliyor, yani şirketlerin dava açmalarını engellemek için vadeleri geldiğinde kredileri yenilemekten başka seçeneği olmayacağını biliyor. Birbiriyle karşılaştırılınca, varlıklarının

değerine açılan küçük bir penceresi olduğu ya da mevcut kredi vericilerin gelecekteki ihtiyaçları göz önüne alındığında, banka müdürü için bu aralar yeni krediler yaratmak çok mantıklı gelmiyor. Rezervlerinin azaldığına dair en ufak bir belirti göstermese dahi bankasına neler olabileceğini bildiğinden, varsayımsal banka genel müdürümüz, TARP parasını biriktirmeye ve görüş alanı daha iyi oluncaya kadar Merkez Bankası'ndan borç almaktan vazgeçmeye karar veriyor. Amerika'nın bir ucundan öbür ucuna – Citibank'tan küçük yerel bankalara – kadar bankalarda süregiden konuşma budur ve hükümetin likidite sağanağındaki teşebbüsünün gerçekte kredi vermeye teşvik etmeye çok az katkıda bulunacağı anlamına gelir.

3
Esas Nedenler

BUNALIMA doğrudan yol açan nedenlerin riskli krediler ve yetersiz kişisel tasarrufların bir araya gelmesi olduğunu, dolayısıyla banka iflaslarına ve kredi almak zor olduğundan mal ve hizmet talebinde bir düşüşe neden olan riskler gerçekleştiğinde, insanların tasarruflarını yeniden tüketime ayıramadığını ve bunun da üretim ve istihdamda düşüş sarmalını tetikleyecek bir talep azalmasına geçit verdiğini öne sürdüm. Biraz daha derinlere inersek, konut balonunu, bu balonun patlamasının bankaların ödeme güçlerini tehlikeye sokan temerrütleri doğurduğunu; bankaları kaldıraç oranını yükseltmeye sevk eden çok düşük faiz oranlarını; karmaşık finansal araçların insanların düşündüğünden daha riskli olduğunun ortaya çıktığını ve riskli krediler üzerindeki denetimi kaldıran finansal hizmetlerin düzenlemesinin zayıfladığını görürüz. (Tabi ki konut balonunun patlaması da ikamet amaçlı konut inşaatı piyasasının tepetaklak olmasına yol açtı ama ekonomiyi asıl tehdit eden şey mal ve hizmetlere olan talepte geniş kapsamlı bir azalmanın olmasıdır.) Eğer gelecekte yaşanacak bunalımları önleme ve mevcut ekonomik bunalımdan acilen kurtarma umudu olacaksa, bu olayların da varsayılması yerine açıklanması gerekiyor.

Bir ekonomik bunalımın derin sebepleri arasında insan hataları da bulunabilir – belki de insanların insan bilişsel psikolojisinin acayiplikleri tarafından yatkın hale getirildiği bir hata türü– ya da "aç gözlülük" (her ne anlama geliyorsa) gibi karakter bozuklukları olabilir. Örneğin, bankaların yeni finansal araçların güvenliğini yanlış hesapladığına, ya da gerçekten riskli varlıklara AAA kredi notu vererek kredi derecelendirme kuru-

luşları tarafından kandırıldıklarına; konut balonunun sıradan insanların, örneğin borçlunun evinde herhangi bir özkaynağa sahip olmasını gerektirmeyen ve ona sabit bir faiz oranı güvencesi vermeyen bir ipotekli kredi gibi, ipotekli kredilerin yeni biçimlerinde yer alan riskleri anlayamaması yüzünden meydana geldiğine dair yaygın bir kanı bulunmaktadır. Balonların mantıksız bir iyimserliği yansıttığı ya da belki de finans uzmanlarının bile, tahminleri, basit bir bilinene dayanan kestirimden daha karmaşık bir şeye dayandırmaktan aciz olduğunu yansıttığı öne sürülmektedir. Bu nedenle, ev değerleri ya da hisse senedi değerleri artıyorsa, hem finansal piyasalar hem de tüketici halk, bu değerlerin yükselmeyi sonsuza kadar sürdürmesini bekliyor. Bunu duyan biri bile finansçıların aptal olduğunu söylerdi.

Kolaylıkla kaçınılabilecek hataların, akılcılıktan yoksun oluşun ya da zeka düzeyleri benimkini aşan finansman yöneticilerinin zihinsel yetersizliklerinin ekonomik çöküşte rol oynayan ana etkenler olduğundan kuşkuluyum. Bankacılık endüstrisini yere seren hatalar çabucak önlenebilseydi, bertaraf edilecekti. Bir konut balonu oluşacağına dair 2003 yılında başlayan pek çok uyarı vardı; finans şirketlerindeki aşırı finansal kaldıraç oranıyla ilgili uyarılar; Thomas Helbling ve Marco Terrones'in Ekim 2003'te yayınlanan "Balon Patladığında" başlıklı geleceği gören makalesinde olduğu gibi hatta birbirini takip eden oldukça doğru çöküş tahminleri vardı. Ertesi yılın Nisan ayında bir başka ekonomist Avinash Persaud gibi Robert Shiller de benzer bir makale yazmıştı. *Ekonomist* dergisi konut balonunu 2002 Eylül ayında fark etmiş ve kısa süre içinde bu balonu ve balonun finansal sistem ve bir bütün olarak ABD ekonomisi üzerindeki olası etkilerini saplantı haline getirmişti; Temmuz 2004'te yayınlanan bir makalede şunlar yazıyordu: "Konut piyasası iyimserleri bu korkuları *Ekonomist* gibi felaket tellallarının bir emlak balonuyla ilgili üzüntüsünden ellerini ovuşturmaya bir yıl önce başladığını ve fiyatların hâlâ artmaya devam ettiğini göstererek savıyor. Balonlarla ilgili ilk kural, umduğunuzdan daha uzun bir sürede şişmeleridir. İkinci kural ise,

sonunda patlamalarıdır." "Bu Sefer Farklı mı Olacak?" başlıklı daha da iyi bir makale 2004 Eylül'ünde *Ekonomist* dergisinde yayınlandı. *Financial Times* gazetesi kısa sürede konuya yeniden döndü. Bankacılık sisteminin kırılganlığı ve bankacılık düzenleme ve denetlemesinin yetersizliği finansal basında sık sık tartışılan ilişkili konulardı.

Bankaların, endüstrileri hakkında ekonomistler ve finansal basın kadar çok bilgi sahibi olmaları gerekirdi. Sermaye yapılarında pek çok risk olduğunu, geleceğin her zaman geçmişi tekrarlamadığını ve dolayısıyla konut ve kredi piyasalarındaki tarihsel deneyime dayanan temerrüde düşme riski modellerinin güvenilmez olabileceğini, ücretleri kredi notu verdikleri şirketler tarafından ödendiğinden kredi derecelendirme kuruluşlarında çıkar çatışması varolduğunu, kâr etmek için genellikle kısa vadeli borçlanmayı ve uzun vadeli kredi vermeyi gerektirdiği için finansal aracılığın doğası gereği istikrarsız olduğunu bilmek zorundaydılar. O halde bankerler ne yapacaklardı? Felaket riskini ölçerken hesaba katmaları gereken temel olasılıklar, konut fiyatlarındaki yükselmenin bir balon olduğu ve patladığı vakit, ev fiyatlarının en azından yüzde 20 oranında düşeceğiydi. İki olay da meydana gelirse, iflaslar görünürdü. Fiyat artışının bir balon olduğuna dair yüzde 10 bir olasılık olduğunun ve eğer bu artış bir balonsa ev fiyatlarının en az yüzde 20 oranında düşeceğine dair de yüzde 10 bir olasılık bulunduğunun en iyi tahmin olduğunu farz edelim. Bu durumda ev fiyatlarının en az yüzde 20 oranında düşmesi olasılığı sadece yüzde 1 olurdu (0.1×0.1), bu yüzden felaketin meydana gelmesi uzun yıllar mümkün olmazdı ve dolayısıyla da felaket riski, yönetmeye değer olurdu. Yüzde 1'lik bir iflas riski yüzde 1'lik nükleer savaş riski gibi değildir. İflas yeterince olağan bir durumdur, aslında kapitalist bir toplumun kaçınılmaz bir yasasıdır. Risk ve kar pozitif bağıntılı olduğundan, hiç riske girmeyen bir şirket, çelişkili bir biçimde, iflas ile flört ediyordur çünkü bu durumda yatırımcılar başka bir yere yönelecektir. Ticari kuruluşların belli ama küçük bir iflas riskini kabul etmeleri gerekir. Banka iflaslarının çığ gibi birbirini izlemesi ekonomiyi

durma noktasına getirebilir ama hiçbir bankayı böyle bir sonuçtan kaçınacak önlemler almaya özendiren bir durum yoktur.

Eğer zeki insanların mantıklı kararlarının bir felakete nasıl yol açabileceğini daha iyi anlamak istiyorsak, şirket içi çıkar çatışmalarını dikkate almamız gerekir. Bankalar hem risk yöneticileri hem de alsatçılar (traders) ("alsatçılar" teriminin içine kredi yetkililerini ve banka için kredi ve yatırım kararı veren diğer herkesi dahil ediyorum) istihdam ederler. Ancak bu iki tür personelin normal olarak çatışan amaçları bulunmaktadır – alsatçılar için kâr, risk yöneticileri için de güvenlik amacı – ve bu iki şey birbirine zıttır: daha fazla kâr, daha az güvenlik. Alım satımın aksine risk yönetimi, genellikle bir şirketteki kâr merkezi olarak görülmez çünkü, kârları risk yöneticilerine mal etmek zordur, tıpkı aslında birer risk yöneticileri de olan şirketin muhasebecilerine ve avukatlarına mal etmenin zor olması gibi. Bu nedenle, finansal bir şirket başarılı alsatçıların görüşlerine risk yöneticilerden daha çok ağırlık verecektir. Finansal sektörün 2000'li yıllarda hızla gelişmesiyle, genç, deneyimsiz alsatçılar ve hesap uzmanları, eğitim ve deneyimle tamamen hazır olmadan önce bankalardaki sorumluluk isteyen mevkilere ulaştılar. Bir kurum çok hızlı genişlediğinde, astlar üzerindeki kontrolü kısmen kaybetmek kaçınılmazdır; bu da daha az deneyimli personele sahip olma sorununu alevlendirir. Bu, finansal krizin suçunu gençlere yüklemek değildir. Robert Rubin'in şirketin kârını artırmak için Citigroup'un üst düzey yönetiminin geri kalanını daha fazla risk almaya ikna etmesi gibi, bir bankanın kredi ve yatırım portföylerindeki risk düzeyini arttırma kararı çoğu zaman, belki de tipik olarak, yukarıdan gelir. İyi yönetilen bir şirkette (hiç kimse Citigroup'un iyi yönetildiğini düşünmüyor) alttan gelen itiş desteği teşvik edilirdi – risk yönetiminin usturuplu matematiksel araçlarının sınırı hakkında üst düzey yöneticilerden daha bilgili olan zeki hesap uzmanlarından. Sadece iletişim ve kontrol sorunlarının kurumlara, özellikle de büyük kurumlara özgü bir şey olduğunu ve krizde önemli rol oynadığını anlatmaya çalışıyorum.

Kuruluşa ait bahsettiğim sorunların ortaya çıkması, yeni fi-

nansal araçların – ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve kredi temerrüt takasları ve daha da karmaşık olan diğer yeni geliştirilmiş finansal araçlar – yaratılmasıyla aynı zamana rastladı. Hızlı genişlemeyle sıkıştırılan kuruluşlar, yeni araçların yarattığı analitik sorunlarla daha da sıkıştırıldı. Tıpkı 1920'lerin finansal kurumlarının, örneğin tüketicilerin taksitle satın alımları ve sınırda alım yapan hisse senedi alıcılarına banka kredisi verilmesi gibi, o dönemin yeni finansal yöntemleri tarafından sıkıştırılması gibi. Kurumsal sorunlar (bahsettiğim bir diğeri, alsatçıların tavsiyelerine risk yöneticilerinden daha fazla önem verilmesi) hata yapma olasılığını arttırdı. Ancak bu sorunlar önlenecek ya da çözülecek sorunlardır; mantıksızlığa işaret etmezler.

Duygular, bütün insanların davranışlarında olduğu gibi işadamları ve tüketici davranışlarında da rol oynar ama ille de ya da hatta tipik olarak mantıksız olması gerekmez. Tıpkı önsezi gibi, iç içe geçirilmiş bir düşünme biçimidir ve çoğunlukla bilinçli analitik yöntemlere baskın çıkar. Bir yayaya çarpma korkusuyla direksiyonu başka yöne kıran bir sürücü, yoldan çıkmadan önce maliyet–fayda analizi yapamadığı için mantıksız değildir. Finansal davranışın mantıksız olduğunu göstermek için verilen örneklerin çoğu yüzeyseldir – örneğin, pek çok insanın tersini yapması gerekirken, hisse senetlerini tavan yaptığında satın alması ve dibi gördüğünde satması. Alıcılar olmadan bir zirve noktası, satıcılar olmadan da bir dip noktası olmayacaktır. Bir piyasanın ne zaman tavan yaptığını hiç kimse bilmez; bu olana kadar fiyatlar artar, hatta bir balon sırasında bile (ama bunun bir balon *olduğundan* asla emin olunamaz) bir süre yükselmeye devam edeceği makul bir tahmindir. Hisse senedi fiyatlarının ne zaman dibi gördüğünü de kimse bilemez, bu durumda eğer hisse senetleri düşmeye devam ederse gerçekleşecek daha büyük bir riski yok etmek için kurların düştüğü bir piyasada zararına satmak akıllıca bir davranış olabilecektir. Riske katlanmaya karşı farklı insanların farklı tepkileri olduğundan, çok sayıda muhtemel hisse senedi fiyatıyla birlikte ticaretten elde edilen kazançlar vardır.

Elbette ki, "rasyonel beklentiler" olarak bilinen itibarlı ekonomik düşünce tarzının bize anımsattığı gibi, her trendin sonsuza kadar sürmesini beklemek aptallık olur. Ancak yoğun belirsizlik ortamlarında, yarının bugün gibi olacağını varsaymaktan daha iyisini yapmak imkansız olabilir. İktisadi belirsizliğin bir başka öneme daha sahip olduğu Keynes'in şu ifadesiyle (*İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi* s.162–163) anlatılmıştır: "insanların kişisel, politik ve ekonomik alanda geleceği bağlayan kararları, mutlak bir matematiksel tahmine dayandırılamaz; çünkü böyle bir tahmin esası mevcut değildir; çarkları döndüren bizim doğuştan gelen harekete geçme dürtümüzdür, alternatifler arasından en iyisini seçen, mümkün olduğunca ölçüp biçen, ama çoğu kez de harekete geçme dürtümüz yüzünden kaprise, duygusallığa ya da şansa başvuran da akılcı özbenliğimizdir."

Yoğun bir belirsizlik altında bir tercih yapmak, belirsizlikleri hesaplamak değil, karanlığa kurşun sıkmak demektir, bu nedenle bazı insanları böyle bir temele dayanarak hareket etmeye heveslendiren kişilik özelliklerini (kişilik bozukluklarından bahsetmiyoruz) dikkate almamız gerekir. Bu insanlar, belirsizliğe karşı ortalamanın altında bir nefret duyan ve, madem ki iş dünyasından bahsediyoruz, ortalamanın üzerinde de bir para kazanma sevgisi besleyen kişiler olacaktır. Bu kişiler, Alan Greenspan'ın yarattığı, daha büyük riskleri almaya hazır zeki insanlara büyük servet umutları sunan para politikası döneminde, finansal aracılığa akın etmek zorundaydılar. Bu tür insanlar mantıksız değildir ama riskli kredi örtüsü kaldırıldığı zaman finansal aracılıkta kümelenmeleri, o işin doğasında var olan istikrarsızlığı arttırır.

Benzer şekilde, çoğu zaman öyle olduğu düşünülse de, insanın kendisine diğer insanların yaptıkları şeylerin etkisine kapılmasına izin vermek mantıksızlık değildir. Alınıp satılabilir bir varlığın fiyatının artmaya devam edeceğine ihtimal vermeyebilirsiniz ama fiyatın artması diğer insanların sizinle aynı fikirde olmadığı anlamına gelir. Sizin bilmediğiniz bir şeyi biliyor olabilirler. Çoğunlukla da bilirler. Sürüyü izlemek risklidir ama

mantıksız değildir. (Ayrıca sürüden ayrılmak da risklidir – bir afrika antilopuna sorun.) İşte bu nedenle, başkaları alıyor diye bir hisse senedi almak ve dolayısıyla fiyatları yükseltmek mantıksız değildir. Benzer şekilde, yerleşmiş fikirlerinizin esiri olmak çok tehlikeli olabilirken, onlarsız düşünmek de mantıksız olur çünkü yerleşmiş fikirler hem yaşam için gerekli bilgi birikimini hem de önyargıları biriktirirler. Bunalımı beklemek ve etkili bir şekilde karşılık vermekte hükümet yetkililerinin ve aynı şekilde ekonomi profesörlerinin başarısızlığında ideolojinin rolünü tartışırken bu konuya değineceğim.

Bu örnekler mantıklı ile mantıksız arasındaki çizginin olsa olsa belirsiz olacağını göstermektedir, bu da ekonomik davranışın mantıksız yönlerine çok önem vermemenin bir nedenidir. Daha önemli bir sebebi ise, belli bir miktar tesadüfiliği (rastlantı, "talihsizlik") varsaymadan olsa da, mevcut bunalımın mantıksızlık üzerine varsayımda bulunmadan açıklanabilmesidir. Balonla ya da balonlarla (konut ve kredi) başlayalım. Varlık fiyatlarında (asset–price) meydana gelen bir balon mantıksız gibi görünür. Talep ve arzın temel kuralları değişmezken, bazı varlık sınıflarının fiyatları birden fırlayıp düşer. Aslında balonlar, büyük bir yeniliğin muhtemel sonuçlarıyla ilgili belirsizliğe akılcı tepkiler olmaya eğilimlidir. 1920'lerde, imalattaki verimliliğin hızlı artışı ve yeni borçlanma yöntemlerinin gelişmesi nedeniyle, ülkenin uzun bir hızlı, sürdürülebilir ekonomik büyüme dönemine girmiş olduğuna inanmak için bir neden vardı. Farzedelim ki yatırımcılar gerektiği gibi ölçülüydü – ülkenin böyle bir eşikte bulunduğunu değil de *bulunabileceğini* düşünmüşlerdi. Yine de, belirsizlik bir şirketin hisse senetlerinin değerini artırır, özellikle de yeni bir şirketin, çünkü gökyüzü hisse senedinin ulaşabileceği (Google'ı düşünün) değerin sınırıdır ama potansiyel kayıba sıfır noktasında son verilir. (Bu asimetri sınırlı şirket sorumluluğunun – yani şirketin kayıplarından dolayı şirket ortaklarının dava edilemeyeceğinin – istenmeyen sonucudur.) Öyleyse, yürü be kim tutar seni – yıldızlara ulaş.

Yeni bir çağın başlangıcı olarak ilan edilen bilgi teknoloji-

sindeki devrim nedeniyle aynı şey 1990'larda da geçerliydi, ve yine bir hisse senedi balonu vardı. 2000'li yılların konut ve kredi balonu, borcun menkulleştirilmesinin yaygınlaşmasının ve faiz oranlarını süresiz olarak – Merkez Bankası'nın faiz oranlarını enflasyon üretmeden nasıl düşük tutacağını keşfettiği düşünülüyordu – düşük tutması beklenen küresel bir sermaye fazlasının bir sonucu olarak, finans sektöründe yeni bir çağ gibi görünen duruma bir yanıttı.

Her bir dönemde balon, belirsiz ama parlak bir gelecek üzerine oynanan akılcı bir iddia olarak başladı; bunun gerçekten bir balon olabileceğine (yani, artan fiyatın temel esaslardaki bir değişikliği yansıtmadığına) dair korkuların ifade edilmeye başlanmasına rağmen genişlemeye devam etti; ve yeni bir dönem beklentisinin yine yanlış anlaşılmış (ya da zamanından önce algılanmış) olduğunu fark ettiğinde de patladı. Ne olduğunu açıklamak için hiçbir aşamada mantıksızlığın öne sürülmesine gerek yoktur. Finansal kaldıraç oranı riski arttırır ama beklenen kârı da arttırır ve riski en aza indirdiğine inanılan yeni finansal araçlar yüzünden, en son balonlarda aşırıya kaçılmış olduğu düşünülmeyen belirli sınırlar içinde bu ödünleşmeyi kabul etmek mantıksız değildir. Gerçekten de, düşük faiz oranlarının düşük enflasyonla sihirli birleşmesiyle birlikte, bu araçlar, henüz bahsetmediğim bir tanesiyle – özel yatırım aracı – birlikte dönemi yeni gibi gösteren en önemli yeniliklerdi. Riskli bir varlığı, diyelim ki bir tür teminatlı borç yükümlülüğü (collateralized debt obligation) (ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin daha karmaşık bir versiyonu) yaratan bir banka, varlığın fiyatında ani bir düşüş yaşanırsa bankanın sermayesi azalmasın diye varlığı muhasebe kayıtlarında tutmak yerine onu orada tutması için yaratılan başka bir birime yerleştirebilirdi. Banka bu birimin uğrattığı zararlara kefil olmadığını baştan bildirdiği sürece, yatırımcılar şikayet edemezlerdi; gözlerini dört açıp risk alacaklardı. Özel yatırım aracı bu nedenle, risk tercihlerine ya da özel yatırımcıların riskten kaçınmasına uygun olarak, riski paylaştırmak için kullanılan başka bir araçtı. Finansal şirketler, faiz oranları çok düşükken aşırı derecede borçlanma yoluyla ve bir

şirketin kaldıraç oranını, iflasın küçük ama gözardı edilemez bir öngörülen risk olduğu noktaya kadar arttırması için mantıklı bir teşvik sağlayan, genişleyen bir piyasaya kredi verme yoluyla çok büyük kârlar elde edebilirler. Biçimsel olarak, mantıklı bir şirket, kaldıraç oranını, ilave bir artışın beklenen iflas maliyetlerini (şirketin yöneticilerine ve ortaklarına olan – çünkü bu maliyetler üst düzey yönetim için önem taşıyan maliyetler olacaktır – iflas maliyetleri çarpı olasılığı) şirketin tahmini kârından daha fazla arttıracağı bir noktaya kadar arttıracaktır. Başka bir şekilde ifade edersek, mantıklı bir şirket, (kaldıraç oranını düşürerek) sadece, örneğin azaltılmış kârlardaki sigorta maliyetinin tahmini iflas maliyetinden daha az olduğu noktaya kadar iflas riskine karşı sigorta olacaktır.

Özellikle de faiz oranları düştüğünde, bunun bir balon olduğunu bilseniz bile balona binmek mantıklı bir davranış olabilir. Çünkü ne zaman patlayacağını bilemezsiniz ve bu olana kadar da balon şişecek, yani değerler hızla artacaktır. Bu nedenle eğer balondan inerseniz, büyük bir kâr fırsatından feragat etmiş olacaksınızdır. Citigroup'un o zamanki CEO'sunun Temmuz 2007'de ifade ettiği gibi, "Likidite bakımından müzik durduğunda, işler çok karışacak. Ama müzik çalmaya devam ettikçe, ayağa kalkıp dans etmeniz gerekir. Biz hâlâ dans etmeye devam ediyoruz." (O farkında değildi ama müzik durmuştu.) Kısa süre içinde göreceğiz ki, bir balona bindiğinizi farketseniz *ve* bundan korksanız bile, büyük bir bedel ödemeden inmek zordur.

"Bir balona bindiğinizi *farketseniz* bile …" Peki patlayana kadar bunu nereden bileceksiniz? Piyasanın ne yapacağını tahmin etmeye çalışmak zordur – hisse senedi fiyatları çok yüksek çünkü şirketler fiyatları, şirket kârlarının şirket hisse senetlerinin fiyatına oranının mantıksız bir şekilde yüksek olduğu bir düzeye kadar artırdılar, ya da konut fiyatlarında bir yılda meydana gelen yüzde 20'lik bir sıçrama çok fazla çünkü sermaye, nüfus ve inşaat maliyetleri bir yıl içinde çok fazla artmaz demek zordur. Artık konut balonu olduğunu *fark ettiğimiz* şey sürdürüldüğü için konut fiyatlarının kiralıklara oranının arttığı doğ-

rudur; bu da insanların gerçekten konut spekülasyonu yaptığını göstermektedir – öyle olmasaydı oranın değişmeden kalmış olması gerekirdi çünkü konut sahipliği ile kiralık konut sahipliği yakın ikamelerdir. Ancak konut piyasasında spekülasyon yapmak için bir evinizin olması gerekir ve spekülasyon, fiyatları esas değerlerle uyumlu hale getirmek için doğru bir yöntemdir. Artık fiyat artışlarının bir balon olduğunu biliyoruz çünkü fiyat artışı durmuyordu; sonra durdu ve keskin bir şekilde düştü ve ne aşırı artışı, ne de aşırı düşüşü açıklamak üzere esas değerlerde hiçbir değişiklik bulunamadı. Ancak düşüşten önce bir balonun var olduğundan sadece şüphe edilebilir, doğrulanamazdı. Hiç kimsenin "mantıksız bir feverana" eğilimli olduğunu düşünmediği Merkez Bankası'nın şimdiki başkanı Ben Bernanke 2005 sonbaharında (Başkan'ın Ekonomi Danışmanlığı Kurulu'nun başkanıyken) – tam da balon patlamak üzereyken – konut fiyatlarındaki artışın bir balon olmadığını, daha ziyade, hiç değilse birincil olarak, konut endüstrisini etkileyen temel ekonomik güçlerdeki değişikliğin bir sonucu olduğunu söyledi.

Eğer ki bu anlamda olduğunu teslim ve itiraf ediyorsanız bir balondan inmenin zorluğuna gelince, farzedin ki bir bankanın müdürü yatırımcılarına şöyle diyor: "İpoteğe dayalı menkul kıymetlere aşırı yatırım yapmakla, korkarız ki bir balona bineceğiz ve balonun kısa süre içinde patlayabileceğinden korktuğumuz için kaldıraç oranımızı düşüreceğiz ya da sermayemizin çoğunu daha az riskli varlıklara yatıracağız. Bu da sizin kısa vadeli kazancınızın daha az olacağı anlamına geliyor. Ancak bundan emin olamamamıza ve bunun için ne kadar bekleyeceğinizi bilmememize rağmen, uzun vadede daha iyi durumda olacağınızı düşünüyoruz." Diğer bankalar balona binmeye devam ettiği sürece, bu bir ısrarla satış olacaktır. Rakiplerinizdeki yatırımcıların çok para kazanmaya devam ettiğini gözlemleyen yatırımcılarınız sizin iflasa mazeret gösterdiğinizi düşünme eğilimine girerler. Ayrıca, yatırımcılar risklerini portföylerini çeşitlendirerek azaltabilirler. Bu nedenle, sabit maliyetlerinin değişken maliyetlerine oranı çok yüksek olan ve dolayısıyla da iflas riski

altında olan bazı şirketlerde hisse senedi sahibi olmaları onları endişelendirmez.

Bunun bir balon olduğunu farkında olan yatırımcılar açığa satış yapacağı için bir balonun aşırı derecede şişmeden söneceğini düşünebilirsiniz – bu örnekte, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin faizleri açığa satış yapılacaktır. Ancak, balonun çok kısa süre içinde patlaması beklenmedikçe bir balon sırasında açığa satış yapmak çok risklidir. Açıktan satış yapan biri genellikle değer kaybedeceğini düşündüğü menkul kıymetleri borçlanır ve belirlenmiş bir tarihte belirlenmiş bir fiyattan (muhtemelen cari piyasa fiyatına yakın bir fiyattan) satmak için sözleşme yapar. Eğer piyasa fiyatı o zamana kadar düştüyse, aynı menkul kıymetleri daha düşük bir fiyattan satın alıp borç verene geri iade eder. Eğer gelecekteki fiyatının tahmininde yanılırsa ve sattığı menkul kıymetlerin teslim tarihi geldiğinde menkul kıymetlerin fiyatları daha yüksek olursa, para kaybedecektir çünkü borç verene iade ettiği hisseler için, aynı sayıdaki hisseyi satmak için elinde bulundurduklarından daha fazla para ödüyor olacaktır. Bir hisse senedinin değerindeki muhtemel artışta bir tavan olmadığı için kayıp çok büyük olabilir. 10 dolara bir hisse senedi satın alsanız ve değeri düşse, yine de bu düşüş size 10 dolardan daha fazlasına mal olmaz. Ancak hisse senedini 10 dolara satmaya rıza gösterirseniz ve hisse senedini teslim etme zamanınız geldiğinde (teslim edebilmeniz için onu satın almak zorundasınız) fiyatı 100 dolar artmışsa, 10 dolar kaybetmiş olursunuz, halbuki satın alsanız ne kadar iyi durumda olacağınızın kesin bir sınırı yoktur. Keynes'in ifade ettiği gibi, " Piyasa, sizin borcunuzu ödeyebileceğiniz durumda kalmanızdan çok daha uzun bir süre mantıksız işleyebilir."

Bankaların 2006 yılındaki konut balonunun patlamasından sonra riskli krediler vermeye devam etmesi kafa karıştırıcı gelebilir. Ancak o tarihte, faiz oranları düşük kaldığı için hâlâ bol miktarda kredi talebi vardı. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerinin sallantıda olduğunu ve dolayısıyla da özkaynak desteklerinin yetersizliğini kabul eden bankalar, kredi vermeyi azaltmak zorunda kalacaklar ve kazançları da zarara uğrayacaktı. Aynı

zamanda bir koltuk kapma problemi de vardı. Bankalar hem ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ihraç ediyor hem de alıp satıyorlardı ve eğer ihraççı banka hızla bir satıcı bulabilirse, satış, riski kendisine yönlendirirdi. Çöküş o kadar hızlı oldu ki, pek çok menkul değer ihraççısı henüz ipoteğe dayalı menkul kıymetlerini satmamıştı ve hızla değer kaybeden varlıkları ellerinde bulundurdukları için kapana kısılmışlardı. Böylece bir konut balonunun arkasından bir kredi balonu geldi ve konut balonu patladıktan yaklaşık bir yıl sonra hava kaçırmaya başladı.

Eğer, ekonomik patlama sırasında Wall Street'te olduğu gibi, üst düzey yönetici tazminatı hem çok cömert ve hem de dezavantajlı taraflarından budanmışsa, şirket yönetiminin bir balona sıkıca sarılma ve hayırlısı deme eğilimi, – ya da, eşit bir biçimde, kısa vadeli kârları arttırma eğilimi – güçlenir. Çünkü olayın içinde olduğunuz her gün çok para kazanırsınız ve balon patladığında size bir şey olmayacağını bilirsiniz çünkü yönetim kurulunuzla cömert bir kıdem tazminatı paketini görüşmüşsünüzdür. Sınırlı sorumluluk da bir etkendir çünkü şirket iflas ederse, ne kendi şirketinin hisse senetlerine aşırı derecede yatırım yapmış olan bir üst düzey yönetici, ne de diğer şirket ortaklarından herhangi biri şirketin kayıplarından kişisel olarak sorumlu tutulabilir.

Peki bir üst düzey yönetici böyle tatlı bir anlaşmayı nasıl elde ediyor? Bunun için yönetim kurulu, üst düzey yöneticinin tazminatını tespit ederken bonkör davranmalarını öğütleyecek ve bu bonkörlüğün bir parçası olarak da üst düzey yöneticilerin azledilirlerse dolgun bir kıdem tazminatı paketi ("altın paraşüt") almasını salık verecek bir tazminat danışmanını işe almış olacaktır. Danışman, yönetim kuruluna bunu söylemiş olacaktır çünkü eğer yönetim kurulu üst düzey yönetime karşı cömert olursa, üst düzey yönetim de bu minnet sebebiyle şirketin diğer danışmanlık işlerini yapması için o danışmanı işe alacaktır. Yönetim kurulu da danışmanın bu tavsiyesini dinlemiş olacaktır çünkü yönetim kurulu üst düzey yöneticilerin maaşlarında cömert davranmaya yatkın olacaktır. Bir şirketin yönetim kurulu üyelerinin çoğu, üst düzey yöneticilerin ta kendileridir. Bir şir-

ketin icra kurulu başkanı (CEO) yönetim kurulu üyelerinin kurula yeniden seçilip seçilmemesi konusunda söz sahibi olduğundan, bir üye CEO tazminatının yüksek olması gerektiğine ne kadar kanaat getirirse, kurula katılmak için o kadar fazla çağrılacaktır.

Bu nedenle, üst düzey yönetici tazminatı sözkonusu olduğunda yönetim kurulu üyelerinin çıkar çatışması sözkonusudur ve bu finansal endüstride işyerlerindeki tek geçerli çıkar çatışması değildir. Bankalardan büyük miktarda seçim kampanyası bağışı alan kanun koyucuların da, aksi taktirde bu bağışlar gittikçe azalacağı için, zayıf bir bankacılık denetleme ve düzenlemesinden yana olmaları için bir sebepleri vardır. Ücretlerini, hesaplarını denetledikleri şirketlerden aldıkları için hesap uzmanları da müşterilerinin temerrüde düşme risklerini çıtlatmaya isteksiz davranırlar. Evet, kabul edelim ki, teftiş edilirken bu riskler çoğunlukla hesap uzmanlarının gözden geçirdiği belgelerde ifşa edilmez ama bazen de edilir.

Bir üst düzey yöneticinin tazminatı ne kadar cömert olur ve kıdem tazminatı paketi şirketinin başına gelebilecek herhangi bir talihsizlikten ne kadar ayrı tutulursa, kârı kısa vadede – özellikle de kısa vadenin oldukça kârlı, ama uzun vadenin olması yakın bir felâket olduğu bir balon sırasında – maksimize etme dürtüsü de o kadar fazla olacaktır. Eğer bu bir konut balonuysa, bu dürtüsü daha da fazla olacaktır. İpotek alacaklısının (ya da bir ipoteğe dayalı menkul kıymetin alıcısının) katlandığı temerrüt riskini telafi edebilmek amacıyla, riskli bir ipotekli kredinin faiz oranı yüksek olur. Ancak temerrütler kredi ömrüne yayılacağından, yüksek faiz oranının öncelikli olarak yüksek bir kâr doğuracağı muhakkaktır. Ancak daha sonra temerrütler o kârı aşındıracaktır. Menkul kıymetin ihraççısının, bir çok ipoteğe dayalı menkul kıymet temerrüdü ortaya çıkmadan önce, menkulleştirme işlemi için ücretini peşin olarak alacağını da unutmayalım.

Kısa vadede kârı maksimize etme dürtüsü, bir şirketin üst düzey yönetiminden farklı olarak, şirketin alsatçıları için özel önem taşır. Aşağıdaki (Dean Foster ve Peyton Young'ın yakın

tarihli bir yazılarına dayanan) örneği göz önüne alalım. Bir alsatçıya oynaması için 100 milyon dolar veriliyor. Alsatçı bu parayı yüzde 3 faiz ödeyen hazine bonolarına yatırıyor ve yıllık 7 milyon dolar ücret için, ve olma olasılığı yıllık yüzde yedi olan bir olaya karşı kredi sigortasındaki 100 milyon doları satıyor. Ücretin ve faizin toplamı 10 milyon dolar, ki bu da yatırımındaki yüzde 10 yıllık kazancı temsil eder. Sigortacıya beş yıl içinde 100 milyon dolar para bayılmak zorunda kalma olasılığı sadece yüzde 30'dur ($1 - (1 - .93)^5$) ve sigortalandığı olay o dönem içinde meydana gelmezse, yatırım üzerinden bu kadar yüksek bir kazanç sağladığı için yüklü bir ödeme yaptırılmış olacaktır. Aslında, yüksek bir risk alıyordur ve şirketin risk yöneticileri muhtemelen onu durduracaklardır. Ancak bu çok basit bir örnektir ve – hatırlayalım, amirleri üzerinde bir risk yöneticisinden daha fazla etkiye sahip olması muhtemel – bir alsatçı, işlemi mümkün olduğu kadar karmaşık hale getirmeye çalışacaktır.

Riskli yatırımlar felaketi ufukta belirdiği için, şirket bunu farkına varırsa, "diriliş için kumar oynama"yı gözlemleyebiliriz. Eğer yönetim altı ay içinde gerçekleşecek bir iflas, iflası sekiz ay boyunca erteleyecek güvenli bir yatırım, yüzde 80 olasılıkla bir ay içinde iflasa götürecek riskli bir yatırım ve yüzde 20'lik bir olasılıkla şirketin iflası tümden önlemesi seçenekleri arasından seçme hakkına sahipse, son seçenek, en riskli olanı olmasına rağmen, yönetime pekala da en çekici gelecek olandır. Eylül 2008'deki kredi balonunda olduğu gibi, bir balonun korkunç bir hızla sönmesinin bir nedeni de budur.

Şirket yöneticilerinin bir balon durumunda kısa vadeli kârları en yüksek düzeye çıkarma dürtüleri üst düzey yönetici tazminatını (kıdem tazminatının aksine) daha sonraki bir tarihe erteleyerek, örneğin, onlara nakit yerine belli bir süre için satmaları yasak olan şirket hisse senedi vererek, frenlenebilir. (Kıdem tazminatı paketi, şirketi şirket ortaklarının istediği kadar riskli hale getirmelerinden doğacak tüm olumsuz sonuçlara karşı yöneticileri garantiye almaktadır.) Şirketler bunu yapmaktadır ama yöneticileri kısa vadeye haddinden fazla

odaklanmaktan caydırmakta genellikle yetersiz kalarak.

Finansal krizden önce, üst düzey yönetici tazminatı üzerindeki iktisadi literatürün çoğu, şirket yöneticilerine arzuladıklarından *daha fazla* risk almak için baskı yapılması gerektiğini iddia ediyordu. Bir üst düzey yöneticinin makam tazminatı şirketin durumunun ne kadar iyi olduğuna ne kadar bağlı olursa, yönetici de o kadar daha az risk almaya eğilimli olabilir; çünkü şirket ortaklarından farklı olarak, yönetici varını yoğunu tehlikeye atıyordur. İşte bu yüzden hisse senedi değerine bağlı tazminatın cömert bir kıdem tazminatı paketiyle birleştirildiği oransız tazminat parası planları yatırımcıların menfaatine olabilir. Ancak bu tür planlar bir bunalım riskini arttırırlarsa – ki arttırıyorlar – bütün ülkenin çıkarına olmayabilir.

Kısa vadeli kâr maksimizasyonunu teşvik etmekte menkulleştirmenin de rolü vardı. İkamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredisini faiziyle birlikte geri almak için yirmibeş–otuz yıl beklemek zorunda kalmak yerine, ipotekli krediyi bir menkul kıymetle değiştokuş etmek, bankanın kredinin şimdiki değerini peşin olarak almasını sağlayarak bankanın cari kârlarını arttırıyor ve bunların bir kısmı maaş, ikramiyeler, sosyal yardımlar ya da hisse senetleri şeklinde banka yöneticilerinin payına ekleniyordu. Bir banka bir ipotekli krediyi her zaman satabilirdi ama menkulleştirme, ipotekli kredi piyasasını daha likit hale getirdi.

Üst düzey yöneticilerin, özellikle de büyük bir şirketin en yüksek mevkisinde bulunanların, bir ya da iki yıl içinde şirketin iflas edeceğini ve kendilerinin de kovulacaklarını bildikleri için mevcut gelirlerini arttırma peşinde koştuklarını ima etmiyorum. Açık ya da örtülü olarak makam tazminatının daha sonraki bir tarihe ertelenmesiyle CEO'lar kendi şirketlerinin hisse senetlerine aşırı derecede yatırım yapma eğiliminde olurlar. Lehman Brothers ve Bear Stearns gibi şirketlerdeki üst düzey yönetim, şirketleri battığında çok kaybettiler. Ancak çok yüksek kısa vadeli kârlara olanak veren risk almaktan kaynaklanan kazançlar ne kadar çok olursa ve işini kaybetmenin maliyetine

karşı kıdem tazminatı paketi sayesinde üst düzey yönetici ne kadar iyi gözetilirse, yönetici, mantık çerçevesinde o kadar daha çok risk alacaktır.

Finansal felaketlerin, tıpkı diğer türden felaketler gibi, nadir yaşanan olaylar olduğundan bahsettiğimiz daha önceki konumuzu hatırlayalım. Yöneticilerin zamanları kısıtlıdır. Bu da, risklerden biri gerçekleşirse sonuç felaket olacak olsa da, onları olasılık bakımından küçük olan riskleri almaya isteklendirir; çünkü mevcut yöneticilerin görev süresi boyunca felaketin meydana gelmesi ihtimal dahilinde değildir.

Son olarak, işle ilgili kararlar alırken üst düzey yöneticilerin çok uzak geleceğe dikkatle bakmaya çalışmamalarının nedeni, hava tahmininde olduğu gibi, ticari değerlerin uzun vadede doğru tahminini yapmanın imkansız olmasıdır. Öyleyse, bir işadamı için, özellikle de finansal piyasalardaki bir işadamı için belki de yakın döneme odaklanmak akıllıcadır. Ancak bu da onların balonlardan kaçınmasını zorlaştırmaktadır.

Yönetimsel çıkar çatışmalarını tartışırken halka açık şirketlerin yönetimi üzerine odaklanmama rağmen, bu analiz azalmış bir güçle de olsa, örneğin pek çok serbest fon (hedge fon) ve hatta özel sermaye fonları gibi özel şirketleri de içermektedir. Biraz daha küçük olmalarına ve bu nedenle de şirket sahipleri ve yöneticileri arasındaki çatışmalardan daha az rahatsız olmalarına rağmen bunlar da kurumdur. Aslına bakılırsa, büyük, halka açık şirketler kadar da kötü durumda değiller. Bu da, halka açık şirketlerdeki aşırı makam tazminatının neden olduğu risk alma dürtüsünün finansal krizin oluşmasında bir etken olduğunun bir kanıtıdır.

Cömert tazminat, üst düzey yönetimle sınırlı değildi, fiili yatırım kararlarının çoğunu veren daha alt düzey yöneticilere de yayılmıştı. Tek akla yatkın açıklama şirketlerin oldukça yetenekli analiz uzmanları ve alsatçılar için rekabete girmeleriydi. Bu da bankacılık endüstrisinin çökmesinin, medyanın giderek daha fazla söylediği aptallıktan çok, sistemin bütününü etkileyen faktörlerin bir sonucu olduğunun kanıtıdır.

Bunalımın temel nedenleri arasında psikolojik etkenlere

hiç değinmediğime dikkat edin. Benim anlatımım, içinde bulundukları şartlara mantıklı bir şekilde müdahale eden ama böyle yapmakla da korkunç bir çöküşün önkoşullarını yaratan zeki işadamlarıyla ilgilidir. Okuyucular mantıksız olanın bunalıma sürüklenişi başlatan konut piyasası olduğuna itiraz etmek üzere olabilir; insanlar da bankalardan yüzde 100 değişken faizli ipotekli konut kredisi almayacak kadar akıllı davransalardı ve ipotek komisyoncularıyla (mortgage brokers) ipotek düzenleyicileri de daha dikkatli kredi geçmişi kontrolleri yürütselerdi diye düşünebilirler. Eğer herkes tedbirli davransaydı ev fiyatları spekülatif bir çılgınlık içinde fırlayarak değerlerini aşmazlardı.

Ancak, birkaç yıldır durumu çok iyi olanlar sadece emlak komisyoncuları, ipotek komisyoncuları ve ipotek alacaklıları değildi; ipotek borçluları (borçlanıcılar) da öyleydi. Ev satın alanların bilgisizliğinin de konut balonunda rol oynaması halinde, ki kesinlikle öyle oldu, bu da bilginin maliyetli bir şey olduğu anlamına geliyor. Maliyetli olduğu için piyasalar, ayrıntılı bilgiyle verecekleri kararlar açısından tüketicilerin "doğru" karar vermelerine olanak tanıyacak yeterli bilgiyi her zaman sağlamazlar.

Ayrıca, evlerini krediye teminat olarak gösteren insanların riskli davranışının iki yaygın türü arasındaki farkı ayırt etmemiz gerekiyor. Birinci tür davranışta, ev sahibi tüketim için daha fazla paraya sahip olmak amacıyla bankadan ikinci ipotek kredisi (home equity loan) (borçlunun sahip olduğu evi teminat göstermesi karşılığında alınan bir kredi, bu nedenle ipotekli kredinin eşdeğeridir) alır. Bu şekilde davranmakla, mevcut masraflarını karşılamak için tasarruflarını tüketir ve dolayısıyla temerrüde düşme ve iflas etme ve çok kötü bir kredi notu alma riskini arttırır; belki riski de kavrayamaz çünkü sonuç olarak deneyimsizdir ve kredi verenin temerrüde düşme ihtimali ve temerrüdün doğuracağı sonuçlar hakkındaki samimi uyarılarına da güvenemez. Ancak pek çok olayda riskle ilgili en azından kabataslak bir fikri olduğunu ve bunu göze almaya çok hevesli olduğunu sanıyorum. Çocuklarınızın iyi bir eğitim alabileceği bir semtten bir ev almayı zorlamanın mantıksız bir tarafı yoktur.

Sahtekarlık ve basit bilgisizlik kesin etkenler olsa da, bir kişinin borç alıp almamaya ya da hangi koşullarda ne kadar borç para almaya karar verirken, menkul kıymetler borsasını etkilemek için gösterdiği bilişsel garip davranış eğilimlerinin önemli olduğunu tahmin ediyorum.

İkinci tür riskli ev satın alma davranışında, halihazırda ikamet amacıyla kendi konutuna sahip olmaktan ziyade evi kirayla tutan ve sınırlı kredisi olan kişi, çok az ya da hiç peşinat ödemeden ve dolgun bir değişken faizli ipotekli krediyle bir ev satın alır – belki ilk iki yıl piyasa düzeyinin altına sabitlenmiştir ve o dönemin sonunda piyasa düzeyine göre yeniden ayarlanacaktır. Eğer evin değeri artarsa, satın alanın evdeki net varlığı artacak, kredi verenin riskini azaltacaktır. Alıcının yüzde 100 ipotekli krediyle 500.000 dolar ödediğini ve iki yıl sonra evin değerinin 750.000 dolar ettiğini farz edelim. Artık ipotekli kredi evin değerinin sadece üçte ikisine – hatta, alıcı bu iki yıl boyunca ana paranın bir kısmını geri öderse daha da azına – denk olacaktır. Kredi verenin riskindeki azalma, alıcının ev üzerinde özkaynak payı edinmiş olması nedeniyle meydana gelmiştir; temerrüt varsa, (temerrüt artık daha az muhtemeldir) kredi vereni zarara karşı koruma, faiz oranının keseye uygun bir düzeyde yeniden ayarlanmasına neden olacak ya da ev sahibinin ipotekli krediyi keseye uygun bir düzeyde yeniden finanse etmesini sağlayacaktır; her iki durumda da başarılı bir yatırım yapmış olacaktır.

Eğer bunun yerine evin değeri sabit kalır ya da düşerse, ev sahibi evden vazgeçebilir ve kiralık konuta geri dönebilir. Kredinin ödenmemiş bakiyesini borçlu olacağı doğrudur ve bu da ipotek alacaklısının o bakiye eksi hacizli satışın hasılatı için pek çok eyalette bir hesap açığı kararı[*] alabileceği anlamına gelir. ("hesap açığı" ipotek borçlusunun borçlu olduğu miktarla hacizli satışın ipotek alacaklısına getireceği kazanç arasındaki farktır.) Bununla birlikte, ipotek borçlusu zengin biri olmadığı sürece, ipotek alacaklısının onun aleyhinde dava açmak zah-

[*] ç.n. (deficiency judgment) teminatın paraya çevrilmesini müteakiben, alacağın teminatsız kalan kısmının talep edilmesi üzere mahkemece tesis edilen karar.

metine girmesi ihtimal dahilinde değildir çünkü yasal işlem pahalı bir iştir, taşı sıkarak suyunu çıkaramazsınız. Ayrıca, temerrüde düşen bir ipotek borçlusunun kötü bir kredi notu alacağı doğrudur ama ne fark eder ki? İyi kredi notu olan kişilere bile bir bunalım sırasında borçlanmak zor gelir ve zaten de tasarruflarını yeniden oluşturmaya çalıştıkları için borçlanmak istemeyebilirler. Evinin ederinden daha fazla ipotek borcu olan birinin, zaten iyi bir kredi notu alma ihtimali yoktur. Bu yüzden ev satın alan kişinin spekülatif yatırımının dezavantajı kırpılır; bu da o kişinin "gözü kara" davranışını sadece mantıklı yapmakla kalmaz, aynı zamanda bu davranışı riskler hakkında çok bilgili olmasına da uygun düşer. Üstelik bazı eyaletlerde, özellikle California'da, ipotek alacaklısı, temerrüde düşmüş bir ipotek borçlusuna karşı bir hesap açığı kararı alamaz; ipotekli kredi "geri ödemesiz" dir. Bu nedenle temerrüde düşmüş ipotek borçlusu dava edilmekten endişelenmek zorunda kalmaz.

Bu analiz, pek çok eşikaltı (subprime) ve Alt–A (orta gelir grubu) kredisi borçlularının mantıksızlığını temize çıkarırken konut fiyatlarındaki bir artışın nasıl olup da bir balon haline geldiğini açıklamaya da yardım etmektedir. Faiz oranı piyasa düzeyinde yeniden ayarlanmadan önce piyasa değeri arttığı takdirde maddi gücün yetebileceği bir ev satın almak, şu anlama gelir: eğer piyasa değeri artmazsa, hatta düşmese bile, faiz oranı yeniden ayarlandığında ipotek alacaklısının kendisine karşı bir hesap açığı kararı çıkarmaya çalışacağını beklemediği sürece, alıcının temerrüde düşmesi olasıdır. Fiyat düzeyi bir noktada yükselmeyi durduracaktır ve bu olduğunda pek çok temerrüt gerçekleşecektir çünkü evlerin çoğunun, sahipleri için artık bir pozitif değeri olmayacaktır. Bu evler ya evin sahibinin gönül rızasıyla ya da icra yoluyla satışa çıkarılacaktır. Fazlaca aceleci satış teklifleri konut fiyatlarını düşüren bir konut bolluğuna neden olacak, temerrütleri tetikleyecek ve bu da fiyatlarda daha fazla bir düşüşe yol açacaktır. 2008'in sonunda ABD'de ortalama bir evin fiyatı, üç yıl önceki fiyatının nerdeyse yüzde 30 altındaydı.

Suçlu, iş dünyası ve tüketicilerin mantıksız davranışların-

dan çok, ucuz kredidir. Ucuz kredi, ülkenin temel mal varlığının büyük bir parçası olan ikamet amaçlı gayrimenkul fiyatları da dahil, varlık fiyatlarının artmasına neden olarak ekonomik etkinliği canlandırır. Bu fiyat artışlarından istifade etmek için alıcı adayları daha fazla borçlanırlar, dolayısıyla kredi verenler daha fazla kredi verirler ve fiyatlar daha yükseğe çıkarılır ve kredi verenler daha fazla kredi *verebilmek* için daha fazla borçlanırlar. Kaldıraç oranı artma eğilimi gösterir ve bankacılık endüstrisinin hızlı genişlemesi sıkıntılara neden olur. Bir nokta gelir varlık fiyatlarındaki artış sürdürülemez olur ama o noktanın neresi olduğunu önceden hiç kimse bilmez; bir durgunluk dönemine (kaçınılmaz çöküşü takiben) girilmek üzere olunduğu fark edilmeden önce mali destek alınması nedeniyle verimli kâr fırsatlarından feragat etmeye karşı mantıklı bir isteksizlik vardır. Bu şablon tekrar tekrar ve bir çok ülkede tekrarlanmıştır.

Olağan sonuç sadece bir durgunluktur. Ancak sermaye yapılarındaki finansal kaldıraç oranları hayli yüksek olan bankacılık endüstrisiyle güvenli tasarrufların yokluğunun birleşmesi bir durgunluğu bunalıma dönüştürebilir. Aşırı kaldıraç oranının yol açtığı ağır kayıpların bir sonucu olarak endüstri kredi vermekte geri adım attığında, tüketiciler tüketimlerini sürdürebilmek için borçlanmakta büyük zorluk çekecekler ve kişisel tüketim harcamalarındaki aşırı düşüş, aşırı fiyat indirimlerine neden olarak ekonomiyi deflasyonun eşiğine getirebilecektir. Düşen fiyatların nakit biriktirmeyi teşvik ettiğini, bunun da tüketimi hem doğrudan, hem de biriktirilen bir şey borç verilmediğinden kredi vermeyi azaltmak suretiyle düşüreceğini hatırlayalım.

Faiz oranları ne kadar düşerse, düşük riskli menkul kıymetlere yapılan yatırımdan o kadar az kazanılacak ve borçlanma da o kadar çok ucuzlayacaktır; bu da borçlanmayı ve borçlanılan parayı menkul kıymetler borsasına ya da şişmekte olan konut piyasasına yatırmayı *çok* daha ucuzlatacaktır. Ancak kişi, varlık fiyatları düştüğünde kendini bir düşüşe hazırlayacaktır.

Tanımlamaya çalıştığım türden riskli davranış, balon sıra-

sında bireysel olarak mantıklıydı. Ancak kollektif olarak mantıksızdı. Tasarruflarını düşürme kararını verirken kişi, kararının bir bütün olarak ekonomi üzerindeki gözardı edilebilir etkisini, bankasının sermaye yapısındaki kaldıraç oranını ne kadar arttıracağına karar verirken bir bankerin düşündüğünden daha fazla düşünmeyecektir. Kişinin ticari ve tüketim davranışının dolaysız sonuçlarına olan mantıklı kayıtsızlık, hükümetin finansal davranışı denetleme ve düzenlemesinde, yolsuzluğu, hırsızlığı ve diğer mülkiyet ve sözleşme haklarına tecavüzleri önlemekten daha fazlasını yapma görevine sahip olmasının bir nedenidir. Liberteryenler (aşırı liberaller) hükümetin biricik görevinin bu olduğunu düşünürler. Sağlam bir denetim ve düzenleme olmadan, yasalara saygılı sermayedar ve tüketicilerin mantıklı davranması ekonomik bir felakete zemin hazırlayabilir.

Gördüğümüz gibi, işadamlarını, küçük bir iflas riskini kabul edecekleri anlamına gelen kârı maksimize edici kişiler olmaya zorlayan, sadece rekabet değildir; onların kâr maksimizasyonu yapan kişiler olmasını biz *isteriz* – ekonomik süreci yönlendiren şey budur. Ancak bu örnekte kişisel ahlak kamusal ahlaksızlık olmaktadır çünkü kârı maksimize etmekte olan işadamı, küçük olasılıkları mantıklı bir şekilde görmezden gelir: rakiplerininkiyle birlikte kendi davranış biçiminin bütün ekonomiyi çökertebileceği olasılığını. Benzer şekilde, ekonomi zayıfken insanların tüketimlerini azaltıp tasarruflarını arttırmaları mantıklı bir davranıştır. Ekonomik çöküşe verilen mantıklı bir tepkidir. Ancak insanlar bunu yaparak çöküşü daha da kötüleştirirler. Genel toplumsal bir bakış açısından, insanların iyi günlerde tasarruf etmelerini ve kara günlerde harcama yapmalarını isteriz ama bireysel bakış açısından ise, kişi şans eseri kötü günlerde iyi kazanmadığı ya da iyi günlerde de kötü kazanmadığı sürece tam tersini yapmak daha mantıklı gelir. Kişisel ahlak ile kamusal ahlaksızlık arasındaki tezat, özellikle içinde bulunduğumuz dönemde tutumluluğu sergilemek ve aşılamak amacıyla, lüks kalemleri satın almayı azaltan insanlarda çarpıcıdır. Bu da kişisel ahlak açısından güzel bir davranıştır

ama çok fazla insan böyle yaparsa, sonuç, kişisel tüketim harcamalarını önemli ölçüde azaltarak bunalımı derinleştirmek olacaktır. Bu örnekler, yararlı bir ekonomik terim olan "dışsallık" kavramını örneklemektedir. Bir dışsal maliyet bir insanın kendisiyle fiili ya da potansiyel hiçbir sözleşme ilişkisi olmadığı diğer bir insana ya da insanlara zorla kabul ettirdiği bir maliyettir. Bu kişiyle diğerleri arasında böyle akdi bir ilişki olmadığı için, kişi maliyeti yüklenmez ve dolayısıyla ne yapacağına karar verirken buna önem vermesi mümkün değildir – özellikle de, eğer kendi davranışı sadece diğer pek çok insanın benzer davranışlarıyla birlikte önemli bir dışsallık yaratıyorsa. Parası yettiği halde lüks kalemleri satın almayı azaltarak gösterdiği tutumluğuyla gururlanmak isteyen bireysel tüketicinin ve genel ekonomi için yarar sağlamak amacıyla kârını maksimize etmekten çok, daha az risk almaya karar veren işadamının durumu budur.

Bununla birlikte, ekonomik krizden önce salgın halinde olan tasarruf etmeme davranışının bir diğer nedeni, pazarlama tecrübesi teknolojisindeki hızlı gelişmelerdir. Bilişsel psikolojideki gelişmelerle birlikte World Wide Web'in (tek bir tıklamanın tüketici ürünlerinin satın alınmasını ne kadar kolaylaştırdığını düşünün) bunda rolü olmuştur. Mal ve hizmetlerin pazarlanmasındaki tecrübe artışı, satıcıların, tüketicileri gelecekteki tüketimlerini garantiye almak için hazırladıkları tasarruflarının çoğunu, şu anda daha fazla tüketim malları almaya yönlendirmek için teşvik etmelerine olanak sağladı.

Yüz yıl önce Max Weber'in açıkladığı gibi, çağdaşlık masalı giderek daha çok etkinliği rasyonalitenin egemenliği altına almaktır. Eskiden gelişigüzel işler olan etkinliklerde – tıbbi bakım, envanter denetimi ve tarihlendirmeden tutun da seçim kampanyaları ve (diğer) satış biçimlerine kadar – giderek artan bir profesyonelleşme bunu göstermektedir. Profesyonelleşmiş pazarlama, insanları mal ve hizmetleri para biriktirip gelecekte satın almaktan çok, şimdi satın almak *istemeye* zorlar. Örneğin, bir ev satın almak için kişinin evin fiyatı kadar parayı biriktirene kadar beklemesinden çok, satın alma fiyatının çoğunu borç ala-

rak evi şimdi almak istemesi; çünkü kişinin parayı biriktirene kadar beklemesi, ev sahipliğinin hazzından yararlanmayı uzak bir geleceğe ertelemeye boyun eğmek anlamına gelecektir. İnsanların gözünü kendilerini mutlu eden bütün ürün çeşitlerine açması ticari bir toplumdaki başlıca ekonomik etkinliktir. Ekonomist Frank Knight, en büyük fakirlik mallardan değil, isteklerden yana fakir olmaktır derdi. ABD'de en azından o fakirlik ortadan kaldırılmıştır.

Keynes *İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi*'nde (s. 108) insanların tüketime sevk eden altı güdüsünü ("Haz duygusu, Öngörüsüzlük, Cömertlik, Düşünmezlik, Gösteriş ve Savrukluk"), tasarrufa sevk eden sekiz güdüsüyle ("İhtiyatlılık, Öngörülük, Hesaplılık, Hırslılık, Başına buyrukluk, Girişkenlik, Gurur ve Cimrilik") eğlenceli bir biçimde karşılaştırmıştır. Amerikalı pazarlamacılar (Japonlardan farklı olarak) ikinci grup güdüden çok, birinci grup güdüye hitap etmekte çok başarılı olmuşlardır.

Niceliksel risk modelleri de – Weber'in giderek daha çok etkinliğin rasyonalitenin egemenliği altına alınacağına dair kehanetinin bir başka icrası – finansal krizden sorumlu tutulmaktadır. Bir alsatçının bolca borç para kullanarak bir hisse senedi alma niyetinde olduğunu farzedelim. Bu nedenle hisse senedinin değerinde ufak bir düşüş olsa bile kaybı çok büyük olacaktır. Önceki iki yılın hisse senedi fiyatlarının iniş çıkışlarını temel alarak, hisse senedi davranışının sonraki birkaç gün ya da haftalık olasılık dağılımını tahmin eden istatistiksel bir modele başvurabilirdi. Buradaki eleştiri şudur: böyle olursa model, tahmini, hisse senedi değerinin arttığı dönemdeki piyasa davranışına dayandırmış olurdu; oysa modelcinin hisse senedinin riskliliğinin tam bir portresini almak için 1980'lere ya da daha öncesine gitmiş olması gerekirdi. Ancak bu da fayda etmeyebilirdi. Ne kadar geçmişe gidilirse, hisse senedi davranışı o kadar daha düşük tahmini değere sahip olma eğiliminde olacaktır çünkü şirket ve ekonomik çevre çok değişmiş olacaktır. Modeller yakın geleceğin 1929 ya da 1980'e benzemesinden çok, çok yakın geçmişe benzeyeceğini varsayıyordu. Hiçbir niceliksel

model bir bunalımı öngörmeyecekti; böyle bir tahminin her şeye değeceğine dair bir veri elde edilmemişti. Bu durum, model tasarımı hatasından çok, geleceğe yönelik tahmin hatasına neden olan uyarı işaretlerine (sonraki bölümde ele alacağım) kulak asmamak ve dolayısıyla gerekli bilgiyi araştırmama hatasıydı. Ayrıca, daha önce değindiğim gibi, ticari öngörü mantıklı bir şekilde budandığı için, iş dünyasından çok, hükümetin ve ekonomi mesleğinin de hatasıydı.

Özetle, mülkiyet ve sözleşme hakları çerçevesinde hepsi de az ya da çok akıllıca bir biçimde kendi kişisel çıkarları peşinde koşan işadamları ve tüketicilerin mantıklı maksimizasyonları ekonomik bir felakete zemin hazırlayabilir. Bilişsel garip davranış eğilimlerini, duygusal baskıları ya da karakter bozukluklarını nedensel çözümlemeye dahil etmeye gerek yoktur. Bu hem çözümlemeyi kolaylaştırmak açısından hem de hükümetin işadamları ve tüketicilerin zihniyetini değiştirebileceği muhtemelen beyhude olacak bir çare aramaktan kaçınmak açısından önemlidir.

Temel nokta şudur: riskli krediler yüzünden bir şirketin yüzde 1'lik bir iflas olasılığıyla, lider şirketlerin de bununla bağlantılı yüzde 1 iflas riski olması nedeniyle yüzde 1'lik bir bunalım olasılığı arasındaki farktır. Riske göz yummak her bir şirket için mantıklıdır ama toplum açısından mantıksız bir davranıştır.

Muhafazakarlar tüm ekonomiyi kapsayan çapta bir felaketin maliyetlerini kabullenme noktasında ekonomik krizin piyasanın başarısızlığı olduğu fikrine katılmıyorlar. Krize hükümetin neden olduğunu iddia ediyorlar. Bankaların ipotekli kredi gereklilikleri ve koşullarını kolaylaştırarak ev sahibi olmayı çabuklaştıracak uygulamaları üzerindeki yasal baskıların önemine işaret ediyorlar. Buna, emlak vergileriyle birlikte ipotekli kredi faiz ödemeleri ve ikinci ipotek kredisi faizinin vergiye tabi gelirden düşülebilmesi ve ikamet amaçlı çoğu mülkün tekrar satışları üzerinden alınan sermaye gelirleri vergisinin 1997'deki iptali de eklenebilir. Bu yasal baskıların bazılarını daha sonra ele alacağım. Şimdilik, en azından iktidarda olan

küçük–devlet muhafazakarlarının bunalımı izah edecek resmi bir günah keçisine ihtiyaç duyulana kadar bu politikalardan – Başkan Bush, "müşfik muhafazakarlık" politik görüşünün bir parçası olarak savunduğu "mülkiyet toplumu"nun bir temel taşı olarak konut mülkiyeti için bastırıyordu – memnun olduklarını belirtmek yeterli olacaktır.

Konut balonu ve riskli kredi uygulamaları daha agresif denetleme ve düzenlemeyle ve ev sahipleri için vergi indirimlerinin mahsup edilmesi yoluyla engellenebilirdi. Ancak bunların ya da diğer önleyici tedbirlerin alınmaması büyük devlet biçiminin değil, küçük devlet biçiminin sonucunda olmuştu: gereksiz, baskıcı konut ve finans piyasası denetleme ve düzenlemesinin değil, devlet denetiminin kaldırılmasının (deregulation), vergi ve genel olarak devlet düşmanlığının, ve genel bir bırakınız yapsınlar (laissez–faire) davranışının, kelimenin bugünlerde en rağbette olan anlamıyla, "muhafazakarlığın" sonucunda olmuştu. Muhafazakarlar vergilerin yüksek olmasındansa daha düşük olmasını ve denetleme ve düzenlemenin de daha hafif olmasını istiyorlardı. Piyasalara kendi kendilerini dengeleyecekleri gözüyle bakıyorlardı; bundan da, hükümet müdahale etmediği sürece, balonların, riskli kredilerin, temerrütlerin ve diğer piyasa tedirginliklerinin kendi hatalarını düzeltebileceği sonucu çıkıyordu. ("muhafazakar", riskli kredi, riskli borçlanma, aşırı borçluluk, balonlar ve spekülasyonun eski anlayışta muhafazakar bir şekilde yönetilen bir ekonomiye aykırı olduğu düşünülürdü.)

Kapitalist toplumdaki endüstriyel kirliliğe açıklayıcı bir benzetme yapılabilir. Hükümetin kirlilikten kaynaklanan felaketlere hiçbir çözüm (yargı yoluyla ya da idari yolla) getirmediğini farzedelim. Bu durumda, kâr maksimize eden mantıklı üreticiler çevreyi ne kadar kirleteceklerine karar verirken yaratacakları kirliliğin, hiçbir fiili veya potansiyel sözleşme ilişkilerinin olmadığı (işçileriyle böyle bir ilişkileri vardır) insanlar üzerindeki etkilerini hesaba katmayacaklardır. Ancak bu etkiler dikkate alındığında, kirliliğin toplumsal maliyetleri konu hakkında hiçbir şey yapmamaktan sağlanacak maliyet tasarruflarını

aşabilecektir.

Hükümet kirlilikle ilgili bir şey yapmayı reddederse, bu red yanıtını kirliliğin bir "sebebi" sayabilirsiniz, ama daha aydınlatıcı bir formülleştirme hükümetin endüstrileşmeden kaynaklanan kirlilikle ilgili bir şey yapamamış oluşu olurdu. Aynı şekilde, bir durgunluğun ya da bunalımın toplumsal maliyetleri, finansal kurumların mantıklı çıkarcı karar alma süreci için dışsal maliyetlerdir çünkü tek şirketin yapabileceği hiçbir şey böyle bir olayı engellemeyecektir. Bu kurumların sadece hükümet tarafından engellenebilecek – ki o da bunu başaramadı – çıkarcı kararlarının bütünü bir tür domino etkisiyle ekonomik krizi yaratır. Hükümetin bu çıkarcı kararlar bütününü engelleyememesi, finansal bir piyasa iflasının bir bütün olarak toplum için yıkıcı sonuçlar doğurmasına yol açan ciddi bir devlet başarısızlığıydı.

İflasın kökleri, 1970'lerde başlayan, temel kamu hizmetleri ve genel taşımacılık denetim ve düzenlemesinden ve bankacılık ve yatırımın denetleme ve düzenlemesi de dahil, ekonomik denetleme ve düzenlemenin diğer biçimlerinden duyulan yaygın bir memnuniyetsizliğe dayanıyordu. Devlet denetimini kaldırma çalışmasına esin kaynağı olan iktisatçılar makroiktisatçı değillerdi ve bankacılık ile demir ve havayolları gibi diğer denetlenen endüstriler arasında fark gözetmiyorlardı. Bankacılıktaki rekabetin makroekonomik yansımalarına karşı tetikte değillerdi; ve göreceğimiz gibi, makroiktisatçılar bunalımlar sorununun çözülmüş olduğunu sanıyorlardı.

Denetim ve düzenlemenin maliyetini de gözardı etmememiz gerekir. Bazı piyasa başarısızlıkları (market failures), piyasa başarısızlığının toplumsal maliyetinden daha az bir maliyetle düzeltilemez. Bu yüzden en iyisi onları gözardı etmektir. Ancak bunalımlar böyle bir piyasa başarısızlığı mıdır? Değildir, her seksen yılda sadece bir kez (bu yıl, Ekim 1929 borsa krizinin sekseninci yıldönümüdür) meydana geldiklerinden emin olabilsek bile değildir ve elbette ki bundan emin de olamayız. On milyonlarca Amerikalının, ek olarak yurtdışındaki bir on milyonlarcasının da – çünkü bu bir küresel bunalımdı – üzerine

yıkılan çilesini tamamen bir kenara bırakalım, 1930'ların Büyük Bunalım'ı korkunç bedeller ödetti. Ödettiği bedeller arasında, muhafazakarların not alacakları gibi, New Deal'ın (Yeni Düzen/Yeni Görüş) aşırılıkları vardı. Eğer bunalım olmasaydı bir Nazi Almanya'sı ve İkinci Dünya Savaşı da olmayabilirdi. Bugünkü bunalımın bedelleri arasında şunlar yer alabilir: aşırı bir denetim ve düzenlemeye dönüş, iş dünyasının hükümet bağışına (daha sonra Citigroup'u da içeren bir örnek vereceğim) hem iktisadi hem de siyasi olarak sağlıksız bir şekilde bağımlı olması, muazzam bir ekonomik üretim kaybı, kamu borcunda (national debt) uçsuz bucaksız bir artış, yüksek bir enflasyon oranı, ABD'nin dünya üzerindeki ekonomik gücünün azalması, ülke kendini ekonomik sorunlarına adayacağından jeopolitik gücünün zayıflaması ve dünyanın pek çok yerinde politik istikrarsızlığın artması. Bundan da, son on yılın varlık fiyatları balonları ekonomik büyüme tedbirlerinden çıkarılırsa, ABD ekonomisinin – Amerikalıların borçlanılmış parayla yaşadığı bu dönemde üretken olmasından çok – durgunluğa mahkum edileceği sonucu çıkarılabilir.

4

Bunalım Niçin Beklenmiyordu Sorusu

11 EKİM 2008 tarihli *New York Times* gazetesinin iş dünyası ekinin ön sayfasındaki bir makale, neredeyse dünya çapında bir çöküşü önceden tahmin edememeyi (elbette ki önceden tahmin edememenin vahametine) "deliliğe" yordu – daha doğrusu psikolojik bir acizliğe, geçmişteki olaylara gereken önemi vermekten aciz olmaya; bu yüzden bugün bir refah durumu yaşanıyorsa, geçmişte ekonomik patlamaların arkasından daima ekonomik krizlerin geldiğini bilseler bile, insanlar bu refahın sonsuza kadar süreceğini sanıyorlar. Hayatın pek çok alanındaki pek çok insan için en iyi tahmin yöntemi geleceğin, geçmişe benzeyeceğini, özellikle de yakın geleceğin yakın geçmişe benzeyeceğini varsaymaktır. Yarının hava durumunu tahmin etmenin en iyi yönteminin bugünküne benzeyeceğinin varsayıldığı zamanları unutmadım.

Ancak Merkez Bankası'nın başkanı Ben Bernanke gibi, bu tür iktisadi dalgalanmalar uzmanlarının tahminlerini, naif bilinene dayanan kestirimlere dayandırmaya mecbur bırakılmaları pek mümkün gibi görünmemektedir. Bu da, onun ve hükümet içindeki ya da dışındaki diğer uzmanların, yaklaşan krize dair uyarı işaretlerini ihmal etmelerini son derece anlaşılmaz hale getirmektedir. Gayrimenkul balonlarına sıkça rastlanır. "İyi" bir emlak stoğu kısa vadede belirlenir, konut stoğu son derece uzun ömürlüdür ve dolayısıyla talep arttığında hızla arttırılamaz ve arazi/emlak ve üzerinde yapılan değer arttırıcı harcamalar açığa satılamaz. Gayrimenkul balonunun sönmesi banka iflaslarına neden olabilir – geçmişte öyle olmuştur, 1980'lerin sonlarında Japonya'da ve 1990'larda diğer Doğu Asya ülkelerinde olduğu

gibi – çünkü çoğu gayrimenkulün aşırı borçlanması vardır ve gayrimenkul tüm borcun önemli bir bölümüdür. Gayrimenkulde bankacılık sektörüne bağımlı olunması ve dolayısıyla konut satış değerinin ülke çapındaki düşüşünün bankacılık sektörünü de kendisiyle birlikte alaşağı etmesinin nedeni budur. Bundan önceki gayrimenkul balonlarımız yerel düzeyde meydana gelmişti ama ülke genelinde bir gayrimenkul balonu yaşayamayacağımızı düşünmeyi gerektirecek bir neden yoktu. Merkez Bankası'nın böyle bir balon tehlikesine ilgisiz kalması merak konusudur.

Patlayana kadar bir balonun içinde olduğunuzu asla bilemeyeceğinizi söylemiştim. Ancak konut fiyatlarındaki artış 2000 yılından beri yüzde 60'tan daha fazla yükseldikten sonra 2005 yılında yavaşlama belirtileri göstermeye başladığında, genel medyada – bildiğimiz gibi, finansal gazeteler çok öndeydi bu konuda – konut balonu hakkında ciddi olarak konuşulmaya başlandı. Gazete makaleleri şu başlıklarla yayınlandı: "Konut Balonu Gerçek, Sonunda Patladığında Aman Yaralanmayın", "Konut Balonu Patlarsa Dikkat!", Pat Sesi Duydunuz mu? Dikkat", "Ekonomistler: Konut Patlaması Ekonomik Krizlere Neden Olabilir", "10 Amerikalıdan Dördü Emlak Balonundan Korkuyor", Riskli İpotekli Kredi Yeniliklerini Düzenleme Çabaları Şimdiye Kadar İhmal Edildi" Ve "Riskli Krediler Balonu Körüklüyor". 6 Temmuz 2005 tarihli *New York Times*'ta "Riskli İpotekli Kredi İşi" başlıklı önsezileri özellikle güçlü bir baş makale vardı. Buna rağmen, Ekim 2005'te Bernanke "bu fiyat artışları büyük ölçüde güçlü ekonomik temelleri yansıtıyor" diyerek konut piyasası balonu olduğunu yalanladı. Bahsettiği "temeller"den biri emlak arzının sınırlı olmasıydı. Arz ne kadar az elastik (yani kolayca genişletilebilir) olursa talep artış fiyatı üzerindeki etkisi de o kadar büyük olur. Doğrudur; ancak konut fiyatları konut inşaatı için arsa bolluğunun olduğu Arizona, California, Florida, ve Nevada bölgelerinde abartılı bir şekilde arttı. Bu da bir balon olduğunun kanıtıydı. Bernanke'nin konut piyasasını anlama yetisi güdük kalmıştı.

2006, 2007 ve 2008'in ilk altı ayında alarm zilleri daha da

yüksek tondan çalıyordu. Ancak, Eylül 2008'de tamamen olgunlaşmış şekilde ülkeyi vurduğunda finansal kriz, üç yıldır olgunlaşmakta olduğu halde, hükümeti, finans çevrelerini, ekonomi mesleğini ve halkı şaşırttı.

Merkez bankası konut fiyatlarıyla ilgili olarak 2006 yılında biraz endişelenmeye başladı ve o yıl ve ertesi yıl federal fon oranlarını yükseltti. Bu, bankaların birbirlerinden rezerv borç aldıkları faiz oranıydı. Bu oran diğer faiz oranlarını etkiler çünkü bildiğimiz gibi, bankaların kredi verme kabiliyeti rezervleriyle (mevduat karşılıklarıyla) sınırlıdır. Federal fon oranları ne kadar yüksek olursa, kredi talebini başka bir bankadan rezerv borçlanarak karşılamanın bir bankaya maliyeti o kadar fazla olur. Federal faiz oranının kısa vadeli bir faiz oranı olması ve uzun vadeli faiz oranlarının bazen kendi rotalarını izlemesi pürüzüne rağmen, eklenmiş maliyet faiz oranlarını yükseltir.

Federal faiz oranları Haziran 2006'da yüzde 5.25 'e yükseltildi. (Merkez Bankası kredi vermeyi teşvik etmek için umutsuzca çabaladığı için şu anda yüzde 0 ile 0.25 arasındadır. Yüzde 0 federal faiz oranı rezervlerin değerinin sıfır olduğu anlamına gelir.) Yine de amaç aslında kredi işlemlerini azaltmak değil, enflasyonu önlemekti. İpotekli krediler üzerindeki faiz oranları, ki bunlar uzun vadelidir, çok fazla etkilenmedi. Merkez Bankası kredi vermeyi sınırlamak için ticari bankaların mevduat munzam karşılıklarını arttırabilirdi ya da federal menkul kıymetleri onlara satabilirdi. Bu önlemlerden herhangi biri bankaların kredilerini daha da sınırlandıracaktı; bunun birinci nedeni, krediler için rezervlerin bulunmaması, ikinci nedeni de Merkez Bankası bir bankaya menkul kıymetler sattığında ve satıştan gelen parayı dolaşımdan çektiğinde bankanın kredi vermesi için o kadar daha az parası olmasıdır. Merkez Bankası bunların hiç birini yapmadı. Federal fon oranlarını yükseltmesinin dolaylı bir sonucu olarak ipotekli krediler üzerindeki faiz oranları biraz arttı, dolayısıyla bu artış konut balonunun patlamasında muhtemelen bir etken oldu. Buna rağmen, Merkez Bankası ancak Ağustos 2007'de sürdürülebilir ekonomik gelişme kehanetinde bulunacak ve sadece tüketici fiyatları endeksindeki artış açısın-

dan enflasyonla ilgili kaygılarını ifade edecekti.

Eylül 2007'den başlayarak, enflasyonla ilgili kaygılar yerini muhtemel bir durgunluk kaygısına bıraktı. Merkez Bankası federal faiz oranlarını azaltmaya ve bankaların kullanabileceği bir ek kredi vermeye başladı; ve 2008'in başlarında Kongre mütevazı (168 milyar) bir vergi indirimi yasa teklifini yasalaştırdı. Bu önlemler çok yetersizdi ve çok geç kalınmıştı. Enflasyon endişesiyle yumuşatılmış hafif bir durgunluk korkusunu yansıtıyorlardı; bir bunalımı tetikleyebilecek olan her şeyiyle tam bir finansal kriz korkusunu yansıtmıyorlardı. Merkez Bankası konut balonunu hafifçe delmek için faiz oranlarını çabucak arttırabilir ve bankacılık sektörünün çöküşünü engellemek için de çabucak düşürebilirdi. Buna rağmen, ünlü bir makroekonomist olan Allan Meltzer, Nisan 2008'deki bir röportajında Bernanke'yi faiz oranlarını indirdiği için eleştirerek bunu, "gerçekleşebilecek ama henüz gerçekleşmeyen bir durgunluğu önlemek için tasarlanmış gülünç bir politika" olarak tanımladı. Haziran 2008 ile Eylül ortası arasında bankalar iflas ettiğinde Merkez Bankası federal faiz oranlarını düşürmedi; bunun nedeni yine enflasyondan endişelenmesiydi.

Uzmanların uyarı işaretlerine karşı körlüğünü anlamak için Roberta Wohlstetter'ın *Pearl Harbor: Warning and Decision* (1962) adlı kitabı ("*Pearl Harbor: Uyarı ve Karar*") gibi sürpriz saldırılar literatüründen yardım alabiliriz. Wohlstetter'ın izah ettiği gibi, Japonların 1941 yılında petrol zengini Dutch East Indies (Hollanda Doğu Hindistan'ı) (artık Endonezya'dır) gibi Güneydoğu Asya'daki ABD'nin mülkiyet ve idaresi altında bulunan topraklara saldıracağına dair pek çok uyarı vardı. Japonya'nın büyük uçak gemisi filosunun menzilinde olduğu bilinen Hawaii'deki ABD filosuna yapılan saldırı, Dutch East Indies, Burma ve Malaya'ya yapılacak bir Japon saldırısının doğu kanadını korumak için mantıklı bir önlem olurdu. Uyarıların gözardı edilmesine neden olan faktörler arasında, önceki inanışlar (yerleşmiş fikirler/önyargılar), belirsiz bir tehlikeye karşı etkili savunma önlemleri almanın maliyeti ve zorluğu ve pek çok kaynaktan sızan uyarı bilgisini toplayacak, inceleyecek, çözümle-

yecek ve durumu hükümetin karar verme kademesine hızla paslayacak bir mekanizmanın olmaması yer alıyordu. 1941'de bilgi alan çoğu gözlemci, bizimle yapacağı bir savaşta mantıklı bir kazanma şansına sahip olamayacak kadar zayıf oldukları için Japonların ABD'ye saldırmayacağını sanıyordu; onura, ulusal bekadan daha fazla değer verilen Japon kültürünü anlamamışlardı. Japon saldırısının olası bütün hedeflerini saldırıya karşı güvence altına almak son derece maliyetli olacaktı ve Almanya'ya karşı savaş hazırlıklarımızın yönünü değiştirmek kaçınılmaz görünüyordu. Japon tehditini reddetmek, Japon saldırısına karşı korunmanın büyük zorluğuna göğüs germek zorunda kalmaktan kaçınmanın psikolojik olarak cazip bir yoluydu. Merkezi Haberalma Bürosu (CIA) ya da saldırı uyarılarını toplayıp çözümlemeye tahsis edilmiş başka bir kurum da yoktu.

Benzer faktörler 2008 finansal krizinin uyarı işaretlerine kulak vermeyi zorlaştırdı. Birkaç saygın iş dünyası liderinin, ekonomistin ve finansal gazetecinin finans kurumlarımızın sermaye yapılarındaki borç–özsermaye oranlarının haddinden fazla yüksek olduğuna dair yıllardır yaptıkları uyarılara rağmen, devlet görevlilerinin menkul kıymetler borsasının ya da toplumun geneli üzerinde çok az etkileri oldu. 2008'in 17 Ağustos'unda – finansal tsunamiden sadece bir ay önce – *New York Times Magazine*, şu anda başımıza geleni garip bir hatasızlıkla yıllardır tahmin etmekte olan, New York Üniversitesi'nde profesör olan Nouriel Roubini adındaki saygın bir akademisyen iktisatçı hakkında ahmakça ama teşhir edici bir şekilde "Dr. Doom" ("Dr. Felaket Habercisi") başlıklı bir makale yayınladı. Makale şunları bildiriyordu: Eylül 2006'da – finansal krizden iki yıl önce ama konut balonun patlamasından sonra – Roubini "bir krizin patlak vermeye hazır olduğunu duyurmuştu. Önümüzdeki aylar ve yıllarda, diye uyarıyordu, ABD, hayatta bir kez karşılaşması muhtemel olan bir konut piyasası çöküşü, petrol krizi, keskin bir şekilde azalacak tüketici güveni ve nihayet, derin bir durgunlukla karşılaşacaktı. İç açıcı olmayan bir dizi olayı ortaya koydu: ipotekli kredi borçlarını ödeyemeyen ev sa-

hipleri, dünya ölçeğinde sonu gelen trilyonlarca dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve küresel finansal sistemin sarsılarak durma noktasına gelmesi. Bu gelişmelerin, serbest yatırım fonlarını (hedge fonlarını), yatırım bankalarını ve Fannie Mae ve Freddie Mac gibi diğer büyük finansal kurumları felce uğratabileceğini belirtiyordu."

Roubini, kendi ülkesinde takdir edilmeyen tek kahin değildi. Mart *2006'da The Economists' Voice*'taki "Denetimsiz Konut Balonu Tehditi" başlıklı yazıda, başka bir iktisatçı Dean Baker şunları yazmıştı: "Konut fiyatlarında çöküş meydana geldiği zaman, temerrüt oranlarını fırlatması hemen hemen kesin olan pek çok ev sahibinin evlerinin değerini aşan ipotekli kredileri olacak. Bu da ellerinde büyük miktarlarda ipotekli kredi borcu bulunduran kredi kullandırıcılarını tehlikeye atacak, ve muhtemelen borcun çoğuna güvence verdikleri için Fannie Mae ve Freddie Mac'in de ödeme gücünü tehlikeye atacak. Eğer bu ipotekli kredi devleri iflasla karşılaşırsa, hükümetten gelecek yüzlerce milyar dolarlık bir kurtarma paketi hemen hemen kaçınılmazdır." Roubini gibi Baker da tam on ikiden vurmuştu. Ancak hükümette yetkili makamlarda bulunan hiç kimse ve iş dünyasından da çok az yetkili buna kulak verdi, tıpkı yıllarca önce *The Economist* tarafından dillendirilen uyarılara hiç kimsenin kulak asmaması gibi. Merkez Bankası'nın ekonomiyi para yağmuruna tutarak, sonuçlarının üstesinden daima gelinebileceği inancıyla varlık fiyatı balonlarının genişlemesine olanak veren politikalarına karşı özellikle sert olan bir uyarı, – aslında Büyük Bunalım'ı hatırlatan bir uyarı – Haziran 2007'de prestijli bir banka olan Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası) tarafından yayınlandı; ama o da gözardı edildi.

Başka uyarılar da vardı, özellikle Bear Stearns'ın Mart 2008'deki iflasından ve hemen hemen bir yıl önce, Bear Stearns tarafından yönetilen iki ve Fransız bankası BNP Paribas tarafından yönetilen üç ipotekli kredi serbest yatırım fonunun (mortgage hedge fonunun) iflasından sonra gelen uyarılar gibi. En büyük uyarı işareti çok daha önce – 1998 yılında gücünü

kaybeden Long–Term Capital Management (Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi) Merkez Bankası'nın kararlaştırdığı bir anlaşmayla alacaklıları tarafından devralındığında – boy göstermiş, sonra kaybolmuştu. Sermaye piyasası türev araçlarındaki (vadeli işlem sözleşmeleri, satın alma/satma hakları ve takaslar gibi diğer menkullere dayanan menkul kıymetler) yoğun alım satımı sonucunda, Lehman Brothers gibi dünyanın her yerindeki diğer finansal şirketlerle iç içe geçmiş olan LTCM, sermaye yapısındaki kaldıraç oranı haddinden fazla yüksek olan bir serbest fondu (hedge fon). LTCM, yatırımlarıyla birlikte aldığı riskleri çeşitlendirme düzeyini gözünde fazla büyütmüş ve bu hatasının sonucunda, Rusya'nın kamu ve özel sektör borçlarını aniden reddetmesiyle, yatırımcılar güvenli varlıklarda sığınacak yer aradığından spekülatif menkul kıymetlerin değerinin dibe vurmasına neden olduğunda çok kaybı olmuştu.

LTCM'nin iflası, riskli alım satımın bütün finansal sistemi nasıl tehlikeye atabileceğinin bir örneğini gösteriyordu. Yine de, tehlike çabucak kontrol altına alındığından ve türev araçlar ticareti üzerindeki bazı kontroller gönüllü olarak (teminat talep etmek gibi) başlatıldığından, belki de kontrol altına almanın çok kolay olmadığı daha büyük çapta bir tekrar olasılığı gözardı edildi. Clinton Yönetiminin üst düzey ekonomi yetkilileri, vadeli işlem sözleşmeleri gibi bazı eski türev araçları zaten denetim altında olduğundan, yeni türev araçları denetim altına almak için Emtia Vadeli İşlemler Komisyonu'nun (Commodity Futures Trading Commission) kadın başkanı Brooksley Born tarafından sunulan teklifi reddetti. Hazine Bakanlığı'nın o zamanki Müsteşar Yardımcısı Lawrence Summers Kongre'ye şunları söyledi: " bu türden anlaşmaların tarafları, kendilerini *sahtekarlıktan* ve *karşı tarafın ödeme aczinden* koruyabilecek kabiliyete fazlasıyla sahip görünen çok tecrübeli finansal kurumlardır" (italik kısım benim vurgumdur). Bunun doğru olmadığı sonradan anlaşıldı.

LTCM'nin iflası başka bir biçimde de aydınlatıcıdır. Birkaç ay içinde, LTCM ve dünya çapında LTCM ile akdi ilişkileri bulunan şirketleri içine alan, görünüşte istikrarlı finansal ağ, ne-

redeyse kendisini yok edecek bir darbe aldı. Bu tam bir sürpriz olmasa gerekti çünkü birbiriyle ilişkili bir finansal aracı kurumlar sistemi doğası gereği istikrarsızdır. Kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli kredi veren her şirket, bir mevduat kaçışı riski altındadır. Mevduat kaçışı ve sonucunda firmanın iflası, hem şirkete kredi verenler ve şirketten borç alanlar, hem de iç içe geçtikleri finasal şirketler üzerinde bir domino etkisi yapabilir. Eğer A, B'den borç alıp C'ye borç verirse ve C temerrüde düşerse, C'nin temerrüde düşmesinin A üzerindeki etkisinden korkan B, verdiği borcu geri isteyebilir. Bu da A'nın diğer borçlarında, bu borçların alacaklılarını da sırayla tehlikeye atarak temerrüde düşmesine neden olabilir. Öyleyse böyle risklerden kaçınmak için bankalar kısa vade yerine uzun vadeli borçlanırlar diye düşünülebilir. Ancak o zaman da kredilerden daha az kâr ederlerdi. Kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli oranlardan neredeyse her zaman daha düşük olur; kısa vadeli kredi verenin riski daha az olur çünkü hem parası daha kısa vadeye bağlanır, hem de daha fazla likiditeye sahip olur – nakde ihtiyacı olursa, verdiği kredinin geri ödenmesi için uzun süre beklemek zorunda kalmayacaktır. Kısa vadeli kredilerin sağladığı çıkarların bedelini daha düşük bir faiz oranını kabul ederek öder.

Kısa vadeli borçlanma ve uzun vadeli kredi verme, para kazanmak için çok da sağlam bir formül değildir; böyle olmaması da finansal aracılığın yapısında var olan riskliliğin altını çizmektedir. Bununla ilgili olarak eğer uzun vadeli bir kredi üzerindeki yüksek faiz oranı artan temerrüt riskinin telafisi içinse, bu gerçek bir maliyettir. Kâr etmek (ve diğer masrafları karşılamak) için bir banka, ya temerrüde düşme olasılığı piyasa faiz oranının varsaydığından daha az olan potansiyel borçlanıcılarını saptamak ya da riskini diğer kredi verenlerden daha iyi çeşitlendirmek zorundadır. Ancak bankanın kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranlarının arbitrajından elde ettiği kârın ufak olması muhtemeldir – kaldıraç oranını kullanmadan. Bir bankanın 1 milyar dolar sermayesi olduğunu ama sadece 40 milyon dolar özsermayesi olduğunu farzedelim. Bankanın borçlanma maliyeti ile sermayesini borç vermesinden elde ettiği faiz (risk dü-

zenlemesinden sonra) arasındaki ortalama farkı sadece yüzde 1 olsa bile, 1 milyar doların yüzde 1'i 10 milyon dolar eder ve bu da, bunun çoğunun borçlanma maliyetine ek olarak iş yapmaktan kaynaklanan diğer maliyetler tarafından tüketilecek olmasına rağmen, özsermayesi üzerinden yüzde 25 kazanca dönüşür. Ancak kaldıraç oranı hem riski hem de kârı arttırır ve bankaların finansal olarak birbirleriyle iç içe geçmeleri nedeniyle, birinin batması, zincirleme bir şekilde diğerlerini de batırabilir. Eskiden, banka sermayesinin öncelikli olarak vadesiz mevduatlardan sağlandığı zamanlarda, banka kaldıraç oranı, hâlâ yürürlükte olan, bir bankanın bu mevduatların belirli bir yüzdesine eşit rezervler (nakit veya nakde eşdeğer) bulundurma zorunluluğuyla sınırlanmıştı. Ancak bu koşulun uygulandığı mevduatlar artık bankaların ana sermaye kaynağı değildir.

Rekabetin ve nihayetinde devlet denetimini kaldırmanın (deregulation) banka güvenliği üzerindeki öldürücü etkisine dikkat edin. Devlet denetiminin kalkması, diğer şirketlerin bankacılık hizmetleri için hemen hemen benzer hizmet sunmasına olanak vererek bankacılık sektöründeki rekabeti arttırdı. Artan rekabet de bankaların kredi vermek üzere borçlandığı sermaye için ödediği faiz oranları ile borçlanıcılarından talep ettiği faiz oranları arasındaki oranı sıkıştırdı. Bu oran ne kadar daralırsa, diğer masraflarını karşılayacak ve şirket ortaklarına kazanç sağlayacak borçlanma maliyetlerinden yeterli net geliri elde edebilmek amacıyla bankalar o kadar daha fazla kaldıraç oranına ihtiyaç duyarlar.

Ticaret bankaları eskiden kısa vadeli krediler vermeye ağırlık verirlerdi, böylece kârlı iş yapabilirlerdi çünkü esas sermayeleri faizsiz vadesiz mevduatlardan oluşurdu. Ancak devlet denetiminin kaldırılması nedeniyle bankalar, otuz yıllık ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredileri gibi uzun yıllar vadesi gelmeyen krediler vermeye başladılar. Başka seçenekleri yoktu. Uzun vadeli kredi vermek zorundaydılar çünkü bireyler ve şirketler para piyasası hesaplarına geçiş yaptılar ve şirketler otomatik ödeme yöntemini uyguluyordu, bu yüzden de bankaların iştirak için yatırdıkları sermaye payları azaldı. Bu gelişmeler

bankaların sermaye sağlama maliyetlerini arttırdı ve onları uzun dönemli kredi vererek daha yüksek bir kazanç peşinde koşmaya sevk etti. (Yine de, bankalar otomatik hesaplardan da kazanç sağlar; otomatik hesaplar, bankanın vadesiz mevduatlarının bir yüzdesi olan mevduat munzam karşılıklarını azaltır ve böylece bankaların daha fazla kredi vermelerine olanak sağlar.) Diğer aracı kurumlar ise düzenleyici kısıtlamalar olmaksızın kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli kredi verebiliyorlardı; bankalar da aynı hakka talip oldular ve büyük ölçüde de elde ettiler.

"Domino etkisi" finansal bir ağın çöküşünü tanımlamak için kullanılan çok doğru bir metafor değildir. Bir dominoya ya dokunmazsınız, ya da ona hafifçe dokunup diğer bütün dominoları devirmesini sağlarsınız. LTCM'nin ve 2008'in sonbaharında diğer pek çok finansal aracı kurumun başına gelen şey, Irving Fisher'ın teknenin alabora olması örneğiyle açıklanan ("kaos teorisi" keşfedilmeden önce) kaos teorisinin etki alanına uygundur. Küçük bir rastlantı değişkeni olarak, bir kanonun içinde otururken bir yana doğru yaslandığınızı düşünün. Başlangıçta kano sadece o yana eğilir ama yaslanmaya devam ederseniz, kano birdenbire alabora olacaktır. O ana kadar, bunun olacağını tahmin etmek zordur çünkü kano dengede gibi görünüyordur; gerçekte ise hafif bir ilave güç uygulanmasına karşı hassas durumdadır. Çöküşü hızlandıracak gerçek koşulları hesaplamanın imkansız olması hariç, aynı şey finansal sistem için de geçerlidir ve bu belirsizlik, çöküşü belli bir doğrulukla tahmin etmeyi imkansızlaştırmaktadır. Dolayısıyla da risk yönetiminin sınırlamalarını.

Daha önceki bölümlerde söylediklerimi çokça tekrarlıyorum ama bunu, Roubini'nin kredi sisteminin kırılganlığıyla ilgili dile getirdiği endişenin, şu iki şeyde sağlam bir şekilde temellendiğini elimden geldiği kadar açıklığa kavuşturmak amacıyla yapmaktayım: finansal aracı kurumların ekonomilerinde ve düşük faiz oranları ile bankacılık sektöründen devlet denetiminin kaldırılmasının (deregulation) potansiyel ölümcül kombinasyonunda. Bu da yeterli değilse, *Times*'da Roubini hakkında o makale çıkmadan önce tahminlerinin çoğu çoktan

doğru çıkmıştı bile, ama yine de gözardı edilmişti. Eylül 2008'de en büyük dokuz kuka çökmeye başlayana kadar, krizin boyutu hükümete, iş dünyasına ve pek çok ekonomiste ve hatta finansal iktisat ve makroiktisatta uzman olanlara bile büyük ölçüde görünmez geliyordu. Bernanke, konut balonu patladıktan sonra hızlanan ipotekli kredi temerrütlerinin finansal sisteme ya da daha kapsamlı olarak reel ekonomiye kadar yayılmasının ihtimali olmadığını iddia etmişti. Mayıs 2007'de örneğin, şöyle demişti: "Gerçekten, kredi değerliliği düşük konut kredisi piyasasındaki (subprime market) sorunlardan bankalara ya da tasarruf kuruluşlarına doğru daha kapsamlı bir şekilde yayılma olduğunu görmemekteyiz." Oysa o zamana kadar pek çok banka ve tasarruf kuruluşu ödeme aczine düşmüştü. Şubat 2008'de ipoteğe dayalı menkul kıymetlere aşırı derecede yatırım yapmış olan daha küçük bölgesel bankalara atıfta bulunarak şöyle dedi Bernanke: "Birkaç iflas bekliyorum," ama "büyük bankalar arasında, sermaye oranı sağlamlığını koruyor ve büyük, bankacılık sistemimizin çok önemli bir bölümünü oluşturan uluslararası anlamda aktif olan bankalar arasında bu türden ciddi problemler yaşanacağını tahmin etmiyorum." Ertesi ay Bear Stearns iflas etti.

Eylül ayında, Bernanke ve Paulson, ki Amerikan ekonomi politikasına komuta etmekte aralarında bir fark yoktur, Lehman Brothers'ın iflas etmesine izin verdiler. Görünen o ki, iflasın sonuçlarının – dünya çapında banka kredilerinin ciddi bir şekilde kısıtlanarak tedavüldeki para miktarının denetlenmesi, yani kredilerin donması ve hisse senedi değerlerinin altüst olması – farkında değillerdi. Lehman Brothers'ın iflasından önce bir durgunluk yaşandığı bile kesin değildi; iflas ettikten sonra, bir bunalım yaşanacağı muhtemeldi. Buna rağmen, Ekim ayında Bernanke ve Paulson hâlâ bankacılık endüstrisindeki problemin bir ödeme aczi, yani iflas değil de, bir likidite problemi olduğunda ısrar ediyorlardı. Kasım ayının sonuna kadar Merkez Bankası ekonomik bunalım koşullarıyla orantılı bir kredi programı yapmadı. O zamana kadar da – eğer 2008'in sonbaharında girişilen kurtarma harekatları o zamanlar, Bear Stearns'in iflası

sırasında yapılsaydı altı ay öncesinde önlenebilecek – bir ekonomik bunalım kaçınılmaz oldu çünkü bankaların iflastan kurtarılması, bunun açıklandığı gün yürürlüğe konmaz. Ciddi bir ekonomik daralma beklentisine uyum sağlamaya başlayan üretici ve tüketiciler kurtarma yapılacağının açıklandığı dakika tersine dönemez çünkü bunun ne zaman, hangi koşullar ve sonuçlarla gerçekleştirileceğini bilmiyor olurlar. *Hâlâ* da bilmiyorlar.

Peki, uyarılar ve uyarı işaretleri çok geç olmadan önce, eğer bir inanmamazlık söz konusu idiyse, en azından araştırılmak yerine niçin gözardı edildi? Bunda önyargıların, yani yerleşmiş fikirlerin rolü oldu. Belirsizlik koşullarında hareket tarzını bir dereceye kadar teorik önyargılara, dünya görüşüne, ideolojiye dayandırmak çok caziptir, hatta karşı konulmazdır. Gerçekten de, tabula rasa* olmak mantıksız olurdu; çünkü bu yararlı bilgiyi de ıskartaya çıkartmak anlamına gelirdi. Ancak geçmiş yaşantılarla oluşturulan önyargılar, insanı yeni zorluklara tepki vermekten alıkoyabilir. Eğer hükümet yetkilileri ve çok fazla güvendikleri ekonomistler piyasaların direncine daha az güvenmiş olsalardı, piyasa başarısızlığının uyarı işaretleri nedeniyle konut ve finansal piyasaları araştırmış olurlardı. Ancak ekonomistlerin çoğu ve Cumhuriyetçi Başkanlar tarafından göreve getirilme eğilimi içinde olan yetkililer, rekabet piyasalarının genel olarak kendi kendini dengelediğini öğreten serbest piyasa ideolojisine aşırı derecede yatırım yapmışlardı. Bu yetkililer ve tavsiyelerine başvurdukları ekonomistler, ekonomiyi önceden kestirilemeyen tuhaf nöbetlere maruz kalan bir tür saralı olarak düşünmekten hoşlanmazlar.

Sadece Cumhuriyetçi yetkililer ve onlara akıl veren ekonomistler de değil. Başka bir yerde Başkan Clinton'un Reagan devriminin destekçisi olduğunu ifade etmiştim. Ekonomi politikaları, bir muhafazakar olan Alan Greenspan ve bir ortayolcu olan Lawrence Summers ile birlikte Robert Rubin gibi, Wall Street'in şu anda adı kötüye çıkmış ileri gelen şahsiyetleri

* ç.n. (Felsefede) "boş bir levha" (yeni doğan çocuğun hiçbir önyargı taşımayan beyni) anlamında.

tarafından yönlendiriliyordu. Devlet denetiminin kaldırılması (deregulation) ve özelleştirme ile edinilen pek çok olumlu tecrübe ve ekonomik özgürlükleri azaltan pek çok ülkenin başarısızlık hikayesi ile birlikte komünizmin çöküşünü takiben pek çok ekonomik başarı hikayesi bu inanç sistemini destekledi ve onu çift taraflı hale getirdi. Bu inanç sistemi, finansal piyasalar durumundaki gibi, iyi bir kanıt olmaksızın finansal sistemin krizlere karşı direncini arttırdığına inanılan yeni finansal araçların geliştirilmesiyle de desteklendi.

Karar verme sürecinde önyargıların rolünü sistemli bir hale getiren Bayesçi karar kuramı, bir karara etkisi olan kanıt zayıf olduğunda, önceki inanışların karar vericinin yeni bir duruma tepkisini etkileyeceğini öğretir – ve etkilemelidir de, ama önyargıların gerçeğe dayandırılması kaydıyla. Önyargıların yararlı bilgiyi kullanmaktan alıkoyacağını söyledim. Ancak politik bir ideolojiden uzak önyargılar, mantıklı olmayan faktörler tarafından da biçimlendirilir; örneğin, mizaç, kişisel ve ailevi geçmiş, belli başlı yaşam deneyimleri, dini inançlar ve etnik köken. Bu faktörlerin işadamları üzerindeki rolü sınırlıdır çünkü rekabet ideolojiye dayanan ticari kararları cezalandırır. Politik ve akademik çevre de rekabetçidir ama uygulayıcıları işin sonunda sert cezalandırmayla karşı karşıya kalmazlar.

Dikkatleri uyarı ve uyarı işaretlerinden saptıran ikinci bir faktör, iş dünyasının liderleri ve hükümetteki müttefikleri üzerinde uyandıracağı şiddetli muhalefeti bir kenara bırakırsak, uyarıldığınız riskleri azaltmak için harekete geçmenin pahalıya mal olmasıydı. Merkez Bankası faiz oranlarının artmasına meydan vermiş olsaydı, bu, konut balonunun patlamasını hızlandıracaktı – bu durumda, bunun bir balon *olduğundan* hiç kimse emin olamayacağından, Kongre ve Yönetim, konut değerlerinin düşüşünden ve temerrüt ve hacizlerin artışından sorumlu tutulacaktı.

Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamak ve durgunlukları önlemek ya da hafifletmek için faiz oranlarını ayarladığı sürece – enflasyon tehditi olduğunda ekonomik etkinliği yatıştırmak için faiz oranlarını arttırmak ve durgunluk tehditi olduğunda

da ekonomik etkinliği canlandırmak için faiz oranlarını düşürmek – , faaliyetleri bir dereceye kadar tartışılmazdır ve buna bağlı olarak politik bağımsızlığı da tartışılmazdır. Buna ek olarak, konut fiyatları fırladığında banka kredilerini kısmak yoluyla varlık balonlarını hafifçe delmeye çalışırsa, politik düşmanlıkları arttırır. Balondan çıkar sağlayanlar, balonun varlığını inkar ederlerdi ve bazen haklı da olurlardı, eğer haksızlarsa ama balon da aşırı şişmeden önce delinirse, balonun var olduğu anlaşıldıktan sonra bile ispatı çok zor olurdu. Dolayısıyla Merkez Bankası 2005 yılında balonu delemediği için çok fazla eleştirilmemelidir, tıpkı 1990'ların sonlarındaki, internet piyasası (dotcom balonu) balonunu delemediği için eleştirilmemesi gerektiği gibi. Çünkü bunu borçlanılmış parayla hisse senedi alımı için kredili işlem koşullarını arttırarak yapmış olabilirdi. Merkez Bankası'nın sert eleştiriyi hak eden davranışı Bear Stearns'in Mart 2008'deki iflası ile Eylül ayındaki vahim iflasları arasında geçen sürede pasif kalması ve Lehman Brothers'ın iflasını (bundan Merkez Bankası ve Hazine Bakanlığı'yla ortaklaşa sorumludur) engelleyememesidir.

Vurgulamak istediğim nokta, olayın olma olasılığı bilinmedikçe kötü bir şeyin olmasını önlediğiniz için övgü almanın, aslında eleştiriden kaçınmanın çok zor olduğudur. Meydana gelmesi olasılık dışı bir şey meydana gelmezse (ve, "olasılık dışı"nın tanımı gereği genellikle olmayacaktır) bundan hiç kimse etkilenmez. Ancak insanlar nasıl olsa muhtemelen olmayacak bir şeyin engellenmesinden kaynaklanan maliyetlerden kötü yönde etkilenir.

Kötülük habercilerinden daha da nefret edilir çünkü onların uyarılarına karşılık olarak harekete geçmek genellikle yapılmayan bir şeydir. Eğer kehanette bulunulan felaket meydana gelirse, uyarılara cevaben harekete geçebilecek olup geçmeyen kişiler, bildiklere şeye dayanarak itidalleri doğru bir karar olsa da, bu felaketten sorumlu tutulurlar.

Esas itibariyle bütün uyarılar erkendir çünkü uyarısı yapılan olayın zamanının değiştirilemez bir biçimde belirsiz olması muhtemeldir. Hiç kimse – Nouriel Roubini bile – balonun pat-

layacağı günü ya da haftayı, ayı ya da yılı tahmin edemezdi. (*Ekonomist*'in 2002 yılında kurt masalı anlattığını, dört yıl sonra kurt kapıda belirene kadar da bunu yapmaya devam ettiğini hatırlayalım.) Ayrıca, eğer gerçekleşeceği bilinmeyen bir olasılıksa, bir olasılığın gerçekleşmesini önlemek için önlemlerin ikna edici bir maliyet–fayda analizini yapmak imkansızdır. O olasılığı azaltmaya ayrılacak paranın ne kadar olacağına karar vermek amacıyla felaketin maliyetinin meydana gelecek olasılıkla hesaplanması (çarpılması) gerekir. Şu an yaşadığımız gibi bir finansal krizin olasılığını hiç kimse hesaplayamazdı.

Olumsuz bir gelişmenin olasılığı bilinse ve bu küçük bir olasılık olmasa bile, meydana geldiği taktirde olayın maliyetinin çok büyük olması ihtimal dahilinde değilse, olayın olmasını engellemeye çalışmak yarar sağlamayabilir. Konut balonunun patlamasının finansal piyasalar üzerine kurulu bir durgunlukla sonuçlanacağının tahmin edilmesi gerekirdi çünkü bankalar riskli konut kredilerine aşırı derecede yatırım yapmışlardı. Ancak durgunluk bir felaket değildir. Bunalım ise bir felakettir ama bir ekonomik bunalım, konut balonunun, riskli krediler ve riskli tasarrufların pek mümkün olmayan bir sonucu olabilirdi. Bu durumlar durgunluğu ifade ederdi etmesine ama ekonomik durgunluğu ülkenin şu anda yaşadığı ekonomik bunalıma dönüştürmek, ilave koşulları gerektirebilirdi: örneğin, başkanlık seçimindeki heyecanın doruğa ulaştığı ve yeni başkanın seçimi ve göreve başlama töreni arasındaki iki buçuk aylık bir boşluk sırasında akut hale geldiği aşamada bir finansal krizin patlaması gibi. Diğer felaketler, topal ördek bir Kongre ve ekonomik sorunları halletmeye ilgisiz ya da yetersiz, hatıralarına dalmayı, emekliliğini planlamayı, mirasını cilalamayı ve yurt dışına seyahat etmeyi ülkeyi yönetmeye ve yüzyılın son üç çeyreğindeki en büyük ekonomik krize hükümet müdahalesini halka açıklamaya tercih eder gibi görünen topal ördek bir Başkan'dı. Yine de diğer felaketler, hükümet yetkilileri tarafından krize verilen ikircikli, alelacele yapılmış ve anlaşılması zor (buna rağmen nihayetinde agresif) bir yanıttı; kredi arzı daralmasıyla alevlenen benzin fiyatlarındaki ani yükselmenin gecik-

miş bir sonucu olarak otomobil endüstrisinin büyük kısmının ani çöküşü (tüm arabaların üçte ikisi krediyle satın alınır); ekonomik krizin geçmiş Şükran Günü (27 Kasım) yüzünden zaten asgariye indirilmiş Noel alışverişi mevsimi sırasında derinleşmesi durumu daha da beter etti. Noel alışverişi yapacakları çekmekten ümitsiz ve mal stokunun yığılmasını istemeyen perakende satıcılar benzeri görülmemiş indirimler sundular. Bazen normal fiyatının üçte ikisine varan bu indirimler aslına bakılırsa Noel'den sonra arttı. (İndirimlerin en dramatiği – bir otomobil fiyatına iki otomobil – tam yüzde elli indirimdi.) Bu indirimler genel tüketici fiyat seviyesini düşürdüğünden, deflasyon – en uğursuz ekonomik bunalım olgusu – korkularına neden oldu.

Ekonomik bunalım dostu *pek çok* faktörün tam da ekonomik çöküş hızlanırken bir noktada birleşme olasılığı oldukça düşük olmalıydı. Ancak Eylül ayında şiddetli bir durgunluk olasılığı hükümetin riskin gerçekleşmesini engellemeye çalışmak için masraflı çabaları üstlenmesini sağlayacak kadar yüksekti. Buna rağmen, yetkililer hâlâ tereddüt ediyordu. Tereddüt ediyorlardı çünkü krize şaşırmışlardı ve krizin üstesinden gelecek hiçbir acil durum planları yoktu. Bunalımın içinde olumsuz bir dönüt yer aldığından, finansal bir krize yanıt olarak kararsız kalmak özellikle maliyetlidir. Talebin düşmesi, işten çıkarılmalar, talebin daha da düşmesi, daha fazla işten çıkarılmalar ve benzeri durumların sarmalı bir kez başladı mı, kendi kendisiyle beslenir; dışarıdan bir besin kaynağı istemez – ekonomiye daha da fazla bir şok yaratmaz.

Bir ekonomik bunalımı önceden tahmin edememenin diğer bir nedeni, Becker–Posner blogunun sezgileri kuvvetli bir okuyucusu olan jamison Davies tarafından ortaya atıldı. Okuyucumuz bize, Roberta Wohlstetter'ın Pearl Harbor'a Japon saldırısının bir sürpriz yaratmasının nedeninin, sinyal–parazit oranının – asılsız ve yanıltıcı olan bilgi miktarıyla ilgili olarak alınan yararlı bilginin miktarı – çok düşük olmasından kaynaklandığı iddiasının önemini hatırlattı. Gelen bilgi akışında gerçekten istihbari olanlarla yalnızca parazit olanları ayırt etmek

fazlasıyla zordur. Davies şunu belirtiyor: "eğer doğru uyarı verirseniz ve bu uyarıya karşılık harekete geçerseniz, saldırı muhtemelen gerçekleşmeyecektir (yani, eğer ABD, Japonya'nın Pearl Harbor'a saldırmak üzere olduğunu bilse, savunma hazırlıklarımız Japonların işin sonunu getirmelerini engellerdi). Bu da başarılı uyarıların önemsenmediği anlamına gelir çünkü felaket asla gün ışığına çıkmaz. Bu da, ciddi problemleri engelleyebilmiş olsalar bile, yararsız olarak algılandıkları için, erken uyarı sistemlerini zayıflatma eğilimi gösterir." Davies ekliyor: "bunun ekonomik alanda benzeri regülasyondur, yani denetim ve düzenlemedir. Denetim ve düzenlemeler gereksiz görülüp yürürlükten kaldırılırlar çünkü ortada krizler yoktur ama politika üreticileri, krizlerin denetim ve düzenlemeler sayesinde kesin olarak meydana gelmemiş olabileceğini göremediler."

Pearl Harbor'a saldırılmasına ve Eylül 2008'de vuran finansal krize zemin hazırlamakta olduğu gibi, uzman araştırmacıların çoğu ekonomik manzaranın, Roubini ve diğer "kötülük habercilerinin", "yaygaracıların", "mutsuzların" ve "felaket tellallarının" (bir felaket hakkında uyarıda bulunan biri için kullanılan tarafsız bir ifadenin yer almadığına dikkat edin) iddia ettiği kadar berbat olduğu fikrine katılmadılar. Bahsettiğim tüm bu nedenlerden dolayı, pek çok insanın, hatta pek çok uzmanın felaket habercileri tarafından ikna edilmesi mümkün olmadı. Ancak 2005 yılının başlangıcında bu insanlar tarafından muhtemel ekonomik bir felaketin uyarı sinyallerine karşı uyarılan hükümetin konuyu derinlemesine incelemek üzere çetin olanaklarını harekete geçirmemesi affedilemez bir durumdur.

Bunun açıklaması geniş çaplı ekonomik riskle ilgili bir bilgi toplama ve inceleme sisteminin (piyasanın kendisinden ziyade) olmamasıdır belki de. Bu sistem, Merkez Bankası ve Hazine Bakanlığı'nın yaratabileceği ve eğer finansal bir kriz vurduktan sonra bile, sadece faiz oranlarını düşürerek başka bir bunalımın iyi kötü çaba harcanmadan önlenebileceğinden bu kadar emin olmamış olsalardı, büyük olasılıkla da yaratmış olacağı bir sistemdir.

ABD ve küresel finans sistemlerinin sallantıda olduğu hak-

kındaki ufak bilgi kırıntıları, bankaların çalışanları, diğer finansal kurumlar ve düzenleyici kuruluşlar arasında ve akademisyen iktisatçılar, finansal danışmanlar, hesap uzmanları, sigorta uzmanları, derecelendirme kuruluşları, ipotek komisyoncuları, emlak komisyoncuları ve iş hayatı gazetecileri arasında geniş ölçüde yayıldı. CIA'nin bilgi toplayıp inceleyecek – dağılmış parçalardan anlaşılabilir bir mozaik çıkaracak – finansal bir mevkidaşı olmadı. Daha doğrusu, hiçbir devlet dairesi bu görevi üstlenmedi; Merkez bankası, Hazine Bakanlığı, ya da hatta Başkan'ın Ekonomi Danışmanlığı Kurulu bile bu görevi üstlenebilecek olmalarına rağmen bunu yapmadılar. İlgili bilginin çoğu kişiye özeldi ve bu yüzden de gazeteci ve akademisyenlerden gizleniyordu. Yatırım bankaları, serbest fonlar (hedge fonlar) ipotek düzenleyen kurumlar ve diğer finansal şirketler, rakiplere yararı dokunabilecek şirket stratejileri hakkındaki bilgileri gizler ve yasaların izin verdiği kadarıyla (bazen izin verdiğinden de daha fazla) şirketin gelecekteki beklentileri hakkındaki aleyhte bilgiyi ifşa etmekten kaçınırlar. Hatta düzenleyici kuruluşlar bile zafer kabilinden bir kuralsızlaştırma (deregulation) döneminde uygun olduğu düşünülen yetkilerindeki kısıtlamalar yüzünden finansal sistem hakkındaki son derece önemli bilgilere erişmekten yoksundu. Yeni türev araçları düzenleyecek bir otoriteden yoksun olan finansal düzenleyiciler, finansal sistemin ne kadar riskli hale geldiğini gözler önüne serebilecek bilginin ifşasına zorlayamadılar. Kredi temerrüt takaslarındaki piyasa zirvesindeyken ABD menkul kıymetler borsasının tamamından daha büyüktü (takaslar büyük ölçüde denge meydana getirdiğinden, bu yanıltıcı olsa bile – eğer sigortalanmış bir olay meydana gelirse, ihraççının sorumluluğu ve satın alanın ödeme talebi hakkı feshedilmelidir, ikinci bölümdeki A–B örneğimde olduğu gibi). Ayrıca, geleneksel sigorta şirketlerinin aksine, takasların düzenleyicilerinin yeterli (ya da o olay için) rezerv bulundurmaları kanunen gerekli değildi, takas alıcılarını sigortasız bırakarak AIG'i çökerten türden bir mevduat kaçışına karşı korunma yoktu. Konut finansmanı düzenlendi ama bankaları düzenleyenlerden farklı kurumlar tarafından; serbest fonlar ise

hemen hemen hiç denetlenip düzenlenmedi.

Şirketler stratejileri, riskleri, vs. hakkında açık sözlü davranmazlarsa, yatırımcıların en kötüsüne hükmedeceğini ve bu yüzden de bu rekabetin, şirketten bilginin, kolej notlarını başvurdukları hukuk fakültelerine açıklamaya sürekli olarak rıza gösteren (rıza göstermemeye yasalarca izin verilmesine rağmen) hukuk fakültesine başvuranlarla hemen hemen aynı yolla, kamuya açıklanmasına mecbur edeceğini düşünebilirsiniz. Ancak bir şirketin kötü haberleri gizlediğine dair bilgi vermesinden şirketin ketum olduğu sonucunu çıkaramazsınız; şirket sadece sezgilerini, stratejilerini ve ticari sırlarını rakiplerinden gizliyor olabilir.

Bu çözümleme, kafa karıştırıcı bir gerçeği açıklamaya yardım ediyor: konut balonu 2005 yılında hava kaçırmaya başlamasına rağmen, hükümetin bankacılık endüstrisinin müthiş bir mali sıkıntı içinde olduğunu 2008 yılı sonbaharına kadar fark etmediği gerçeğini. Balonun sona ermesi ile bu balonun bankaların ipoteğe dayalı menkul kıymetleri üzerindeki etkilerinin sonuçlarının fark edilmesi arasında epeyce bir gecikme olduğu kesindi. Konut fiyatlarının düşüşünü takip eden bir dengeyi bulma durumu, düşen fiyatlar temerrütlere neden oluncaya kadar kredi verenleri etkilemez. Ancak piyasa, çok iyi çeşitlendirilmiş olmalarına rağmen temerrütlerin menkul kıymetlerin sahiplerine beklendiğinden daha az gelir getirecek ve hatta ana parayı da tehlikeye atacak bir düzeye ulaşacağını sezer sezmez, düşen konut fiyatları ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerini düşürecektir. Hatta bankerler bile finansal durumlarının vahim hale geldiğini kabul etmeye isteksiz olacaklardır çünkü bunu kabul etmenin bankada bir mevduat kaçışına – Mart 2008'de Bear Stearns'i batıran türden bir şeye – neden olacağı korkusunu yaşayacaklardır. Sigortalı mudiler bile bankanın batabileceğini düşünüyorlarsa mevduatlarını çekebilirler çünkü Federal Mevduat Sigortası Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation) tarafından kendilerine yapılacak ödemelerde bir gecikme olacağından endişe duyarlar. Bankalara kredi verenlerin hepsi de tümüyle sigorta edilmemişlerdir çünkü son zaman-

lara kadar federal mevduat sigortasında üst sınırlar vardı; para piyasası fonundaki bir hesap gibi banka dışı çek hesapları hiç sigorta edilmiyordu. (Artık ediliyorlar ve mevduat sigortası üst sınırı kaldırılmıştır.)

Bazı yatırımcılar, konut balonunun patlamasının ipoteğe dayalı menkul kıymetler üzerindeki etkisini önceden tahmin etti ve düşük faizli ipoteğe dayalı menkul kıymetleri açığa satarak milyarlar kazandı. Ancak piyasayı ve hükümeti bankaların zayıflığına karşı uyaracak yeterince açığa satış yoktu. Bunun nedeni kısmen, daha önce belirtildiği gibi, açığa satışın riskli bir yatırım stratejisi olmasıdır. Açığa satış yapanlar toy ise büyük kaybederler; konut balonunun süresi yüzünden bu durumda olanlar çoktu.

5
Hükümet Harekete Geçiyor

HÜKÜMET'in krize verdiği yanıt dört evreden geçti, beşinci evre de, bu yazının yazıldığı sıralarda Kongre'de yol katetmektedir. İlk üç evre birlikte "kurtarma paketini" oluşturuyor; dördüncü evreye (ki kurtarma paketi ile eş zamanlı olarak yürümektedir) "gevşek para politikası" diyeceğim; ve beşinci evre, uygulamaya geçtiğinde, "ekonomik canlandırma paketi" olacak. Küçük ve etkili olamayan bir canlandırma paketi zaten denenmişti; 2008 başlarında Kongre 168 milyar dolarlık vergi iadesi dağıtımına gitmişti. Miktar, harcamayı teşvik etmede önemli bir etki yaratamayacak kadar küçüktü. Bu uygulama, Büyük Bunalım zamanında Roosevelt göreve gelmeden önce Hoover'ın aldığı, yetersiz kalan önlemleri hatırlatıyordu.

İpotekli kredi kurtarma planı (mortgage relief) ve finans endüstrisine ilişkin düzenlemelerin kapsamlı bir reformdan geçmesi, halen gündemde olan konulardır. Birinci gündem maddesini bu bölümün sonunda, ikincisini kısaca 10. Bölümde ele alacağım; ikincisi ile ilgili burada şu kadarını söyleyeyim ki, finans endüstrisini bir mali krizin ortasında yeniden düzenlemeye kalkışmak, hükümetin boyundan büyük bir işe girişerek riskli bir görev üstlenmesi anlamına gelir.

Hükümetin kurtarma operasyonu, kurtarma paketi (700 milyar dolarlık Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı) ve gevşek para politikası ile başladı. Kurtarma paketi başlarda, hükümetin bankacılık endüstrisindeki tüm "sorunlu" varlıkları – bilhassa, emlak balonunun patlamasıyla birlikte değerleri belirlenemez hale gelen ipoteğe dayalı menkul kıymetleri – satın alacağı şeklinde algılandı. Önerme şuydu; bankalar borçlarını

ödeyebilecek güçteydi, ancak sorunlu varlıklarının piyasası donmuştu ve bankaların kredi vermekten korkma sebepleri, özkaynak desteklerinin ne kadar büyük olduğunu bilmemeleriydi. Bankalara ödeme güçlerini geri kazanmalarına yetecek kadar sermaye verildikten sonra bile, bazı varlıklarının değerine ilişkin belirsizliğin onları kredi vermekten alıkoymaya devam etmesi nedeniyle önerme, o zaman da ve halen mümkün olmasına rağmen, bildiğimiz üzere yanlış çıktı.

İkinci kurtarma hamlesinde hükümet, ödeme güçlerini desteklemek ve karşılığında da imtiyazlı hisse senedi almak suretiyle, doğrudan en büyük bankalara yatırım yaptı ve sonra da, Kongre'nin bilinçsizce yaptığı kışkırtmalar ile, bankaların yeni sermayelerini kredi vermek için kullanmak yerine biriktirdiklerinden şikayet etti. Ancak tabii ki, ödeme aczine düşmüşlerse ya da böyle bir durum ihtimal dahilindeyse, bankaların, büyük ölçekli bir biçimde kredi vermeye başlamadan önce, özellikle de bir kriz ortamında kredi vermek, ekonomik canlılık ortamında kredi vermekten çok daha riskli olduğu için, öncelikle özkaynak desteklerini büyütmeleri gerekiyordu. Bankalar, varlık fiyatlarının düşüşte olacağını ve en iyisinin şimdi para biriktirip daha sonra yatırım yapmak olduğunu da düşünmüş olabilirler (deflasyon mantığı); ancak bu da zor bir karardı. Kısacası, hükümetin bankalara yatırım yapması mantıklı bir önlem ise de – ekonomide ödeme gücüne sahip bankalara ihtiyaç vardır ve bankaların ödeme güçlerini garanti altına almak için gereksinim duydukları sermayeyi yalnızca hükümet verebilirdi – banka kredilerinde kısa vadede büyük gelişmeler yaratılması pek mümkün değildi.

Yatırım biçimi sorgulanabilirdi. İmtiyazlı hisse senedi, isminin aksine, belli bir vade tarihi konmadığı için kurumun geri ödeme konusunda bir çağrı yapılacağına dair kaygılanmasına gerek olmamasına rağmen, özsermaye işlevi görmekten ziyade borçtur. İmtiyazlı hisse senedi karşılığında yapılan yatırım, hükümetten para alan bankaların borçlarının özsermayelerine veya toplam sermayelerine oranını artırdı; bu durum, (bir vade tarihi söz konusu olmadığı için risk oluşturmamasına rağmen)

bankaların adi hisse senetlerini, aksi olsaydı olabileceğinden daha istikrarsız hale getirdi ve bu da özel yatırımların önünde bir engel teşkil etti. Alternatif olarak, hükümet bankalara özsermaye katkısında bulunabilirdi, ancak bu, hükümeti salt bir kredi sağlayıcısı olmaktan çıkarıp, bankaların sahibi ya da ortağı haline getirirdi; oysa hükümetin ticari toplumun merkezi sinir sisteminin içine bu kadar fazla katılması konusunda doğal bir endişe bulunmaktadır. Gerçekten de, bankaların piyasa değeri çok düşmüş olduğundan, hükümetin yapacağı her türlü büyük özsermaye katkısı, hükümeti yardım ettiği bankaların çoğunun üzerinde hakim hissedarı konumuna getirirdi. Hükümetin bankacılık endüstrisinin hakimi haline gelmesinin boyutu söz konusu olduğunda, 1980'lerin sonlarında hükümetin iflas etmiş yüzlerce tasarruf ve kredi kurumunu devralmasının bir örneği daha yoktur. Bu kurumlar, ülkenin kredi sisteminin çevresel birimleriydiler, aynı zamanda, iflasın eşiğinde sendelemenin ötesinde, tamamen iflas etmiş durumdaydılar ve hükümet sadece parçaları toplayıp birleştirerek onları yeniden eski durumlarına getirdi.

Hükümet, bankaların tüm "sorunlu" menkulleştirilmiş borçlarını satın alıp hepsini bir "sorunlu borç bankası"na koyma kararı almanın eşiğinde gibi görünüyor. Bununla, başlangıçtaki satınalma planı – bankaya nakit aktarımı olsun diye vazgeçilen plan – arasındaki fark, "sorunlu borç bankası"nın (diğer bir deyişle Hazine Bakanlığı'nın), belirli bankalardan belirli satın almalar yapmasından ziyade, *tüm* bankaların *tüm* sorunlu menkul kıymetlerini (ve batık krediler dahil diğer sorunlu varlıklarını) satın alacak olmasıdır. Böylece, bankaların bilançoları temiz olacaktır ve hem yönetim, hem de gelecekte yatırım yapacak veya kredi alacak olanlar her bir bankanın ne kadar güvenilir olduğunu bilecektir. Aynı zamanda, kurtarma paketi kapsamında ortaya konan paranın, talip bankalar arasında dağıtımı hususunda iltimas geçilmesine ilişkin endişeler giderilmiş olacaktır.

Hükümet, bankaların "sorunlu" varlıklarının değerini hesaplama sorununu, onları bankaların defterlerinde gösterildiği

gibi, düşürülmüş piyasa değerleri üzerinden satın alarak ("piyasalara göre değerleme") ve eğer değerleri düşürülmemişse, onları satın almak yerine güvence altına alarak çözmeye çalışabilir. Yine de ortada bir sorun olur – ortada bir piyasa yoksa, bir piyasa değeri biçmek ne kadar gerçekçi olabilir? – ancak başlangıçtaki planda sunulan, sorunlu varlıkları ihaleyle satma gibi uygulanamayacak bir öneriden bir adım öteye geçen bir gelişmedir bu. Yine de, maliyet çok büyük olacaktır ve öngörüldüğü gibi, hükümetin bankaları "kamulaştırmasıyla" – yani bankalara el koymasıyla – ne değer biçme ne de maliyet sorununun önüne geçilebilecektir, çünkü banka sahiplerine adil tazminat ödemesi gerekecektir. Bunun yerine, tıpkı tasarruf ve kredi kurumlarının çöküşünde olduğu gibi, bankaların iflas etmesine izin verip, sonra parçaları toplayıp birleştirebilir, ancak bu da çok kolay bir iş olmayacaktır. Böyle bir durumda, birçok banka, iflas bayrağını çekmeyip ekonomik ve denetim ve düzenlemeye ilişkin tablo netleşene kadar, elindeki nakdi saklayarak pozisyonunu korumaya çalışacaktır.

Bu noktada kısa bir süreliğine hükümetin bunalıma verdiği yanıtın dördüncü evresi olan "gevşek para politikası"na geçiş yapacağım, çünkü bu evre ikincisiyle yakından alakalı. 2008 Kasım'ının son haftasında Merkez Bankası, özel sektör borcunun 800 milyar dolarını satın alacağını duyurdu. İlk kurtarma paketinin amacının aksine buradaki amaç, endüstrinin elinde bulunan donmuş varlıkların değerine ilişkin belirsizliği ortadan kaldırarak bankacılık endüstrisine yeniden likidite kazandırmak değil, borçlanmayı canlandırmak ve böylece kişisel tüketim harcamalarındaki ve dolayısıyla üretimdeki düşüşü tersine çevirmek için tedavüldeki para miktarını artırmaktı. Ancak kredi alma ve kredi verme iştahı, yalnızca ekonomideki para miktarına değil aynı zamanda, ekonomik bunalım zamanlarında yüksek olan temerrüt riskine de ilişkin bir işlevdir. Bu, borçlanmayı riskli hale getirir (işinizi kaybederseniz kredinizi geri ödeyemeyebilirsiniz), ödeme güçlerine ilişkin kendi sorunları olan bankaları da çok yüksek faiz oranlı krediler hariç kredi verme hususunda isteksiz kılar ve faiz oranı ne kadar yüksek

olursa borçlunun krediyi geri ödeyebilme olasılığı da o kadar düşük olur.

Üçüncü kurtarma hamlesi, 2008 Aralık ayında, General Motors ve Chrysler'a, iflas etmelerinin önüne geçmek ya da en azından iflaslarını geciktirmek için federal kredi verilmesi oldu. Şunu iyi anlamak gerekir ki, tasfiye ve yeniden yapılandırma (iflasın ertelenmesi) olmak üzere, iki tür şirket iflası vardır. Tasfiyede iflas etmiş olan şirket kapanır, tüm çalışanlarını işten çıkarır ve varlıklarının tamamını satar. Böylesi büyük bir tasfiyenin ekonomik bunalım üzerindeki olası etkisini göz ardı etsek bile (ki etmemeliyiz), bu, Detroit otomobil üreticilerinin sorunlarına, en azından yakın gelecekte, etkin çözüm olmayacaktır. Uzun vadeli planları konusunda çok kararsız ve hatta belki de ümitsiz olsalar dahi, şirketler yine de yılda milyonlarca motorlu taşıt üretebilir ve satabilirler. Sattıkları hemen her taşıtta zarar ediyor olabilirler, ancak arz ve talebin kesiştiği daha düşük bir üretim düzeyinde, taşıtlarını sattıkları fiyat onların üretim maliyetlerini geçebilir.

Bir otomobil üreticisinin borcunun ve diğer sabit maliyetlerinin, sattığı otomobil sayısına bölündüğünde, 10.000$ olduğunu varsayalım. Otomobil üreticisi, üretimde kesintiye gitsin, çalışanları işten çıkarsın, fabrikalarını kapatsın ve talebi ve talebi karşılayacak üretimin maliyetini hesaba katarak, üretimi randımanlı bir düzeye çeksin. Otomobil başına 10.000$ olarak varsaydığım sabit maliyetin kaynağı, yine de şirket için büyük bir borç yükü teşkil edecektir. Bir otomobil imal etmek, şirketin sabit maliyetlerini artırmayacaktır, ve diyelim ki, o otomobili üretmek, şirkete yalnızca 20.000$'a mal olan malzeme ve işçilik gerektirecektir. Bir muhasebeci, bu otomobili imal etmenin maliyetinin 30.000$ olduğunu söyleyebilir ve şirketin otomobili satabileceği maksimum fiyatın 25.000$ olduğunu düşünebilir. Otomobil hâlâ imal etmeye değerdir, çünkü şirketin üretimin marjinal maliyetini, yani üretimi bir birim artırmanın maliyetini karşılamasını sağlayacaktır ve böylece üreticinin borç miktarını, ürettiği her otomobil için 5.000$'a düşürecektir.

Tasfiyenin alternatifi olan yeniden yapılandırma normal za-

manlarda, şirketin marjinal maliyetlerini karşılayabilme hususunda iyi beklentileri olması ve böylece ağır borç yükünün hafifletilmiş veya ortadan kaldırılmış olması halinde, United Air Lines'ın 2002'deki iflasında olduğu gibi, işe yarayabilir. Sayısal örneğimde, borç ikiye bölünürse otomobil üreticisi hayatta kalabilir. İflas halinde yeniden yapılanmasına izin verilen bir şirket, iflas sonrası borçlanmalarının, (bunlara "gözetim altındaki borçlu" (debtor in possession – DIP) kredileri adı verilir) iflas öncesi borçlanmalarına önceliği olduğundan, mevcut borçları ne kadar fazla olursa olsun, işlemlerini finanse etmek için borç para alabilir. Eski borçlar, yeniden yapılandırılmış şirketin sabit maliyetlerini, şirketin, ümit edilir ki, bir kez daha borçlarını ödeyebilecek konumda olacağı düzeye (benim örneğimdeki otomobil başına 5.000$'a) indirerek, maliyetlere eklenecektir. Eski borçlar, otomobil şirketlerinin durumunda, son yıllarda azalmış olmalarına rağmen, kârlılığın önünde bir engel olmaya devam eden emeklilik ve sağlık yardımlarını kapsayabilir.

Bu nedenle, şirketlerin üretim düzeyini düşük tuttuklarında ekonomik açıdan varlıklarını bağımsız olarak sürdürebileceklerini ve yalnızca üretimleri çok daha fazlayken yaptıkları borçların altında ezildiklerinde iflas edeceklerini varsayarsak, iflas halinde yeniden yapılanma, onların finansal sorunlarına mantıklı bir çözüm getirecektir. İflas mahkemesi de, otomobil üreticileri ile Otomobil İşçileri Sendikası UAW (United Auto Workers) arasındaki toplu iş sözleşmelerini feshedebilirdi. Bu, otomobil üreticilerinin ücretler ve sosyal yardımlarda büyük bir kesintiye gitmesini mümkün kılardı – ve iş gücü maliyetindeki büyük bir düşüş, onların uzun süre hayatta kalabilmeleri açısından faydalı olabilirdi.

Ancak bu pembe tablo normal zamanlara ait bir tablodur. Ülke bir ekonomik bunalıma sürüklenirken otomobil üreticilerini iflasa zorlamaya izin verme hususuna ilişkin üç sorun vardı. Birincisi, şirketler, üretim düzeyleri azaltılır ve borçları ve iş gücü maliyetleri düşürülürse işletme olarak devamlı faaliyet değerleri olmasına rağmen, tasfiye yoluna gitmek durumunda kalabilirlerdi. Yeniden yapılanmaya giderken hayatta

kalmalarını sağlamak için gereksinim duyacakları büyük DIP kredilerini çekemedikleri için tasfiye yoluna gitmek durumunda kalabilirlerdi. Bankacılık endüstrisine el konması, bankaların otomobil şirketlerini ayakta tutmak için gerekli olan büyük riskli kredileri sunmalarını imkansız hale getirdi.

İkincisi, yalnızca Detroit otomobil üreticilerinin büyüklüğü değil, aynı zamanda endüstrinin kendine has özellikleri de, iflasın, ülkenin içler acısı ekonomik durumunu daha da kötüleştirmesine sebep olurdu. Otomobil üreticileri, iflas bayrağını çekmiş oldukları için, gerekli olan DIP kredilerini çekemez ve bu nedenle de, yeniden yapılanamayıp, aksine tasfiye yoluna gitmek zorunda kalırlarsa, sadece 200,000'i aşkın otomotiv işçisi değil, yedek parça tedarikçisi şirketlerde çalışan yüzbinlerce kişi ve otomobil satıcısı da işsiz kalmış olurdu. Toplamda, 3 milyon kadar işçi doğrudan ya da dolaylı olarak General Motors, Ford ve Chrysler tarafından istihdam edilmektedir. Ve eğer şirketler tasfiye yoluna gitmek zorunda kalmayıp iflas halinde yeniden yapılanabilirlerse, ve dolayısıyla üretime devam edebilirlerse, satışlarındaki düşüş muhtemelen hızlanırdı. Birçok tüketici, iflasa ilişkin, özellikle de bir otomobil imalatçısının iflasına ilişkin belirsizliklerden korkup kaçardı. Bu durumda şöyle endişeleri olurdu: Garanti belgelerine riayet edilecek mi? Yedek parça bulunabilecek mi? Aracın satın alındığı bayii hayatta kalabilecek mi? Servis standartları aşağıya çekilecek mi? Arabanın yeniden satış değeri ne olacak? Tüketiciler, şirket tasfiye yoluna gitmediği müddetçe, hükümet temsilcilerinin iflas etmiş şirketin müşterileri için iflasın önemli bir şey olmadığı yolundaki güven telkin eden söylemlerine inanmazlardı; çünkü hükümetin mali krize ilişkin diğer güven veren tüm söylemleri asılsız çıktı ve yeniden yapılanma süreci, krizden dolayı başarısızlığa uğrayabilir. Motorlu taşıtlar oldukça uzun ömürlü olduklarından, üreticilerin akıbeti belli olana kadar, tüketiciler için ihtiyatlı davranıp mevcut aracı yenileme işini ertelemek kolaydır.

Kabul etmek gerekir ki, General Motors ve Chrysler'in iflas avukatları tuttuklarını ve Kuzey Amerika üretimlerinin büyük

bir bölümünü aylarca askıya alacaklarını ilan etmeleriyle, halk, Detroit otomobil endüstrisinin öyle söylenmese de iflas etmiş olduğunun farkına varmaktadır. Ancak bir ekonomik bunalımın ortasında, Amerikan otomobil endüstrisinin büyük bölümünün (endüstrinin, yabancı şirketlerin elinde bulunan bir kısmının borçlarını ödeyebilecek güce sahip olmasından dolayı, tamamının değil) resmen iflas etmiş olmasının getireceği psikolojik etki, yine de çok büyük olurdu. Etki, yalnızca psikolojik olmakla da kalmazdı. Varolan garantiler iflasta teminatsız borçlara dönüşür ve bunların da çok küçük bir ederi olurdu. Araç sahipleri, garanti belgelerinin süresi henüz dolmamışsa, araçlarının ederinin daha düşük olduğunun ve hesap ettiklerinden daha fazla bakım masrafı yapmaları gerekeceğinin farkına varmaya başlayacaklardı. İflas halinde, mevcut garantilerin değerinin çok az olacağını ya da hiç bir değeri olmayacağını, ancak iflas etmiş olan bir otomobil üreticisi tarafından düzenlenen garanti belgelerinin hak talebine konu olabileceğinin (tıpkı DIP kredilerinin yarattığı borçta olduğu gibi, iflas ilan edildikten sonraki borç olarak) mümkün olduğunu farkederlerse, bir Detroit otomobili almak için, imalatçı iflas bayrağını çekene kadar bekleyebilirlerdi.

Bildiğimiz üzere, hükümet yetkililerinin ekonomik durumun vahametine ilişkin yanlış bilgilendirmelerinden korkar hale gelmiş olan tüketiciler (hükümet temsilcileri, bir ekonomik durgunluk içerisinde bulunulduğunu dahi, işlerin yolunda gitmediğinin sokaktaki adam tarafından farkedilmeye başlandıktan çok sonra bile açıklamazlardı), zaten tüketimlerini azaltmaktadırlar. Bu, perakende sektöründe zamanından önce büyük çapta işten çıkarmalara neden olmakta, bunun sonucunda alım gücü düşmekte ve bu da beraberinde daha fazla işten çıkarmaları getirmektedir. Bu kısırdöngü, iflas halinde yeniden yapılanma girişimleri başarısız olursa ve otomobil üreticileri tasfiye yoluna giderse, çok büyük sayıda işçinin işten çıkarılmasıyla hızlanırdı. Ekonomik bunalım iyice hafifleyene ve ekonomi yeniden büyümeye başlayana kadar, şirketlerin iflas mahkemelerinden uzak tutulmaları gerekir. Hükümetin, 9/11

saldırılarına müteakip uçuş sayısında yaşanan şiddetli azalmadan sonraki havayollarını kurtarma planı, United Airlines'ın saldırıları izleyen yıl başlayıp 2006'da nihayete eren, sistemli bir iflas erteleme ile yeniden yapılanma sürecine girmesini mümkün kıldı (havayolları, sabit maliyetlerinin – tanımı gereği, faaliyet düştüğünde azalmayan maliyetlerinin – fazlalığından dolayı, sürekli olarak iflasın eşiğinde gidip gelirler).

Otomobil üreticilerine verilen federal kredi, otomobil endüstrisini kurtarma önergesinin Kongre'den geçirilememesini takiben, Bush Yönetimi'nin son günlerini yaşadığı dönemde kullanılan bir yürütme organı inisiyatifiydi. Politik açıdan ustaca planlanmış bir düzen söz konusuydu (yasa olmadan da hemen hemen aynı destek sağlanıyordu) – her iki siyasi parti için de, bunalımın hem ekonomik hem de siyasi bir olay olduğunun altını çizen bir zafere neden oldu. Cumhuriyetçi senatörler ilkelerini savundular – hata yapma özgürlüğünün kapitalizme özgü olduğunu, ücretlerin ve sosyal yardımların, güçlü sendikalar (işçi birlikleri) tarafından değil, serbest emek piyasalarındaki rekabete göre belirlenmesi gerektiğini, şirketleri hükümetin yönetmemesi gerektiğini ve hükümet harcamalarının en aza indirilmesi gerektiğini savundular. Cumhuriyetçi senatörler aynı zamanda Toyota ve Amerika Birleşik Devletleri'nde fabrikaları olan diğer yabancı yatırımcıların çıkarlarını da savundular, çünkü bu fabrikalar çoğunlukla, Cumhuriyetçi Parti'nin kalesi olan güney kesimde konuşlanmışlardır. Buna ek olarak, Cumhuriyetçi senatörler, otomobil endüstrisini kurtarma planına karşı çıkarak kendileri ile, pek tutulmayan ve birçok Cumhuriyetçi tarafından Cumhuriyetçi küçük hükümet biçimi ilkelerine ihanet ettiğine inanılan Bush Yönetimi arasına bir mesafe koymuş oluyorlardı. Yerel otomobil endüstrisindeki, ekonomik bunalımı derinleştirecek bir çöküşün, Cumhuriyetçi senatörlerin eleştirilere maruz kalmalarına yol açacak olmasına rağmen, yürütme organının yeni bir yasa çıkarmaksızın otomobil endüstrisini kurtaracağını biliyorlardı.

Cumhuriyetçi Parti, Kasım seçimlerinden sonra hezimete

uğramış görünüyordu. Ancak, Cumhuriyetçi parlamenterler hızla toparlandılar, kendilerine olan güvenlerini büyük ölçüde artırdılar, birkaç zafere imza attılar ve Obama Yönetiminin ekonomik bunalımla mücadele programlarını yürütmesini güçleştirebilir ve geciktirebilirler.

Hazine Bakanı Paulson, otomobil üreticilerini kurtarmak için mevcut yasaya göre yetki sahibi olmadığını savunmuştu. Ancak, Kongre kurtarma paketine ilişkin yasa tasarısını veto eder etmez fikrini değiştirerek üst düzey finansal yetkililerimizin son çırpınışlarını yaptıkları izlenimini pekiştirdi, bu da Paulson ve Bernanke'nin, batması bunalımın esas tetikleyicilerinden biri olan Lehman Brothers'ı kurtarmak için kanuni yetkilerinin olmadığı yönündeki iddialarını çürütmüş oldu. Eğer üst düzey yetkililer iflas etmiş olan otomobil üreticilerini kurtarabiliyorduysalar, iflas etmiş olan bir yatırım bankasını da kurtarabiliyor olmalıydılar.

Demokratlar, otomobil endüstrisini kurtarma önergesini desteklemekle, sendikalı işçilerin haklarını, otomobil endüstrisinin "yeşertilmesini", son seçimde Demokrat Parti'ye oy veren, yerli otomobil endüstrisinin konuşlandığı eyaletleri (Michigan, Ohio ve İndiana), aktif hükümet ilkesini ve mevcut bunalımın derinleşmesini engellemeye çalışmayı savunarak, seçim bölgelerindeki seçmenlerin gözünde puan kazandılar.

Otomobil endüstrisini kurtarmaya ilişkin yasa tasarısının, Otomobil İşçileri Sendikası UAW (United Auto Workers) tarafından müzakere edilen toplu iş sözleşmelerine fazlaca güvenme hatasına düşmesi yüzünden, yasanın yarattığı endüstri üzerindeki bölünmüş – üreticiler, federal bir "otomobil çarı" ve kongrenin fazla müdahaleci yanlış yönetimi arasında bölünmüş olan – denetim yüzünden ve Kongre ile Başkan'ın birlikte yerli otomobil endüstrisini yeniden canlandırabileceği fikrindeki çok önemli fantazi öğesinden dolayı tasarı, Cumhuriyetçi senatörlerin öfkesini kazandı. Bırakın yerli otomobil üreticilerinin konuşlandığı eyaletleri, Amerika Birleşik Devletleri'nin, diğer ülkeler veya Birleşik Devletler'in diğer bölgeleri üzerinde, motorlu taşıt üretiminde bir karşılaştırmalı üstünlük sahibi olduğu

hiç bir yerde yazmaz.

Japonya'nın bir zamanlar hayranlık duyulan Uluslararası Ticaret ve Sanayii Bakanlığı (Ministry of International Trade and Industry) tarafından yürütülen "sanayi politikası"nın başarısızlığından ders alması gibi, belli ki ABD'nin böyle bir üstünlüğü yoktur ve Kongre ile Başkan da bunu değiştiremezler.

Otomobil endüstrisini kurtarmaya ilişkin bir kurtarma planının gerçekçi amacı, endüstriyi yeniden biçimlendirmek, yeniden canlandırmak ya da yeniden yapılandırmak değil, ekonomik bunalımın sonu görünene ve tüketici güveni, böylesi bir iflasın soğukkanlılıkla karşılanabileceği bir seviyeye getirilebilene kadar iflası ertelemektir. Bu amaca ulaşmak için, kurtarma parasının otomobil üreticileri tarafından kullanılmasına bir şart getirmek gerekmedi. Kongre'den geçememiş olan kurtarmaya ilişkin yasa tasarısının yerine kullanılan yürütme organı inisiyatifinde hafifletilmiş haliyle mevcut olan bu şartlar, endüstrinin yetersizliğine duyulan yaygın öfkeden dolayı – Amerikalılar'ın büyük çoğunluğu, otomobil üreticilerinin kurtarılmasına ilişkin *her türlü* mali yardıma karşıdırlar – ekonomik değil, siyasi bir gereklilikti. Tamamen ekonomik bir noktadan bakıldığında, şartlar koymak bir hatadır. Endüstriyi, borçlarını ödeyebilecek güce yeniden sahip olduğu konuma getirmek için alınacak önlemler üzerine yalnızca *müzakere etmeyi* gerektirirler ve böylece, büyük bir kazayla sonuçlanabilecek olan, tıpkı genç sürücülerin oynadığı bir tür cesaret yarışına zemin hazırlarlar. Örneğin sendika, esaslı tavizler vermeyi reddederek bunun yerine, tehditlerinin şirket yöneticilerinin ve tahvil sahiplerinin iflasın önüne geçmek için gerekli olan tavizleri vermelerine yol açacağını veya hükümet tarafından daha fazla mali yardım gelmesini teşvik edeceğini umarak, hükümeti otomobil üreticilerinin iflas etmesine izin vermesi konusunda düelloya davet edebilir.

En azından, otomobil şirketlerinin akıbetini belirlemesi için Obama Yönetimine izin verilmesi gerekirdi. Bush Yönetiminin 2009'un ilk çeyreğinin sonuna kadar nefes almalarını sağlamak için vermeyi kabul ettiği 17 milyar dolarlık kredinin

altında yatan zorlayıcı neden buydu. Ancak bu, varsayımsal olarak daha munis bir Başkan ve Kongre gelene kadar sendikaya istemeyerek de olsa kabul etmesi için bir teşvik sağladı.

Ekonomik bunalıma müdahalenin beşinci evresi, planlanan "canlandırma paketi"dir. Demokrat kongre üyeleri tarafından önerilen ve hali hazırda Temsilciler Meclisi tarafından kabul edilmiş olan ve Senato faaliyeti için bekleyen 2009 Amerikan İyileşme ve Yeniden Yatırım Yasası (American Recovery and Reinvestment Act of 2009) federal hükümete iki yıl içerisinde, aksi bir durumda hükümetin bu süre içerisinde harcayacağından daha fazla bir miktar olan 819 milyar dolar harcama yetkisi verecek. Öneri halindeki, bütçe dengelerini bozan canlandırma paketinin üçte birlik kısmı vergi indirimlerine ayrılmıştır ve geri kalanı da, yol yapımı, karbon emisyonlarını azaltmak için alınan önlemler, işsizlik yardımlarını artıracak olan transfer ödemeleri, gıda pulu alma hakları, tıbbi bakım için devlet sübvansiyonları ve diğer sosyal yardım harcamaları gibi bayındırlık hizmetleri programları arasında bölüştürülmüştür ve bu, eyaletlerin vergi gelirlerindeki ve borç alma kabiliyetlerindeki (bunalıma bağlı) keskin düşüşün bir kısmını telafi edecektir.

Böylesi bir müdahalenin mantığı çok açıktır. Özel tüketim düşmüştür ve pek çok insan kendilerini beklediklerinden daha kötü bir durumda bulmuş olduklarından ve yeterli birikimleri olmadığı için şimdiye kadar yapıyor olduklarından çok daha az tüketim yapmaya karar verdiklerinden dolayı, özel tüketimin düşmeye devam etmesi beklenmektedir. Tüketicilerin bu kararlarının sonucunda, bunalımdan önce daha yüksek seviyede olan tüketimi devam ettirmek için gereken verimli kaynaklar atıl hale gelmiştir. Fiili talebi ziyadesiyle aşan potansiyel arz ile, hükümet, talebi artırmak ve böylece üreticilerin üretimlerini bunalımdan önceki seviyeye getirmeye teşvik etmek için mali yetkilerini kullanarak dengeyi yeniden kurabileceğini – önceki formülümdeki X – Y'yi X'e yükseltmeyi – umut etmektedir.

Muhafazakarların çoğu, serveti yeniden bölüştürmediği ve hükümetin piyasalara müdahale etmesinin önüne geçtiği için vergi indirimini, canlandırma programındaki diğer unsurlara

tercih ediyorlar. Liberallerin çoğu, hükümetin rolünü genişlettiği ve toplumda maddi durumu en kötü olan kişilerin refah seviyesini yükseltmeye odaklandırılabildiği için, kamu harcamalarını tercih ediyor. Maddi durumu en kötü olanların çok büyük bir kısmı işsizdir, ancak vergi indirimleri en çok – vergilerin çoğunu ödeyen onlar olduğu için – hali vakti yerinde olanların işine yarıyor. İşsizlik yardımı alanların bu yardımlar üzerinden gelir vergisi vermeleri gerektiği bir gerçektir, ancak işsizlerin çoğunun, yardımları da kapsayan, vergiye tabi gelir için kesinti sınırının altında olan toplam bir gelirleri vardır.

Ekonomik bunalıma cevaben uygulanan vergi indirimlerine ilişkin bir sorun, çoğu insanın, şu an için artık yetersiz kalan birikimlerini yeniden inşa etmek ve özellikle de vergi indiriminin daimi olmayacağını düşünüyorlarsa, ödeme aczine düşmekten kurtulmak için vergi sonrası gelirlerindeki artışı harcamak yerine biriktirecek olmasıdır. Kongre'nin 2008 baharında karara bağladığı 168 milyar dolarlık vergi indirimi paketinin yalnızca yüzde 15'i harcandı. Normal zamanlarda bile, insanlar geçici gelir artışları olduğunda, gelirlerinde daimi olacağını düşündükleri bir artış olduğunda harcadıklarından daha az para harcarlar, çünkü ani artışın geçici olarak sağlayabileceği daha yüksek bir yaşam standardını devam ettiremeyeceklerini bilirler. Keynes'in bu konuyla ilgili saptaması şöyledir (*İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi* s.97) : kısa vadede "alışkanlıklara.... kendilerini değişen nesnel koşullara adapte etmeleri için gereken zaman tanınmaz. Çünkü bir kişinin alışageldiği yaşam standardı genellikle öncelikle gelirine bağlıdır ve kişi, net geliri ile alıştığı standarda uygun gider arasındaki farkı biriktirme eğilimindedir." (Sürekli gelir hipotezi ile alışkanlık hipotezleri arasındaki fark şudur: birincisi, davranışın gelirdeki daimi bir değişikliğe dayalı olarak hemen değişeceğini söyler; ikincisi ise, alışkanlığın, kişinin davranışını değiştirmesinin önüne koyduğu engelden dolayı gecikmeli hareket edeceğine işaret eder.) Bu nedenle, açığa dayalı harcama yerine vergi indirimlerini destekleyen ekonomistler, tüm vergi indirimlerinin daimi olması gerektiğini savunur. Ancak, daimi vergi indirimi diye bir şey

yoktur çünkü bir vergi indirimini kanunla düzenleyen Kongre, kendinden sonra gelecek olan Kongreleri (ki her iki yılda bir yenilenir), kararı bozmama konusunda yasal olarak bağlayamaz. Üstelik, ekonomik bunalımla mücadele kapsamında acilen yürürlüğe konacak makul bir açığa dayalı harcama programına esas teşkil eden şey, harcamanın kesinlikle geçici olması ve bunalım sona erdiğinde programın da sona ermesi gerektiğidir. Aksi takdirde, hükümet kendisini belirsiz gelecekte çok büyük bütçe açıklarıyla karşı karşıya bulabilir.

Kongre'nin Şubat 2008'de onayladığı vergi indirimleri paketi, artan tüketimi teşvik etmeye kalırsa, başarısız bir girişim oldu. Canlandırma paketindeki vergi indirimleri, paketteki vergi iadeleri tutarına göre yalnızca üçte iki oranında daha fazladır. Aradaki fark, büyük bir fark yaratamayacak, belki de hiç bir fark yaratamayacak kadar azdır. Vergi mükellefleri, indirim paketindeki vergi indirimleri oranından daha bile fazlasını biriktirebilirler, çünkü artık daha da büyük bir ekonomik kaygı mevcuttur.

Vergi indiriminin biriktirilen kısmı, birikimler son derece güvenli olmadığı müddetçe – ama olabilirler – kredi vermeye elverişli sermaye miktarını artıracaktır. Ve bireyler işe para yatırmazlar; asıl kredilendirmeyi yapan bankalara ya da finansal aracı kurumlara para yatırırlar ve aracı kurumlar, kaldıraç oranlarını ve dolayısıyla sermaye yapılarındaki riski azaltmak amacıyla, bireylerden aldıkları ek parayı devlet tahvillerine yatırmaya karar verebilirler. Dahası, vergi indirimi veya iadesinin özel sektöre verilen kredileri artırma üzerindeki her türlü etkisi, vergi indirimini finanse etmek için hükümetin borçlanmasını arttırmasıyla dengelenebilir.

Eyaletlerin akut mali problemlerini azaltma konusunda federal vergi indirimi hiç bir işe yaramayacaktır. Eyaletler, vergi gelirlerinin çok keskin bir biçimde düştüğünü görüyor, ancak para yaratamıyor ya da yüksek faiz oranları üzerinden borçlanmadan açığa dayalı harcamalara kalkışamıyorlar. Federal vergi oranları düşürülse, eyaletler, vatandaşların net vergi yüklerini artırmaksızın vergi oranlarını artırabilirlerdi. Ancak bu, bir bu-

nalım sırasında vergileri artırmaya karşı çıkacak siyasi muhalefet alt edilse bile, fazla zaman isteyen bir düzenleme olurdu. Federal vergilerden elde edilen gelirin altyapıyı geliştirmek için harcanması yerine federal vergiler indirilse, eyalet vergileri artırılsa ve eyalet vergilerinden elde edilen yeni gelir, aslında federal vergilerden elde edilen gelirle finanse edilecek olan altyapı projelerinin birçoğunu finanse etmek için kullanılsaydı, durum ironik olurdu. Tüm bunların sonucunda, yalnızca ekonomik bunalıma müdahale etmekte gecikmiş olunurdu – bu gecikme, devletin mali problemleri (state fiscal problems) yüzünden sekteye uğrayan, federal vergilerden elde edilen gelir olsaydı çok kısa bir süre içerisinde devam ettirilebilecek olan, ancak aksi takdirde devlet yasama organları vergileri artırma yönünde oy kullanana kadar askıya alınacak olan, devletçe finanse edilen projeler bakımından oldukça ciddi bir durum arz ederdi.

Önerilen canlandırma paketinin transfer ödemeleri kalemi de, siyasi açıdan çok kuvvetli olsa da, tartışmaya açıktır. Ekonomik bunalımla baş etmeye yönelik bir açığa dayalı harcama programının hedefi, talebi ekonomik bunalımdan önceki seviyesine geri döndürmek olup, bu seviyenin üstüne çıkarmak değildir. Eğer programın sonucunda talep, X – Y seviyesinden X seviyesine (bunalımdan önceki seviyesine) çıkmaz da, X – Y seviyesinden X + Z seviyesine çıkarsa, talep arzı aşacağından, enflasyon olacaktır. Servet transferlerini içeren programları yürürlükten kaldırmak çok zordur çünkü çıkar çevreleri bu programlara göre şekillenir. Bunalımın sona ermesini takiben talep fazlası olmasına yönelik bir tehlikenin varlığı, bundan kaynaklanır. Ancak belki de o kadar uzağa bakamayız. Canlandırma paketinin transfer ödemeleri kalemi, fazla para biriktiremeyecek kadar yoksul oldukları için parayı harcayacak olan ve böyle yaparak, bunalım zamanlarında yapılan açığa dayalı harcamaların amacını gerçekleştirecek, yani mal ve hizmetlere duyulan talebi artıracak olan daha fazla sayıda kişinin eline para geçmesini sağladığı için, vergi indirimlerine üstünlük sağlar. Yine de, bir transfer programı ne kadar açık ise, işsizlik yardımlarını genişletmek de, işsiz insanları iş seçme konusunda daha

titiz hale getireceğinden ve böylece yeniden istihdam edilmelerini geciktireceğinden, bir o kadar sorun yaratacaktır.

Transfer tekliflerinin, bunalıma bir çare olarak "otomatik dengeleyiciler"in yetersizliğine işaret ettiğini burada parantez içinde belirtmek isterim. Bir ekonomik durgunluk zamanında, insanlar gelirleri düştüğü için daha az gelir vergisi öderler ve maaşların yerini (tabii ki tamamını değil) işsizlik yardımları alır ve ortaya çıkan her iki sonuç da yeni yasama politikalarına ya da başka politikalara ihtiyaç duyulmaksızın durgunluğun harcama üzerindeki etkisini hafifletir. Büyük Bunalım'ın başlarında yalnızca henüz tam gelişmemiş biçimde varolan otomatik dengeleyiciler, çoğu makroiktisatçının başka bir ekonomik bunalım daha olmayacağına inanmalarına sebep olan politika değişiklikleri arasındaydı.

Bunalımdan kurtulmayı desteklemek amacıyla benimsenen bir harcama programının, federal bütçe üzerinde kalıcı bir mali yük teşkil edeceğine dair varolan tehlike, bayındırlık hizmetleri programları (canlandırma paketinin üçüncü kalemi), özellikle yol yapımı ve altyapı projeleri, özellikle de eyaletler veya belediyeler tarafından planlanmış ya da başlatılmış olup ekonomik bunalıma bağlı olarak eyaletlerin vergi gelirlerindeki (ve borç alabilme kapasitelerindeki) düşüşten dolayı ertelenmiş olan altyapı projeleri bakımından daha az ciddiyete sahiptir. Bu projeleri, bunalım sona erene kadar federal hükümet finanse edebilir; daha sonra da, eyaletler, eğer isterlerse, vergi gelirlerinden elde ettikleri kendi paralarıyla projeleri devam ettirebilirler.

Bunalım sona erdiğinde, pahalı bir bunalımla mücadele programını sona erdirme hususunda, en sağlıklı olanı bir bayındırlık hizmetleri programı ve en sağlıksız olanı da vergi dışı bir transfer programıdır. Vergiler çok sık artırılır ve düşürülür, ancak belirli ve çoğunlukla da dar bir grubu hedef alan bir transfer programı, beklentiler oluşmasına ve hak duygusunun oluşmasına yol açar ki, bu da sona erdirmeyi politik açıdan çok zorlaştırır.

Bayındırlık hizmetleri için açığa dayalı harcama yoluyla işsizliği azaltmanın getirdiği ek faydalar vardır. Gelir düşüşünün

ve belki daha da önemlisi, işsizlikten kaynaklanan, gelecekteki iş beklentilerine dair güvenin sarsılmasının tüketimde düşüşü tetiklemesi ihtimali, bir bunalım zamanında halen işi olan insanlar tarafından tecrübe edilen daha az gelir düşüşünden ve gelecekle ilgili daha az kaygının yaratacağından çok daha büyüktür. Ve işsizlik oranı ne kadar yüksek olursa, halen işi olan insanların işsiz kalma kaygıları da o kadar büyük olur. Bu kaygı onları, tüketimlerini bir vergi indiriminin telafi edemeyeceği kadar azaltmaya itecektir; vergi indirimiyle ceplerinde kalan parayı, gelecekte işsiz kalırlarsa diye güvence olarak saklayacaklardır. Tüm bunlar, işsizliği azaltmaya yarayan açığa dayalı harcama programlarının, ekonomik bunalımla mücadele etmede vergi indirimlerinden ya da diğer transferlerden daha etkili olduğunu düşünmek için birer sebeptir.

Bayındırlık hizmetleri için yapılan açığa dayalı harcamanın, üretim üzerinde, açığa dayalı harcamanın diğer türlerinin yaratmadığı bir çarpan etkisi vardır. Hükümet yol yapımı için finansman sağladığında, yalnızca iş ve malzemeye ek talep oluşturarak üretimi güçlendirmekle kalmaz; aynı zamanda inşaat işçilerinin ve inşaat malzemesi tedarikçilerinin eline de daha fazla para geçmesini sağlamış olur ve her iki grup da, bu paranın bir kısmını, kendilerine mal ve hizmet satın almak için harcamaya ayırmak suretiyle, üretimi daha da artırırlar. Bir ekonomik durgunluk ya da bunalım zamanında bayındırlık hizmetlerine harcanan her bir doların, harcamayı, her ne kadar bu kaba tahminlerin en kabası da olsa ve bazı ekonomistler çarpanın 1 dolardan daha az olduğunu düşünse de, 1.40 dolar oranında artırdığı tahmin edilmektedir.

Bayındırlık hizmetleri için açığa dayalı harcama yapmak borç almayı gerektirir ve bu da, bunalımdan çıkmayı zorlaştıran daha yüksek faiz oranlarına yol açar. Ancak vergi indirimleri ve diğer transfer ödemeleri de aynı sonucu üretirler, çünkü onlar da federal bütçedeki açığı ve dolayısıyla hükümetin borç alması gereken para miktarını artırırlar. Yeri gelmişken, prensipte açığa dayalı harcamanın tüm biçimlerinde, hükümetin parayı borç almasındansa, Merkez Bankası'nca karşılanması tercih edilir. Mer-

kez Bankası para arzını genişletebilir ve yarattığı yeni paranın bir kısmını, devlet müteahhitlerinin ödemelerini yapmak için kullanabilir. Ancak, Merkez Bankası'nın bunalımla mücadele etmek için para arzını ne kadar genişletebileceğine ilişkin pratik kısıtlamalar olduğunu bu bölümde daha sonra göreceğiz.

Bayındırlık hizmetleri yaklaşımına ilişkin bir sorun, projeler için ayrılmış maddi kaynakları harcamaya başlamadaki kaçınılmaz gecikmelerdir. Canlandırma paketinin transfer ödemeleri kalemi, bu konuda bayındırlık hizmetleri yaklaşımına üstünlük sağlar ve aynı zamanda, bayındırlık hizmetleri yaklaşımının, hafif ekonomik durgunluklarla baş etmede başarısız bulunmasının sebebi de budur – bir bayındırlık hizmeti programının istidam ve üretim üzerinde belirgin bir etki yaratabilmesi için yürürlüğe konması gereken zaman aşıldığından, program yürürlüğe konana kadar maddi kaynaklar tükenmiş olur. Hükümet tüm işsizleri arka bahçelerindeki yaprakları tırmıklamak üzere istihdam etmediği müddetçe, bayındırlık hizmetleri programları, ciddi bir hazırlık sürecine tabi tutulacaktır. Bir proje gerçek anlamda yürürlüğe konana kadar, her bir projenin tanımlanıp tasarlanması, gerekli malzemelerin stoklanması ve gerekli sözleşmelerin imzalanması için aylar geçecektir. Ancak gecikme problemi, daha önce de ima ettiğim gibi, kaynakların, ekonomik çöküş nedeniyle yarıda kalmış ve kısa sürede devam ettirilebilecek olan projelere aktarılmasıyla hafifletilebilir. Eyaletler ve belediyeler tarafından başlatılan veya başlangıç zamanı belirlenmiş olan bir çok proje, bu kategoriye girmektedir. Üstelik, iş dünyasına ilişkin tahminler yürüten kişiler şu anki ekonomik çöküşün yalnızca daha da kötüleşmesini değil, aynı zamanda olağan durgunluktan daha da uzun süreli olmasını bekliyorlar (ekonomik çöküşün daha uzun süreli olacağına dair tahminler, bir ekonomik bunalımda olduğumuzu düşünme sebeplerimizden biridir). Ekonomik çöküş ne kadar uzun süreli olursa, bir bayındırlık hizmeti programının istihdam ve üretimi artırmak için sahip olacağı süre de o kadar uzun olur.

Gecikme problemi, bunalımla mücadele kapsamında ba-

yındırlık hizmetleri yaklaşımına özgü bir problem değildir. Merkez Bankası, bankaların kredi verme kapasitesini artırınca ekonomik etkinlikte hemen bir artış olacağını sanmayın. Banka, ne tür krediler vereceğine ve kime kredi vereceğine karar vermek durumundadır. (Benzer biçimde, vergi indirimi veya diğer yardımlardan faydalanan kişiler de, ellerine fazladan geçen parayı nereye harcayacaklarına kendileri karar vermek durumundadırlar.) Belki banka parayı yurtdışına – ya da Hazine bonoları satın alarak federal hükümete – borç vermeye ya da parayı başka bir bankayı satın almak için kullanmaya yahut bono veya diğer varlıkları satın almak için, bunlar ucuzlayana kadar beklemeye karar verecektir. Belki de banka, normalde cazip olacak faiz oranları üzerinden bile olsa, insanlar daha fazla borçlanmaktan korktukları için, parayı kredi olarak verme konusunda sıkıntı yaşayacaktır. Ve belki de, bankalar temerrütlerden korktukları için, faiz oranları pek de cazip olmayacaktır. İnsanlar yine de borç alsalar bile, bu parayı harcamaları zaman alacaktır ve üretimi artıracak şekilde harcamalar yapmayabileceklerdir.

Diğer bir problem ise, fayda getirecek olan kamu projelerini – yani reel değer yaratabilecek projeleri – belirlemek ve belirledikten sonra da, politikacılar tarafından ekonomik temellere değil de politik temellere dayanan sebeplerle desteklenen projeler yerine, belirlenmiş olan bu projelere mali kaynak ayırmayı seçmektir. Toplumsal fayda getirecek kamu projelerinde kıtlık yaşanmaktadır demeye çalışmıyorum; muadil özel sektör harcamalarından elde edilecek kârdan daha büyük net kâr getirebilecek projeler bile vardır. Ulaşım altyapısına, iklim değişikliğinin kontrol altına alınmasına, biyolojik çeşitliliğin korunmasına, hapishane inşaasına, tüm düzeylerde eğitime, bilimsel araştırmaya, çocuk sağlığına, – obezitenin kontrol altına alınması ve teröristler tarafından başlatılabilecek olanlar da dahil olmak üzere yaygın hastalıklara karşı koruyucu önlemler alınması gibi – diğer kamu sağlığı unsurlarına ve orduyu büyütmeye ve Irak ve Afganistan savaşlarında kaybedilen teçhizatın ikamesine yapılacak yatırımlar, bu kapsama girebilecek bazı projelerdir.

İyileşme ve Yeniden Yatırım Yasası'nda (Recovery and Reinvestment Act) önerilen yatırımların bir kısmı, toplumsal refah seviyesini yükseltme bakımından, en azından akla yatkındır. Ancak en iyi yatırım adaylarından birine – orduya yatırım yapmaya – 5 milyar dolar gibi az bir miktar ayrılması kararlaştırılmıştır. Irak ve Afganistan savaşlarındaki teçhizat kayıpları, yeni üretimlerle olduğu kadar stoklarda bulunan teçhizatla telafi edildi, bunun sonucunda stokların tükenmesine yol açılmış oldu ve bu nedenle de stokların yeniden güçlendirilmesi gerekmektedir. Bu, süratle yapılabilecek bir iştir ve silahlı kuvvetlerimizin hemen hemen bütün teçhizatı ABD'de üretilmektedir, dolayısıyla, işsizlik üzerinde hem doğrudan hem de hızlı bir etki yaratılmış olacaktır. Obama Yönetimi, ordunun canlandırma paketinde kendilerine ayrılan miktardan daha fazlasını talep etmediği yanıtını verdi. Ancak tabii ki talep etmez; ordu önceliklerinin sivillerce belirlenmesini istemez.

Politik açıdan bakacak olursak, ekonomik canlandırma programındaki projelerin çoğunun, sağlayacakları faydaları aşan maliyetler getirecekleri – en azından bu tür projelerin yalnızca ülkedeki ulaşım sistemini, eğitim sistemini, vs geliştirmekten ayrı olarak, bunalımla mücadele etmede getirecekleri faydalar göz ardı edilecek olursa – doğru bir tahmindir (hatta kesinlikle söylenebilir). Canlandırma paketine karşı çıkanların çoğu tarafından göz ardı edilse de, bu projelerin sağlayacağı bu bariz fayda, son derece önemlidir. Bunalımla mücadele etmek üzere tasarlanmış olan bir projeyi değerlendirirken, onunla başarılı bir biçimde mücadele etmenin getireceği faydaların göz ardı edilmemesi gerekir! Fayda sağlamayacak projeler için harcama yapmak bile, çelişkili de olsa bunalıma müdahale etmede etkili ve nispeten ucuz bir yöntem olabilir.

İnşaat endüstrisinde çok büyük oranda işsizlik olduğunu varsayalım –ki emlak balonunun patlamasına ve bunu takiben konut inşaatı sayısındaki ve günümüz itibariyle diğer inşaat sayılarındaki düşüşe bağlı olarak büyük bir işsizlik zaten mevcuttur . Hal böyleyken hükümet, ülkenin inşaat işçileri arasında işsizlik oranının oldukça yüksek olduğu bölgelerinde, yabani

kediler için güvenli, lüks bir barınaklar zinciri inşa etmeye karar veriyor. Maliyet–fayda analizinin sonuçlarına göre, programın maliyeti 10 milyon dolar ve – ekonomik bunalım söz konusu olmasaydı – getireceği fayda da (kedi severlerin barınaklar için ödemeye razı olacakları bir miktar olan) yalnızca 1 milyon dolar olacaktır ama barınakları inşa etmek üzere istihdam edilecek olan işçiler ve inşaat malzemesi tedarikçileri proje olmasa işsiz kalacaklarsa, bu durumda proje talebi artıracaktır. İşçiler ve tedarikçiler, gelirleri artacağından ve ekonomik açıdan geleceğe daha güvenle bakacaklarından, daha fazla mal ve hizmet satın alacaklar, aynı zamanda işsizlik yardımları ve sosyal yardımlar bakımından hükümetin mali yükünü hafifletecek ve daha fazla vergi vereceklerdir. Dahası, eğer işçilerin ve tedarikçilerin önünde alternatif bir istihdam fırsatı yoksa, barınakların maliyeti düşük olacaktır. Bir kaynak, yalnızca değerli bir kullanım alternatifi varsa maliyetli olur ("fırsat maliyeti"). Bir kedi barınağı inşa etmenin alternatifi işsizlik ödenekleri toplamak ise, inşaat işçisinin barınağı inşa etme süresinin topluma maliyeti, boşta kalmanın, yani çalışmamanın işçiye olan bedeliyle sınırlıdır. Şayet proje ekonomik bunalımın şiddetini azaltırsa, bu maliyetin, faydalara göre daha düşük olması muhtemeldir.

Bu absürd örnekte öğretici olan şey, bunalım sona erdikten sonra, kedi barınağı inşa etmek için daha da fazla ödenek ayrılması yönünde az baskı olacağıdır. İddialı bir kamu harcamaları programının en büyük tehlikesi, onu bunalımdan sonra da devam ettirme yönünde yarattığı ivmedir, çünkü çıkar çevreleri bu programa göre şekillenecektir. Muhafazakarlar haklı olarak, bir ekonomik bunalımın, hükümetin, hükümet harcamalarının artırılmasına duyulan geçici ihtiyaç bahanesinin arkasına sığınarak yetki alanlarını sürekli genişletmesine fırsat verebileceğinden endişe etmektedir; ki bunu, ulusal sağlık sigortasının ilk adımı olan İyileşme ve Yeniden Yatırım Yasası'nın sağlık yardımları hükümlerinde görmektedirler. Ve yasaya bir "sona erme hükmü" eklemek daima mümkün olmasına rağmen, daha sonra gelecek olan bir Kongre'yi bu hükmü iptal etmekten alıkoymanın bir yolu yoktur. Ve hüküm, programın uzun vadede hiç bir

fayda getirmeyebileceğini, ancak kesinlikle bir acil durum müdahalesi olduğuna dair bir açıklama – programın uzun vadeli faydalarına inananların yapmayı istemeyecekleri bir açıklama – niteliği taşıyacaktır. Ayrıca, geçici gelirin harcanmaktansa biriktirilmesinin daha muhtemel olduğunu da unutmayın; bir sona erme hükmü, programdan gelen artmış bir gelirin gerçekten geçici olacağına işaret edebilir.

Canlandırma paketinin üzerinde en az tartışma olan kaleminin ulaşım altyapısı (ya da diğer inşaat ağırlıklı altyapı) harcamaları olmasının bir sebebi, bir ivme yaratmamasıdır. Bu nedenle, bu kalemin kapsamının daha geniş tutulması istenebilir; bazı senatörler, kendi yararlarına, böylesi bir genişlemeyi ısrarla talep etmektedirler. Temsilciler Meclisi'nce onaylanan yasa tasarısında, 819 milyar dolarlık canlandırma paketinin, – 30 milyar doları otoyol inşaatına, 31 milyar doları federal ve diğer kamu tesislerindeki enerji tasarrufuna, 19 milyar doları sel kontrolüne ve çevresel iyileştirmelere ve 10 milyar doları da toplu taşıma ve demiryollarına olmak üzere– yalnızca 90 milyar doları ulaşım altyapısına ayrılmıştır.

Ancak 90 milyar dolar figürü biraz yanıltıcıdır, çünkü yasanın diğer bölümlerinde, okul binalarının ve hastanelerin inşa edilmesi veya onarılması gibi diğer inşaat projelerine de para ayrılmaktadır ve bir inşaat endüstrisi mevcut olmasına karşılık bir altyapı endüstrisi mevcut değildir, analizin ana birimi altyapı değil, inşaat olmalıdır. Çünkü ulaşım altyapısına yatırım yapmanın bir avantajı, ulaşım altyapısında yapılan iyileştirmelerin maliyetinin, bunalım atlatıldıktan sonra, geçiş ücretleri veya diğer kullanıcı vergileri ile telafi edilebilecek olmasıdır; oysa ki örneğin devlet okullarının inşa edilmesi veya yenilenmesi bunları kullanacaklardan alınacak vergilerle finanse edilemez, genel bir vergi artırımı gerektirir. Ulaşım altyapısına yatırım yapmanın bir diğer avantajı da, yatırımın büyük kısmının, yeni altyapı oluşturmak yerine varolan altyapıyı onarma şeklini alabilecek olmasıdır (ve alması da planlanmıştır) ve bu tür onarım projelerinin hazırlık süreci kısa sürer.

Yasa ile finansman sağlanacak olan inşaat projelerinin,

Alaska için önerilen "hiçbir yere varmayan köprü" projesinin aksine, reel değer yaratacağını düşünüyorum. Aksi takdirde, kullanıcı ücretleri gerçekten de yalnızca vergiler olacaktır. Ancak inşaata ayrılan para, izin verilmiş ancak yarıda kalmış ya da ertelenmiş projelere yatırıldığı ya da sadece daha ileriki bir tarihte başlamak üzere programlanmış projeleri hızlandırdığı (bir an önce üretimi ve istihdamı artırmak için hızlandırdığı) müddetçe, projenin başlangıçtaki planına sonradan eklenen şeyler dışında hiçbir para israfı olmayacaktır.

Hızlandırma meselesi, maliyeti en aza indirme bakımından önemlidir. Ekonomik bunalım olmasaydı, normal kullanım sürelerinin sonlarına yaklaşan belli köprüler ve otoyolların bir beş yıl daha yeniden inşa edilmesinin gündeme gelmeyeceğini düşünün, ancak bir ekonomik bunalım döneminde olduğumuzdan dolayı, projeleri beş yıllığına ertelemenin getireceği faydaları aşacak olan maliyet tasarrufları ile, yeniden inşa etme işini bu yıl veya gelecek yıl gerçekleştirmek için verimli bir biçimde kullanılabilecek olan kullanılmayan iş ve malzeme kaynakları mevcuttur. Bu durumda, yeniden inşa etme işini hızlandırmak, bunalımla mücadelede etkili bir önlem olacaktır.

Bir bayındırlık hizmeti programının, kıt kaynakları özel sektörden uzaklaştırarak özel yatırıma yer bırakmama gibi bir tehlikesi daima vardır; hükümetin, normal şartlar altında özel sektörde faaliyet gösteren bir müteahhide kredi verecek olan bir bankadan kredi aldığını düşünün. Ancak yine de, işsiz inşaat işçileri sayısının çok fazla olması sebebiyle –yalnızca 2008 Aralık'ında işsizlik tutanaklarına 100,000'den fazla isim eklenmiştir– inşaat projelerinin, özel yatırıma yer bırakmama tehlikesi azdır. Bu insanlar, yapacakları işe yönelik özel sektör talebi olmadığı için işsizdirler. Zaman içerisinde, diğer endüstrilerde iş bulabilirler, ancak geçiş dönemi boyunca işsiz kalırlarsa, ekonomik kriz daha da şiddetlenecektir.

Dahası, genelde, geniş çaplı bankacılık başarısızlıklarının ve bunun sonucunda da finansal aracılıkta bozulmaların ve özel sektördeki borçlanmalarda bir düşüşün yaşandığı bir ekonomik

bunalım zamanında, özel sektöre yer bırakmama tehlikesine ilişkin kaygı daha düşüktür. Ajandada büyük özel projeler olabilir, ancak proje sahipleri yatırımları kendilerine çekemezlerse, projeler ajandada kalmaya devam edecektir. Hükümetin bir projeye finasman sağlamak için finansal aracılara başvurma gibi bir zorunluluğu yoktur. Eğer insanlar daha fazla birikim yapmak ister ancak üretim faaliyetlerine yatırım yapmak için ayrılan birikimler azalır diye, riskli birikimlerden korkarlarsa, hükümetin bu tür faaliyetlere yatırım yapmak için borçlanması, özel yatırımın yerini almayacaktır.

İnşaat sektörüne yönelik açığa dayalı harcama yapmanın diğer bir avantajı ise, inşaat endüstrisinde kullanılan girdilerin – yalnızca iş gücünün değil aynı zamanda malzemelerin çoğunun da, yabancı kökenli değil çoğunlukla yerli olmasıdır. Bu önemlidir, çünkü girdilerin yurt dışından satın alınması, yurt içindeki istihdamı değil yurtdışındaki istihdamı artırır. Başlıca Amerika menşeili girdilerin kullanıldığı projeleri seçmek, teşvik tasarısının hükümlerince izin verilen projelere "Amerikan malı kullanın" şartı eklemekten daha iyidir. Bir ticaret savaşı ihtiyacımız olan son şeydir. Dahası, böylesi bir koşul getirmeye gerek görmek, bir ürünün yurt dışında daha iyi üretildiği izlenimini uyandıracağından, Amerikan girdileri alma koşulu getirilmiş olan projeler verimsiz olmaya mahkumdur.

Son verilmesi gereken bir şey de, inşaat pojeleri arasındaki ikame edilebilirlik problemidir. Bir konut inşa etmekle bir otoyol inşa etmek birbirinin yerine geçebilecek faaliyetler değildir. İnşaat endüstrisindeki işsizlik konut inşaatı sektöründe yoğunlaşmış olabilir ve konut inşaatı sektöründe çalışanlar, bırakın sel kontrolünü, otoyol veya köprü inşaatı için bile doğru becerilere sahip olmayabilirler. (Otoyol yapımında, bir sıhhi tesisatçı ya da bir marangoz ne işe yarayabilir?) Amerikan iş gücü belli bir alanda ne kadar uzmanlaşmışsa, bayındırlık hizmeti projelerinin istihdam üzerinde etki yaratma ihtimali de o kadar düşük olur. Ve eğer projeler, işsizliği azaltma gibi bir sonuç doğurmaz da bunun yerine, işçi alma konusunda özel sektör işverenleriyle rekabete yol açarsa, projelerin yaratacağı tek etki,

kamu borcunu artırmak ve gelecekte bir enflasyona yol açmak olacaktır.

Bu, inşaat sektörüne özgü bir şey olmaktan ziyade, genel bir kaygıdır. Hatta, Amerikan İyileşme ve Yeniden Yatırım Yasası'nda önerilen diğer projelerin bazıları için daha büyük bir kaygı unsurudur. Enerjinin (küresel ısınmayı ve petrol ithalatına bağımlılığı azaltmak için –ki gerçekten de değerli amaçlardır) verimli bir biçimde kullanılmasını teşvik etmek üzere tasarlanmış olan projeler, bilim ve mühendislik becerileri ve karmaşık yeni teknolojiler gibi kıt kaynakları, özel sektörün eline bırakmama girişiminde bulunmak suretiyle, enflasyon baskısı yaratacaktır. Bu, canlandırma paketini, işsizliğin en fazla olduğu endüstrilere yoğunlaştırmak için zorlayıcı bir sebeptir.

1990'larda, benzer bir durumda Japonya'nın yaşadığı ve çoğunluk tarafından (henüz kanıtlanmamış olsa da) açığa dayalı harcama başarısızlığı olarak nitelenen durum, ders alınması gereken diğer bir olaydır. Bankaların finanse ettiği emlak balonu patlamış ve bankalar bu olumsuz durumu sineye çekmişlerdi. Hükümetin başlıca yanıtı, bayındırlık hizmetlerine yönelik, açığa dayalı çok büyük harcamalar yapmak oldu, ancak, eğer bu harcamalar gerçekten başarılı olmadıysa, bu, bankalara yeterli yeni sermaye verilmemiş olmasından ve dolayısıyla kredinin kıt kalmasından ve özel sektör talebinin yeniden canlanma sürecinin çok yavaş işlemesinden ileri gelmiş olabilir. Ne kadar etkili oldukları su götürür olsa da, bizim içinde bulunduğumuz ekonomik bunalıma yanıt olarak yürütülen kurtarma programları ve "gevşek para politikası", bu probleme parmak basmaktadır – bankalar kredi verip vermeme konusunda tereddüt ediyorlarsa, onlara daha fazla sermaye vermek, özellikle de deflasyon döneminde, tereddütlerini gidermeye yaramayabilir. Ancak en azından Amerikalılar, tasarrufa Japonlar kadar eğilim göstermezler ve "aşırı" tasarruf, görmek üzere olduğumuz gibi, deflasyonu besleyebilir.

Açığa dayalı harcama, bizde Japonlar'dan daha çok işe yarayacak olsa bile, vergilerle finanse edilmeyen iddialı bir bayındırlık hizmetleri programından dolayı artan federal bütçe açığı

– aynı zamanda vergi mükelleflerinin gelirleri azaldığı için vergi tahsilatlarının da düşüyor olması – bunalım atlatıldıktan sonra, enflasyona sebep olabilir. Ya da olmayabilir: açığa dayalı harcama üretimi artırırsa, paranın üretime oranının artması gerekmez. Oranın sabit kalması, bunalımdan çıkmada gerçekten de çok önemlidir. Para arzı üretimle birlikte genişlemezse, ekonomi için enflasyondan daha tehlikeli olan deflasyon ortaya çıkar.

Yine de, hükümetin, açığa dayalı harcama furyasının sonucunda, daha büyük borcu olacaktır. Borcunu, doları ucuzlatarak (enflasyon) kapatabilir ya da vergileri yükseltebilir ve ek vergi gelirini borcu kapatmaya ayırabilir. Ancak, vergi koyma yoluna gidip gidemeyeceği, bunalımla mücadele etmek için ne kadar borçlanmış olacağına ve dolayısıyla da borcu kapatmak için vergilerin ne kadar yükseltilmesi gerekeceğine bağlı olacaktır. Kaynak dağıtımını ciddi biçimde tahrif edecek kadar ağır bir vergi yükü getirmekten kaçınmalıyız – bunalımdan kurtulmayı güçleştirecek kadar ağır vergi yükü getirmemek gerektiğini söylemeye bile gerek yok.

Özel sektörün mal ve hizmetlere yönelttiği talepteki düşüşün yerini, ek kamu talebiyle doldurmanın ötesine geçen bir açığa dayalı harcama programının enflasyona yol açacağı kesindir. Özel sektör talebinin yüzde 10 oranında düştüğünü varsayalım; hükümet, mal ve hizmetlere olan talebini, kamu ve özel sektör toplam talebinin bunalımdan önceki, yani ülkenin ekonomik kaynaklarının aşağı yukarı tamamının kullanılır halde olduğu dönemdeki seviyesinin üzerinde bir seviyeye çıkarırsa, o zaman daha fazla parayla daha az mal ve hizmet satın alınabilecektir ve enflasyon olacaktır. Bazı ekonomistler, işsizlik oranının, kamu talebinde enflasyon yaratmayacak bir artışa olanak sağlayacak kadar yüksek olmadığından endişe ediyorlar. Ancak işsizlik oranı artıyor ve bir şekilde canlandırma paketi, görünür büyüklüğüne rağmen, ekonominin büyüklüğünün yanında küçük kalıyor; 819 milyar doların iki yıl içerisindeki alım satım marjı gayri safi yurtiçi hasılanın yalnızca yüzde 3'ünü oluşturuyor ve işsizlik oranı 2009'un sonuna kadar yüzde 10'u bula-

bilir. Bir ekonomik durgunluk ya da bunalım ne kadar uzun sürerse, o kadar fazla işsizlik olacaktır, çünkü her dönemde okuldan mezun olan (ya da okulu bırakan) yeni bir genç topluluğu iş gücüne katılmaktadır, buna karşılık birçok yaşı geçkin çalışan da ekonomik bunalımın refah seviyeleri üzerindeki olumsuz etkisinden dolayı emekliliklerini erteleyecektir. Ve işsizlik figürleri emekten ne kadar az faydalanıldığı gerçeğinin önemini azımsamaktadır, çünkü bu figürler, tam zamanlı çalışmak isteyen yarı zamanlı çalışanları, iş aramaktan vazgeçen veya bunun yerine daha fazla eğitim almaya karar veren sağlıklı çalışanları ve başka bir tam zamanlı işe girme beklentisi olamayacak kadar yaşlı olan ve emekli olmaya itilen çalışanları hesaba katmamaktadır.

Diğer bir tehlike de, teşvik programı sona erdiğinde, talebin düşecek olması ve bizim de teşvik programından önceki durumumuza geri dönecek olmamızdır; bu tıpkı bir sürücünün ayağını gaz pedalından çekmesine benzeyecektir. Ancak, canlandırma paketi üretimi artırmada başarılı olursa, bu durum pek de olasılık dahilinde değildir. Altyapı projeleri sona erdiğinde bu projelerde çalışan inşaat işçilerinin çoğunun işsiz kalacağı doğrudur, çünkü emlak balonunun yarattığı bir sonuç da inşaat işçilerinin sayısının artması oldu ve (ümit ediyoruz ki) bir başka bir emlak balonumuz olana kadar biraz zaman geçecektir. Ancak, işten çıkarılan inşaat işçileri için ekonomik bunalımdan sonra diğer endüstrilerde iş bulmak daha kolay olacaktır çünkü toplam işsizlik oranı daha düşük olacaktır. İkinci Dünya Savaşı'ndaki askeri giderlerimiz nedeniyle verilen teşvik, savaş bittiğinde sona erdi ama ülke savaş öncesi ekonomik durumuna geri dönmedi. Askeri üretim tesisleri sivil üretim tesislerine dönüştürüldü ve geri dönen askerler hiç zorluk çekmeden yeni, savaş sonrası – teşvik sonrası – ekonominin içine katıldı.

Önceki tartışmadan yola çıkarak, bunalımla mücadele eden optimal bir canlandırma programı için kriterler belirleyebiliriz. Böyle bir canlandırma programının, ülkede işsizliğin veya diğer atıl durumdaki kaynakların fazla olduğu endüstrileri veya böl-

geleri hedef alması gerekir. Planlama, sözleşme düzenleme ve benzeri süreçlerde uzun gecikmeler olmaksızın, kısa sürede yürütmeye konabilmelidir. Bunalım sona erdiğinde, paket de sona erdirilebilmelidir. Ve bunalımı sona erdirmeye katkıda bulunmanın yanısıra, (yabani kediler için barınak inşa etme projesinin taşımadığı) açık bir toplumsal değer taşımalıdır. Peki önerilen canlandırma paketi bu kriterlere uyuyor mu? Tabii ki hayır. Öyleyse bu paket, ekonomist Martin Feldstein'ın dediği gibi 800 milyar dolarlık bir hata mıdır?

Bu soruyu cevaplayabilmek için bunalımın siyasi boyutunu anlamak gerekir. Ekonomik bunalım, Franklin Roosevelt'in başkanlığının ilk dönemindeki olağanüstü yasama başarılarını hatırlatırcasına, Başkan Obama'ya başkanlığının, siyasi gücünün zirvede olduğu ilk döneminde, ajandasındaki yasama işlemlerinin çoğunu gerçekleştirmesi için bir fırsat yarattı. Ancak bu fırsatı değerlendirmek için, yasama paketini bunalıma bir müdahale olarak ve dolayısıyla bir canlandırma paketi olarak sunmalıdır. Paketin bazı kısımları, hatta tamamı, üretimi ve istihdamı canlandırmada, yalnızca ekonomik durumu iyileştirmek için tasarlanmış olsaydı yaratacağı etkiden daha az da olsa, bir etki yaratabilir. Ekonomistler paketin taşıdığı bu çift amacı gözden kaçırıyor ve paketi, bunalıma ışık hızıyla müdahale edecek bir girişim olmadığı için eleştiriyorlar. Böyle yaparak, asıl noktayı kaçırıyorlar.

Bugüne kadar yürürlüğe konmuş ya da izni çıkmış olan kurtarma paketleri ile, bu yazının yazıldığı sıralarda en az 900 milyar dolara çıkacak gibi görünen 819 milyar dolarlık canlandırma paketi tasarısının toplam tutarı 2 trilyon dolar olup bu miktarın artması kesin gibi durmaktadır. Kurtarma paketinde sunulan paranın bir kısmı, belki de büyük bir kısmı, hükümetin, bankaların sermayelerini güçlendirmelerine yardımcı olması karşılığında elde ettiği imtiyazlı hisse senetlerinin nihayetinde geri satılmasıyla ve hükümetin kurtarma paketi kapsamında, örneğin General Motors ve Chrysler'a verilenler gibi, verdiği kredilerin bir kısmının ya da tamamının geri ödemeleriyle karşılanacaktır. Kurtarma paketi kapsamında alınan

borcun bir kısmı hatta tamamı sonunda geri ödenebileceği için, canlandırma paketi maliyetinin bir kısmı, yapılan harcama ekonomik faaliyeti canlandırabilirse artacak olan vergi gelirleri ile karşılanabilecek olmasına rağmen, paket kapsamında harcanan her bir dolar federal giderleri de bir dolar artıracağından, kurtarma paketinden daha pahalıya mal olacaktır. Ve kurtarma paketinde sunulan paranın geri alınması, hükümetin kısa bir süre önce güvence altına aldığı borcun 2.3 trilyon dolarlık kısmı üzerindeki temerrütler ile dengelenebilir.

Kamu borçları, kurtarma paketi yürürlüğe konmadan hemen önce 10 trilyon dolardı – bu miktar, Bush Yönetimi zamanında ortaya çıkan büyük bütçe açıklarına bağlı olmakla birlikte, 2000'deki kamu borçlarının, neredeyse iki katıdır. Bu miktara, bunalımla mücadele programlarındaki trilyonlarca doların en azından bir kısmının ve ekonomik bunalıma bağlı olarak düşüş gösteren vergi gelirlerinin yol açtığı kronik federal bütçe açığındaki artışın da eklenmesi gerekir. Kamu borçları, bu yılın sonuna kadar 12 trilyon dolara ulaşırsa, bu şaşırtıcı olmaz. Bu, yüzde 20'lik bir artış olacaktır ve kamu borçlarının şu anki gayri safi yurtiçi hasılaya (ki yıllık 14 trilyon dolar civarındadır) oranını yüzde 70'ten yüzde 84'e çıkaracaktır.

2007'de ABD, kamu borçlarının gayri safi yurtiçi hasılaya oranında diğer ülkeler arasında 27. sırada yer alıyordu. Oranın yüzde 84'e yükselmesi bizi 20. sıraya taşır, ki bu da Belçika ile aynı sırada ve diğer gelişmiş ülkeler arasında da, yalnızca Japonya'nın (yüzde 170), İtalya'nın (yüzde 104), Singapur'un (yüzde 96) ve Yunanistan'ın (yüzde 90) altında ve Norveç'in (yüzde 83) hemen üstünde yer alacağımız anlamına gelir. Karşılaştırmalar yanıltıcıdır, çünkü kamu borçları tüm ülkelerde, gerçek anlamda küresel bir ekonomik bunalımla mücadele edildiği için artıyor olacaktır. Ancak kamu borçlarını finanse etmek için kredilere yönelik tüm bu talep, Amerika Birleşik Devletleri'nin, üstlenmekte olduğumuz ek kamu borçlarını finanse etmek için ve varolan borcu vadesi gelmiş olduğundan dolayı kapatması gerektiği için, ödemesi gerekecek olan faiz oranını artıracaktır. Bu kaygı verici bir öngörüdür. Faiz oranlarının

daha yüksek olması, hem bunalımdan çıkmayı geciktirecek hem de çok ağır vergi yükleri getirilmediği müddetçe devlet hizmetlerini finanse etmeyi zorlaştıracaktır, ki bu da bunalımdan çıkmayı daha da geciktirecek ve genel olarak ekonomik verimliliği düşürecektir. Şu an Hazine kağıtları üzerindeki faiz oranlarının düşük olmasına aldanmamalıyız. Küresel bir ekonomik bunalımda, bu kağıtlar sığınacak limanlardır. Amerikan ekonomisi ve dünya ekonomileri bunalımı atlattığında, Hazine kağıtlarına olan talep düşecek ve bu nedenle de borçlanmanın hükümete olan maliyeti artacaktır.

ABD'nin devlet borçları (public debt) Amerikalılar tarafından finanse edilseydi, borç şu an olduğu kadar büyüdüğünde, borcun tamamını ödemek için gerekli olan daha yüksek faiz oranları, serveti bir grup Amerikalı'dan başka bir grup Amerikalı'ya aktarırdı; ülkeyi fakirleştirmezdi. Ancak devlet borçlarının gittikçe artan bir bölümü yabancıların elindedir ve bunları geri ödemek, Amerikalılar'ın servetini azaltacaktır.

Ekonomik bunalıma müdahale etme amacıyla uygulanan bankaları kurtarma paketi/gevşek para politikası (kredi artırmaya odaklı olma açısından benzerlik gösterirler) ve canlandırma paketi (açığa dayalı harcama), 1929'da menkul kıymetler borsasının çökmesiyle tetiklenen ekonomik durgunluğun ciddi bir bunalıma dönüşmesinin nasıl engellenebilecek olduğuna ilişkin iki temel teorinin yansımalarıdır. Bunlardan biri olan monetarist teoriye göre, Merkez Bankası, para arzınının deflasyona neden olacak kadar düşmesine müsaade etmemeliydi. (Başka bir ifadeye göre, 1933'den önce altın esasını terketmiş olmalıydık, çünkü altın standardına bağlı olmamız, Merkez Bankası'nın para arzını genişletme kabiliyetini kısıtlıyordu.) İkinci teoriye, yani Keynesçi teoriye göre, hükümet, işsizliği azaltmak ve dolayısıyla üretimi ve (nihayetinde) özel harcamayı artırmak için bayındırlık hizmetlerine yönelik açığa dayalı geniş çaplı harcamalar yapmalıydı. Bayındırlık hizmetleri yaklaşımı, 1930'larda Hitler Almanyası ve Japon İmparatorluğu'nca, gelecek korkusuyla dolu olmasına rağmen, kayda değer bir başarıyla takip edilmişti. İyileşme ve Yeniden Yatırım Yasası'nda

öneri olarak sunulan vergi indirimleri ve yardım artırımları, bu yaklaşıma ait unsurlar olmaktan ziyade, bu yaklaşımın başka biçimleridir.

Çözüm odaklı bu iki temel yaklaşımın, Büyük Bunalım'ın sebebine ilişkin teorilerde karşılıkları şöyledir: monetarist teoriye göre, bunalım, Merkez Bankası'nın, para arzının daralmasının önüne geçmeyerek deflasyona sebep olmasından kaynaklanmıştı; Keynesçi teoriye göre ise, bunalım, menkul kıymetler borsasında çöküşün başlamasıyla mal ve hizmetlere yönelik özel sektör talebinin sert bir biçimde düşmesinden ve bunun sonucunda bankaların ödeme aczine düşmesinden kaynaklanmıştı ve ardından para arzında meydana gelen daralma, ekonomik faaliyetteki düşüşün sebebi değil sonucuydu; daha az para talebi vardı. İkincisiyle benzer olmasına rağmen, bunalımın sebebine odaklanan üçüncü bir teoriye göre bunalım, 1920'lerdeki, bankalardan borç alınan parayla hisse senetleri satın alınmasına bağlı olduğu kadar kısmen de taksitle satın alma gibi yeni tüketici kredisi türlerinin ortaya çıkmasına bağlı olan kredi furyasından kaynaklanmıştı.

Ekonomistler arasındaki görüş ayrılıkları, yalnızca bunalımın sebepleriyle sınırlı değildir, (önemsiz bir durgunluktan farklı olarak) bunalıma en iyi şekilde nasıl müdahale edileceği konusunda da görüş ayrılıkları bulunmaktadır: bankacılık sisteminin sermayesini yeniden değerlendirilmesi için tasarlanmış olan kurtarma paketleriyle mi; gevşek para politikası ile mi yoksa kamu (kesimi) yatırımları (bayındırlık hizmetleri programları) biçiminde yapılan açığa dayalı harcama ile mi, vergi indirimleri ile mi ya da transfer ödemeleri ile mi müdahale edileceği konularında. Gevşek para politikası yaklaşımının iki çeşidi vardır. Birincisi, para arzını genişletmek, dolayısıyla faiz oranlarını düşürmek ve borçlanma ve kredi verme faaliyetlerini canlandırmak için ticari bankaların elinde bulunan devlet tahvillerinin, Merkez Bankası tarafından satın alınmasıdır. İkincisi, hisse senedi ihraç eden yatırım şirketlerinin bilançolarını güçlendirmek için ve böylece kredi vermeyi teşvik etmek için, diğer borçların Merkez Bankası tarafından satın alınmasıdır. Dolayı-

sıyla, bir bunalımla mücadele etmede altı farklı yöntem vardır (ve bunların sayısız değişkenleri mevcuttur) ve hükümet, bu altı yöntemin hepsini izlemekte ya da izlemeyi planlamaktadır. (İpotekli kredi kurtarma planı (mortgage relief), geniş anlamda, bankaların ve otomobil şirketlerinin kurtarılmasına değil de ipotek borçlularının kurtarılmasına yönelik bir kurtarma programı önlemi olsa da, ipotekli kredi kurtarma planını ve bankacılık endüstrisinin yeniden düzenlenmesini de sayarsak bu sayı sekize yükselir.)

Mali çözümlerin barındırdığı kısıtlamalardan bahsettim; monetarist çözümün kısıtlamalarını anlamak için, Merkez Bankası'nın nasıl para yarattığını göz önünde bulundurmamız gerekir. Bunu, Bureau of Engraving and Printing'deki (ABD banknotlarının tasarlanıp basıldığı kurum) baskı makinelerini daha hızlı çalıştırmak ve üretim artışı sayesinde elde edilen fazla banknotları konfeti gibi saçmak olarak düşünmemeliyiz. Bunun yerine, Merkez Bankası, bankalardan kısa vadeli federal menkul kıymetler satın almak suretiyle, federal bir merkez bankasındaki her bir bankanın hesabına satın alma miktarı kadar alacak kaydeder. Ticari işlem, bankaya daha büyük rezerv sağlar, bu da bankanın daha fazla – bir bankanın rezervlerinin bir mislini borç vermesi mümkün olduğundan, çok daha fazla – kredi vermesine olanak sağlar.

Yani, bütün iş, (banka rezervlerinin ederi olan federal fon oranlarını düşürmeyi ve biraz önce bahsettiğim federal menkul kıymetlerin alımını azaltmanın yanısıra, bankaların mevduat munzam karşılıklarını doğrudan azaltmayı kapsayan işin teknik kısmını bir yana bırakacak olursak) Merkez Bankası'nın, para arzını genişletmek istediğinde, bankaların daha büyük çekler yazabilmelerini sağlamasına bağlıdır. Bir borçlu, borç aldığı parayı banka hesabında tuttuğu zaman, ekonomideki para miktarı artar. Dolayısıyla bir bankanın ne kadar çok kredi vermesine müsaade edilir ve o da ne kadar çok kredi verirse, insanların ve şirketlerin banka hesapları o kadar kabarır. Faiz demek, kredi alma maliyeti demektir ve bu nedenle, ekonomide dolaşan para ne kadar fazla olursa, faiz oranlarının da o kadar düşük olması

muhtemeldir, ancak bu kesin değildir çünkü faiz oranları, özellikle de uzun vadedeki faiz oranları para arzının yanısıra, temerrüt riski ve enflasyonun artış göstermesinin beklenmesi gibi, başka faktörlerden de etkilenir. Eğer insanlar hali hazırda haddinden fazla borçlanmışlarsa, faiz oranları çok düşük olduğunda bile, kredi talebi az olabilir. Dahası, Merkez Bankası'nın para arzını genişletme veya daraltma ve dolayısıyla faiz oranlarını düşürme veya yükseltme çabalarına bankalar aracılık ettiği için, bankacılık sistemindeki bir kırılma, Merkez Bankası'nın para arzı üzerindeki kontrolünü gevşetebilir ve bu da deflasyona yol açar. Ekonomi üzerinde bir bankacılık krizinin yarattığı şokun bir teknolojik değişimin yarattığı şoktan potansiyel olarak daha ciddi olması bu sebepten ileri gelir.

Para arzını genişletmek paranın değerini düşürür ve böylece enflasyon tehdidi oluşturur, çünkü en azından başlangıçta, aynı miktardaki mal ve hizmetleri satın almak için daha fazla para gerekir ama bir ekonomik bunalımda, enflasyon tehdidi gelecekte ortaya çıkabilir. Hemen ortaya çıkan tehlike ise tam tersidir. Eğer bir bankanın özkaynak desteği onu rahat ettiremeyecek kadar yetersizse, Merkez Bankası'nın rezervlerini artırmak suretiyle bankayı, bunu yapmaya davet etmesine ve bunu yapabilecek hale getirmesine rağmen, bankanın en sağlam aktiflerini riskli kredilere dönüştürerek – ki bir ekonomik bunalım süresince kredilerin büyük bir kısmı kesinlikle risk taşır – özkaynak desteğini daha da azaltması olası değildir. Eğer bankalar kredi vermekten korkuyorlarsa, o zaman sermayelerini kredi vermek için kullanmak yerine, onu kısa vadeli Hazine bonoları gibi tamamen güvenilir menkul kıymetler satın almak için kullanacaklardır. Bu tür menkul kıymetlere yönelik talebin artması üzerlerindeki faiz oranını aşağıya çekecektir – aslında zaten, neredeyse sıfıra *çekmiştir*. Bu durumda, hükümet bankalardan Hazine bonoları satın alırsa, bankalar yalnızca, bir güvenilir menkul kıymet türünü – bir Hazine bonosunu – bir diğerine, – yani sadece daha fazla Hazine bonosu almak için kullanabilecekleri nakite – çeviriyor olacaklardır!

Hükümet bankaların rezervlerini artırdığında bankalar

ödeme aczine düşmekten korktukları için, kredi verme faaliyetlerini artırmazlarsa – ve eğer bireyler ödeme aczine düşmekten korktukları için borç almak istemezlerse –, deflasyon tehlikesi belirir. Büyük Bunalım'ı "büyük" yapan da deflasyondur.

Banka kredisi olmazsa, bireysel tüketim harcamaları keskin bir biçimde düşer (unutmayın ki, günümüzdeki tüketimin yüksek bir düzeyde devam etmesi, borç alma ve kredi verme sayesindedir) ve bu da, satıcılar müşterilerini çaresizce elde tutmaya çalıştıkları için fiyat düzeyinin aşağıya inmesine yol açar. 2008 Noel alışverişi sezonu süresince ve sezondan sonra perakendecilerin yaptığı olağan dışı indirimler, böylesi bir düşüşün habercisi oldu. Fiyat düzeyi aşağıya indikçe ve daha da fazla inmesine dair beklentiler şekillendikçe, tüketiciler, gelecekte aynı miktar parayla daha fazla mal ve hizmet satın alabileceklerini umarak, para biriktirmeye başlayabilir. Bu durumu hali hazırda – 2008 yeni Noel alışverişi sezonu süresince yapılan indirimden bile daha büyük indirimler bekleyerek paralarını harcamayan tüketiciler örneğinde – görüyor olabiliriz. ("İndirimlerde yüzde 80 yeni normalimiz" denildiğini duyabilirsiniz.) Yatırımcılar da, fiyatlar aşağıya çekildikçe varlıkları daha ucuza alabilmeyi umut ederek, para biriktirebilirler. Kurtarma paketi kapsamında hükümetten mali yardım almış olan bazı bankaların – ve aynı zamanda, gelecekte aktifleri daha ucuza alabilmek için para biriktirme güdüsü mali yardımlara bağlı olmadığından, mali yardım almamış olan bazılarının da – tam da bunu yaptığından şüphe edilmektedir. Diğer bir olasılık, hükümetin bunalımla mücadele önlemlerinden kaynaklanan enflasyonu önceden görüp, şu an doların değeri yüksek olduğu için ve ileride geri ödemeler değer kaybetmiş dolarlarla yapılacağı için, tüketici fiyat endeksine bağlı olan bir faiz oranı gibi, enflasyonla birlikte değişiklik gösterecek olan bir faiz oranında ısrar edebilecek olmalarına rağmen, bankaların şu an kredi vermeye isteksiz olmalarıdır.

Tüketiciler ve yatırımcılar paralarını biriktirir ve bunun sonucunda fiyatlar düşmeye devam ederse, kredi faaliyetleri ne-

redeyse tamamen kesilecektir, çünkü bir deflasyon döneminde, borçlanma, sıfır faiz oranı üzerinden bile olsa pahalıdır. Borçlu, aldığı krediyi, aynı miktar dolarla artık daha fazla satın alma yapılabileceğinden dolayı doların değeri artmışken geri ödeyecektir. Bir yıllık maliyetinin yalnızca 50 cent olması beklenen bir somun ekmek almak için, sıfır faiz oranı üzerinden yıllık 1 dolar borç aldığınızı düşünün. 1 dolarla şu andan itibaren bir yıl içerisinde iki somun alabileceğiniz için, aslında bir somunu borç alıyor ve borcunuzu iki somun olarak ödemeyi kabul ediyorsunuz. Bu, yıllık yüzde 100 faiz oranına tekabül eder. Bu örnek, ekstrem bir örnektir, ancak bir faiz oranına bir riziko priminin dahil edilmesi gerektiğini ve bir bunalım zamanında verilen krediler için riziko priminin çok yüksek olma eğilimi gösterdiğini unutmayın. Dolayısıyla, deflasyon oranı aşırı olmasa bile, kredi, borçlanan için pahalıya mal olacaktır.

Bir ekonomik bunalım, bir emlak balonunun patlamasıyla başladıysa, kredi faaliyetlerinin deflasyon nedeniyle kesilmesinin istihdam üzerinde özellikle akut bir etki yaratması muhtemeldir. Çalışanlar evlerinden uzak yerlerde iş aramaya yanaşmayacaklardır çünkü evlerini çok fazla zarar etmeden satamayacaklardır. Zarar, özsermayelerini tüketmek suretiyle, ev fiyatları düşmüş olsa bile büyük bir ipotek olmadan başka bir yerde ev almalarını güçleştirecektir – ve bu büyük ipotek, yanına yaklaşılmayacak kadar maliyetli olacaktır.

Deflasyonun tetiklediği nakit biriktirme faaliyeti, bir deflasyon sarmalından para arzını genişleterek kurtulmayı güçleştirebilir (ya da göreceğimiz gibi, çok fazla maliyetli hale getirebilir). İnsanlar para harcamak ya da yatırım yapmak istemedikleri için para dolaşımı olmuyorsa, daha fazla para yaratmak, harcamayı ya da yatırımları teşvik etmeyecektir. Bir deflasyonda, nakit paranın satınalma gücü artar ve bu durumda nakit parayı yastık (ve benzeri) altına atmak iyi bir yatırımdır, ancak deflasyonu şiddetlendirir. Dahası, deflasyondan önce borçlanmış olan herkes, borçlarının geri ödemesini, satınalma gücü borç aldığı dolarlardan daha yüksek olan dolarlarla yapmaya mecbur olacaktır. Bu nedenle deflasyon, kişisel birikim-

lerin oranının düşük olmasından ve insanların birikim olarak ellerinde tuttukları varlıkların değer kaybetmesinden dolayı zaten çok ağır olan borç yükünü artırır. Deflasyon aynı zamanda işsizliği de arttırır çünkü işlerini kaybetmiş olan insanlar, nominal ücretlerdeki düşüşün reel ücretlerde de düşüş olacağı anlamına gelmediğini başlarda farketmediklerinden, aynı parayı alacakları işleri ararken vakit kaybederler.

Deflasyon nihayetinde iyice hafifleyecektir. Gelir azaldıkça, tüketiciler nakit biriktiremeyecekler, sahip oldukları herşeyi harcamaya başlamak zorunda kalacaklardır. Harcayacak pek birşeyleri kalmadığı zaman, fiyatlar da çok düşmüş olacaktır. Harcama arttıkça, üreticiler daha fazla işçi alacaklar ve dolayısıyla gelirler artacaktır. Olumlu sonuçlar doğuran bir döngüye girilmiş olacaktır. Ancak çok düşük bir düzeyden başlayacağı için, bunalımdan çıkma süreci uzayacaktır.

Ekonomistler, deflasyonu "likidite" ve "dolaşım hızı" açılarından tartışma eğilimindedirler. "Likidite" ile daha önce tanışmıştık; nakdi ya da kolayca nakde çevrilebilecek şeyleri tanımlar. "Dolaşım hızı", paranın dolaşım hızını tanımlar; bir yıllık süre içerisinde bir doların gördüğü alım satım işlemi sayısı olarak düşünülebilir; diğer zamanlarda dolar atıl durumdadır. Likidite talebi arttığı için deflasyon oluşabilir çünkü insanlar bir ekonomik sıkıntı sürecinde kendilerini idare edecek kadar birikimleri olmadığından korktuklarında likidite talebi artma eğiliminde olur. İnsanlar güvende olmak isterler ve nakit en güvenlisidir – gerçekten de bir deflasyonda, nakdin, yatırım yapılmasına gerek kalmadan değeri artar.

Likiditede bir artış olması, işlem gören para miktarı daha az olduğundan, fiyatların düşmesine neden olur ve fiyatların düşüş göstermesi, karşılığında nakit parayı elde tutmayı daha da cazip hale getirir. Likiditede bunun sonucunda oluşan artış (ya da karşılığı olarak, paranın dolaşım hızındaki düşüş) dolaşımdaki para miktarının artırılması yönünde bir şeyler yapılmazsa, fiyatların daha da düşmesine yol açar. Merkez Bankası, para arzını, ekonomiye ciddi uzun vadeli zararlar vermeden, fiyatların tehlikeli biçimde düşmesini engelleyecek kadar geniş-

letmeyi başarabilir mi? Şu an zor durumda olan bankacılık sistemi, Merkez Bankası'nın para politikasını sergileme aracıdır. Ve bankaların, diğer şirketlerin ve bireylerin likidite tercihleri önceden ölçülemez.

Tek başına para politikasının bizi ekonomik sıkıntılarımızdan kurtaracağını düşünen ekonomistler, para miktarının fiyatlarla olan ilişkisini belirlemek için kullanılan çok bilindik bir formüle yaslanırlar: MV = PY (burada M para miktarını, V paranın dolaşım hızını, P fiyat seviyesini ve Y de ekonomideki çıktısını simgeler.) Aynı şekilde, V = PY/M'dir – ki buradan, V ile PY/M arasındaki eşitliği sağlamak için, M'yi artırmanın, ekonomik faaliyeti de artırması gerektiği (yani, ekonomideki çıktının piyasa değeri olan PY'yi de artırması gerektiği) anlaşılır. Ancak bunun sebebi yalnızca, V'nin denklemdeki sabit sayı olmasıdır. İnsanlar borçlanmaktan korkuyorlarsa – yani güçlü bir likidite tercihleri varsa – ve bankaların da aynı şekilde likidite tercihleri güçlüyse (ve bu nedenle de kredi verme konusunda çekimser davranıyorlarsa), para arzını genişletmenin, ekonomik faaliyet üzerindeki etkisi yok denecek kadar az olur. Eğer V, M'nin arttığı oranda düşüyorsa, ekonomik etkinlik, M'deki artıştan etkilenmeyecektir. Ama etkilenebilir de. Keynes'in *İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi* (s.317)'de açıkladığı gibi, "Basit bir dille söylemek gerekirse, bu, bir bireysel kapitalizm ekonomisinde kontrol etmesi mümkün olmayan güvenin geri gelmesidir. Bu, ekonomik krizin, bankacıların ve iş adamlarının vurgulamakta haklı oldukları ve kaderlerini "tamamen parasal" bir çözüme bağlayan ekonomistlerin hafife aldıkları bir cephesidir."

Büyük Bunalım'dan dersler çıkarmış olan ünlü Bernanke'nin deflasyondan ödü kopar ve para arzını her ne pahasına olursa olsun genişleterek deflasyonun önüne geçme konusunda kararlıdır. Gördüğümüz gibi, bankalardan Hazine bonoları satın almak bu işi görmeye yaramaz. Ancak Merkez Bankası'nın başka varlıklar satın alma yetkisi vardır ve hatta bankalar dışında kalan diğer kuruluşlardan bile varlıklar satın alabilir. Merkez Bankası'nın bir bankadan yüzde 6 faiz getiren bir bono satın aldığını düşünelim. Banka, bono satışıyla elde ettiği nakdin en

azından bir kısmını muhtemelen kredi olarak verecektir, çünkü aksi takdirde istediği faiz gelirini kaybedecektir.

Merkez Bankası, ticari senetlerin (büyük şirketler tarafından, bankaları ve diğer finansal aracı kurumları devre dışı bırakarak, nakit karşılığında ihraç edilen kısa vadeli adi senetler) yanısıra, kredi kartı borcu gibi diğer özel borçları da satın almaya başladı. Bunu yapma sebebi, kredi almaya yönelik genel talep düşüşte olmasına rağmen, belli kredi türlerine olan talep yaşam belirtisi göstermekte olduğu için, bu tür krediler veren kuruluşların, nakit parayı daha fazla kredi vermek için kullanacaklarını umut etmesidir. Merkez Bankası'nın seçici borç satın alma programı, sonradan vazgeçilmiş olan (ya da sadece askıya alınmış olan), bankalardan menkulleştirilmiş borç satın alma programını anımsatmaktadır, ancak ondan farkı, *bu* borca olan talebin neredeyse tamamen bitmiş olması, ve bunun sonucunda da menkulleştirilmiş borçlarını satışa çıkarmış olanların, satıştan elde ettikleri nakit parayı bu tür borç ihraç etmede daha fazla kullanmayacak olmalarıdır. Merkez Bankası'nın programı ayrıca, menkulleştirilmiş borçlarının donmuş olması ve bunun da değer biçme hususunda akut problemler yaratması bakımından diğer programdan ayrılır; Merkez Bankası'nın şu an satın almakta olduğu borç türleri böyle bir problem yaratmaz.

Devlet tahvilleri satın almadan farklı olarak özel borç satın alma, Merkez Bankası tarafından, Kasım 2008'de bunalımla mücadele kapsamında bir gevşek para politikası uygulamak için oluşturulan 800 milyar dolarlık fonun başlıca kullanım şeklidir. Özel borç risklidir; Merkez Bankası, satın aldığı özel borcun tamamını toplayamayacaktır. Ve belki de, satın alma ve kredi verme faaliyetlerini canlandırması umuduyla dolaşımdaki para miktarını artırmak için fazla ödeyecektir. Bu da, vergi mükelleflerinin paralarından bankalara hediyeler sunmaya ilişkin şikayetlerin tekrar ortaya çıkmasına yol açacaktır. Bazı muhafazakar ekonomistler, Merkez Bankası ekonomiye para akıtma konusunda yeteri kadar – hatta hiperagresif olma noktasına kadar – agresif olduğu müddetçe, canlandırma paketine gerek olmadığına; Merkez Bankası'nın her şeyi halledebilece-

ğine – deflasyonu önleyip üretimi ve istihdamı bunalımdan önceki seviyelerine getirebileceğine – inanmaktadır. Bu savın önermesi doğrudur: bankaların ve bireylerin likidite talepleri sonsuz değildir. Merkez Bankası, örneğin bankalardan büyük federal menkul kıymet alımları yaparak, bankaları nakitle doldurursa, bankalar kredi vermeye başlayacaktır ve çok düşük faiz oranları uygulayacaklardır çünkü ellerinde kredi vermek için *çok* fazla nakit bulunacaktır ve böylece tüketiciler borç almaya başlayacaklardır. Para arzındaki büyük genişlemenin, bunalımdan sonra enflasyonda büyük bir artışa yol açma tehlikesiyle ilgili olarak bu ekonomistler, Merkez Bankası'nın para arzını genişletme eğilimini, bankalardan satın aldığı menkul kıymetleri onlara geri satarak ve menkul kıymetlerin karşılığında onlardan aldığı nakit parayı dolaşımdan çekerek, daima tersine çevirebileceğini söylüyorlar.

Ancak bu tablo gerçekçi görünmüyor. (Tahmin edilebileceği üzere, Bernanke'ye gerçekçi görünmüyor.) Banka rezervleri ve buna bağlı olarak bankaların kredi olarak verebilecekleri para miktarı, kredi verme faaliyetlerini, deflasyon tehdidini ortadan kaldırmaya yetecek kadar canlandırmaksızın, son 18 ayda yirmi katına çıktı. Çözüm, bankaların rezervlerini bir yirmi katına, ya da belki kırk katına hatta yüz katına daha çıkarmak mıdır? Bankalar, rezervlerini (birbirlerine verdikleri krediler hariç) kredi vermek için kullanmazlar; rezervler, bir bankanın, sermayesinin ne kadarını kredi olarak verebileceğini belirleyen şeydir. Banka yine de kredi vermek için kârlı fırsatlar bulabilmelidir ve bir bunalım zamanında fazla fırsat yakalayamayabilir. Hiç böyle fırsatlar bulamayabilecek olmalarının bir sebebi, bankaların – Merkez Bankası'nın para arzını çok büyük oranda genişletmesi (girişimi) sonucunda ortaya çıkacak olan büyük enflasyonu önceden gördüklerinden ve Merkez Bankası'nın ne teminat verirse versin, bunalım biter bitmez para arzını daraltmaya başlayacağından şüphelendiklerinden ve bunun ne zaman olacağını bilmediklerinden – borç alacak olanlar zaten yeterince korkmuş ve muhtaç halde oldukları için, ödemeye isteksiz olacakları kadar aşırı yüksek faiz oranları uygulayabilecek olmalarıdır.

Eğer ki ve ne zaman Merkez Bankası enflasyon politikasını tersine çevirir ve bankalardan satın almış olduğu federal menkul kıymetleri onlara geri satarsa, likiditede de keskin – ve gerçekten çok büyük – bir düşüş olacaktır. Tıpkı 1937'de, Merkez Bankası faiz oranlarını artırarak "ikinci bunalım"a neden olduğunda ve Merkez Bankası 1970'lerdeki enflasyonu, faiz oranlarında ani bir yükseltme yaparak (ve dolayısıyla para arzını daraltarak) kırdığında olduğu gibi, bankaların elinde kredi vermek için birden o kadar az nakit para kalacaktır ki, bu durumda ciddi bir durgunluk kaçınılmaz olacaktır. Özetle, para politikasının tek başına bizi bunalımdan makul bir maliyetle çıkarması mümkün değildir.

Bunalımla mücadelede monetarist yaklaşım ile Keynesçi yaklaşım arasında ilginç bir politik gerilim söz konusudur. Birincisinde Merkez Bankası'nın borç satın alması yoluyla ve ikincisinde de Hazine'nin borçlanarak finanse ettiği bir açığa dayalı harcama programı yürütmesi yoluyla olmak üzere, her ikisinde de ekonomiye para pompalanır. İlk yaklaşım, muhafazakarlar tarafından destek görse de (ve yalnızca, açığa dayalı harcama programının boyutunu ve içeriğini Demokrat Başkan ile birlikte belirleyen Demokratlar tarafından yönetilen bir Meclis'tense, muhafazakar bir ekonomist olan Bernanke'yi tercih ettikleri için değil), ikincisinden potansiyel olarak daha sosyalist bir yaklaşımdır. Bu durum, Merkez Bankası'nın Amerikan ekonomisinin büyük bir kısmına sahip olmasıyla sonuçlanabilir. Merkez Bankası, yalnızca, faiz oranlarını makul sınırlar içerisinde tutmak (özellikle de, enflasyonu tetikleyecek kadar düşmesine ya da durgunluğu tetikleyecek kadar yükselmesine izin vermemek) amacıyla para arzını (alım yaptığında) genişletmek ya da (satış yaptığında) daraltmak için, federal devlet tahvilleri alım satımı yaptığında, belli endüstrilere – bankacılık endüstrisi dışında tabi ki – müdahale etmiş olmaz. Özel borç alıp satmaya başladığında, doğrudan özel (sektör) piyasalarına giriş yapmış olur. Banka kredilerini düzenlemekten, doğrudan kredi sağlamaya geçiş yapmış olur ve dolayısıyla bu süreçte, yalnızca bankaların verdiği kredi miktarını düzenleyen bir kurum olmaktan ziyade,

ülkenin en büyük bankası haline gelmiş olur. (Unutmayınız ki, para yaratma banka kredileri sayesinde olur.)

Kongre'de bulunan ve iflas hakimlerine ipotek borçlularının lehine olacak şekilde ipotekli kredileri yeniden düzenleme yetkisi vermeyi öngören bir kanun teklifi karşısında Citigroup'un bulunduğu konum, kaygı verici bir belirtidir. Bu, bir banka için savunması garip bir konumdur. Ancak, Citigroup, kurtarma paketi kapsamında 45 milyar dolarlık mali yardımdan faydalanmış ve 300 milyar dolarlık borcu, devlet tarafından güvence altına alınmıştır ve mali yardım, Citigroup finansal krizin zanlılarından biri olduğu için çok eleştirilmiştir. Finansal krizin başlarındaki istifasına kadar Citigroup'un üst düzey yöneticisi olan ve aynı zamanda Obama'nın başkanlık kampanyasında üst düzey bir danışman olan Robert Rubin, Citigroup'un riskli kredi verme faaliyetlerini artırmaya yönelik girişiminde başarılı oldu. Citigroup, kendi yararına olamayacak kadar büyüktür (bölünmek üzeredir) ve kötü yönetilmektedir. Tıpkı Detroit otomobil şirketleri gibi, oldukça hassas bir siyasi pozisyona sahiptir. Federal yardımdan faydalananların başında gelen kurum – ve yakında daha fazlasını da isteyebilecek bir kurum – olarak ipotekli kredi kurtarma planını desteklemek hususunda yapılan baskıya dayanamayabilir. Bu da, besle kargayı oysun gözünü deyimine uygun bir durum olacaktır. Hükümet özel şirketlere mali yardım yaptığında, her durumda, özellikle de yardım ihtiyari ise siyasi şartlar getirilir. Hükümet Citigroup'a para vermek ya da kredilerini güvence altına almak zorunda değildi; (pratikte) American International Group, Fannie Mae ve Freddie Mac'e yaptığı gibi şirkete el koyabilir ya da Lehman Brothers gibi yok olmasına göz yumabilirdi. Her iki sonuç da mutlu son olurdu demeye çalışmıyorum. Hükümet, işletme faaliyetlerini yürütemez ve bizler, Lehman Brothers'dan çok daha büyük bir bankanın çöküşünün bedelini ödeyemeyiz. Ancak hükümet yalnızca mudileri değil, aynı zamanda bankaların kendilerini de sigortalamaya başladığında, her sigortacı gibi, onun borusu öter.

Bunalıma müdahaleye Keynesçi yaklaşım, yasama faaliyeti

ve dolayısıyla Merkez Bankası'nın faaliyetlerinden daha fazla demokratik meşruiyet gerektirir. Ancak aynı sebeple, daha disiplinsiz, daha politize ve daha liberal olması muhtemeldir. New Deal (Yeni Düzen/Yeni Görüş) programlarının çoğunun ekonomi üzerinde hiç bir faydalı etkisi olmadı ve bazılarının da, Ulusal Sanayii Kurtarma Yasası (NIRA– National Industrial Recovery Act) ile kartellerin yükselişi, Ulusal İşçi İlişkileri Yasası (National Labor Relations Act) ile sendikaların yükselişi ve Tarımsal Uyum Yasası (Agricultural Adjustment Act) ile tarım üretiminin kısılması gibi, kötü etkileri oldu. Karteller, fiyatı yükseltmek için üretimi kısıtlar; sendikalar ücretleri artırmak için iş gücü arzını kısıtlar; ve tarım üretimine kısıtlama getirilmesi tarım ürünlerinin fiyatlarını yükseltmek için üretimi düşürür. Her üç etki de, üretimi artırmak yerine düşürür ve dolayısıyla bunalımı hafifletmek yerine uzatır. Bazı iktisatçılar bu programların Büyük Bunalım'dan kurtulmayı geciktirdiğine inanmaktadır.

New Deal, Amerikan hükümetinin yetki alanlarını, iyi ya da kötü, kalıcı olarak genişletti. Canlandırma programı da (belki de buna "yarı teşvik, yarı New Deal" programı denmelidir), öncelikle sağlık bakımı, enerji politikası ve çevre alanlarında hükümetin rolünü genişletmek üzere tasarlanmıştır. Keynesçi bunalımla mücadele teorisinin, Amerikalıların büyük çoğunluğunun – en azından şimdilik – paylaşmayabileceği liberal bir ideolojiye dayanan geniş çaplı bir hükümet harcamaları programını kamufle etmek için bir incir yaprağı olarak kullanıldığı yönünde haklı bir endişe mevcuttur. Muhafazakarların bunalımla mücadelede tercih ettikleri mali çözümün, bayındırlık hizmetleri programı değil de vergi indirimi olmasının sebebi budur; vergi indirimi, hükümetin faaliyet alanını genişletmez – hatta daraltır.

Bununla birlikte, muhafazakarların çoğu, para arzını genişleterek ekonomiyi kurtarması için yalnızca Merkez Bankası'na güvenmeyi tercih ederler. Ancak bunun işe yaramayabileceğini gördük. Bir bankaya para aktarımı yapabilirsiniz, ancak bir insanı borç almaya ne kadar zorlayabilirseniz, bankayı da, parayı

kredi olarak vermeye en fazla o kadar zorlayabilirsiniz ve eğer hiç banka kredisi faaliyeti yoksa (ya da çok az kredi verme faaliyeti varsa) banka aktiflerinin Merkez Bankası tarafından satın alınması, ekonomiyi bunalımdan çıkarmayacaktır – hatta bu, bir deflasyonu bile önleyemeyebilir. Ve henüz gördüğümüz üzere, Merkez Bankası'nın para arzını genişletmek suretiyle deflasyonu önlemek için gösterdiği maksimum çaba, korkutucu yan etkiler üretebilir. İşte bu yüzden birkaç ay öncesine kadar anti–Keynesçi Friedmancı monetarist olan birçoğu da dahil olmak üzere, iktisatçıların çoğu, deflasyonun önüne geçmek ve ekonomik canlanmayı hızlandırmak için sonunda, isteksizce de olsa, Bernanke'nin agresif para politikası uygulamalarını tamamlayacak bir çeşit açığa dayalı harcama programını destekler oldular. Bernanke bir muhafazakar ve bir monetaristtir ve açığa dayalı harcamayı desteklemesi, ekonomik bunalımlara çözüm olarak getirilen monetarist çarelerin yeterliliğine olan inancını kaybettiğini gösterir.

Canlandırma paketinin bunalımdan çıkmayı hızlandırma konusunda hiçbir fayda sağlamayacağını varsaysak bile, yine de paketi desteklemek için inandırıcı bir sav – her ne kadar ekonomistlerin değerlendirme araçlarının olmadığı bir sav da olsa – varolacaktır. Başkan Obama'nın Amerikan halkına: "Para arzını şişirerek, bir ekonomik bunalımı bertaraf etmeye ya da düzeltmeye çalışıyoruz, ancak bu işe yaramayabilir, ki bu durumda kendimizi 1930'larda Amerika Birleşik Devletleri'nde ve 1990'larda Japonya'da tecrübe edilene benzer bir deflasyon sarmalı içinde bulacağız. Ve işte o zaman, alet çantamız boş olacağından, bu duruma katlanmak zorunda olacağız." dediğini düşünün. (Ki bu, aslında bazı muhafazakar ekonomistlerin onun söylemesini istedikleri şeydir). Açıklaması, kesinlikle ciddi bir bunalıma yol açardı, çünkü insanlar bu açıklama karşılığında tüketimlerini daha da kısmak suretiyle, ekonomiyi daha düşük bir seviyeye taşıyacak ve senelerce o seviyede tutacak olan bir deflasyon sarmalına hız verirlerdi. Bu durumda insanlar, bu açıklamaya yersiz bir panikle tepki veriyor olmaz, ancak yalnızca hükümetin saygıdeğer başkanının güvenilir

açıklamasına gereken önemi veriyor olurlardı.

Programların gerçekten de başarısız olabilecek ya da umulandan çok daha azını başarabilecek olmalarına rağmen, halk arasında, pahalı bayındırlık hizmeti programlarına ilişkin taahhütlerle desteklenen güven verici açıklamalar yapmak yoluyla biraz iyimserlik oluşturmak daha iyidir. 819 milyar dolarlık canlandırma paketi teklifinin bir maliyet–fayda analizine tabi tutulmamasının bir sebebi de budur. Bir diğeri, bir bunalımın hem ekonomik hem de siyasi bir olay olması ve hükümetin yürüttüğü tüm faaliyetlerin siyasi olmasıdır. Ancak en büyük sebep bilgi eksikliğidir. Daha fazla hükümet müdahalesi olmasaydı ekonomik çöküşün ne kadar ileri gidebileceğini, bu büyük çöküşün toplumsal maliyetlerinin ne olacağını ve farklı tür ve düzeylerdeki müdahalelerin verimliliklerinin ve uzun vadeli maliyetlerinin ne olacağını, ekonomistler de iş dünyasına ilişkin tahminler yürüten kişiler de, kendilerinden emin olarak söyleyemezler. Tüm bu sayısal veriler olmadan, ekonomik açıdan en iyi faaliyet türünü belirlemek imkansızdır. Hükümetin bunalımla mücadele konusunda yürüttüğü faaliyetler, ekonomik tahminler ile siyasi çıkarın birleştiği noktaya göre belirlenecektir. Hükümet yetkilileri ile akademisyen iktisatçılar tarafından bir acil durum planlaması yapılmamış olması, bu deneme–yanılma yaklaşımına hiçbir alternatif bırakmadı.

Üzerinde düşünülmekte olan ve bu yazı yazılırken süratle ilerlemekte olan, bunalıma müdahale etme yöntemlerinin bazıları, şimdiye kadar kullanmış olduğum kategorilere pek de uymuyor. Bunlar başlıca, evlerinin değerinin yüksek oranda düştüğünü gören ev sahiplerine yardım etmek üzere sunulmuş tekliflerdir. Evlerini, ilk iki yıl faiz ödemesi gerektirmeyen bir ipotek kredisi ile peşinat ödeyerek satın almış olabilirler ve iki yıllık süre, sona ermiş durumda. Ev sahipleri, temerrüde düşerlerse ve ipotek ettirmiş oldukları ev haczedilirse, ipotek karşılığı aldıkları kredinin ödenmemiş kısmı evin ikinci elden satış değerinden fazla olduğu için, alacağın teminatsız kalan kısmının talep edilmesi için düzenlenen mahkeme kararları ile karşı karşıya kalabilirler. Ev fiyatlarında öyle büyük bir düşüş oldu

ki, emlak balonunun en yüksekte seyrettiği dönemde ev almış olan çoğu insan, temel birikimlerini –evlerini– kaybetti, ki bu da onların, örneğin iş bulmak için, başka bir yere taşınmalarını çok güç hale getirebilir. İpotek borçluları, ipotek hizmeti veren ve ipoteği uygulayan şirketle ipoteklerinin devri/cirosu hususunda uzlaşamayabilirler çünkü hizmet sağlayıcısı, çıkarları çatışan esas alacaklıların vekilidir – ipoteğe dayalı bir menkul kıymetin farklı risk katmanlarına sahip olanların aracısıdır.

Son nokta üzerinde biraz durayım. İpotek borçlusunun ödeme gücünü zorlayan bir ipotek kredisi üzerinde değişiklik yapmak, borçlunun temerrüde düşmesinin önüne geçebilir ve böylece ipoteğe dayalı menkul kıymetin en yüksek risk katmanına sahip olanların alacaklarının eksiksiz olarak ödeneceğine dair teminat sağlar. Ancak bu, daha alt risk katmanlarına sahip olanların bazılarını devre dışı bırakabilir. Dolayısıyla, menkul kıymete ilişkin anlaşma şartları ya da bir çeşit temsil görevi anlayışı, hizmet sağlayıcısını, menkul kıymete dayalı ipotekler havuzundaki ipoteklerden birini değiştirme hakkını elde etmek için, farklı risk katmanı sahiplerinin oy birliğiyle onayını almaya zorlayabilir (ki bu da daha alt risk katmanlarına sahip olanların zararını telafi etmeyi gerektirecektir – oy birliğine ulaşılması gerekiyorsa, oy hakkına sahip olan herkesin sözleşmeyi imzalamayı reddetme hakkı vardır) ve bu da değişikliğin getireceği işlem maliyetlerini artıracaktır.

Kolombiya Üniversitesi'nde ekonomi ve hukuk alanlarında çalışmalar yürüten bir ekip, Kongre'nin, değişikliğe olanak sağlayarak haciz oranını düşürmek için, ipotek hizmeti sağlayan şirketin, ipotek üzerinde tüm risk katmanı sahiplerinin oy birliği olmaksızın değişikliğe gidebilmesini mümkün kılacak, ancak alt risk katmanı yatırımcılarına da, hükümet tarafından zarar tazminatı ödenmesini sağlayacak bir yasa çıkarmasını önerdi. Burada net bir toplumsal fayda söz konusu olacaktır çünkü, ipotek borçlusunun elinde biraz daha fazla para kalmış olacak ve ipotekli malların haczedilmesi, tüketici artığı kaybı yarattığından, menkulleştirilmiş borcun değeri daha fazla olacaktır.

Bu, iflas hakimlerinin, birincil konutlar üzerindeki birincil ipotekleri "aşağıya çekmesine" olanak sağlamak için, Kongre'ye, İflas Kanunu (Bankruptcy Code) Bölüm 13'te değişikliğe gitme yönünde kabul ettirilmeye çalışılan tekliften daha iyi bir öneridir. Açıklamak gerekirse, (iflas etmiş kişiler için şirketin yeniden yapılandırılmasının muadili olan) Bölüm 13 kapsamına giren sıradan bir iflasta, iflas hakimi, iflas etmiş kişinin ödemesi gereken teminatlı borçlarını azaltabilir ("aşağıya çekebilir"). Kanuni ipotek hakkı olan (yani teminatlı alacağı) bir alacaklı yine de gereğini uygulatabilir, ancak kanuni ipoteğin değerini aşan borç miktarı adi borca çevrilebilir. Arabası kanuni ipoteğe bağlanmış ve iflas etmiş olan kişinin 20.000 dolar borcu varsa ve kanuni ipotek 5.000 dolar ediyorsa, iflas hakimi, kredinin 15,000 dolarını, diğer teminatsız borçlar gibi muhtemelen iflas halinde dolar üzerinden yalnızca birkaç sent edecek olan bir adi alacağa dönüştürebilir.

Mevcut yasaya göre, bir iflas hakimi, bir kişinin birincil konutu üzerindeki bir ipotek tutarını düşüremez ve bu yasayı değiştirme yönünde çaba sarf edilmektedir. Değer kaybetmiş olan ve şu an yalnızca 300,000 dolar eden bir ev üzerinde 500,000 dolarlık ipoteğiniz olduğunu düşünün. Tutardaki düşürme ile birlikte, ipotek 300,000 dolara düşecektir ve geri kalan borç miktarınız, diğer teminatsız borçlar gibi, iflas halinde hem düşürülebilecek hem de esnetilebilecek olan teminatsız bir borca dönüştürülecektir. Ev sahibi, tutarı düşürülmüş olan ipotek kredisi ödemelerini düzenli olarak yapabilirse, ipotek alacaklısı evi haczedemez. Yani, bu tutar düşürme işi, ipotekli kredi kurtarma planına ilişkin esaslı bir yöntem olacaktır. Aynı zamanda, bu, iflas mahkemelerinde yığılmalara yol açacak, sorumluluk sahibi olmayan ve emlak balonundan faydalanarak ev almış olan birçoklarını ödüllendirecek, gelecekte oluşabilecek emlak balonları için emsal teşkil edecek, ve ipotekli alacaklıların önündeki yasal çözümleri azaltarak ipotekler üzerindeki faiz oranlarını yükseltecektir – ve daha yüksek faiz oranları da ipoteklerin yeniden finanse edilmesini ve ev alımlarını geciktirecektir. İpotekli kredi kurtarma planı (ve aynı zamanda

maliyetler) açısından bile çok az fayda sağlanmış olacaktır, çünkü ipoteklerin düşürülmesi fırsatından faydalanabilecek olan ev sahipleri bile, istekli davranmayacaklardır. Çünkü Bölüm 13 iflasını ilan etmek zorunda kalacaklardır. Ve bir Bölüm 13 iflasında, borçlarınıza güle güle diyemezsiniz; borcunuzun mümkün olduğu kadar fazlasını geri ödemek için şu anki ve gelecekteki gelirinizin hatırı sayılır bir kısmını feda etmeniz gerekecektir.

(Kolombiya önerisine ek olarak) ipotekli kredi kurtarma planına ilişkin daha iyi bir fikir, haciz işlemlerinin ertelenmesi olabilir. Bu, iflas halinde getirilen "takip yasağı"na benzeyecektir. Bir şirket iflas bayrağını çektiğinde, otomatik olarak, alacaklılarının da iflas etmiş kişinin kendilerine olan borçlarını tahsil etmeye çalışmaları engellenir. Buradaki amaç, her bir alacaklının diğer alacaklıların önüne geçerek, iflas etmiş olan kişinin varlıklarından, herkese yetecek kadar fazla olmadığından, (çünkü aksi takdirde zaten borçlu iflas etmemiş olurdu) ne kadar fazla toplayabiliyorsa o kadar toplamasına izin verilirse gerçekleşebilecek, erken bir tasfiyeyi engellemektir. Benzer biçimde, ipotek hizmeti sağlayan şirketlerin tüm ipotekli alacaklarını bir seferde haczetme çabaları, piyasada, icra yoluyla satışa çıkarılmış ev bolluğu olmasına sebep oluyor ve bu da emlak fiyatlarını, özellikle de satışlar bir ekonomik bunalım döneminde yapılıyor olduğu için, uzun vadeli fiyatlarının altına çekiyor olabilir. Hacizlerin geçici olarak durdurulması, sorunlu ipoteklerin devir/ciro edilmesine ve evlerin acele etmeden satılmasına olanak sağlayacaktır.

Kongre muhtemelen daha ileri gidebilir ve bizzat ipoteklerde indirime gidebilirdi. "Muhtemelen" diyorum çünkü böylesi bir uygulama kesinlikle anayasal temelde reddedilecektir. Bunu, karşılığında yalnızca zarar tazminatının ödenmesi gerekeceği bir el koyma – bir kamulaştırma faaliyeti – olarak düşünmeyin, çünkü hükümet ipoteğe, ipotek alacaklısı konumuna geçecek şekilde "el koyuyor" olmayacaktır. Ancak bir ipotek, bir gayri menkul biçimidir, ve Fifth Amendment'ın (ABD Anayasası'nın Beşinci Düzenlemesinin) hükümleri uya-

rınca, federal hükümetin hukuki usule aykırı olarak bir kişiyi mülkünden etme hakkı yoktur. Ancak, "hukuki usul" muğlak bir kavramdır ve eğer hükümet bir ipotek alacaklısının mülkiyet hakkını elinden alma konusuna zorlayıcı bir şekilde eğilirse, mahkemeler muhtemelen bunun önüne geçemeyecektir. Aynen, zarar tazminatı ödenerek ya da ödenmeyerek, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin alt risk katmanlarına sahip olanların, birinci dereceden ipoteklerin şartnamelerinde değişikliğe gidilmesini yasaklama haklarını ortadan kaldıran bir yasada olduğu gibi.

Benim politik açıdan doğru olmayacak eğilimim, ipotekli kredi kurtarma planının bütün biçimlerine karşı çıkmak yönünde olurdu; çünkü uygulama karmaşık ve maliyetli, ve bunalımla mücadeleye yapılan net katkı muhtemelen az olurdu. Konuya daha geniş bir perspektiften bakarak, benim görüşüm, takip eden bölümlerde de anlatacağım gibi, bir ekonomik bunalım döneminin, bunalımdan çıkmaya katkıda bulunacak olan asgari zorunlulukların dışında, mevzuata ilişkin değişiklikler yapmak için, doğru zaman olmadığı yönündedir.

6
Her İşte Bir Hayır Var Mıdır?

BİR EKONOMİK bunalımın yaratacağı üretim kaybı, düşük kazançlar, savurgan kamu harcamaları, devlet borçları, gelecekteki enflasyon, enflasyonu dizginleyecek bir durgunluk, mala karşı suçlar (yüksek sigortalı gayrimenkullerin kundaklanması da dahil) ve kaygı gibi maliyetleri, kuşkusuz sağlayacağı ekonomik yararları aşar ve hatta yıkıcı politik sonuçlara yol açabilir. Hitler'in Almanya şansölyesi olamama ihtimali Büyük Bunalım'ın menfaatine olmamış mıydı? Ekonomik bunalımlar, hatta durgunluklar, ABD'de de politik sonuçlar doğurmuştur – 1932'de Franklin Roosevelt'in, 1992'de Bill Clinton'ın seçilmesi ve Barack Obama'nın başarı oranı ve 2008'de Kongre'de Demokratların hakimiyetini güçlendirmesi – ama henüz felaket getiren sonuçları bulunmamaktadır. Elbette ki *bu* üç örnek ekonomik çöküşün olumlu sonuçları olarak düşünülebilir – bunu belirtmek gereklidir çünkü bu bölümdeki amacım, ekonomik bunalımın kötü sonuçları olduğu kadar, ki bu sonuçlar daha baskın çıksa bile, iyi sonuçları da olduğunu göstererek okuyucuyu teselli etmeye çalışmaktır.

Öncelikle, bir ekonomik bunalım iktisadi dalgalanmaları hafifletecek çabalara destek olur. Konut piyasasındaki balon sonsuza kadar genişleyemez; finansal kaldıraç oranı da yükselmeyi sonsuza kadar sürdüremez. Borçlanılmış sermayenin özsermayeye oranı 35'e 1'e ulaştığı zaman – Bear Stearns'in battığı zamanki oranı (ve UBS'nin 50'ye 1'e ulaşmıştı) – şirketin varlıklarının değerinde meydana gelebilecek sadece yüzde 3'lük bir düşüş, şirketi ödeme aczine sokacaktır. Hükümet balonu delmek için hiçbir şey yapmıyordu ve kaldıraç oranlarını belli

bir sınırda tutmak için de çok az şey yapıyordu. Dünya ekonomisi ne kadar uzun süre ekonomik bunalımsız giderse, sonunda kaçınılmaz olarak gelen çöküş o kadar daha kötü olur.

Warren Buffett'ın deniz çekiline kadar kimlerin çıplak yüzdüğünü bilmezsiniz dediği bildiriliyor. Çekilen borsa denizi, tarihin en büyük saadet zincirini (Ponzi planını/dalaveresini) kurduğunu itiraf ettiği söylenen Bernard Madoff'u açığa çıkardı. Borsa krizi patlamasaydı, bu zincir daha uzun sürecek ve yatırımcıların kaybı daha büyük olacaktı. Borsanın çökmesi Madoff'un serbest yatırım fonunun (hedge fonun) değerini düşürdü ama daha da önemlisi, (fonun varlıkları muhtemelen az miktarda olduğundan), genel ekonomik çöküş serbest fonlardaki yatırımların geri ödenmesi taleplerine ve diğer yatırım fonlarının fırlamasına neden oldu ve Madoff yatırımcılarının geri ödeme taleplerini yerine getiremeyince kurduğu zincir bozuldu. Bu olay, bankacılık endüstrisinin kırılganlığına bir başka örnektir; bankalara vadesiz mevduatlar şeklinde ya da başka bir şekilde verilen kredilerin sigortası olmazsa bankalar mevduat kaçışlarına maruz kalır.

Bir ekonomik bunalım, işletme tarafından kullanılan emek ve sermaye girdileri sayesinde verimliliği arttırır çünkü ticari durgunluğu azaltmak için bir sebep ve zorunluluk yaratır. İyi zamanlarında işleri kesat giden bir şirketin, bu durgunluğu azaltmak için kötü zamanlarına göre daha fazla nedeni olacaktır; işlerin kesat gitmesi (kârları maksimize edememe) klasik ekonomik teoride nakit harcamalarla aynı güdüsel etkiye sahip olan bir fırsat maliyetidir. Ancak şirketler kurumdur ve kurumlar iyi zamanlarında kontrol etmesi kötü zamanlarına göre daha zor olan "temsil maliyetleri"ne maruz kalırlar. Temsil olunan taraf ve temsilcinin (örneğin, işveren ve çalışan) çoğunlukla farklı amaçları vardır ve temsilcinin kendi amaçlarını gözetmesi halinde temsil olunan tarafa bu maliyetleri zorla kabul ettiriyor olacaktır. Daha önceki bir bölümde bahsettiğim aşırı makam tazminatı sorunu bu nedenle bir temsil maliyetleri sorunudur.

Bir şirketin kârları artarken, şirketin üst düzey yöneticilerine kârın bir kısmını yüksek tazminat ya da ikramiye (özel

uçak, üst düzey yöneticinin yemek odasındaki çiçekler, vs.) şeklinde cebe indirerek onun kaymağını yemek, şirketin küçüldüğü zamanlardan daha kolay gelecektir. İlk durumda hissedarların durumu iyi olacaktır – yönetim kurulu tarafından mağdur edilme, söğüşlenme duygusuna kapılmamış olacaklardır – bu nedenle kârların bir bölümünü üst düzey yöneticilere ve diğer çalışanlara dağıtacaklar ve kârların yüksek oluşu nedeniyle görmezlikten gelinen fuzuli etkinlikleri asgariye indirmek için yönetim kurulu aracılığıyla hissedarların uyguladıkları baskı (en iyi ihtimalle zayıf), şirketin batma riski altında olduğu zamandan daha az yoğun olacaktır. İkinci durumda, üst düzey yöneticilerin kendileri, uç noktalardaki kendi tazminatları dahil, maliyetleri düşürmek için çok güçlü bir dürtüye sahip olacaklardır. Bunalım sona erdiğinde, bunalımın işlerinde yarattığı durgunluğu azaltmaya motive ettiği bir şirketin ortalama maliyetleri, şirket yeniden büyüdüğü için yukarı doğru tırmanışa geçmesine rağmen, eskisine göre daha düşük olacaktır.

Benzer şekilde, ekonomik bunalım, hepsi de keskin bir şekilde düşük vergi gelirleriyle karşılaşacak olan eyaletleri, şehirleri ve federal hükümeti kamu hizmetlerini daha verimli bir şekilde sağlamaya sevk edecektir. Paralı yollar ve hava limanları gibi devlet hizmetlerinin arzu edilen yönde özelleştirmesini hızlandıracaktır. Muhafazakarlar ekonomik bunalımın ekonomik refahın gerektirdiklerine aykırı olan büyük hükümet biçimini teşvik eden ters bir etki yaratacağından korkuyorlar. Belki de haklılar – ama ben konuya iyi tarafından bakmaya çalışıyorum. İşin bir iyi tarafı Otomobil İşçileri Sendikası UAW'ın (United Auto Workers) kamuoyu mahkemesinde bozguna uğramasıdır. UAW'a konakçısını öldüren parazit – ya da, metaforu değiştirirsek, büyük ihtimalle soyu tükenecek dinazor otomobil üreticileriyle savaşan dinazor sendika – lakabı takılmıştır. Bu çok sert bir kınamadır. Ancak işyeri güvenliğini arttırmak ve işçileri kötü muamele eden amirlerden korumak gibi (bir şirketin nezaretçi memurlarının kusurlu idaresi de temsil maliyetlerine başka bir örnek teşkil eder) işçi ve işverenin ortak çıkarları üzerine odaklanan sendikalardan farklı olarak, muhalif sendikala-

rın uzun dönemde zayıflaması verimliliği arttırmıştır. UAW'ın Detroit otomobil endüstrisinin çöküşünde oynadığı rol, büyük bir ekonomik sıkıntı döneminde, Demokratların geleneksel sendika sevdalarının ekonomiye getireceği potansiyel tehlikelerin altını çizmektedir. Demokratların sendikalara duyduğu bu yakınlık da, hem sendikaların Demokrat politikacıları seçtirtmek için harcadığı çabalardan, hem de New Deal (Yeni Düzen/Yeni Görüş) nostaljisinden ve diğer duygusal liberalizm biçimlerinden ileri gelmektedir.

UAW'ı bir kenara bırakırsak, ekonomik bunalım, Yönetim ve Kongre'nin Çalışanların Özgür Seçim Hakkı Yasası (Employee Free Choice Act) gibi sendikaları güçlendirecek kanunlara ilişkin tereddütlü davranmasına neden olabilir. Bu yasa bir işyerinin sendikalaştırılıp sendikalaştırılmayacağına karar verecek gizli oyla seçim şartını yürürlükten kaldıracak ve eğer sendika galip gelir de sendika ve işveren toplu iş sözleşmesi anlaşma hükümlerinde mutabık kalamazsa bağlayıcı tahkim kararı gerektirecekti. Ücretlerin düşmesi de ekonomik bunalımda bir sorundur, bildiğimiz gibi, işsizliği azaltmasına rağmen deflasyon sarmalını daha da ilerletebilir, dolayısıyla net etkisi belirsizdir. Ancak ücretlerin artması ve emeğin kullanımı nedeniyle (sendikanın zorla dayattığı iş yönetmelikleri yüzünden) verimliliğin azalması, işverenlerin işgücü maliyetlerini artırarak üretim üzerinde net biçimde olumsuz etkisi olacaktır ve üretimdeki düşüş işsizliğin artmasına yol açacaktır. Hatırlayalım, Ulusal İşçi İlişkileri Yasası (The National Labor Relations Act) bazı ekonomistler tarafından Büyük Bunalım dönemini atlatmayı geciktiren bir faktör olarak görülen New Deal sendikaları destekleyen bir kanundu.

Serbest piyasalara olan güveni sarsmasına rağmen ekonomik bunalım, ekonomiye daha fazla devlet müdahalesinin ve nihayetinde de daha yüksek vergilerin (ekonomi düzelinceye kadar olmasa da) kapısını açacaktır. Gördüğümüz gibi bunlar kötü şeyler olabilir ama *çok da* kötü şeyler değildir. Belli ki ne ideal oranda hükümet müdahalesi ne de ideal oranda vergi sıfır noktasındadır ve ne kadar ufak olmaları gerektiği belirsizdir.

Sadece hükümetin karşılayabileceği bir dizi giderilmemiş toplumsal ihtiyaç olduğunu zaten belirttim. Temelde bu ihtiyaçlar için gereken paranın çoğunun fuzuli hükümet programlarını ortadan kaldırarak sağlanabilmesine rağmen, politik olarak uygulanabilirliği hakkındaki görüşler, gerçekleştirilebilecek tasarruf etme miktarını sınırlamaktadır.

Federal vergi oranları 1940'lar, 1950'ler ve 1960'lara – sağlıklı ekonomik büyüme dönemlerine – göre artık daha düşüktür. Maksimum marjinal gelir vergisi oranı 1945'de yüzde 94'e ulaşmış ve 1965'e kadar da yüzde 70'e gerilememişti (şimdi yüzde 35'tir). Marjinal oranların şimdiki düşük seviyesinde meydana gelecek ılımlı bir artış, herhangi bir verginin yaratacağı sapma yüzünden muhtemelen az bir denkleştirmeyle vergi gelirlerini önemli oranda artıracaktır. Bu da daha önce bahsettiğim finansal krizin hızlanmasına yardım eden uygulamalardan biri olan üst düzey yöneticilerin fazla makam tazminatlarını azaltacaktır. Ancak vergi gelirlerinde gerçekleştirilebilir bir artışın büyük bir bölümü, diğer kamusal ihtiyaçlar için çok az bir pay bırakarak krizin arttırdığı kamu borçlarını (national debt) tamamen ödemeye ayrılmak zorunda kalacaktır. Dolayısıyla hükümetimiz büyük olasılıkla uluslararası standartlara göre oldukça küçük kalacaktır.

Bir ekonomik bunalım, işsizliği arttırdığı için eğitime olan talebi de arttırır. Bunu fırsat maliyetlerini düşürerek yapar – vazgeçilen gelir, bir öğrenci için en büyük yüksek öğrenim maliyetidir. Eğitim bütün toplum için yarar sağlar. Eğitimli insanlar eğitimsiz olanlardan daha üretkendir ama çabalarının tam sonucunu yüksek gelir şeklinde alamazlar. (Örneğin, bir patent yirmi yıl sonra geçerliliğini yitirir ve böylece patentli ürünün ya da işlemin mucitine hiçbir bedel ödemeden herhangi biri tarafından kullanılmasına imkan tanımış olur.) Öyle görünüyor ki ekonomik bunalım, eğitimli olmanın sağladığı kazanımları da azaltır ve dolayısıyla da eğitimli olma güdüsünü de azaltır. Ancak bu kazanımlar yaşam boyunca çoğaldığından, bir insanın okul yılları sırasında yaşanan bir ekonomik bunalımdan çok az etkilenir.

Ekonomik bunalım bir öğrenme deneyimidir. Bankacılık endüstrisi, kaldıraç oranı riskleri ve temerrüde düşme riskini geleneksel araçlara (bir bankanın kredi gelirlerinde meydana gelebilecek beklenmedik bir düşüşe tampon görevi görecek çok büyük rezervlere sahip olmak gibi araçlara) göre daha zahmetsiz bir şekilde azaltmayı amaçlayan karmaşık finansal araçların dezavantajı hakkında mevcut krizden kesinlikle pek çok şey öğrenmiştir. Topluma da konut fiyatları üzerinde spekülasyon yapmanın ve kişinin tasarruflarının geri kalanını riskli menkul kıymetler borsasına yatırmanın tehlikeleri hakkında bir ders verilmiştir.

Bununla birlikte, tarih bu tür derslerin çabuk unutulduğunu göstermektedir. Bu nedenle finans kuramcısı Luigi Zingales tarafından ortaya atılan önerinin hakkı vardır. Bu öneriye göre, kamusal ya da özel, Warren komitesi ya da 11 Eylül komitesi türünden, son on yılı aşkın ekonomi yönetimi üzerine esaslı bir araştırma yürütecek, 2008 sonbaharındaki ekonomik bunalımı engellemek için Bernanke ve Paulson'ın çılgınca çaba harcamalarını anlamamızı sağlayacak üst düzey geçici bir komitenin görevlendirilmesi gerekir. Ne yaptıklarını sandıkları, hangi bilgi üzerine harekete geçtikleri, kime danıştıkları ve niçin danıştıkları ve sonuçların ne olduğu konusunda net bir fikrimizin olması gerekir. Olayın yeniden depreşmesini engelleme yollarını bulmak ancak o zaman mümkün olabilir.

Ekonomik bunalım sosyal güvenliği özelleştirmenin – yani, sosyal güvenlik maaşı alanların sosyal güvenlik emeklilik hesaplarındaki paralarının bir kısmını ya da hepsini menkul kıymetler borsasına yatırmasına izin vermenin – vahim bir durum olacağını göstermiştir. Ekonomik bunalımın ayrıca eğitici olmayan önemli bir sonucu da vardır: emtia fiyatlarını düşürmüştür. Son altı ayda baş aşağı giden petrol fiyatları üzerindeki dramatik sonucunun da ayrı bir önemi vardır. 2008'in ilkbaharındaki ani fiyat artışı, öncelikle endüstrinin, özellikle Çin ve Hindistan'daki çalkantılı talebe ayak uydurmak için üretimi yeterince hızlı bir şekilde artıramadığı inancından kaynaklanmış gibi görünmektedir. Fiyat düşüşü ise küresel krizin neden ol-

duğu dünya genelinde bir talep azalmasından kaynaklanmış gibi görünmektedir. Düşük petrol fiyatları ve azalan petrol talebi ABD'nin (ve muhtemelen tüm dünyanın) refahı açısından idealdir. Talebin düşmesi karbon emisyonunu azaltır, ve dolayısıyla da hafif de olsa küresel ısınmayı azaltır. Fiyatların düşmesi de petrol üreten ülkelerin servetini azaltır. Bunun da ABD dış politikasının esas amacı olması gerekir çünkü bu ülkelerin çoğu ya ABD'ye (başta Rusya, İran ve Venezüella olmak üzere) düşmandır ya da politik olarak istikrarsızdır (örneğin Irak, Nijerya ve Cezair).

Mevcut ekonomik bunalımın hızlandırdığı aşırı borçlanma birkaç yıllık bir süre için ülkenin mali gücünün yeteceğinden daha yüksek kişisel tüketim harcamalarına olanak verdi. Bu nedenle tüketimdeki mevcut azalma kısmen daha önceki olağandışı tüketim düzeyini dengeleme amacıyla meydana gelen azalmadır. İnsanlar iyi günlerde (aslı olmayan iyi günlerdi bunlar, çünkü ülke kazandığından çok para harcıyordu) çok sayıda araba, elektronik alet edevat, giyim vs. satın aldığından, dayanıklı tüketim mallarının alımında meydana gelen mevcut azalma, satıcılara dokunsa da, tüketiciler için büyük bir sıkıntı olmayabilir. Yine de en azından ufak bir sıkıntı olacaktır; insanlar yüksek düzeyde bir tüketime çok çabuk alışır ve bu düzeyde bir azalma meydana gelince, bu sıkıntılı olur. Ekonomik canlılık sırasında dayanıklı tüketim mallarından çok sayıda satın almayan insanlar da vardır ve şimdi gelirleri azaldığından bu insanların bunları almaya gücü yetmez.

Ekonomik bunalım zeki insanların finansal şirketlerde çalışmak üzere işe alınmasını da azaltacaktır. Bunun iyi bir şey olabilmesinin altında yatan neden emeğe göre kişisel ve toplumsal getiri arasındaki farktır. Öğretmenler, bilim adamları ve mucitler ortalama olarak, başkalarına sağladıkları yarar karşılığında elde ettiklerinden daha fazlasını onlara sağlayan işçilere örnektir. Bu muhtemelen yüksek maaşlı şovmenler için de geçerlidir ama her yıl milyon dolar, bazen yüzlerce milyon dolar kazanan finansal yöneticiler için geçerli değildir. Kredilerin doğru yönetiminin Amerikan ekonomisi için önemsiz oldu-

ğunu söylemeye çalışmıyorum, aksine ekonomik bunalımın gösterdiği gibi, son derecede önemlidir. Ancak bundan, bu insanların pek çoğunun yaptığı gibi, yüksek enerji fiziğinde Harvard doktora derecesinin çarpıcı sayısal becerilere sahip diğer erkek ve kadınlarla birlikte serbest yatırım fonları (hedge fonları) için çalışarak, topluma, uzman oldukları ama az para ödeyen diğer işlerde hizmet etmekten daha fazla katkısı olacağı anlamı çıkmaz. Finans sektöründeki ekonomik bunalım bu insanların bazılarını daha az kazançlı ama toplumsal olarak daha verimli işlere kanalize edecektir.

Ekonomik bunalım ekonomi mesleğine de bir uyarı alarmıdır. Bu mesleğin bunalımı önceden tahmin edememesi ve zamanında, etkili bir karşılık vermeye hazırlıksız olması makroiktisat ve finansal iktisatta yeni görüşleri teşvik edecektir. Hatta makroiktisatın bir dalı olan bunalım iktisatı ile iktisatın ayrı bir dalı olarak görülen (tıpkı istatistiğin matematiğin ayrı bir dalı olması gibi) finans arasında bir birleşmeye bile yol açabilir. Kişisel tüketim harcamaları üzerinde büyük etkisi olan kredi sisteminde yaşanacak bir aksaklık, deflasyona zemin hazırlayacaktır ve bunun da ciddi olumsuz sonuçlarının bankacılık sektöründe neden olacağı bir krizin yaratacağı ekonomik durgunlukların bunalıma dönüşmesi diğer durgunluklara göre daha muhtemeldir. Makroiktisatçılar durgunlukların ve bunalımların uzmanları ve finansal sistemin işleyişinin kuramcılarıdır. Kuramcılar fırtına bulutlarını çabuk fark ettiler. Uzmanlar ise sadece öngörüsüzlükleri ve anlayışsızlıkları için değil, aynı zamanda kurtarma yolunda ekonomiyi nereye oturtacaklarında kararsız kaldıkları için cezaları ders almak oldu. İki disiplin arasında daha sıkı bir bütünleşme ekonomik çöküşe daha erken ve daha kararlı tepki verilmesini sağlayabilirdi.

Deyim yerindeyse, bunalım, kişisel tasarruf oranında sürekli bir artışa yol açabilse kendini amorti edebilirdi. Ekonomik bunalım deneyiminin, para birimimiz karşılığında bize her tür malı sağlayan zengin amcalarımız Çin, Japonya ve Almanya'nın geliriyle geçinmeye devam etmeyelim diye, bunalım hafifledikten sonraki yatırım sermayesinin oluşumunu arttıracak daha

fazla tasarrufu teşvik etmesi gerekir. Ancak daha yüksek kişisel tasarruflara ihtiyacımız olmasının daha önemli bir sebebi vardır. Buna nüfusun yaşlanmasına alışmak için ihtiyacımız var. İnsanlar ne kadar uzun yaşarsa, o kadar fazla tüketimi emeklilik yıllarına kaydırmak zorundadır. Bu nedenle de, eğer çocuklarına ve vergi mükelleflerine yük olmak yerine kendi emekliliklerini kendileri finanse edeceklerse, gençken daha fazla para biriktirmek zorundadır. Doğrudur, yaşam süreleri arttıkça daha uzun süre çalışabilirler ama muhtemelen orantılı bir uzunlukta olmayacaktır; bunu yapabilseler bile, sağlık hizmetleri harcamaları yaş ilerledikçe artar, ve bu nedenle insanların gençken daha az tüketip böylece daha fazla biriktirmek suretiyle tüketim harcamalarını ileriki bir zamana kaydırma zaruretinin insanlar için önemini vurgular. İnsanlar ne kadar çok para biriktirirse sosyal güvenlik ve Medicare gibi programlar aracılığıyla kişisel tüketim harcamalarını finanse etmesi için hükümet üzerinde o kadar az baskı olacaktır. Bu programlar kişisel tasarrufların yerini almak yerine tasarruflara ilave yapmalıdır.

Küçük de olsa deflasyonda bile bir hayır vardır. Bildiğimiz gibi bir deflasyon durumunda bir kişi parasını sadece kasasında (hatta yastık altında) bırakarak bile gelir elde edebilir – bir para piyasası fonuyla uğraşma zahmetine girmek zorunda değildir. Bu, gerçek bir maliyet tasarrufudur ve Milton Friedman'ın Merkez Bankası'nın paranın değerini öngörülebilir bir oranda düşürsün diye üretimdeki büyüme oranının biraz altında bir parasal genişleme oranı belirlemesi önerisinin dayanağıdır. *Beklenen* indirim oranı çok önemlidir; ne kadar yüksek olursa, nakit biriktirmenin ve deflasyonun neden olabileceği diğer patolojiler de o kadar daha olasıdır.

7

Kapitalizm Ve Hükümet Hakkında Öğrendiklerimiz

KAPİTALİZM 1930 Büyük Bunalım'ını atlattığı gibi mevcut bunalımı da atlatacaktır. Atlatacaktır çünkü itibarını adamakıllı kaybetmemiş başka bir alternatif yoktur. 1930'larda bu çok net değildi ama artık anlaşıldı. Kısacası, kapitalizmin Sovyet, Maocu, "korporatist" (faşist İtalya), Küba, Venezüella, vs. alternatifleri cazip değildir. Yine de kapitalizm ancak tehlikeli bir biçimde ayakta kalabilir – Büyük Bunalım'ın kollektivizme verdiği desteği hatırlayın. Bunalım sırasında oluşturulan New Deal uzun dönemli bir sert hükümet müdahalesini başlatmıştı; benzer şekilde bugün de yeni denetim ve düzenlemenin ve hükümetin hacminde olması yakın bir büyümenin hem savunucuları hem de gerçekliği mevcuttur; dolayısıyla da hükümetin mevcut krizden sorumlu olup olmayacağı sorusunun önemi sözkonusudur. Çünkü eğer öyleyse, bu, mevcut kriz sırasında politik olarak çok cazibeli bir tez olmasa da, yeniden yapılanmaya karşı – liberal iktisatçılar Paul Krugman ve Joseph Stiglitz'in hayalini kurdukları yeni New Deal'e karşı – güçlü bir tez olacaktır.

Hükümetin ekonomik bunalıma neden olma temel sorumluluğunu üstlendiğine dair şüphelerimi zaten belirtmiştim. Bugün bilinene dayanarak tahmin edilebileceği kadarıyla (önemli bir meziyet olduğu açıktır) ekonomik bunalım, bırakınız yapsınlar ekonomik rejimindeki normal ticari faaliyetin bir sonucudur – daha doğrusu, ekonomik piyasaların normal işleyişiyle birbirini tutan bir olaydır. Banker ve tüketiciler de genel olarak aynı şekilde riskli bankacılık uygulamalarının artışını, konut piyasasının şişmesini ve patlamasını ve kişisel ta-

sarruf oranlarının düşmesiyle birlikte bu tasarrufların riskliliğinin artışını gören dönem boyunca rasyonel kişisel çıkarlarına uygun davranır görünmektedir. Piyasa katılımcıları pek çok hata yaptılar ama bu olağan bir şeydir. Ne zaman farklı olmuştur ki? Belirsizlik ekonomik yaşamın içine işlemiştir.

Medya, finansörlerin kanunsuz iş, yolsuzluk, ahmaklık ve görünüşe göre muazzam savurganlık örneklerini teşhir ederek eğleniyor. Bazen ihbar ettikleri şeyi yanlış yorumluyorlar. Örneğin, Merrill Lynch, Bank of America'nın kollarına düşmeden aylar önce, Merrill Lynch'in CEO'su olduğunda, John Thain'in ofis dairesinin 1.2 milyon dolarlık yeniden dekorasyonunun eleştiri bombardımanına tutulması. Bir kısmı çok zengin yatırımcılardan olmak üzere milyarlarca dolar para toplayan şirketler, işyerlerini bu tür yatırımcıları etkilemeye uygun bir tarzda dekore etmek için meşru bir iş gelirine sahiptir. Finansal kriz, aslında bazıları hatalı olan finansörler tarafından alınan kararların bir sonucuydu. Ancak hatalar bütün sisteme tesir eden – dolandırıcıların ve aptalların maskaralıklarından çok, düşük faiz oranlarının ve devlet denetiminin kaldırılmasının (deregulation) şekillendirdiği bir ortamda bankacılık mesleğinin yapısının bir ürünüydü.

Liberal kapitalizm bizi yüzüstü bıraktı ama bunalımın ön koşullarının gelişip ekonomiyi mahvetmesine hükümet geçit verdi. Ayrıca krize verdiği yanıtlar geç kalınmış, tutuk, tereddütlü ve olumsuz bir şekilde dile getirilmişti. Tepkiler ayrıca "manevi zarar" da (risklerin gerçekleşmesinin sonuçlarına karşı sigorta edilmişseniz riskli davranışta bulunma eğilimi) yarattı. Bunu, banka mevduatlarının federal mevduat sigortasındaki sınırlamaları kaldırarak ve bu sigorta kapsamını para piyasası fonlarındaki çek hesaplarına genişleterek yaptılar ama daha da önemlisi "batamayacak kadar büyük" addedilen batmakta olan şirketleri kurtararak yaptılar – şirket devleşmesi ve finansal sorumsuzluk güdüsü (birbirleriyle çok yakın ilişki içindedir çünkü şirket büyüdükçe maiyetindekileri kontrol etme zorluğu da artar). Hükümet, açığa satışı sınırlayarak serbest fonların işleyişini gereksiz bir şekilde sekteye uğrattı – bankacılık sektö-

ründeki krizin doruğunda Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission) hisse senetlerini açığa satmayı yasakladı. Federal bütçe açığını ciddi anlamda arttırması nedeniyle de hükümetin krize müdahaleleri gelecek bir enflasyonun tohumlarını atmaktadır. Ancak bu eleştirilerden başlıcaları – manevi zarar yaratması ve gelecek bir enflasyonun tohumlarını atması – bir ekonomik bunalımı daraltacak etkili önlemlerin kaçınılmaz yan etkilerini ilgilendirmektedir.

Hükümeti krizden sorumlu tutmak iki açıdan tartışmaya açıktır. Birincisi, eğer ekonomiye hiç hükümet müdahalesi olmasa, muhtemelen hâlâ bir bunalım olacaktı çünkü Merkez Bankası'nın 2000'lerin başlarındaki gevşek para politikası olmasaydı bile, düşük faiz oranlarının yarattığı ekonomik bunalım riskine karşı Merkez Bankası eskisinden daha tetikte olmadığı sürece faiz oranlarını düşük tutmak için yeterince yabancı sermaye olacaktı. Düşük faiz oranlarının yanında bunalımı geliştiren finansal krize katkısı olan diğer faktörlerin olduğunu da unutmayalım. Bu faktörleri şöyle sıralayabiliriz: ipotekli kredilerin agresif pazarlaması, riske karşı alabildiğine açılmış bir iştah, oldukça rekabetçi, devlet denetiminin büyük ölçüde kaldırıldığı finans endüstrisi ve borcun menkulleştirilmesi.

Eğer hükümetin kurtarma paketi beklentisi olmasaydı (manevi zarar konusu budur) işadamları ve bireylerin daha dikkatli davranmış olacakları doğrudur. Hükümet desteği bütün şirketleri, bütün iş hayatını ya da bütün hissedar değerlerini kurtarmasa da, mali yardımla kurtarılan şirketler, şirket kurtarılmasaydı işlerini kaybetmiş olacak çalışanlarını elinde tutar ve bir iflasta yok olacak olan özsermaye değerleri muhafaza edilir. Yine de, mali yardım sarsıcı bir deneyimdir. Teminatlı borç sahipleri bile genellikle çok zarara uğrar çünkü teminatlarının değeri düşer. Ancak ağır basan manevi zarar kaygıları, hükümet bunlara parasal ve mali önlemlerle karşı çıkmak için agresif adımlar atmakta isteksiz olursa bunalımın büyük ölçüde daha da derinleşeceği ve önemli ölçüde uzun süreceğidir.

İkincisi, finansal düzenlemede hükümetin ve özel sektörün

çizgisinin bulanıklaşmasıdır. Bu özellikle Bush Yönetimi için geçerlidir. Bernanke'nin hükümette altı yıl, Paulson'ın da yatırım bankeri olarak yapmış olduğu kariyerinden sonra sadece iki yıl görev almasına (artık ayrıldı) rağmen, Bernanke ve Paulson ne politikacıdır ne de meslekten yetişme memurdurlar. Obama Yönetimi'nde Hazine Bakanı olmadan önce New York Merkez Bankası'nın başkanı olan Timothy Geithner önemli bir istisna olsa da, baş danışmanlarının Merkez Bankası ve Hazine Bakanlığı'nın meslekten yetişme memurları yerine yatırım bankerleri ve akademisyen iktisatçıları vardır (Paulson'ın durumunda vardı). Politikacılardan beklenen spekülasyona karşı bir tür anlamsız düşmanlığı yansıtır görünen hisse senetlerinin açığa satışının geçici olarak yasaklanması bile, Morgan Stanley'nin CEO'su ve diğer finansörler tarafından şiddetle tavsiye edildi. Beyaz Saray, Kongre ve tembel Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission), Bush Yönetiminin bunalıma karşı son nefesinde aldığı önlemlerde rol alan figüranlardı. Aslında Wall Street'in yarattığı krizi düzeltecek hükümet yetkisi Wall Street'e emanet edilmişti. Hükümetin en üst düzey finansal yetkililerini finansal sektör ve akademik çevrelerden işe almanın Bush Yönetiminin buluşu olduğunu söylemeye çalışmıyorum. Ancak Bernanke ve Paulson'ın ne kadar yakın zamanda görevlendirilmiş olduğu, bunalımla mücadelede özel sektörden olan finansal uzmanların tavsiyelerine ne kadar aşırı derecede bel bağlamış oldukları ve Kongre ve Beyaz saray'daki politikacıların ne kadar küçük bir rol oynadıkları dikkate değerdir. Kongre bir dolu yaygara kopardı ama sonunda çoğu Bernanke ve Paulson tarafından yapılan teklifleri, bunalıma verilen yanıtların çoğu topal ördek bir Kongre zamanında verildiğinden kısmen de olsa incelemeden onayladı. Ne gariptir ki yeni aşırı organize Demokrat Kongre'nin yeni Demokrat Başkan'ın yönetiminde Cumhuriyetçi selefinin yönetiminde olduğundan çok daha iddialı, doğrusu istenirse çok daha tez canlı olması muhtemeldir. Kongre'yi denetleyen aynı partinin bir Başkan'ı, partisinin üyelerini tavlamak ve yağ çekmek ihtiyacını daha az hisseder ve ayrıca da diğer partilerin yasama meclisi üyeleriyle

köprü kurarak onlara olan bağımlılığını azaltmaktan hoşlanır. Bu da kendi partisinin yasama meclisi üyelerinin gücünü tehdit eder ve onların izzeti nefislerini yaralar ve onlar da buna direnirler.

Finansal bir krizin yönetiminin politikacı ve bürokratlardan çok, finansal uzmanlara havale edilmesini eleştirmiyorum. Ancak bu, finansal krizin bir hükümet başarısızlığından çok, aslında kapitalizmin krizi olduğunun da başka bir kanıtıdır. Muhafazakarlar Fannie Mae ve Freddie Mac'e – ülkenin ipotekli kredilerinin büyük bölümüne sahip olan ya da güvence veren federal olarak desteklenen şirketlerdir ve riskli uygulamaları krize katkıda bulunan finansal kuruluşlar arasındadırlar – saldırmak istemektedirler. Sadece üst gelir grubuna verilen ipotekli kredilerle (prime mortgages) birlikte düzenlediği menkul kıymetlere güvence vermesine rağmen, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri Fannie Mae icat etti. Her iki şirketin de düşük dereceli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle başı derde girdi ve 2008 Eylül'ünde batacakları için hükümet tarafından satın alındılar. Federal olarak imtiyazlı olmalarına rağmen, o zamana kadar özel şirketlerdi. Eğer hissedarları ve oldukça yüksek tazminatlı yöneticileri olmasaydı, aldıkları pek çok riski almamış olacaklardı çünkü aynı kâr fırsatlarına sahip olmayacaklardı. Davranışları, bir bütün olarak, özel durumları dikkate alındığında hiç de sürpriz olmayan bankacılık endüstrisine ayna tuttu.

Muhafazakarlar ayrıca 1977 tarihli Yeniden Yatırım Yasası'nın (Community Reinvestment Act) ve 1990'larda uğradığı değişikliklerin finansal krize katkısı olduğunu iddia etmektedir. Bu yasa, federal banka düzenleme kurullarının bankaları az gelirleri olduğu için sınırlı kredi riskleri olan insanlara kredi vermeye teşvik etmesini istemektedir. 1990'larda geçirilen diğer yasalar, Fannie Mae ve Freddie Mac'i güvence verdiği düşük ve orta gelirli ailelere verilen ipotekli kredi sayısını arttırmaya teşvik etti. Ancak yasalar bankaların riskli kredi vermesini aslında *istemiyordu* ve yasaların konut balonu sırasında verilen yüklü miktardaki riskli krediden sorumlu olduğuna dair inandırıcı bir delil de yoktur.

Bu yasalar Clinton ve (ikinci) Bush Yönetimlerinin ev sahibi olmayı yaygınlaştırmak amacıyla ipotekli kredi standartlarını gevşetmeleri için kredi verenlere baskı yapacak daha geniş çabalarının bir parçasıydı. Bankalar dahil, denetlenmiş ve düzenlenmiş şirketler politikacı ve memurlara burun kıvıramazlar. Ancak yapmış olduğum finansal krizin esas sebeplerinin analizi doğruysa, kredi verme standartlarını düşürmek için hükümet tarafından uygulanan baskı, açık kapıyı iteleme sorunuydu. Bankalar riskli ipotekli kredi vermek *istiyordu*.

Hükümetin krizdeki kritik rolü bir özendirmeden çok icazet rolüydü. On yılları aşan zaman zarfında bankacılık ve genel olarak kredilerde devlet denetiminin büyük ölçüde kalkmasıyla, hükümet istemeyerek özel aktörlerin – bankerler, ipotek komisyoncuları, emlak komisyoncuları, ev sahipleri ve diğerlerinin – hükümetin bir ekonomik bunalıma dönüşmesini engelleyemediği finansal krizin gelişmesine neden olacak rasyonel çıkarcı kararlar almasına izin verdi. İdari eylemsizlik piyasanın derin başarısızlığına yardakçılık etti. Hükümetin bu eylemsizliği kısmen politik baskıların (faiz oranlarını düşük tutmak, refah yanılsamasını sürdürmek ve siyasi kampanyalara büyük katkısı bulunan – tesadüfi olmayan – güçlü politik çıkarları uzlaştırmak) bir sonucuydu. Ancak aynı zamanda hükümet yetkilileri tarafında yaşanan bir gönül rahatlığının ve bu yetkililerin ekonomik bunalımı önlemek için etkili araçlar edinmiş oldukları doğal varsayımının da bir sonucuydu; Mart 1933'de dibe ulaşan Büyük Bunalım'dan yetmiş beş yıl sonra hiç kimse bir tekrar beklemiyordu – bunalımlar "tarihe karışmıştı". Hükümetin eylemsizliği aynı zamanda, Clinton Yönetimi tarafından önemli ölçüde paylaşılan serbest piyasa ideolojisinin ve bundan dolayı da finansal endüstriden devlet denetiminin kaldırılmasının başladığı 1970'lere kadar giden önceki yönetimlerin meyvesiydi. Bu ideolojik sadakat Bush Yönetimi tarafından doruğa çıkarıldı ve SEC'in (Sermaye Piyasası Kurulu'nun) Madoff dolandırıcılığını farkına varamaması bunun tipik bir örneği oldu.

2008 yılında ortaya çıkan bu dolandırıcılık, bunalımın bir

sebebinden çok, bir ek sonucuydu, yine de önemli bir özel denetim ve düzenleme örneğine gölge düşürerek bunalımı daha da beter hale getirdi: "fonların fonları" olarak bilinen finansal kurumlar. Bunlar diğer serbest fonlara (hedge fonlara) ya da benzer yatırım fonlarına yatırım yapan serbest fonlardır ve yatırım yapılacak en iyi serbest fonları (binlerce serbest fon vardır) seçmeye ve performanslarını izlemeye karşılık yatırımcılarından talep ettikleri ücretleri mazur gösterirler. Serbest fonlar gizlidir; fonların fonları, serbest fonları denetleyen bir tür özel Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission) gibi işler ya da işlemek ister. Ancak bazı fonların fonları, müşterilerinin yapılması beklentisi içinde olduğu bir tür "durum tespiti" yapmadan Madoff'un saadet zincirine yatırım yapmış gibi görünmektedir. Fonların fonlarının gözetimindeki yatırım yapan topluluğun güveni sarsılırsa, bu, serbest fon müşterilerinin paralarını geri çekmek için ek taleplerde bulunmalarına neden olacaktır.

Ancak Madoff skandalının vurgulamak istediğim tarafı ekonomik bunalıma katkıda bulunan hükümet felsefesi üzerine tuttuğu ışıktır. Görünüşe göre bugüne kadar görülmemiş kapsamdaki bu çok enteresan dolandırıcılık on yıllardır sürmekteydi ama Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission) tarafından ortaya çıkarılamamıştı; üstelik Harry Markopolos adındaki bir yatırım uzmanının Madoff'un bir saadet zinciri işlettiğine dair Sermaye Piyasası Kurulu'nu sekiz yıl öncesinden başlayarak suçlama bombardımanına tutmuş olmasına rağmen. Bu adi dolandırıcılık türünde, yatırımcıya yatırımı için genellikle mantıkdışı bir yüksek getiri vaat edilir – ayda yüzde 10 anormal olmayabilirdi. İlk yatırımcılara paraları vaat edildiği gibi ödenir ise de bu ödeme onlardan habersiz onların ana parasından ve diğer yatırımcıların ana parasından yapılır. Yatırımcıların sevindirici görünen bu deneyimleri, ağızdan ağza yayılıp diğerlerini de yatırım yapmaya teşvik eder ve yeni gelenlerin hem kendilerine hem de ilk yatırımcılara vaat edilen getirilerin ödenmesi için kullanılan yatırımları, zincirin devam etmesini sağlar. Sonunda zincir kopar ve bu zincirin kurucusu

yatırımlar üzerindeki sözde kazançları ödemek yerine el koyduğu paralarla birlikte kayıplara karışır; yine de bu yazı yazılırken Madoff'a verilen o paralara ne olduğu bilinmemektedir.

Madoff'un saadet zinciri medyada (kendisine yöneltilen suçlamalar hakkında henüz adli bir soruşturma yoktur bu yüzden kendisinin yasal durumuyla ilgili konuşmayacağım) anlatıldığı gibi boyutu ve süresi bakımından emsalsizdi. Madoff'un elektronik ticaretin bir öncüsü olarak menkul kıymetler endüstrisindeki ünü ve NASDAQ'ın eski başkanı olarak da statüsü, saadet zinciri deyişiyle orta karar (yılda yaklaşık yüzde 10) ama düzenli kâr vaadiyle tecrübeli yatırımcıları çekmesini sağladı. Hiçbir tecrübeli yatırımcı ayda yüzde 10 vaat eden birine yatırım yapmaz. Tipik bir saadet zinciri dolandırıcısı çabuk ve kolay yoldan zengin olma vaatlerini yolunacak kazların önüne seren albenili bir dolandırıcıdır. Saadet zinciri dolandırıcısı tarafından vaat edilen getiriler ne kadar ölçülü olursa, zincirin, dolandırıcının yatırımcılarına vaat edilen kazançları vaat edileni kazanmayan ana paradan ödemesinden kaynaklanan sermaye kaybının üstesinden gelebilmesi de o kadar uzun sürer.

Bazı gazeteciler saadet zincirlerini piramit düzenleriyle (pyramid schemes) karıştırarak, konut ve kredi balonlarını saadet zincirleri olarak tanımlamaktadır. Bir saadet zincirinin esası düzenbazlığa dayanır. Yatırımcı yatırımı üzerine vaat edilen yüksek gelirin, zincirin devam etmesi amacıyla kendi yatırımının diğer yatırımcılara ödeme yapmak için kullanılacağından değil de, kurucunun yatırımı çalıştırmasından geldiğini sanır. Oysa bir piramit düzeninde bir aldatmaca olmasına gerek yoktur çünkü bu düzende kişi imalatçının ürününün perakende satıcısı olmak için birine ücret öder ve kendisine, üye yaptığı her perakende satıcının ücretinden pay vaat edilir. En sonunda artık başka yeni üye kalmaz. İşte spekülatif bir balondaki durum da böyledir, en sonunda balon şişeceğe noktaya kadar şişer ve ardından patlar. Ancak her iki örnekte de düzenbazlık – ya da mantıksızlık yoktur. Piramit düzeni bir kumar oynama biçimidir. Oysa eğer yatırımcıların değerde sürekli artış olacağına dair mantıklı bir beklentisi varsa, balon bir kumar oynama

biçimi değildir. Unutmayalım ki fiyatlardaki ani yükselişin aslında bir balon olduğu kati olarak sadece balon patladıktan sonra söylenebilir.

Markopolos'un suçlamalarının küçücük gayretli bir araştırmasıyla Madoff'un ticaret hacminin, yatırımcılarına söylediği kârları yaratamayacak kadar ya da o kârları sabit tuttuğunu iddia ettiği korunmayı gerçekleştiremeyecek kadar küçük olduğu ortaya çıkarılabilirdi. Buna rağmen herkesle birlikte onun da tutuklandığını öğrenene kadar Sermaye Piyasası Kurulu'na (Securities and Exchange Commission) kimse tarafından bir şey söylenmedi. Muhafazakarlar, "ne bekleyebilirsiniz ki?" diyorlar – çünkü denetim ve düzenlemenin tamamen etkisiz olduğuna ve menkul kıymetler dolandırıcılığına karşı ellerinden geldiği kadar kendilerini korumak için bu işlemi yatırımcıların sorumluluğuna bırakmak gerektiğine inanıyorlar. Sermaye Piyasası Kurulu'nun bütçesi, kurulun Enron, WorldCom ve yeni yüzyılın başlarında açığa çıkmış olan diğer dolandırıcılıkları ortaya çıkaramamasına tepki olarak, 2002–2003 yılları arasında önemli miktarda arttırıldı ama yine de Madoff'un saadet zincirini ortaya çıkaramadı.

Bütünüyle değişmez denetim kabiliyetsizliğinden daha mantıklı gelen alternatif bir hipotez, Bush Yönetiminin ısrarla sermaye sahiplerinden yana olan felsefesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nu menkul kıymetler endüstrisine aşırı derecede güvenir hale getirmesidir. Piyasaların kendi kendini düzenleyebileceğine inanılıyordu, bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu uykuya dalabilirdi. Ve öyle de yaptı. Kurulun Bush'un başkanlığı sırasındaki son başkanı Christopher Cox, kurulun yürütme kadrosunun – ve hatta risk değerlendirme ofisinin – sindirilmesi, baltalanması ve yıldırılması nedeniyle şiddetle eleştirilmiştir. Finansal krizin akut aşamasının başlangıcını imleyen Bear Stearns'in batmasından günler önce Cox şöyle dedi: "Şu anda bu şirketlerdeki sermaye destekleri açısından çok rahatız." Hakkında konuştuğu şirketlerin çoğu – yatırım bankaları – iflasın eşiğinde sallanıyordu; bazıları eşiği çoktan geçmişti.

Hükümetin denetim hatası çok büyüktü ama bu, piyasanın

iflasını mazur gösteremez. Daha doğrusu, finansal istikrarın kamusal yararını koruyacak daha iyi bir hükümet müdahalesine ihtiyacını hasır altı edemez – aslında altını çizer. Hükümet tamamen pasif değildi. 2000'lerin başındaki çok düşük faiz oranları bilinçli bir hükümet politikasının ürünüydü, bankaları kaldıraç oranlarını yükseltmeye teşvik ediyorlardı. Ancak bir fırsatın var olması ondan faydalanacak kararla aynı şey değildir. Faiz oranları düştüğü zaman hiçbir şey bir kredi vereni kaldıraç oranını yükseltmeye zorlamaz. Bunun yerine şirket aynı borç/özkaynak oranını sürdürmek için daha fazla borçlanmayla orantılı sermaye ekleyebilir. Bankalar kaldıraç oranlarını arttırmaya *karar vermek* zorundaydı ve o kararın sorumluluğunu hükümete ("bana bunu devlet denetiminin kaldırılması (deregulation) yaptırttı") yüklemelerine, kaldıraç oranının riskliliğini arttıracak gibi görünen ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve kredi temerrüt takasları gibi finansal araçları sorumlu tutmalarına izin verilmesinden daha fazla izin verilmemesi gerekir. Bu araçlar geliştirildi, onlara inanıldı ve özel sektör tarafından harekete geçirildi. Bankalar bir ekonomik felakete yol açabilecek ve açan riskler almaya karar verdi. Ancak, "suçlama"nın yıkıcı bir piyasa başarısızlığına (market failure) bile olsa doğru bir yanıt olup olmadığı sorusu, ki bunu 9. bölümde ele alacağım, nedensel bir anlamda endüstri ve hükümetin daha sorumlu olup olmadığı sorusundan farklı bir sorudur.

Bununla birlikte göreli sorumluluk sorunu çözülmektedir; hiç şüphesiz hem ciddi bir devlet başarısızlığı (government failure) hem de piyasa başarısızlığı vardı; asıl devlet başarısızlığına verilen standart politik yanıtlar denetim ve düzenleme (regulation) ile yeniden yapılanmadır (reorganization). Yeniden yapılanmanın genellikle denetim ve düzenleme üzerinde önceliği vardır. Hükümet bir tekrarı önlemek için bir şeyler yaptığını kanıtlamak ister ve "mesajı aldığını" ve "bir şeyler yaptığını" göstermenin en ucuz ama en göze çarpan ve dramatik yolu yeniden yapılanmaktır. Bu nedenle, 11 Eylül saldırılarından sonra İç Güvenlik Bakanlığı (Department of Homeland Security) ve Ulusal Haberalma Müdürlüğü (Directorate of National Intelli-

gence) yaratılmıştır. Konsolidasyon, ülkenin terörist saldırılara ve diğer facialara karşı korunmasındaki boşlukları kapatacağına dair olası, ama muhtemelen hatalı bir örnek gösterildi. Finansal sistemi denetleyen ve düzenleyen çeşitli devlet kurumlarının bütünleşmesi için benzer ama daha zorlu bir örnek verilebilir; dolayısıyla böyle bir yeniden yapılanmanın olacağı muhtemel gibi görünmeye başlamaktadır. Yeniden yapılanma sırasında eylemsizliğine ceza olarak Sermaye Piyasası Kurulu feshedilirse, Bernard Madoff ve Christopher Cox şöhrete ortak olabilir.

Ancak krizin ortasında yeniden yapılanmak ve tıpkı kriz ortasında düzenleme veya yeniden düzenleme gibi, kaos için bir formüldür. Birinden birini yapma iddiası finansal düzenlemenin kurumsal yapısını değiştirme kabiliyetinin zamanla zayıflayacağı anlamına gelir; Başkan'ın şu anki gücü maksimum düzeydedir, kullanılmalıdır ve şüphesiz kullanılacaktır. Ancak 10. bölümde tartışacağım gibi, finansal aracılığın en iyi nasıl düzenleneceği sorusu, ekonomik bunalımla mücadelenin hemen–şimdi sorunlarıyla meşgul hükümet yetkilileri tarafından ayaküstü akıllıca cevaplanması çok zor bir sorudur. Gerçekten de finansal düzenleme sistemini elden geçirmeye çalışmanın başlıca sonucunun, yetkilileri ekonomiyi canlandıracak çabalarından alıkoymak ve bankaların ve diğer finansal aracıların iş çevrelerini şu an olduğundan daha da fazla belirsizleştirmek suretiyle ekonomik bunalımı uzatmak olacağı muhtemeldir. Bush Yönetimi en azından İç Güvenlik Bakanlığı (Department of Homeland Security) ve Ulusal Haberalma Müdürlüğü'nü (Directorate of National Intelligence) yaratmadan önce 11 Eylül saldırıları sona erene kadar bekledi. Son derecede karmaşık finansal sektörün yeniden yapılanmasının bunalımın sonunu olmasa da en azından sonun başlangıcını beklemesi gerekir.

8
Ekonomi Mesleği Ayakta Uyuyor

FİNANSAL KRİZİ öngörememe konusuyla ilgili en büyük bilmecelerden biri pek çok akademisyen iktisatçının ileriyi görememesidir. Ancak istisnalar da vardı; Nouriel Roubini kötülük habercilerinin sadece en göze çarpanıydı. 2005 yılında Raghuram Rajan, 2007 yılı yazında Paul Krugman ve aynı yılın sonbaharında Martin Felstein sert uyarılarda bulunmuşlardı. Robert Shiller'den bahsetmiştim. Mart 2008'de Bear Stearns'in batışı, Alan Blinder ve Lawrence Summers gibi diğer ekonomistlerin de uyarılarına neden oldu. (Bununla birlikte, Lawrence Summers üç yıl önce "kurşun gözlü" diyerek alayvari bir üslupla Rajan'ın uyarılarını reddetmişti.) Ancak bildiğim kadarıyla, önde gelen akademisyen iktisatçılar arasında sadece Roubini gerçek bir bunalımı önceden tahmin etti. Durgunlukla ilgili uyarılar pek ilgi görmez ve belki de görmemelidir. Merkez Bankası için ekonomik durgunluğa standart yanıt faiz oranlarını düşürmektir. 11 Eylül sonrası hafif durgunluğa karşılık olarak yaptığı da budur – bu nedenle de bir ekonomik bunalıma neden olan kredi furyasına zemin hazırlamıştır.

Makroiktisat ve finansal iktisat, iktisat biliminin hayli prestijli alanlarıdır ve önde gelen makroiktisatçılar ve finans kuramcıları zeki insanlardır. Yine de, konut balonunun 2005 yılında hava kaçırmaya başlayıp 2006 yılında sönmesine, ekonominin 2007 sonlarından son günlere kadar bir durgunluk içinde olmasına ve yaklaşan çöküş için çalınan uyarı davullarının 2008 ilkbaharında kulakları sağır eder hale gelmesine rağmen, gerek akademik çevrelerdeki gerekse hükümet ve iş dünyasındaki yeterli sayıda ekonomist hükümet ve bankacılık endüstrisi üze-

rinde önemli bir etki yaratacak alarmı zamanında çalmadı. İpotekli kredilerin ve diğer borçların menkulleştirilmesi bizi 1990'larda Doğu Asya ülkelerini mahveden bir tür konut–kredi balonlarına karşı koruyan nominal değerden kabul edildi. Mayıs 2006'da Merkez Bankası başkanı Bernanke konut piyasasının "yatıştığını" ve bu yatışmanın "düzgün ve ılımlı" olduğunu ve piyasanın "güvenli bir iniş istikametini tutmuş" göründüğünü söyledi. 2005 Temmuz ayında konut fiyatlarıyla ilgili hafif bir endişe duyduğunu ifade etmiş olan selefi Alan Greenspan, 2006 yılının Ekim ayında "en kötü aşaması pekala da aşılmış olabilir" dedi. Kamu görevlilerinin her zaman tamamen dürüst olmaları beklenemez. Ancak bu kitapta alıntılarını verdiğim Bernanke ve Greenspan'ın ifadeleri yanıltıcıydı; işleri daha da kötü duruma soktu.

2007 yılı Eylül ayında Robert Lucas eşikaltı ipotekli kredi (subprime mortgage) krizinin "bütün ipotekli kredi piyasasına bulaşıp" ekonominin durgunluğa girmesine neden olacağından "şüphe" duyduğunu söyledi. Aynı yılın 1 Ekim'inde John Cochrane durgunluk yaşandığını reddederek en kötü ihtimalle hafif bir durgunluk olacağını öngördü. Bear Stearns krizinden bir ay önce, Şubat 2008'de Kongre huzurundaki ifadesinde John Taylor, Merkez Bankası'nı faiz oranlarını düşürmesine karşı uyardı. Mayıs ayındaki bir konuşmasında faiz oranlarının haddinden fazla düşük olduğunu söyledi. Oranların çok düşük olduğunu söylediği yıllarca önce haklıydı ama oranların yüksek olması gerektiği zaman da çoktan geçmişti; bir ekonomik bunalım sırasında faiz oranlarını arttırmak felaket getirir.

Eylül 2008'e kadar ekonomistlerin çoğu ekonomik bunalımdan hâlâ bir "yumuşak iniş" bekliyordu. 19 Eylül'de Lucas ekonominin bir durgunluğa gireceğinden – ki zaten on aydır o durumdaydı – endişe ettiğini ifade etti. 23 Eylül'e kadar Allan Meltzer, Lehman Brothers'ın batmasının konu dışı olduğunu ve "dar gelirli sokaktaki vatandaşın" ("Main Street") durumunun gayet iyi olduğunu belirterek herhangi bir hükümet müdahalesine karşı çıktı. 10 Ekim'de Robert Hall istemeye istemeye ekonomik durgunluğun başladığını söyledi; bir ay sonra da ülkenin

"kesin" olarak bir durgunluğa girdiği bulgusu olduğunu ifade etti. Bunların hepsi de önde gelen ekonomistlerdir.

Bu tür tahmin hatalarını mankafalılığa değil, ülkenin İkinci Dünya Savaşından bu yana aralıklı olarak geçirdiğimiz öteki hafif durgunluklardan daha kötü bir şeye sürükleniyor olabileceğine olan inançsızlığa yoruyorum. Önde gelen diğer pek çok makroiktisatçı ve aynı zamanda seçkin finans kuramcıları fırtına yaklaşıp da koparken tümüyle sessiz kaldılar; belki de bu ihtiyatlı bir gidişti. Şimdi bile meslek, sanki olanlara inanamıyormuş gibi belirsizlik ve kararsızlık içinde sürüklenir görünmektedir. Ekonomik bunalıma en iyi tepkinin nasıl verileceğine ilişkin mutabakata varılmış bir fikir birliği ortaya çıkmamıştır. Ekonomistlerin çoğu ekonomiyi düştüğü çukurdan çıkarmak amacıyla adeta her şeyi denemeye hazır görünmektedir.

1987'den 2006'ya kadar Merkez Bankası'nın başkanlığını yapan Alan Greenspan ekonomi mesleğinde çok saygı gören bir ekonomistti. 1995–2001 yılları arasında birbirleri ardınca Hazine Bakanları olan Robert Rubin ve Lawrence Summers'la uyum içindeki Greenspan ekonomik bunalıma zemin hazırlayan politikaları kabul ettirip uyguladı. Bu üçlü, ya faiz oranlarını arttırmak ya da bankaların sermaye yapılarının denetim ve düzenlemesini sağlamlaştırmak yoluyla kredi vermeyi sınırlandırmayı; yeni finansal araçları denetim ve düzenleme altına almayı; ya da Merkez Bankası'nın faiz oranlarını arttırması suretiyle yapabileceği gibi (ve sonunda da öyle yaptı ama çok geç kaldı) varlık–fiyatı balonlarını delmeyi reddetti. Greenspan'den sonra çok parlak bir akademisyen iktisatçı olan Bernanke geldi ve onun politikalarını devam ettirdi. Her ikisi de uyarı işaretlerini anlamadı ve 2006 yılında Merkez Bankası başkanı olan ve ondan önce de Başkan'ın Ekonomi Danışmanlığı Kurulu'nun (President's Council of Economic Advisers) başkanlığını yapan Bernanke, yumuşak iniş olmayacağını ve Merkez Bankası'nın kötüye gidişi durdurmak için ağır toplarını çıkarmak zorunda kalacağını kabul etmekte ağır davrandı. Merkez Bankası daha çabuk davranmış olsaydı eğer, balonlar daha az bir şiddetle patlayacak ve muhtemelen de bunalımın önüne geçilecekti; yine

aynı şekilde Bear Stearns'in batması, yaklaşan krizin bariz uyarısını yaptığı zaman daha şiddetli bir reaksiyon vermiş olsaydı, bunalımın önüne geçilecekti. Ancak varlık–fiyatı balonlarını delmekle ilgili politik sorunlar olduğunu ve Merkez Bankası'nın haddinden fazla politik tüyünü kabartırsa politik bağımsızlığını sürdüremeyeceğini kabul ediyorum.

Üst düzey yönetici tazminatı uygulamaları ile riskli kredi verme arasındaki ilişkinin az sayıda ekonomist farkına vardı (ya da farkına varanlar en azından bu konuda düşüncesini belirtmedi) ya da ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin, diğer teminatlı borç yükümlülüklerinin ve kredi temerrüt takaslarının riskliliğinin önemini anladı ya da kişisel tasarruflardaki azalma ile bu tür kredilerin ekonomiye arz ettiği tehlike arasında ilişki kurdu. Yine, bankacılık endüstrisindeki krizin, kriz vurduğu zaman, bir likidite yetersizliği krizi değil (ya da en azından temelde), ödeme aczi krizi olduğunu az sayıda ekonomist farkına varmış görünüyor. Sadece uyarı işaretlerinin iş işten geçinceye kadar görmezlikten gelinmesi meselesi de değil, ekonomi mesleği nihayet uyandığı zaman gördük ki ne Bernanke gibi hükümet ekonomistleri ne de kendi hesabına çalışan ekonomistler ekonomik bunalımın üstesinden gelmek için bir acil durum planı hazırlamışlardı. Konut fiyatlarında yüzde 20 ya da daha fazla bir düşüşün bankaların ödeme gücünü tehlikeye atacağı; muhtemel bir konut balonunun zeminine dayalı böyle bir düşüşün olanaksız olmadığı; ve bu nedenle de mevduat munzam karşılıklarını arttırmakta olduğu gibi, bankaların bilançolarını güçlendirecek önlemlerin ihtiyatlı olması oldukça net olmalıydı. Greenspan ve Rubin şimdi ileriyi görememelerinden ve hazırlıksızlık olmalarından dolayı özür diliyorlar, ki bu kendilerinin yararınadır, ama bu, halkın hükümetin ekonomi yönetimine olan güvenini arttırmaz; ve güvensizlik ekonomik kriz dönemlerinde insanların harcamalarını dizginleyerek bir köşeye sinmelerine neden olan şeylerden biridir.

Bir kısım medya yorumu, ekonomi mesleğinin yetersiz performansını, akademisyenlerin soyut matematiksel ekonomi modellerine aşırı derecede güvenmelerine yormaktadır. Ancak

akademisyen iktisatçılar tek itibarlı makroiktisatçılar değildir; Greenspan Merkez Bankası başkanı olmadan önce bir akademisyen değildi. Bir danışmandı ve Ulusal İş Ekonomisi Derneği'nin (National Association of Business Economists) eski başkanıydı. İktisat bölümlerinden çok, çoğunlukla işletme enstitülerinde bulunan ve alanları ekonomik durgunluklar ve bunalımlar konusunda makroiktisatla örtüşen finans profesörleri de finansal piyasaların gerçek dünyasıyla aşırı şekilde ilgilenme eğilimi içindedir. Bu profesörler sadece koltuk kuramcıları değillerdir; aynı zamanda danışman, yatırımcı ve bazen de yatırım uzmanıdırlar; bir üniversitenin fakültesine girmeden önce ya da üniversiteden dönem izni aldıkları sırada pek çoğu Merkez Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF) ya da diğer akademik olmayan kurumlarda çalışmaktadırlar. Öğrencileri de genellikle işletme enstitüsüne başlamadan önce yıllarca şirketlerde çalışmakta ve iş uygulamalarının güncel bilgilerini beraberlerinde getirmektedirler.

Finans profesörlerinin finansal endüstriyle ittifakında karanlık bir taraf vardır. Eğer endüstriyi eleştirir ve daha sıkı bir denetim ve düzenleme önerirlerse, kara koyun olabilirler ve kazançlı danışmanlık işlerini kaybedebilirler. Bu çıkar çatışması bazı ekonomistlerin tırnaklarını içeri çekmesine neden olabilirdi. Daha da önemlisi az sayıda kuramcı bankaların bilançolarını incelemeye ya da arkasını araştırmaya vakit harcamaktadır. İşletme iktisatçıları – danışmanlar ve şirket çalışanları ya da meslek odaları – ekonomik tahminin önemini belirtir ve genellikle sektöre özel bilgi ve veriye sahiptir ama çoğu, şirketteki statülerini tehlikeye atmaktadır. Emlak şirketleri ya da bankalar tarafından işe alınan ekonomistlerin konut ve kredi balonları hakkında konuşmalarını bekleyemezsiniz.

Ekonomik bunalım belli bir dereceye kadar Greenspan, Bernanke, Summers, Rubin, Paulson, ve Cox'un (son üçünün ekonomist olmamalarına rağmen) hatalarına bağlanabilir ama, hatalar kısmen ekonominin işleyişinde agresif devlet müdahalelerine karşı çıkan serbest piyasa ideolojisini benimsemiş ekonomistlerin, politika üretenlerin ve iş dünyası liderlerinin aşırı

yatırımlarından da ileri gelebilir.

Piyasaların sağlamlığına güvenen ve denetim ve düzenlemeden kuşku duyan ekonomistlerin hepsi de her açıdan "muhafazakar" değildir – ekonomistler siyasal ve sosyal eşitliğe inanmak bakımından liberal olabilirler ve şirket uygulamalarını denetlemek ve düzenlemek istemeden yeniden bölüştürme ile ilgili politikaları destekleyebilirler. Mümkün olduğu kadar büyük bir ekonomik pastanın nasıl yapılacağı sorusu, pastanın farklı bir şekilde dilimlenip dilimlenmeyeceği sorusundan farklıdır. Konu sadece şudur: finansal endüstriden devlet denetiminin aşırı ölçüde kaldırılması, popüler ekonomistlerin politik ve ideolojik bağlılıklarıyla tahrik ve teşvik edilen bir devlet başarısızlığıydı. Bunlar şu olasılığı gözardı eden ekonomistlerdi: finansal piyasalar, denetim ve düzenleme finansal krizleri engellediği için sağlam gibi görünüyordu. Ekonomik bunalım kapitalizmin sonudur ya da daha doğrusu belli bir tür kapitalizmin (geniş anlamda "bırakınız yapsınlar" (laissezfaire) kapitalizminin, popüler anlamda "Avrupa" ya karşı "Amerikan" kapitalizminin) çöküşüdür ve kapitalizmin en büyük güçlendiricisidirler.

Ekonomi mesleğinin bunalımı öngörememesinin ve kararlı bir biçimde karşılık verememesinin temelinde ekonomik bunalımlar araştırmasının iktisatın yetersiz bir dalı olması yatmaktadır. Ekonomistler tarafından ihmal edilmez ama ekonomistlerin bugünlerde ihmal ettiği (sonuç ne olursa olsun) konu ekonomik düşünce tarihidir. Bunalımlar hakkındaki ekonomik literatür çok geniş ve çok ilginçtir. Bununla birlikte bunalımları simgeleyen süreksizliklerin (kano örneğiyle açıklanan) örnek alınmasının zor olması bir problemdir. Robert Lucas'ın Büyük Bunalım'ı ele alırken açıkladığı gibi, "Nasıl oldu da banka iflasları ve mali çöküşler istihdam ve üretimde büyük hareketlere dönüştürüldü? Doğru dürüst bir teorik modele sahip değiliz" (*The Economics of the Great Depression*'dan (Büyük Bunalım Ekonomisi), s.96) Ekonomik bir krize gösterilecek bir reaksiyonun, öteki yüksek gelirli insanlarca büyük ölçüde örnek alınan birtakım yüksek gelirli insanların mali güç-

lerinin pekala da elvereceği gösteriş amaçlı tüketimden vazgeçme kararı olacağını kim tahmin edebilirdi?

Bunalım ekonomisinin diğer bir sorunu da, bunalımların çoğu ülkenin yaşamında ender görülen durumlardan biri olmasıdır; bu nedenle bunalımların nedenlerini, ciddiyetini, sonuçlarını ve çarelerini açıklığa kavuşturacak güvenilir istatistiki çıkarımlarda bulunabilmek için yeterince bol örnek toplamak, farklı dönemlerde, farklı ülkelerde ve dolayısıyla da farklı, genellikle kökten farklı, kurumsal, kültürel, politik ve ekonomik çevrelerde meydana gelen bunalımlar hakkında veri toplamayı gerektirir. Çok farklı cinsten bir örnekte her bir veri göstergesinin kendine özgü olması muhtemeldir. 1930'ların Amerika'sı ile 1990'ların Japonya'sı arasında (ya da hatta Japon bunalımı bizimkiyle karşılaştırıldığında 1930'ların Amerika'sı ve Japonya'sı arasında da) 1930'lar bunalımı sırasında sürekli olarak uygulansaydı bile, 1990'lardaki Japon bunalımına çözüm getirmeyen açığa dayalı harcamanın refahımızı eski haline döndürmeyeceğine dair güvenilir bir çıkarıma imkan tanıyacak pek çok farklılık vardır. Bir başka ama tipik sorun da, banka kredilerinin kısılmasıyla birleştirilen 1937'deki federal kamu harcamalarındaki azalmanın, nerdeyse ABD'nin İkinci Dünya Savaşına girişine kadar süren (işsizlik oranımız ancak 1940'ta yüzde 15 oldu) "ikinci bir bunalıma" neden olduğu genel olarak kabul edilmesine rağmen, politikadaki bu eşzamanlı değişikliklerin etkilerinin kolayca fark edilememesidir. Yine başka bir sorun da, ikinci bunalımın kısmen Ulusal Sanayii Kurtarma Yasası (NIRA –National Industrial Recovery Act) ve Ulusal İşçi İlişkileri Yasası (National Labor Relations Act) gibi üretimi sınırlandıran New Deal önlemleri yüzünden meydana gelmiş olabileceğidir.

Büyük Bunalım'ın çabuk atlatılmasına örnek olarak Hitler Almanya'sından bahsetmiştim. Mecburi askerlik hizmetiyle birleştirilen sınırlı erişimli yollar (meşhur otobanlar), savaş uçakları, denizaltılar, tanklar ve diğer savaş gereçleri üzerine yapılan aşırı açığa dayalı harcamalar, ABD'deki işsizlik oranı yüzde 15'in altına düşmeden önce işsizlik yıllarını ortadan kaldırdı. Japon-

ya'daki benzer bir yeniden silahlanma programı da aynı sonuçlara sahipti. İtilaf devletlerine karşı savaşı finanse etmek için devasa açığa dayalı harcamamız ise Japonya ve Almanya'nın yeniden silahlanma harcamasına denkti – her üç durumda da borçlanmayla finanse edilen askeri harcamalar ekonomik bunalımın etkili çareleri olmuş gibi görünmektedir. Alın size Keynes'i destekleyen üç kısa hikaye – ayrıca başka bakımlardan değersiz olmasına rağmen kamu harcamasının etkili bir bunalım panzehiri olabileceği görüşünü ne kadar desteklediğine dikkat edin. Keynes çukur kazdırmak, bunu yaptırdıktan sonra da tekrar doldurtmak üzere işsizlerin istihdam edilmesi örneğini verdi. Askeri harcamalar, genel anlamda ekonomik refaha hiçbir katkıda bulunmayan çukur kazma örneğine (ya da benim yabani kedi barınakları örneğime) benziyor. Ancak bu kısa hikayeler bugünkü bunalımda ABD için sadece sınırlı bir klavuzluk sağlar çünkü koşullar çok farklıdır. Keynes'in teorisinin gücü basit, sağduyu mantığında yatar: mal ve hizmetlere olan özel talep düşerse, bunun sonucunda atıl üretim kaynakları yani fırsat maliyeti aslında sıfır olan kaynaklar (işsizin boş zamanının değeri hariç olmak üzere) oluşur, borçlanmayla (ya da ülkenin Merkez Bankası tarafından sözkonusu durum için yaratılan parayla) finanse edilen kamu harcaması, olası maliyeti düşük talepteki durgunluğu yukarı çekebilir. Ancak bu mantığın yirmibirinci yüzyıl Amerika'sındaki koşullara uygulanabilir olup olmadığı kanıtlanmamıştır.

Rakip hipotezler dikkatli tecrübeye dayalı teste tabi tutulamadığından, aralarında yapılacak seçim önyargılardan çok etkilenir. Ekonomik bunalımlar hakkındaki hipotezler olayında, önyargıların buna karşılık ideolojiden etkilenmesi muhtemeldir, bu da bizi bu tartışmanın başladığı noktaya geri getirir. Sol–eğilimli ekonomistler, bunalımları kontrolsüz kapitalizmin çöküşünün bir kanıtı olarak görme eğilimindedir ve sağ–eğilimliler de bunalımların suçunu yanlış hükümet politikalarına yükleme eğilimindedir ve böyle politikalar olmasa en kötü ihtimalle arasıra durgunluklar meydana geleceğine inanırlar. Milton Friedman'ın görüşü budur – kendisi vaktiyle Merkez Bankası'nın

kaldırılması için baskı yapmıştı. Para arzının hükümet yetkililerinin takdirine bağlı kontrolünün, para arzı için sabit bir büyüme oranı tayin eden bir kuralla yer değiştirmesini istiyordu. Mevcut ekonomik durumumuz göz önüne alınacak olursa bu yaklaşım çılgınca gelebilir. Ancak 2000'lerin başlarında böyle bir kural yürürlükte olsaydı, Merkez Bankası ekonomiye su gibi para akıtamaz ve dolayısıyla da bir ekonomik bunalıma zemin hazırlayamazdı. Ancak yine de bir bunalım olabilirdi (ABD'ye yığılan onca yabancı sermayeyi unutmayalım), ki bu durumda takdir yetkili mali bir mercinin olmaması vahim bir durum yaratırdı.

Makroiktisadi politikadaki ideolojik bölünmeler – monetarist, Keynesçi, yeni–Keynesçi, yeni klasik iktisat ve Avusturya ekolü gibi makroiktisadi düşüncenin muhalif ekollerini yansıtan bölünmeler – fikir birliğini imkansız hale getirmekte ve politikacıları ve halkı geçiş yolu olmayan yabani bir bölgede başıboş dolaşmaya terk etmektedir. Bir çalışma alanı içinde muhalif ekollerin var olması, uygulayıcıları ne kadar yetenekli olursa olsun o alanın zayıf olduğunun işaretidir. Mevcut krizde, liberal iktisatçılar bunalımın davetiye çıkardığı kapitalizm eleştirilerinden, aktif hükümete ne yapabileceğini göstermek için sağladığı fırsatlardan ve bir bunalımın ortaya çıkardığı ve haber olmaya değer yaptığı denetim ihmalkarlığı ve sağlıksız ticari uygulamalardan zevk alırlarken, muhafazakar iktisatçılar – Başkan Reagan'ın yönetiminde Ekonomi Danışmanlığı Kurulu'nun (Council of Economic Advisers) başkanı olan Martin Feldstein açıkça istisna olmak üzere – ülkenin bir ekonomik durgunluk içinde olduğunu bile kabul etmekte geciktiler. Muhafazakar iktisatçıların bunalıma bir yanıt olarak açığa dayalı harcamaya karşı vergi kesintisini desteklemeleri, büyük hükümet biçimine olan husumetlerini yansıtmaktadır, buna karşın liberal iktisatçıların bayındırlık harcamalarını vergi kesintilerine tercih etmeleri, ekonomik bunalımı yeni bir New Deal için fırlatma rampası olarak kullanma arzusu içinde olduklarını yansıtmaktadır.

Bunalımların nedenlerini ve çözümlerini ekonomik açıdan yorumlamak, ideolojinin analizi etkilemediği noktaya kadar

ilerlememiştir. İktisatçıların diğer insanlarla paylaştığı politik ihtiraslarla iç içe geçmiş ekonomik tartışmanın her iki tarafında da sağlam iddialar ve bazı kanıtlar sunulduğunda ama fikir çatışması tecrübeye dayalı deneyle çözüme kavuşturulamadığında, ideoloji tarafından biçimlendirilen önyargılar, tartışmacılar üzerinde ipnotize edici bir nüfuz kullanacaktır. Yine de, sonuncusu gibi bu bunalımın da iktisatçılar tarafından ortaya atılacak yeni görüşleri teşvik etmesi ve gözleme dayalı çözümler için yeni veri sağlaması olasıdır. Şimdiden birçok yeni görüşü – örneğin Bernanke tarafından – teşvik etmiştir. Bernanke muhafazakar bir ekonomisttir ve muhafazakar ekonomistler açığa dayalı harcama programlarından ya da en azından bayındırlık hizmetleri işlerinden ve hükümetin ekonomik kaplama alanını genişleten transfer ödemesi kalemlerinden hoşlanmazlar. Buna rağmen, Bernanke, canlandırma programını desteklemekte ve bir ekonomik bunalımın yalnızca para politikasıyla önlenebileceğinden ya da iyileştirilebileceğinden şüpheye düşmektedir. Para politikasının bizi bunalımdan çıkaramadığını gördükleri için, pek çok iktisatçı inancını değiştirmekte – neredeyse bir gece içinde – Milton Friedman monetaristi olmaktan vazgeçip J.M. Keynes açığa dayalı harcamacısı olmaktadır. İktisatçılar ideolojiden etkilenirler ama kanıta kulak tıkamazlar. Onüçüncü yüzyıl İngiliz kasabası Middleton de Keynes adının Milton Keynes olarak değiştirilmesi isabetli bir tahmin olsa gerek. Ancak mesleğin Friedman'dan Keynes'e dönüşme hızı (tam olmamakla beraber) bunalım ekonomisinin entelektüel temellerinin istikrarsız olduğunu göstermektedir.

Bu tartışma başka bir bilmeceyi çözmeye yardım edebilir: hem finansal hem de genel basının yaklaşan ekonomik krize karşı nasıl olup da ekonomistlerden daha tetikte davrandıkları bilmecesini. Ben Bernanke ya da Robert Lucas ile ilgili entelektüel sınırları her ne ise, gazeteciler en azından ekonomik teori ve bunalımları önlemek için para politikasının yeterli olup olmadığı hakkındaki şüpheleri ortadan kaldırmış gibi görünen ekonomik tarihten edinilen önyargılarla engellenmemişlerdir.

Ayrıca burunları ekonomistlerden daha iyi koku almaktadır ve bu da onların bir konut balonunu ya da riskli ipotekli kredileri haberler Merkez Bankası'na ya da akademiye ulaşmadan önce yerel düzeyde duyumsamalarına olanak verebilir.

Başka bir fark daha vardır. Basın, *Ekonomist*'in sakin halini aldığı zaman bile, dramda başarılıdır ve dolayısıyla çatışma ve uyarılarda, anlaşmazlık ve geçimsizliklerde de. Balonlar ve banka iflasları, iş dünyası haberleri, zenginliğin, büyük ailelerin artması ya da inşaat malzemelerinin yüksek fiyatları gibi temel bilgilerle yönlendirilen ev fiyatlarındaki artıştan daha heyecan vericidir. Gazeteciler sorun işaretlerine karşı tetikte olmaya hazırlanırlar – ancak bu madalyonun öbür yüzü, uzman ve yetkililerin yaygaracılar olarak onların uyarılarını dikkate almama eğiliminde olmalarıdır.

9
Sorumluluğu Paylaştırma

EKONOMİK BUNALIMLA ilgili temel sorumluluğun özel sektöre ait olduğunu söylemiştim – örneğin Citigroup'un verdiği kredilerin risk miktarını artırmak için aldığı kararlar gibi. Madem ki devamlı durgunluk yaşıyoruz, o halde hükümetin bunları engelleyebilmesini beklemek gerçek dışı olmalı; hükümet bunların bir kısmını önlemekte, diğerlerini hafifletmektedir ve bu da beklenebilecek olanın en iyisidir. Ancak Büyük Bunalım deneyimi ve bir tekrarı önlemek için o zaman ve daha sonra oluşturulan araçlar dikkate alındığında, hükümetin durgunluğun bunalıma dönüşmesini engelleyebilmiş olmasını bekleyebilirsiniz. Hükümetin 2008 sonbaharında aldığı önlemler ve umarız ki bu yıl ve önümüzdeki yıl alacakları, mevcut bunalımın sonuncusunun derinliklerine gömülmesini engeller. Ancak alınan ve alınacak önlemler maliyetlidir çünkü bunalım kelimesi her ne kadar tabu olmaya devam etse de, gerçekten bir bunalım yaşadığımızı uyandıran bir kanıyı yansıtmaktadırlar. Bu önlemler ekonomiye uzun vadede zarar verebilirler. Üstelik bizdeki bunalımın ateşlediği küresel bunalım, dünya barışı ve ABD'nin uluslararası ünü ve etkisi için kötüye alamet olan yansımalar içermektedir.

Dolayısıyla devlet müdahalesi olmasa çoğunlukla bunalımlara dönüşecek olan durgunluklardan piyasa sorumlu tutulabilir çünkü hükümet bunun olmasını nasıl engelleyeceğini Büyük Bunalım sonrasında öğrenmeden (biz öyle sanırdık!) önce genellikle bunalıma dönüşürdü. Ancak bu, hükümeti zor durumdan kurtarmaz. Hükümet ekonomik çöküşü denetleyecek zamanında ve tutarlı önlemler alamadı. İflasın tohumları 1970'lerde başlayan

bankacılık ve kredilerin denetim ve düzenlemesini azaltacak çalışmada atıldı. Konut balonu başladığında ve bankacılıktan devlet denetiminin kaldırılması Glass–Steagall Yasası'nın (ticari ve yatırım bankacılığını kurumsal olarak ayırmıştı) iptal edilmesiyle sonuçlandığı sırada Clinton Yönetimi döneminde çimlendi ve yeni finansal araçların, özellikle kredi temerrüt takaslarının, bu araçların içeriği, riskleri ve değeri hakkında kamuyu bilgilendirecek olan takas alım satımını döviz piyasasına kaydırma işlemi sınırlı ölçüde olsa bile, denetim ve düzenleme altına alınmamasına karar verildi. Clinton döneminde ABD ekonomi politikasında baskın simalar olan Greenspan, Rubin, ve Summers, konut ve bankacılık endüstrilerini sonunda havaya uçuracak olan ivmenin artmasına meydan verdi. Ancak Bush Yönetimi ekonomiyi kötü yönetmeseydi bir ekonomik bunalım yaşanmayabilirdi. Bush, 2004 yılında Greenspan'ı Merkez Bankası başkanı olarak yeniden atadığı için eleştirilemez. Greenspan çok önemli bir üne sahipti; ününün abartıldığını ve görevdeki on yedi yıldan sonra misafirlikte gereğinden uzun süre kaldığını sonradan anlayabildik. Bernanke de 2006 yılında Greenspan'in halefi olacak süper bir seçim gibi görünüyordu, ciddi hatalar yapmaya devam etmesine rağmen muhtemelen de öyleydi. Geriye dönüp bakıldığında yanlış bir şey olmasına rağmen aynı yıl Paulson'ın Hazine Bakanı olarak atanması savunulabilirdi. Ancak Bernanke ve Paulson atandığı zaman, zararın çoğu çoktan verilmişti – ve yeni işlerinde başarıya ulaşmak için zamana ihtiyaçları vardı. Paulson'ın Bush Yönetiminde Hazine Bakanı olan selefleri – Paul O'Neill ve John Snow – finansal uzmanlar değillerdi. Bernanke ise Greenspan'in büyük gölgesinde kalıyordu.

Bush, Aralık 2002'de baş ekonomi danışmanı Lawrence Lindsey'i işten çıkarmakla hata etti – en çok da, resmi görüşün aksine, Irak'ta çıkacak savaşın ucuza mal olmayacağını (harcamaları gerçek değerinin çok altında tahmin etmesine rağmen) tahmin etmekteki sağgörüsü yüzünden. Harvard iktisat doktoralı Harvard'da ders veren ve Merkez Bankası'nın üyesi olan Lindsey, 1990'larda internet balonuna (dotcom balonu) karşı uyarmıştı ve muhtemelen çok daha tehlikeli olan konut balo-

nunu fark edip balona karşı tavsiyelerde bulunmakta Bush Yönetimindeki diğer üst düzey yetkililerden daha atik davranırdı. Ulusal Ekonomik Konsey'inin (National Economic Council) yöneticisi (şu anda Lawrence Summers tarafından doldurulan pozisyon) olarak Lindsey'in haleflerinin hiç biri – Stephen Friedman, Allan Hubbard, ve Keith Hennessey – ekonomist değildi ve ekonomi politikasında hiç birinin gözle görülebilir bir rolü yoktu. Bernanke 2006'da Merkez Bankası başkanı olana kadar Başkan'ın Ekonomi Danışmanları Kurulu'nun (Council of Economic Advisers) başkanıydı ama iyi bir ekonomist olmasına rağmen, bir makroiktisatçı ya da bir finansal iktisatçı olmaktan çok bir çalışma ekonomisi iktisatçısı olan Edward Lazear'in yerine geçti. Bush Beyaz Saray'ının bir ekonomik bunalımın üstesinden gelecek bir kadrosu yoktu. Artık bu değişecek. Lawrence Summers bir makroekonomisttir ve Lazear'ın halefi Christina Romer da bunalım ekonomisinde bir uzmandır.

Bush Yönetiminin ekonomi yönetiminde yaptığı diğer bir hata, ki bu hatanın ciddiyeti sadece sonradan görülebilir, kamu borçlarının (national debt) boyutunu çok arttıran Bush yıllarının bütçe açıklarıdır. Finansal kriz vurmadan önce kamu borçları o kadar çoktu ki, ekonomi, ABD ekonomisine uzun vadede ciddi zararlar vermeden ekonomik iyileşmeyi teşvik etmek için yapılan devasa giderleri karşılamakta zorlanacaktır.

Bütçe açıkları başka bir öneme daha sahiptir. Açıkları finanse edecek yabancı sermaye talebimizi arttırdı. Bu nedenle ABD'ye ihraç ettikleri mallar karşılığında dolar toplayıp dolarları buraya yatırmaktan – faiz oranlarını düşürerek bizim bunalımımıza (ve kendilerinin de bunalımına) zemin hazırlayan bir uygulamadır – hoşlanan Çin, Japonya ve Almanya gibi ihracata yönelik ülkelerin ticaret politikalarını teşvik etti.

Ekonomi mesleğinin temel politik konulardaki görüş ayrılıkları, ekonomi politikasını şekillendirmede politik tercihlere istediği gibi davranma özgürlüğü verdi. Ekonomik bunalım kapımıza dayanana kadar, ki hemen ardından ideolojinin geri plana çekildiği, Bush Yönetiminin iktisadi görüşüne ve denetim ve düzenleme icralarına (ya da icra edilemezliğine) yön verecek,

sermaye sahiplerinden yana, anti denetim ve düzenlemeci bir ideolojinin, dogmatik bir serbest piyasanın yolu açıldı. O zamana kadar Christopher Cox'un başkanlığındaki Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Securities and Exchange Commission) ihmalkarlığı Yönetimin ekonomi felsefesinin belirtisi niteliğindeydi. Bankalar tarafından verilen riskli kredileri dizginlemek için çok az şey yapılmıştı ve Mart 2008'de Bear Stearns iflastan kurtarılmadan önce ve ondan sonraki altı ay boyunca – sistem çökene kadar – bankacılık sisteminin çöküşünü engellemek için çok az şey yapıldı. Eylül ortalarında çöküş meydana geldiğinde hükümetin büyük şirketleri kurtarmak için atik davrandığı doğrudur. Ancak durumu kötüleşen finans piyasasına müdahale etmekte gecikmesine ek olarak, hükümet Lehman Brothers'ın batmasına izin vermeye karar verdi – yaklaşan fırtınaya karşılık tarihlenecek aptalca yapılan en büyük hata olarak görünen, yine de açıklanabilir, bir karar.

Lehman yaklaşık 165 milyon dolarlık teminatsız borçta acze düştü ama bu sorunun en ufağıydı. Lehman ihraççıları (büyük, mavi kurdeleli şirketler) yüzünden ve kısa vadeli olduğu için güvenli gibi görünen bir borç biçimi olan finansman bonosunun bir numaralı sağlayıcısıydı. Finansman bonolarının başlıca müşterileri, tamamen güvenli görüldükleri (ya da görülürlerdi) için düşük faiz oranları ödeyen para piyasası fonlarıydı. Lehman, finansman bonosu çıkaranlar ile para piyasası fonları arasındaki aracı kurumdu ve beklenmeyen bir şekilde battığında finansman bonosu piyasası – bütün kredi piyasasının önemli bir parçası – dondu. Lehman'ın batması finansman bonosunun neticede o kadar da güvenli olmadığını gösterdi, bu nedenle para piyasaları finansman bonosu almaya son verdi ve bunun sonucunda bu bonoyu piyasaya çıkaranlar da düzenlemeye son verdi. Bankalarda yedek kredi limitleri vardı, bununla birlikte, bunları birdenbire kullanmaya çalıştıklarında, bu bankaların yeni kredi verme güçlerini daha da azalttı. Bankacılık endüstrisinin hükümet tarafından kurtarılmasının niçin az miktarda yeni krediyle sonuçlandığından bahsetmemin bir sebebi, bankaların kurtarma parasını kredi kıtlığı yüzünden aralıksız

olarak ödeme yapmalarının talep edildiği önceki kredi taahhütlerini ödemek için kullanmak zorunda kalmalarıdır.

Lehman kredi temerrüt takasları piyasasında da oldukça aktifti. Dünyanın her yerindeki bankalarla vadeli takas sözleşmeleri vardı. Bu bankaların artık Lehman'ın takaslarında temerrüde düşmesine karşı (eğer sigorta edilen taraflarsa) ne kadar korunmaya sahip olduklarından ve eğer temin eden taraflarsa, Lehman'a ne kadar borçları olabileceğinden endişe etmeleri gerekiyordu. Lehman akreditif mektupları piyasasında da stratejik bir konuma sahipti. Bunlar bir işlemin sözleşme şartlarına göre yapılacağını garanti eden banka garantileriydi ve uluslararası ticarette neredeyse *zorunluydu* (*de rigueur*). Lehman'ın batması dünya genelinde kredilerin donması yüzünden zaten gerileyen uluslararası ticarette suyu bir anda bulandırdı.

Lehman'ın ani batışından sonra birbirini izleyen finansman bonosu piyasası gibi önemli piyasalarda borçlanmanın ve kredi vermenin donması, başta 700 milyar dolarlık kurtarma paketi olmak üzere hükümetin vakit geçirmeden önlem almasına neden oldu. Ancak hükümetin bu uygulaması, kredi piyasalarının donmasının yalnızca belirsizlik yüzünden olduğu ve keza, esasen bankaların ödeme aczi yüzünden olmadığı yanlış kanısı nedeniyle geç kaldı. Buna rağmen, hükümet Lehman'ın iflasını açıklamasına izin vermesinin ertesi günü, bankacılık sistemini iflastan kurtarmak için bankalara 700 milyar dolar vereceğini açıklamış olsaydı bile çok geç olacaktı; zarar çoktan verilmişti. Eğer Lehman iflas edebiliyorsa, her şirket iflas edebilirdi, öyleyse, eğer aldığı kurtarma parasının önemli bir bölümünü nakit veya hazine bonoları gibi nakde eşdeğer olarak elinde tutmak yerine kredi verdiyse bu durumda olan her şirketin gözü kara olurdu.

Lehman'ı kurtaramamanın başka bir önemi daha vardı ki bu da izleyen aylarda giderek artan bir önemi üstleniyordu. Hükümetin 700 milyar dolarlık kurtarma paketi hatasının ve daha sonra da otomobil endüstrisini kurtarma hakkında bir şeyler gevelemesinde – önce 700 milyar dolarlık kurtarma fonunu hepsinin finansal olmayan bir şirketi kurtarmak için kanunen

kullanılabileceğini inkar edip, ardından, Kongre otomobil endüstrisini kurtarma önergesine karşı oy kullandıktan sonra da, kongreye ait yetki olmaksızın kurtarma parasının bir kısmını ne olursa olsun otomobil endüstrisine verebileceğine karar vermesinde – olduğu gibi, bu olay da hükümetin kriz yönetimine olan güveni sarstı. Bu yüz seksen derecelik dönüş Bernanke ve Paulson'ın Lehman'ı kurtarmak için kanuni yetkilerinin olmadığına dair iddialarını çürütmüş oldu. Eğer kanunen acze düşmüş otomobil üreticilerini kurtarabiliyorlarsa, acze düşmüş bir yatırım bankasını da kurtarabilirlerdi. Gittikçe artan ölçüde anlaşılıyordu ki hükümetin hiçbir harekat planı yoktu – çöküşü durdurmak için umutsuz bir çaba içinde bir krizden diğerine yalpalayıp duruyordu.

İş dünyası makul ölçüde istikrarlı bir politik ortam gerektirir. Kurtarma programı tamamen buna mahsus olduğu için bankalar nereye dayanacaklarını bilmiyorlardı. Bankaların yeniden kapitalizasyonu yani sermaye–borç yapısının yeniden değerlendirilmesi belirsizlik nedeniyle imkansız hale geldi. Hangi aklı başında kişi banka sıkıntıya girerse hükümetin ne yapacağını bilmeden bir bankaya yatırım yapardı? Hangi banker kredi borçluları temerrüde düştüklerinde hükümetin bankaya daha fazla sermaye verip vermeyeceğini bilmeden bankasının hükümetten aldığı sermayeyi kredi verecek kadar aptal olabilirdi? Bankacılık endüstrisinin sermaye yapısını yeniden düzenlemek gerekebileceğini hiçbir zaman hayal edememiş olan Merkez Bankası ve Hazine Bakanlığı'nın yeniden kapitalizasyon için hiçbir planları yoktu. Bu da şu anlama geliyordu: Paulson ve kadrosu 20 Ocak'ta görevlerinden ayrıldıklarında yeni gelen Hazine yetkililerinin devam ettirebilecekleri bir planları yoktu. Kurtarma planı uygulamasının "şeffaflıktan" ve "sorumluluktan" yoksun olduğuna (belki bu artık değişecektir) dair feryatlar doğrudur. Ancak daha basit ve daha önemli olan konu bankaların kendilerine ne olacağı hakkında hiçbir fikri olmamasıdır, bu da doğal olarak kredi vermeye isteksizliklerini (çünkü sermayeleri yetersizdir) ve özel sermaye çekme acizliklerini güçlendirmektedir. Denetim ve düzenleme revizyonu beklentisi

sadece bankaların belirsizliklerini derinleştirir ve onları daha fazla felce uğratır.

Eğer ekonomik bunalımın üstesinden gelecek acil durum planları olsaydı, muhafazakarların bilhassa canlandırma paketine ilişkin, liberallerin ise bilhassa kurtarma paketine ilişkin şikayet ettikleri müdahalenin politikleştirilmesi daha az olurdu. Bu durumda profesyoneller tarafından hazırlanmış apolitik planlar olurdu ve politik akıbete açıkça maruz kalınacak şeyin arayışı içinde profesyonel danışmana karşı çıkmak için yük, politikacıların sırtına yüklenirdi.

Başkan Bush'un büyüyen krize ilgi duymadığı ya da sorumluluğu olmadığı izlenimini vermesi fayda etmedi. Hiç kimse bir Başkan'ın bir finansal uzman olmasını beklemez. (Mitt Romney ilk olmuştu.) Bir askeri uzman olmasını da beklemez ama bir savaşın genel gidişatını yürütmesi beklenir ve aynı şekilde bir gayretle bunalımı önlemesi de beklenir. Amerikan ve dünya kamuoyu, ABD Başkan'ının bütün enerjisini finansal krize yoğunlaştırmasını, temel bilgilere hakim olmasını ve ülkesine ve dünyaya kendinden emin, moral verici bir tonda, zorlukları küçümsemeden, basit ama küçümsemeyen ifadelerle zorlukları açıklayarak ve işinin ehli ve kararlı bir liderlik anlayışını aksettirerek seslenmesini beklerdi. Böyle yapmak yerine kendisi [ve şimdiye dek her halükarda dış dünyaya göründüğü kadarıyla İç Ekonomi Kurulu (Domestic Economic Council) ve Başkan'ın Ekonomi Danışmanlığı Kurulu (Council of Economic Advisers)] geri çekilip mevkisini ikisi de politikacı olmayan ve ikisi de krizin gerektirdiği iletişim vasıflarına sahip olmayan Bernanke ve Paulson'a terk etti. Ancak Bush en azından Bernanke ve Paulson'ın pragmatik tepkilerini – bunlar olmasaydı finansal kriz şu an olduğundan daha kötü olurdu – engellemek için Ortodoks muhafazakar düşünce biçimine izin vermedi.

Bernanke ve Paulson'ın bir sonraki adımlarının ne olacağının belirsizliği yeni Yönetimin Ocak 2009'da ne yapacağının belirsiz olması nedeniyle arttı; bu da yakında şaşırtıcı bir şekilde iddialı Demokrat–güdümlü bir Kongre'nin yeni Yönetimin yapmasına izin vereceği şeylerin belirsiz olmasıyla daha da arttı.

Hükümetin ekonomiyi yönetmekteki ustalığı hakkındaki şüphelerle birleştirilen bu belirsizlikler, iş planlaması için imkansız bir ortam yarattı. Kongre, ekonomiyi kurtarma zamanını belirleyemeye başlıca katkıları olan yetkililerle kavga etmesi, konuşma ve demagoji yapması ve oyalamasına göre, evsahipliğine önayak olmak için önceki yıllarda riskli ipotekli kredileri ısrarla kabul ettirmeye çalışmasından – çünkü bu açık kapıya abanmaktı – dolayı daha az sorumlu tutulur. Kongre ekonomik bir jiroskop olmadan faaliyet gösterir. Üyelerinin çoğu ekonomik krizi anlamaz ve krizi politik puanlarını arttırmak ve günün ihtiyaçlarıyla ilgisi olmayan politik gündemleri öne almak için bir fırsat olarak kullanmak ister. Bu durum bir ekonomik bunalım sırasında sendikalaşmayı teşvik etme hevesleriyle gösterilmektedir.

Greenspan ve Bernanke'nin müteakip Merkez Bankası başkanlıklarına, finansal krizin ve bunalıma gidişin asıl nedenleri gözüyle bakılmaktadır. Greenspan'in büyük prestiji, faiz oranlarını arttırarak konut balonunu kontrol altında tutması için ve Merkez Bankası'nın ticaret bankaları üzerinde sahip olduğu kontrolü daha iddialı bir şekilde uygulayarak riskli kredileri dizginlemesi için kendisine tam yetki verdi ama o bunu kullanmadı. Balonların şişip patlamasını bekleyerek ve sonra da faiz oranlarını düşürüp toparlayarak politik anlaşmazlıklardan kurtulabileceğini sandı. Geçmişteki başarılarının esiriydi – bu strateji 1998'de Long–Term Capital Management (LTCM) adlı yatırım fonu battığında, 2000 yılında dotcom balonu patladığında ve 11 Eylül saldırılarının sonucunda borsanın dibi gördüğünde işe yaramıştı. Ancak ekonomiye her para akışı bir yandan iş alemini Merkez Bankası'nın faiz oranlarını zamanında düşürerek sönen bir balondan yumuşak inişi her zaman sağlayacağına inanmaları için teskin ederken, diğer yandan bir sonraki balona zemin hazırladı. Anlaşılan Bernanke de aynı şekilde düşünüyordu: konut balonunun patlamasından ya da Countrywide'ın 2007'deki batma tehlikesi ya da Bear Stearns'in sonraki ilkbaharda batmasından kaynaklanacak herhangi bir yan etki faiz oranlarını düşürerek etkisiz hale getirilebilirdi.

Wellington Dükü büyük bir zaferin büyük bir tehlike olduğuna dikkat çekmişti. Başarı kendini beğenmişliğe yol açar. Ya da Wiliam Blake'in dediği gibi "damn braces:bless relaxes"* Greenspan'in parlak başarıları ve şöhreti yeni bir görüşle yeni bir krizin üstüne gitmeleri için onun ve halefinin hazırlıksız olmasına neden oldu.

Daha başka bir konu da 1970'lerin "stagflasyonundan" – gizemli görünen düşük ekonomik büyümeyle yüksek enflasyonun kesişme noktası – beri iktisadi dalgalanmalar makroiktisatçılarının zihinleri enflasyonu, faiz oranlarını bir durgunluğa neden olmayacak kadar yüksek tutarak önlemekle meşgul olmuştu. 2000'lerin başlarında Greenspan zor bir işe soyunmuş gibi görünüyordu – faiz oranları kontrol altında tutuluyordu ama enflasyon, artmasına rağmen, kabul edilebilir limitler arasında kalıyordu. Aslında oluyormuş gibi görünen şey, Çin ve başka bir yerden gelen ucuz ithal mallarının, verimlilikteki sağlıklı artışla birlikte, çoğu mal ve hizmetin fiyatlarını aşağıda tutması ve Greenspan'in tüketici fiyat endeksinin, özellikle ev fiyatları üzerinde önemli bir etkisi olmayan varlık fiyatlarına uyguladığı para politikasının yarattığı enflasyonist baskıyı başka yöne çevirmesiydi. Gayrimenkuller aşırı derecede borç ile finanse edildiğinden, borç ucuzladığında gayrimenkule olan talep artar. Evler son derecede dayanıklı tüketim malları olduğundan konut stoku daha yavaş artar; ve bir malın arzı elastik değilse, talepteki artış fiyatta büyük bir artışa neden olabilir çünkü arz çabucak yeni talep düzeyine çıkarılamaz.

Kabul edilemez bir enflasyon olmadıkça düşük faiz oranlarına sahip olabilecekmişiz gibi göründüğünde, durgunluk hakkındaki endişelerimiz de ortadan kalkar çünkü düşük faiz oranları ekonomik etkinliği teşvik eder ve böylece de durgunluk tehlikesini azaltır. Durgunluk tehditi düşük faiz oranları enflasyon yarattığında belirir çünkü Merkez Bankası enflasyonu sona erdirmek amacıyla faiz oranlarını artırmak için harekete geçecektir; 1980–82 yılları arasındaki şiddetli durgunluğun ne-

* ç. n. William Blake'in Cennet ve Cehennemin Evliliği (1793) adlı yapıtından bir alıntı.

deni buydu. Düşük faiz oranlarının bir durgunluğa ve hatta bir bunalımın politika radar ekranının kapalı olmasına neden olacak kredi furyasına yol açabilmesi, kısmen ucuz kredi ve finansal kuralsızlaştırmanın sinerjistik etkisinin gözden kaçırılması nedeniyledir. Bu tıpkı İkinci Dünya Savaşını kazanmak ama Vietnam'daki gerilla savaşında gafil avlanmak gibiydi. ABD başta Filipinler'deki olmak üzere eskiden böyle bir savaşla ilgili hayli tecrübe edinmişti ama bu eski bir hikaye gibi görünüyordu, tıpkı Büyük Bunalım'ın öyle görünmesi gibi – birkaç ay öncesine kadar.

Öyleyse herkese yetecek kadar kabahat vardır ve ayrıca daha önce bahsettiğim gibi beklenmedik faktörler de vardır – krizin zamanlamasına ilişkin olarak başkanlık seçimi kampanyası ve geçiş dönemi ve Noel alışverişi sezonu. Dolayısıyla serbest piyasanın, ekonomi biliminin, hükümetin hataları vardır – bir de kötü şans.

Bazı okuyucular Merkez Bankası ve ekonomi mesleğini haddinden fazla eleştirdiğimi ve sermaye sahiplerinin cezasını hafiflettiğimi düşünebilirler – bu da, bu ekonomik bunalımın kapitalizmin çöküşü olduğu iddiamla çelişir görünmektedir. Ancak sermaye sahiplerinin bunalımın baş *sorumluğunu* taşımalarına rağmen, bunun için bir aslanın bir zebrayı yediği için suçlanacağından daha fazla *suçlanabileceklerini* – ahlaki suçlamayı kastediyorum – sanmıyorum. Kapitalizm Darwin'cidir. İş adamları mali çıkarlarına katkıda bulunacak riskler (çoğunlukla yasal çerçevede) alırlar; bir işadamı için bankacılık endüstrisinin istikrarsızlığı yüzünden kararlarının ve rakiplerinin kararlarının bir ekonomik bunalımı tetikleyebileceğinden endişe etmek, bir aslanın aslanların zebraları yeniden üremelerine fırsat vermeyecek kadar hızlı bir şekilde yedikleri endişesiyle bir zebranın hayatını bağışlamasından daha fazla bir anlam ifade etmez. Bankalara riskli kredi vermemelerini söylemek – onları "kolay kârlara dindirilemez şekilde susadıkları" için ya da "kendi kazançları için gereksiz riskler aldıkları ve böyle yaparak ülkenin kredi sisteminin geleceğini ve şu an da ekonominin kendisini tehlikeye attıkları" için onları azarlamak (ekonomi

gazetecisi Jeff Madrick'in çok duyulmuş kelimeleriyle) – ya da bir ev alıcısını ödeyemeyebileceği bir ipotekli kredi çektiği için azarlamak aslanlara ve zebralara aralarına bir çit çekmelerini söylemeye benzer.

Gazeteciler ve politikacılar ve makroiktisatçı Paul Krugman gibi daha iyi bilmeleri gereken bazıları Wall Street'le birbirlerini karşılıklı suçlama alemiyle iştigal etmektedirler. Hedefleri yanlıştır. Riskli kredilerin sonucu olarak gelen ekonomik çöküşü engelleyen çitleri çekme sorumluluğu hükümete kalmaktadır. Politikanın kapitalizmle aynı anlamda Darwin'ci olduğu doğrudur; politikacılar dolarlara karşılık gelen oy için yarışırlar. Ancak federal mahkemeler gibi Merkez Bankası da tam olmasa da hatırı sayılır şekilde politikadan tecrit edilmiştir. Merkez Bankası başkanları otuz yıldır Bankanın gerçek rolü hakkındaki akademik düşünceleri dikkatle izleyen ekonomistler olmuşlardır. Son yıllardaki iki başkan, Greenspan ve Bernanke çok ciddi hatalar yaptılar. Ancak kusurlu olan onların ekonomi hataları değildir; bu hatalar diğer makroiktisat ve finans teorisi uzmanları tarafından o kadar çok paylaşılmıştı ki bunlar bireysel hatalar olarak görülemezler. İktisat bilimi de ekonomistlerin bunalımların nedenleri ve çözümleriyle ilgili kusurlu anlayışlarından dolayı kimya biliminin kristalleştirmeye tam hakim olmayı başaramadığı için suçlanmasından daha fazla suçlanamaz. Her bilimin çözülmemiş problemler gündemi vardır. Bernanke ve Greenspan ve akademinin suçlanabileceği şey, bunalımların nasıl engelleneceği anlayışlarında kendilerine fazla güvenmeleridir, ve sonuç olarak uyarı işaretlerine dikkat etmemeleri ve hazırlıklı olmamalarıdır.

Yaşayan hiçbir makroiktisatçının kendisinden daha seçkin olmadığı Robert Lucas 2003 Şubat ayında Amerikan Ekonomik Birliği (American Economic Association) başkanlığına seslenişinde şöyle demişti: Makroiktisat Büyük Bunalım'a entelektüel yanıtın bir parçası olarak 1940'larda ayrı bir dal olarak doğdu. Terimden o zamanlar ekonomik felaketin tekrarlamasını engelleyeceğini umduğumuz bilgi ve uzmanlık birimi olarak bahsedildi. Bu konuşmadaki tezim, bu özgün anlamında

makroiktisatın başarılı olduğudur: *Bunalım–önleme ana problemi çözülmüştür, hangi açıdan bakılırsa bakılsın, ve aslına bakılırsa on yıllardır çözülmektedir*" (vurgu eklenmiştir) Bunu bugün söylemezdi sanıyorum.

Varlık fiyatı balonlarının bir ülkenin bankacılık endüstrisini tehlikeye attığı ve bankacılık endüstrisi batarsa ülkenin bir 1930 türü bunalıma girebileceği iyi biliniyordu ve daha 2003 yılında konut endüstrisinde bir balon oluştuğuna dair itibarlı kaynaklardan gelen uyarılar vardı. Gelişmiş planlama arzusu nedeniyle, bir konut balonunun gelişmesine ve patlayana kadar şişmesine izin verildi, bir kredi balonunun gelişmesine ve patlayana kadar şişmesine izin verildi ve eylül 2008'de geldiğinde iflasa yanıt, blöf ve kararsızlık duygusunu iş dünyasına ve halka korku taşıyarak krizi derinleştiren bir dizi umutsuz geçici önlemden ibaret oldu.

10
İlerleme Yöntemi

EKONOMİK bunalımın şiddetini ve süresini sınırlandırmak için alınan kurtarma paketi önlemi, gevşek para politikası, canlandırma paketi, hacizli borçların ertelenmesi ve diğer kriz önlemleri sadece hasar kontrolüdür. Pahalı bir hasar kontrolü. Bunalım reçeteleri hastalığın kendisinden daha kötü değildir ama yine de yeterince kötüdür. Başka bir bunalım olasılığını azaltmanın yollarını düşünmeye başlamamız gerekmektedir; en önemlisi de Merkez Bankası ve Hazine Bakanlığı'nın yapmadığı acil durum planlarını oluşturmakta ısrar etmemiz gerekmektedir. Son ekonomik bunalım yetmiş beş yıl önce oldu, öyleyse bir sonraki için 2080 yılına kadar endişelenmeye başlamamıza gerek yok diyemeyiz. Bu, sadece günümüzde her şey daha hızlı cereyan ettiği için değil, aynı zamanda düşük olasılıklı olayların her an meydana gelebileceği için de akıllıca bir yaklaşım olmazdı. Mevcut bunalıma yol açan etkilerin tekrar bir araya gelmeden önce seksen yıl (1929–2009) beklemelerini söyleyeceğimiz bir bellekleri yoktur.

Bu sefer üç büyük önleme hatası yapıldı: aşırı kuralsızlaştırma, yani devlet denetiminin aşırı ölçüde kalkması uyarı işaretlerinin ihmal edilmesi ve kişisel tasarruf oranının ve bu tür tasarrufların güvenliğinin azalmasının umursanmaması. Bu hatalar, en azından bir dereceye kadar düzeltilebilir. İlk ikisi birbiriyle ilgilidir. Birden çok federal finansal düzenleme organı mevcuttur: Merkez Bankası, Federal Mevduat Sigortası Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation), Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Kurumu (Securities Investor Protection Corporation), Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and

Exchange Commission), Vadeli Emtia Ticaret Komisyonu (CFTC) (Commodity Futures Trading Commission), Federal Konut İdaresi (Federal Housing Administration), Federal Konut ve Finans İdaresi (Federal Housing and Finance Administration), Federal Konut Piyasası Ofisi (Office of Housing Enterprise Oversight), Ulusal Kredi Birliği İdaresi (NCUA) (National Credit Union Administration), Hazine Bakanlığı ve Ulusal Bankaları Denetim Kurumu (Comptroller of the Currency) ve Tasarruf Kuruluşları Denetim Kurumu (Office of Thrift Supervision) gibi Hazine Bakanlığı'na bağlı birimler ve elli Eyalet bankacılık ve Sigorta Komisyonları. Bu finansal düzenleme organlarının var olması, düzenleme merciinin parçalanmasına, eşgüdümün olmamasına, ofis savaşlarına, serbest fonlara (hedge fonlar), banka temsilcilerine ve yeni finansal araçlara ilişkin genişleyen denetim boşluklarına ve finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunlarla ilgili bilgi toplama ve inceleme acizliğine neden olmaktadır.

Bankalar genellikle şeklen küçük değişikliklerle hangi banka şubesinin bunlarla düzenleneceğini seçebilirler. Düzenleme kurumlarının konsolidasyonu (Almanya ve Birleşik Krallık'ta olduğu gibi – Mart 2008'de Hazine Bakanlığı'mız tarafından da kısmi konsolidasyon önerildi) hükümetin finansal piyasaları etkili bir şekilde denetleme ve finansal krizleri daha başlarındayken fark etme kabiliyetini arttırır. Ayrıca, farklı ülkelerin bankacılık sistemlerinin karşılıklı bağımlılığı dikkate alındığında uluslararası bir finansal düzenleme kurulu da gerekli olabilir. Güvenli kişisel tasarruflar (sadece yüksek fiyatlı hisse senetleri ve aşırı ipotekli evler değil) bunalımlara karşı önemli bir fren görevi gördüklerinden ve aşırı kişisel borçlanma onlar için bir risk faktörü olduğundan, kredi kartları ve ipotekli kredilere, genel olarak ucuz kredilere ve (aşırı borçlanmayı teşvik eden) iflasını açıklayarak borçları ortadan kaldırma hakkına sınırlama getirmeye önem verilmelidir. Ayrıca, kaldıraç oranını sınırlandırmak, kredi notu standartlarını yükseltmek ve kredi derecelendirme kuruluşlarının zararı tazmin etme yöntemini değiştirmek, bankaların şahsi alım–satımlarını (proprietary

trading) (yani kendi özsermayeleriyle yaptıkları alım–satımları, ki bu işlem de o sermayeyi riske atmaktadır) yasaklamak, bankaların sermaye yapılarının riskliliğini daha gerçekçi olarak dikkate almak için mevduat munzam karşılıklarını ayarlamak, serbest (hedge) fonlar ve özel sermaye fonlarından daha fazla ifşaat talep etmek, kredi temerrüt takaslarının borsalarda alınıp satılabilmesini ve tam teminatlı olmasını talep etmek ve hatta tefecilik yasalarını yeniden yürürlüğe sokmak gibi diğer denetim ve düzenleme değişiklikleri de cazip olabilir. Açıkçası bu sadece eksik bir listedir.

Ancak şimdi yeniden yapılanma ya da yeniden düzenleme zamanı değildir. Yeniden düzenleme aleyhindeki kanıt açıktır: İç Güvenlik Bakanlığı'yla (Department of Homeland Security) yaşanan deneyim büyük (hem ülkenin hem de yurt dışı bir finansal aracılık düzenlemesini kapsayacak bir yeniden yapılanma şöyle dursun) bir federal yeniden yapılanmanın biçimlenmesinin yıllar aldığını ve büyüme sancılarının çekildiği bu yıllarda, verimliliğin, ki yeniden yapılandırılan kuruluşa verilen görev bu verimlilikle gerçekleştirilecektir, ön–yeniden yapılandırma sisteminde olduğundan daha düşük olacağını öğretmektedir. Bunu bir kenara bırakırsak, bu kez de yeniden yapılanmayı düzenleyip denetleyecek olan aynı küçük üst düzey ekonomi yetkilileri grubu ekonomik krizin üstesinden gelmekle çok meşgul olacaktır.

Şu aralar finansal aracılığı yeniden düzenlemeye çalışma aleyhindeki konunun ise çözümü biraz daha zordur ve "düzenleme"nin (regülasyon) iki anlamı arasındaki farkı ayırt etmemiz gerektirmektedir. Bir anlamıyla bu kelime hukuki *çerçeveye* – denetim ve düzenleme organının yetkilerini ve sınırlarını belirleyen yasalara – atıfta bulunmaktadır. Diğer anlamıyla da düzenleme rejimine – yasal çerçevelerle belirlenen sınırlar dahilinde yetkililerce takdir yetkisinin kullanılmasını gerektiren düzenleme programının asıl yönetimine – atıfta bulunmaktadır. "Devlet denetimini kaldırma" (kuralsızlaştırma, serbestleştirme) (deregülasyon) genellikle, piyasayı daha serbest ve daha rekabetçi hale getirmek amacıyla hukuki çerçeveyi, denetlenen

şirketler üzerindeki kontrolleri gevşetme doğrultusunda değiştirmeye atıfta bulunmaktadır. Bu anlamda, finansal endüstriden devlet denetimini kaldırma çalışması büyük oranda 1990'larda tamamlandı. Ancak hukuki çerçevenin kuralsızlaştırılması genellikle ve bu sefer güdük kalmıştır, "kuralsızlaştırma" düzenleme rejimindeki değişikliklere de atıfta bulunur ve bu anlamdaki kuralsızlaştırma 2000'li yıllarda yanlış adımlar olduğu meydana çıkan dev adımlarla ilerlemeye devam etti. Alan Greenspan Merkez Bankası'ndaki Kongre tarafından iade edilen muazzam takdir yetkisini kullanarak faiz oranlarını aşağıya çekme ve kontrol atında tutma kararı aldı. Kendisi ve halefi ayrıca, Merkez Bankası'nın da muazzam bir takdire bağlı denetime sahip olduğu, bankacılık uygulamalarını düzenlemede hafif bir dokunuş uygulamaya karar verdi. Gerçekten de Merkez Bankası eğer bankanın sermayesinin çok riskli olduğuna karar verirse, bir bankanın mevduat munzam karşılıklarını arttırabilir (ve böylece bankanın borç verme kabiliyetini kısıtlayabilir). Cox'un başkanlığındaki Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Securities and Exchange Commission) pasifliğinin tipik bir örneği olarak Bush Yönetimi finansal sektöre karşı kesinlikle mesafeli bir tutum takındı. Köhne bir yapıda bir umursamazlık rejimi ikamet ediyordu.

Bütün bunlar artık değişecektir; tıpkı ırk ve cinsiyet ayrımcılığı üzerinde duran Clinton Yönetiminin yurttaşlık hakları rejiminin, yerini, din ayrımcılığı üzerinde duran Bush Yönetiminin yurttaşlık hakları rejimine bıraktığı gibi. Ancak yeni, militan olmak zorunda olan düzenleme rejimi (bir önceki dönemden kalma olsa da, Bernanke'nin de bayıla bayıla katılması muhtemel olan) varolan hukuki çerçevede neler yapabileceğini gösterme şansına sahip oluncaya kadar, yapıyı değiştirmek zamansız olacaktır.

Daha başka bir sebep de, yeniden düzenlemenin idari açıdan yeniden yapılanmadan daha az karmaşık olması muhtemelken (yeniden yapılanmanın azami ölçüde etkili olması için bu yapılanma içerisine öyle ya da böyle dahil edilmek zorunda kalınacak federal ve eyalet kurumlarını hesaba katın bir), ente-

lektüel olarak iddialı olmasıdır. Öncelikle modern finansal aracılıkta olağanüstü bir çeşitlilik ve karmaşıklık vardır. Ticaret bankaları ekonomiye Amerikan ekonomisindeki finansal aracıların yarısından biraz daha fazla yön vermektedir. Eğer güvenli olmaya mecbur edilirlerse, rakipleri onları çiğ çiğ yiyecektir. Ama serbest fonlar, özel sermaye fonları, yatırım bankaları ve diğer bütün banka dışı bankalar ticaret bankalarıyla aynı düzenleme rejimi altına konulabilir mi? Konulmazsa, bu farlılıklar rekabeti bozmaz mı?

Bir endüstriyi kurasızlaştırmak yeniden düzenlemekten daha kolaydır. Kuralsızlaştırma sabit bir ivmeye sahiptir: denetlenmeyen bir şirketin denetlenen bir şirketle rekabet etmesine olanak verir, bu durumda denetlenen şirketi rekabet edebilmesi için kuralsızlaştırılması gerektiğine ikna eden bir örneğe sahip olur. Kuralsızlaştırmanın yarattığı rekabetçi finansal aracılık endüstrisi karmaşık ve çeşitlidir. Bu endüstri kolayca türdeşleştirilemez, ama heterojen olması, kapsamlı bir düzenleme sistemini tasarlama ve uygulama zorluğunu fazlasıyla arttırır.

Zaten ilke olarak 1960'larda varolan ticari bankacılığın hukuki çerçevesini yenileyebiliriz. Bu durumda banka sermayesi, başlıca sıfır faizli vadesiz mevduatlar ve federal menkul kıymetlerden ibaret olur ve daha çok kısa vadeli ticari krediler için kullanılırdı. Ancak eğer bugün olduğu gibi diğer finansal aracı kurumlara izin verilirse, banka ürünleri için yakın ikameler önerecek bu tür bir bankacılığın uygulanabilir olmadığını biliyoruz. Bununla birlikte bu, para piyasası fonları, serbest fonlar, ve diğer bütün banka dışı bankaların ticaret bankalarıyla aynı düzenleyici denetim altına alınması gerektiği anlamına gelir mi? Örneğin rezerv bulundurmaları gerekir mi? Kendilerine ödünç sermaye verenlere sıfır faiz ödemek? Eğer bu soruların cevabı evet ise, bu, serbest fonların, para piyasası fonlarının, vs. nin sonu olur. Eğer cevap hayır ise, ticaret bankalarının yeniden düzenlemesinin ne kadar mümkün olduğu belirsizdir. Eğer başka bir cevap varsa, bunu bulmak için çok düşünmek gerekecek.

Başkaca ve çok ciddi bir sorun daha vardır. Bildiğim kada-

rıyla, fazla serbest davranan bankaları ve serbest fonları, özel sermaye fonları ve geri kalanların hepsiyle birlikte devlet denetiminin kaldırıldığı (kuralsızlaştırılmış) finansal endüstrimizin toplumsal değerini hiç kimse iyi idrak etmemiştir. Geçen sonbaharki finansal krize kadar kârlar devasa boyutlardaydı ama hiç kuşkusuz bünyesinde büyük miktarda ekonomik rant bulunduruyordu. (Bu durum 6. bölümde belirttiğim Wall Street'e çalışmaya giden fizik doktora dereceli birinin olası aşırı ödünlemesiyle ilgilidir.) A kişisi B kişisine hisse başına 10 dolar eden bir hisse senedi sattığında ve ertesi gün o hisse senedi 15 dolar ettiğinde, ülke 5 dolar daha zengin olmaz ama B kişisi olur. Açıkça görülüyor ki bir menkul kıymetler borsası ve bir kredi sistemi büyük kamu yararlarıdır (bu bunalımda bir kere daha öğrendiğimiz gibi) ama spekülatif ticaret miktarında son yıllardaki çok büyük miktarda artışlarla ilave edilen değer belirsizdir. Bu değerin ne olduğuna dair net bir fikir edinene kadar, 1960 tarzı bir finansal sistem modeli benimsemenin, ya da, daha gerçekçi olmak gerekirse, o yönde büyük adımlar atmanın maliyetinin ne olacağını bilmeyeceğiz. Yeniden yapılanma gibi yeniden düzenleme de beklemelidir.

Kapsamlı yeniden düzenlemenin dışında, parça parça reformlar uygun ve yararlı olabilir. Ancak korkarım ki bunu izleyen liste oldukça önemsizdir. Belki de, örneğin, hükümetin ev sahipliğini övmeyi bırakması gerekir. Gerçekten de, ev sahipleri evleriyle, evlerinin ve semtlerinin dış görünüşü ve tüm semtin ayrıcalıklarıyla kiraya verdiği gayrimenkulden uzakta yaşayıp onunla pek ilgilenmeyen mülk sahibinden daha fazla ilgilendikleri için, ev sahipliğinin dışsal ekonomiler yarattığına dair bir sav ve bazı kanıtlar vardır. Ancak kiralıklardan farklı olarak sahip olunan evlerin çoğu banliyölerde bulunan müstakil evler olduğundan, evsahipliği banliyölere yayılmayı, trafik sıkışıklığını ve karbon emisyonlarını artırmaktadır. İkamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredileri üzerindeki faizin ve emlak vergisinin federal gelir vergisinden muaf tutulması (ikinci ipotek kredileri –home equity loans– dahil) ev sahipliği için ciddi bir devlet yardımıdır. Bu da yeterli bir yardımdır ya da yeter de artar bir yar-

dım. Hükümetin evsahipliğinin propagandasını yaptığına ve bankaları riskli ipotekli kredi vermeye zorladığına dair sağlam bir kanıt yoktur.

Balon faktörleri arasında üst düzey yönetici tazminatının düzeyi ve yapısının da yer aldığından bahsetmiştim. Tazminat üzerine yasal limitler koyma çabalarının başarısızlıkla sonuçlanacağı kesindir ya da yasal boşluklarla bertaraf edileceği ya da üst düzey yönetici emek piyasasında ve kurumsal davranışta bozulmalara neden olacağı. Buna bir örnek, ikramiyeleri mali işler yöneticileriyle sınırlamak olurdu. Bankacılık endüstrisinin 2008 yılında milyarlarca dolar ikramiye ödemesi basının bilinçsiz öfkesini ve politikacıların bilinçli öfkesini uyandırmaktadır. Üst düzey yöneticilerin gelirinin yarısı kadarı ikramiyelerden oluşmaktadır ve bu da gelirin performansla ölçülmesine, sabit maaşlara göre daha iyi bir eşleştirme olanağı verir. Dolayısıyla bütün ikramiyelerin ortadan kaldırılması pek çok mali işler yöneticisi için maaşının yarısının kesilmesi anlamına gelirdi. İkramiyeler önceki yıllarda daha azdı, bu nedenle maaş kesintisi vardı, ve bu da uygun değildi; büyük bir kesintinin optimal olup olmayacağı da belirsizdir.

Tazminata üst sınır belirlemenin dışındaki önlemler dikkate almaya değer olabilir, ama bunlar için yoğun bir heyecan duyamıyorum. İlk olarak, en azından bankaların ve diğer finansal aracı kurumların üst düzey yöneticileriyle sınırlı olmaları gerekir çünkü bu üst düzey yönetici tazminatı uygulamalarının bütün ekonomiyi tehdit ettiği noktadır. Sonuç, bazı mali işler yöneticilerinin (ve müstakbel finansal yöneticilerin) diğer alanlara yönlendirilmesi olurdu ama izah ettiğim gibi bu kötü bir şey olmazdı. En büyük problem, felaket getiren bankaların iflas olasılığını azaltmada etkili olmak için, tazminat üzerindeki limitlerin CEO'larla ve diğer üst düzey yetkililerle sınırlandırılamamasıdır. Asıl ticari kararlar şirket hiyerarşisinde daha aşağıda alınır. Hükümetin bir bankanın bütün uzman kadrosu için bir maaş cetvelini nasıl düzenleyebileceğini görmek zordur.

Basit ve sanırım zorunlu bir reform, hem halka açık şirketlerden (yani, hisse senetlerinin bir borsada alım satımının ya-

pıldığı ve hisse senedinin sahipliğinin geniş çapta yayıldığı şirketlerden) hem de özel şirketlerden (aksi takdirde zorunluluk pek çok halka açık şirketi özel şirkete çevirecektir) bütün üst düzey yöneticilerinin *tam* tazminatını kamuoyuna açıklamalarını istemek olur. Buna, şimdiki değerinden hesaplanmış emekli maaşına hak kazandıkları miktar, sağlık yardımları, kıdem tazminatı, uçaklar, limuzinler ve apartmanlar dahil kullandıkları şirket imkanları, şirketin ödediği klüp üyelikleri ve mümkün olduğu yerde yasal olarak kullanma yetkisi verilmiş ve halka açık denetime tabi tüm diğer maaştan ayrı gelirleri dahil olacaktır.

İkinci ve oldukça makul bir reform da, mali işler yöneticilerinin tazminatının önemli bir payının rafa kaldırılmasını ve şirketin gelecekteki performansına bağlı olmasını istemek olurdu. Örneğin, bir şirketin CEO'suna kıdem tazminatı ödemesi yasaklanabilir (buna rağmen şirket ona imza yetkisi ikramiyesi ödeyebilir çünkü bu, CEO'ya, şirkete daha büyük riskleri bildirmesi için bir teşvik sağlamayacaktır) ve şirketin ona tazminatının belirli bir yüzdesini şirketteki sınırlı hisse senedi – belirli birkaç yıl boyunca satamayacağı (ya da özel şirket durumunda, tekrar satın alamayacağı) hisse senedi – biçiminde ödemesi istenebilir. Böyle bir reform, yüksek tazminatlı CEO'ların, şirket kârlarını kısa vadede maksimize etme ve bu amaçla şirketin aktif varlıklarıyla aşırı riski göze alma tehlikeli dürtüleriyle mücadele edebilirdi.

Sorun (hisse senedi opsiyonları sorunuyla aynıdır) büyük bir şirketteki bir çalışanın performansının, bu bir CEO da olsa, şirketin hisse senedinin değeri üzerinde ölçülebilir bir etkiye sahip olmasının pek mümkün olmamasıdır. Giderek artan bir ilgi gören alternatif bir seçenek de, muhtemelen doğrusu da budur, "ödenmiş parayı geri almak"tır: çalışan kişinin ikramiyesinin bir kısmı bir hesaba yatırılır ve eğer çalışan kötü bir yıl geçirirse hesap tasfiye edilir. Eğer çalışan yalnızca ve öncelikle ölçülebilir kârlar ve zararları içeren özel işlemlerden sorumluysa, bu yöntem ücreti performansa uydurmanın etkili bir yoludur.

Riske girme arzularını azaltmak amacıyla çok yüksek gelirli kişilerin marjinal gelir vergisi oranını artırmaya önem verilmesi gerekir. Böyle gelirler tipik olarak bünyelerinde epeyce ekonomik rant bulundururlar. Milyonlarca dolar kazanan ama bir sonraki en iyi işi asgari ücret ödenen bir striptiz klübünde fedai olmak olacak boks şampiyonunu düşünün. Ekonomik rantları vergilendirmek etkili bir yöntemdir çünkü, tanım gereği (ve örneğimdeki gibi) asgari ikame etkisine sahiptir. Vergi mükellefini farklı bir uğraşa yöneltmeyecektir çünkü mükellefin sadece halihazırdaki gelirine vergi koyar. Gelir vergisinin artması mali işler yöneticileriyle sınırlı olamaz – bu onlara aptal külahı giydirmek olurdu – ama *bütün* yüksek kazançlıların marjinal gelir vergisini arttırtmaya çetin bir itiraz olduğunu sanmıyorum. Bunalım karşıtı programları finanse etmek amacıyla vergiler belli bir noktada arttırılmak zorunda kalacaktır ve gelir vergileri, şirket vergilerinden daha etkili vergilerdir. Bush Yönetiminin vergileri arttırmayı ya da harcamaları azaltmayı reddetmesi kamu borçlarında tehlikeli bir artışa neden oldu. Şimdi vergileri arttırmanın zamanı değildir ama biz de çok az vergi alınan bir ulusuz.

Önerilen önlemlerin sakıncaları da vardır. Örneğin, uygulamada kademeli vergilendirme yasal boşluklarla doludur, kaynak dağılımını bozmaktadır ve idaresi güç olan aşırı kazanç vergisi biçimini almadığı sürece, önemli ekonomik rantlar içeren ve içermeyen gelirleri fark gözetmeden vuracaktır. Finansal şirketleri üst düzey yöneticilerinin tazminatının tam değerini kamuoyuna açıklamalarını isteyerek daha fazla şeffaflığa zorlamak, atlar kaçtıktan sonra ahır kapısını kapatma vakasına döndürebilir. Çünkü finansal krizden sonra CEO tazminatıyla ilgili tartışma öyle ateşlendi ki bu tür tazminatları gizleme çabalarının başarısızlıkla sonuçlanması muhtemeldir. Belki de şeffaflığa kavuşma, agresif finansal medya tarafından el uzatılan piyasaya bırakılabilir.

Önerdiğim önlemler artık dikkat gerektirebildiğinden, bunalım devam ederken, hakkında söylenebileceklerin hepsi, finansal aracılığın yeniden düzenlenip düzenlenmeyeceğine

karar vermekle ilgili derin ve zorlu konulardan uzak durmasıdır.

Bir başka konu daha dikkat etmeye değer olabilir. Yöneticilerin dürtülerini, genel ekonomik refahla ve mevcut ipotekli kredilerin ve diğer biçimlerdeki kredilerin mevcut düzenlemesiyle uyumlu hale getirmek için tasarlanmış kurumsal yönetim düzenlemeleri dahil, yatırımcılar ve tüketicilerin mevcut düzenleme önlemleri, dolandırıcılığa karşı yasalara benzer, sadece yatırımcıyı–koruma ya da tüketiciyi–koruma önlemleri olarak düşünülmemelidir. Merkez Bankası'nın faiz oranlarını arttırma gücü – 2008 krizini önleyemeyen bir güç – gibi, bunlar aynı zamanda makroekonomik araçlardır.

Ancak, özellikle vurgulamak istediğim nokta, Başkan'ın ve danışmanlarının bunalımın üstesinden gelmekle ve dış politika ve güvenlik politikası konularıyla çok meşgul olmalarıdır. Bu da yeni Yönetimin Franklin Roosevelt'in şaşırtıcı ilk yüz gününü taklit etmeye çalışması için bir ayartmadır ama bir yanlışlık olduğunu düşünmeyi tercih ederdim. Neyse ki ABD bugün daha az mali darboğaz içindedir ve Amerikan hükümeti ve Amerikan ekonomisi, özellikle de Amerikan bankacılık sistemi 1933'te olduğundan çok daha karmaşıktır. Yeni konsolide edilmiş düzenleyici yönetim tarafından yönetilen yeni bir finansal düzenleme sisteminin yerleşmesi yıllar alacaktır. Ekonomiye, başlanan ya da başlanacak olan altı veya sekiz hükümet müdahalesi şimdilik yeterlidir. Bırakalım kapsamlı yapısal çözümü daha sakin günler beklesin.

11
Muhafazakarlığın Geleceği

CUMHURİYETÇİ Parti'nin Kasım 2008 seçimindeki yenilgisinin – büyüklüğü muhtemelen finansal krize ve McCain kampanyasının krize acemice yanıtına çok şey borçlu olan bir yenilginin – ABD'deki muhafazakarlığın düşüşüne damga vurduğu pek çok kişi tarafından düşünülmektedir. Bush Yönetiminin iktidardaki son birkaç ayında artan bunalıma ikircikli yanıtı bizi, Hoover'ın topal ördek olduğu dönemde derinleşen bunalımı kontrol altına almak için harcadığı başarısız çabalara benzetmeye davet etmektedir. Hoover'ın başarısızlığı yirmi yıllık Demokrat Parti egemenliğini başlatmıştı. Bush Yönetimin krize verdiği yanıt, geç kalınmış olsa da, Hoover'ınkinden (üstelik Hoover'ın ekonomik krize yanıt vermek için neredeyse üç buçuk yılı vardı) çok daha gayretlidir. Ancak bunun için çok az övgü alacaktır çünkü doğru ya da yanlış, ekonomi ayakları altında eriyip giderken Başkan Bush, kaçak olarak iş başında bulunmadığı izlenimini yaratmıştır. Ayrıca Yönetiminin krize verdiği yanıtlar, Hoover'ın döneminde bunalımlar hakkında öğrenilmiş olan onca şeye rağmen, acemicedir – ama belki de o kadar da çok şey öğrenilmemişti!

Cumhuriyetçi Parti ile muhafazakarlığı birbirinden ayırmamız gerekir. İki partili sistemdeki politik partiler fırsatçı koalisyonlardır ve bu nedenle ideolojik bir türdeşlikten yoksundur, özellikle de ABD gibi kültürel olarak heterojen olan bir ülkede. Bir partiye alışkanlık yüzünden ya da aile geleneği yüzünden, ya da özel bir konuya bağlılık duymaktan dolayı – ya da hatta bir partiye oy veren diğer insanlara karşı kişisel sevgi veya nefret duymak yüzünden – oy veren pek çok Cumhuriyetçi ve Demokratı

bir kenara bırakırsak, ideolojik olarak oy verenler de vardır. Cumhuriyetçi partide bunlar üç ana grupta yer alır: (1) serbest piyasalara, düşük vergilere ve küçük hükümet biçimine inananlar – ekonomik muhafazakarlar; (2) sert ceza yasalarına ve güçlü bir dış politikaya inananlar – bunlara güvenlik muhafazakarları diyeceğim; ve (3) kürtaja, eşcinsel evliliğine, pornografiye, silah denetimine ve kilise ile devletin tamamen ayrılmasına düşman olan sosyal (esasen dini) muhafazakarlar. Güvenlik ve sosyal muhafazakarlar yasa dışı göçmenlere düşmanlıkta birleşirler. Ekonomik ve güvenlik muhafazakarları biraz gerginlik içindedir çünkü ulusal güvenlik devleti büyük hükümet biçimini ve dolayısıyla da yüksek vergileri gerektirir; ekonomik muhafazakarlar sosyal muhafazakarlarla gerginlik içindedir çünkü ekonomik muhafazakarlar aşırı liberaldir (liberteryen), sosyal muhafazakarlar ise müdahalecidir.

Bu üç grup da son günlerdeki olaylardan zarar görmüştür ve diğerlerinin aldığı darbeler yüzünden birbirlerinden uzaklaşmaktadırlar. Ekonomik bunalım, ekonomik liberteryenleri zayıf noktalarından vurmuştur çünkü bunalım büyük ölçüde hükümetin ekonomiyi aşırı denetlemesinin ve böyle yaparak özel teşebbüse köstek olmasının bir sonucu değil, daha ziyade serbest piyasanın yapısından kaynaklanan kısıtlamaların bir sonucudur. Bunlar şöyle sıralanabilir: bireylerin dürtülerinden kaynaklanan; ciddi bir enflasyona yol açmadıysa gevşek para politikasının sorun olmadığını düşünen muhafazakar ekonomistlerden esinlenen muhafazakar yetkililerce benimsenip uygulanan sorumsuz para politikalarından kaynaklanan ve geri kalan düzenlemelerin gevşek uygulanmaları nedeniyle şiddetlendirilen bankacılık ve finans sektörünün aşırı, ideolojik nedenli kuralsızlaştırmasından kaynaklanan kısıtlamalar. Ekonomik bunalım ve Bush Yönetiminin buna istikrarsız yanıtı, bunalım öncesi açığa dayalı harcama savurganlığıyla birleşince, Cumhuriyetçilerin mali dürüstlük ününe büyük zarar vermiştir.

Güçlü dış politikaya inananlar, Irak'taki uzatmalı, pahalı ve dikkat dağıtıcı savaşla mahcup edilmişlerdir – ABD ile müt-

tefikleri arasına nifak tohumları sokan, İslamcı teröristlerin asker toplamasını artıran, İran'ı güçlendiren ve Afganistan ve Pakistan'daki Taliban'ı güçlendiren savaş. Güvenlik muhafazakarları da Bush Yönetiminin İran, Kuzey Kore, Afganistan, Pakistan ve Arap–İsrail çatışması tarafından ABD'nin güvenliğine meydan okumaların üstesinden gelememesi yüzünden mahcup olmuştur. Sosyal muhafazakarlar da kendilerinin bazen kötü niyetli, dünyadan bir haber, dangalak bilim inkarcıları – özellikle evrim teorisi, insanın ürettiği iklim değişikliği, cinsel eğilim ve hatta beyin ölümünü (Terri Schiavo olayı) reddedenler – izlenimi veren önde gelen yandaşlarının tiz sesliliği yüzünden zarar görmüştür.

Bu yaralar ve Bush Yönetiminin yönetsel yetkinlikten yoksun anlayışı, Cumhuriyetçilerin ekonominin, ulusal güvenliğin ve toplumun ahlaki yaşamının güvenilir emanetçileri olma iddialarını zayıflatmıştır. Rakip başkanlık kampanyaları arasındaki etkinlik farkı, partiler arasında bir yetkinlik boşluğunun ortaya çıkmasını güçlendirdi. Kampanya sırasında McCain ve Bush'un ekonomik krizi kavrama yetisinden aciz görünmeleri nedeniyle, bazı muhafazakarlar saf değiştirerek Obama'nın tarafına geçtiler. Bush Yönetiminin önceden göremediği ama denetim gevşekliği yüzünden beslemek için çok şey yaptığı finansal krize tereddütlü ve istikrarsız tepkisiyle doruğa varan ardı ardına yaptığı aptalca hatalardan zaten rahatsız olan dikkatli muhafazakarlar, Cumhuriyetçi başkanlık kampanyasının entelektüel anlamdaki hiçliğinden, ekonomik popülizminden ve yüce ulusal itibarın siyasi konuları olarak kürtaj ve silahlarla meşgul olmasından dehşete kapıldılar.

Cumhuriyetçi Parti, yandaşlarının aydın karşıtlığıyla övünüyor, "seçkinciler" gibi eksiksiz tümcelerle konuşan oldukça eğitimli insanlarla alay ediyordu – muhafazakarlığın güçlü entelektüel geleneğiyle bağdaşmayan bir davranış. Bütün entelektüellerin liberal olduğu ve bu yüzden muhafazakarların beyinleriyle değil yürekleriyle düşünmeleri gerektiğini iddia etmek muhafazakarların kendi kendini baltalama stratejisidir. Ülkenin kendisini içinde bulduğu ekonomik kriz, iç güdülerle

çözülemez.

Bu, liberalizmin kusurlarını gizlemek değildir. Ülke hem liberal hem de muhafazakar hataların önemli kayıtlarını biriktirmiştir. Liberal hatalar arasında insan doğasıyla ilgili gerçekçilikten yoksunluk, muhalif sendikalaşma gibi başarısız toplumsal deneyimlere özlem, toplumsal eşitliğe inanan her derde deva fikirlerin ve yargıçların toplum mühendisliğinin (Yüksek Mahkeme, *Roe Wade'e karşı*,* ölüm cezasının kaldırılmasına yakın) toplumsal maliyetini küçümsemek ve disiplinin, cezalandırmanın, kişisel sorumluluk kurallarını uygulamanın ve askeri gücün toplumsal yararlarını küçümsemek yer alır. Muhafazakar hatalar arasında ise 1950'lerin ya da daha önceki yılların toplumsal değerlerine özlem, can sıkıcı gerçekleri (örneğin küresel ısınmaya insanoğlunun katkısı) inkar etmeye güçlü bir eğilim ve kontrolsüz piyasaların verimliliğini, askeri gücün yararlılığını ve toplum yaşamında dindarlığın yararlı sonuçlarını fazla abartmak yer alır. Liberaller muhalif sendikalaşmayı desteklemekle hata ettiler, buna karşın muhafazakarlar da, devlet okullarında cinsel eğitim verilmesine engel olmaya çalışmakla ve on üç ile on dokuz yaş arasındaki genç kızların hamile kalmasını engelleyen prezervatif kullanımı yerine cinsel perhizi desteklemekle hata ettiler. Liberaller eşitlik fantezilerinin, muhafazakarlar da ekonomik liberteryenizm ve dini dogmaların kapanına kısılmışlardır. Şu anda muhafazakarların hataları daha fazla göze çarpmaktadır çünkü ülke rağbet görmeyen – daha önce belirttiğim gibi çoğu muhafazakar arasında bile rağbet görmeyen – Cumhuriyetçi yönetimin sonuna gelmiştir ve çünkü bu hatalar ülkenin şu anda kendisini içinde bulduğu ekonomik bunalım tarafından en hazin şekilde öne çıkarılmıştır.

* ABD'de kürtaj, 1973'te Yüksek Mahkeme'nin aldığı ve ceninin "birey" olmadığına hükmeden "Roe v. Wade" kararı kapsamında serbest bırakılmıştı.1973'teki "Roe, Wade'e karşı" davası, ABD Yüksek Mahkemesi'nin en tartışmalı ve önemli kararlarından biridir. Yüksek Mahkeme bu davayla kürtaj karşıtı yasaların çoğunun anayasadan kaynaklanan özel hayatın gizliliği hakkını ihlal ettiği gerekçesiyle kürtajı yasaklayan ya da engelleyen bütün eyalet yasalarını iptal etmişti.

Önyargılar olmadan düşünmenin *gerçekten* mümkün olmadığını biliyorum – bundan daha önce bahsetmiştim. Bayesçi karar kuramının öğrettiği gibi, mantıklı bir karar verici belirsiz bir olayın (örneğin, kredi arzı daralmasının bir ekonomik bunalıma dönüşeceği) öncül olasılığıyla başlar ama o olasılığı gözüne çarpan yeni bir kanıt olarak belirler. Yine de bu, kanıtın gücü ve doğrultusuna bağlı olarak, önceki kanısının – yerleşmiş fikrinin – son kararını etkileyebileceği anlamına gelir. Bu karar onun olayın meydana geleceği ardıl olasılığına – sorunla bağlantısı olan bulabildiği herhangi bir kanıta göre önceki olasılığını güncelleştirerek ulaştığı olasılığa – bağlı olacaktır. Kuramın yol gösterici politikadaki değerini inkar etmek niyetinde değilim, özellikle ekonomi kuramının; çünkü ekonomi, bu kitaptaki analizimin iskeletini sağlamaktadır. Ancak teori ve pratiğe dayalı mantıklı önyargılarla, dogmatik liberteryenizm ya da eşitlikçilik gibi, veya bu dünyadaki herkesin demokrasiyi arzuladığı ve bütün demokratların Amerika'nın dostları olduğu yönündeki temelsiz iyimser inançlar gibi kalıplaşmış duygusal önyargılar arasında bir fark vardır. Uzmanlar arasındaki anlaşmazlıkların, kendisini güvenilir bir yönlendirmeden mahrum ettiğinde, bir karar vericinin aklını çelen bu tür önyargılar, insana, düşünürün kişiliği ve deneyimi ile hayal gücünün sınırları hakkında mantıklı kararlar verebilme yetisinden daha fazla şey söyler ve yeni kanıtın ışığı altında tekrar değerlendirmeye kapalı olabilir.

Kayda değer makroekonomik kuramlaştırma yelpazesi solcu müdahalecilerle sağcı liberteryenler arasında gidip gelmektedir. Hiç birisinin doğruluğu henüz kanıtlanmadığı için, her iki uç düşünceden birini ya da ötekini önermek bir hata olacaktır. Müdahaleciler piyasaların meziyetlerini küçümsemeye ve liberteryenler de abartmaya eğilimlidir. Bu buhranlı anda ikinci eğilim daha tehlikelidir. Liberteryen ekonomistler, kuralsızlaştırmanın, yani finansal ekonomilerden devlet denetiminin kaldırılmasının tehlikelerini kavrayamadılar ve finansal krizin riskini ve derinliğini hafife aldılar. Bu ekonomistlerin etkisi hükümetin ekonomiye yetmiş beş yıl önceki hastalığını ge-

çirmesi için kapitalizmin kendi kendini yaralamasına müsaade etmesinde bir faktördü.

Politikayı ekonomi politikası oluşturmaktan uzaklaştırmak çözüm değildir. Temelde, ekonomik büyümeden en çok yararlanan insanlardan en az yararlanan ya da hiç yararlanmayan insanlara yapılan transferlerle eksiklikler giderildiği takdirde, ekonomik verimliliğe adanan politikaların herkesi daha zenginleştirecek olmasına rağmen, bu tür transferlerin mümkün olduğunu hiç kimse düşünmemektedir. Toplum içerisinde sadece politik rekabetle çözümlenebilecek fikir ayrılıkları bulunmaktadır. Farklı değerlere ve çıkarlara sahip gruplar arasındaki kaçınılmaz fikir ayrılıklarını sadece politika bir hükme bağlayabilir ve yatıştırabilir. Yönetimi bir teknik uzmanlar kadrosuna devretmek de hükümetin ekonomik ya da diğer sorunlarını çözecek çok sağlam bir çözüm gibi görünmüyor çünkü çok yetenekli insanlar da durmadan hata yapıyorlar.

Ekonomik krizlerin pragmatik, apolitik, ideolojik olmayan çözümlerinin alanı genişletilebilir. Obama Yönetiminin ekonomik bunalımı iyileştirmek için monetarist *ve* açığa dayalı harcama reçeteleri uygulama kararı ile buna yönelik umut verici bir işaret yüksek sesle dile getirilmiştir. Hangisinin iyi olduğunu kimse bilmediği için ve ekonomik durum son derecede ciddi göründüğü için izlenecek sağgörülü bir yol, hangisinin daha liberal hangisinin daha muhafazakar olduğundan endişe etmeden her ikisini de denemek olacaktır. Üç rakip açığa dayalı harcama yaklaşımı ve iki monetarist yaklaşım ve ek olarak kurtarma paketleri olduğunu hatırlayalım. Öncelikli olarak teorik zeminde kabul edilen tek bir yaklaşımı benimsemek yerine (en azından) altı toplumsal deney aynı anda sürüyor olacak. Hükümetin aynı anda birkaç açıdan bakması nedeniyle, hem faiz oranlarını arttırıp (anti–monetarist bir önlem, çünkü faiz oranlarını arttırmak para arzını azaltır) hem de kamu harcamalarını kısınca (anti–Keynesçi bir önlem, çünkü kamu harcaması ekonomik bunalımı sona erdirecek Keynesçi bir reçetedir), tıpkı 1937'de olduğu gibi, her bir yaklaşımın önemini belirlemeyi imkansızlaştırabileceği doğrudur. Bu önlemleri alarak hükümet, ekono-

mik bunalımı uzattı – hangi önlemin daha kötü bir sonuç yarattığından hiç kimse emin olamamaktadır. Mevcut bunalımın sonunda, eğer farklı önlemleri birbirinden ayırmanın mümkün olmadığı ortaya çıkarsa, monetaristler ve açığa dayalı harcamacılar arasındaki teorik, ideolojik olarak tuzlu mücadele kaldığı yerden devam edecektir.

O zamana kadar ekonomistlerin krize ideolojiden çok, pragmatizm ruhuyla yanıt vermelerini umalım. Ekonomistler, ekonomik bunalıma çare bulmanın ya da en azından azaltmanın en iyi yolu üzerinde hem fikir olamayabilirler ama karar vericilere bir dizi mantıklı politika, sorumlu profesyonel fikir, alternatif önlemlerin avantajlarını ve dezavantajlarını ve özellikle, ekonomik anlayışın sınırlarının bilincini sunabilirler.

Sonuç

ELİNİZDEKİ kitap uzun bir kitap değildir ama bir çok değişik konuya değindiği için kısa bir özet yapmak yararlı olabilir.

Bir ekonomik bunalımdayız. (Bazı ekonomistler bedava yemek kuyruklarını ve Hoovervill'leri* görene kadar ekonomik bunalım yaşandığını kabul etmeyeceklerdir.) Bunalım, iki tehlikeli gelişmenin birleşmesinden kaynaklanan finansal bir krizin bir ürünüdür: 2000'lerin başındaki düşük faiz oranları ve 1970'lerde başlayan devlet denetiminin kaldırılması çalışması. Düşük faiz oranları borçlanmayı ucuzlatır ve güvenli tasarrufu (mevduat sertifikaları veya diğer çok güvenli faiz getiren menkul kıymetler satın alındığı için) cazibesiz kılar, böylece kişisel borç artar ve kişisel tasarruf oranı düşer. Evler çoğunlukla borçla alındığından (uzun vadeli bir ipotekli krediyle), düşük faiz oranları ev satın almayı teşvik eder ve konut stoku daha yavaş geliştiğinden konuta olan talebin artması konut fiyatlarının artmasına neden olur. Ekonomik etkinliği canlandırması (insanlar harcamak için borçlanırlar) nedeniyle faiz oranları borsa kıymetini arttırmaya eğilimlidir, bu nedenle insanlar güvenli menkul kıymetler yerine adi hisse senedi satın almaya eğilimli olurlar. Nitekim, düşük faiz oranları yüzünden insanların tasarrufları giderek pahalı evler ve pahalı hisse senetleri biçimini almaya başlar – ve artan fiyatlar insanları evlerin ve hisse senetlerinin iyi yatırım olduklarına inanmalarını sağlar.

* Hoover "villaları" – 1930'ların Büyük Bunalım'ı sırasında evlerini satmak zorunda kalan ya da evlerinden çıkarılan insanların kurdukları gecekondu mahalleleri, ironik olarak o zamanki ABD Başkan'ı Herbert Hoover'ın adıyla anılır.

Kredi talebi en çok finansal aracı kurumlar, yani şirketler – klasik olarak, ticaret bankaları – tarafından karşılanır. Bu kurumlar bir grup şirket ya da bireyden borç alıp kâr etmeye başlar ve borç alınmış parayı başka bir gruba borç verir. Aracının kâr edebilmesi için, borçlandığı sermayeye ödediği faizin, kullandırdığı kredi faizlerinden düşük olması gerekir. Pratik bir mesele olarak bu, borç aldığı kişilere güvence teklif etmesini ve verdiği kredilerde de risk almasını gerektirir. Bu da genellikle kısa vadeli borçlanma ve uzun vadeli kredi kullandırmayla yapılır. Kişi eğer borç verdiği parayı çabucak geri alabilirse, düşük bir faiz oranı talep edecektir çünkü parayı kaybetme riski daha azdır ve bu ona daha fazla bir likidite (kişinin ihtiyacı olduğunda elinde nakit bulundurabilmesini) sağlar. Uzun vadeli bir kredi için ise yüksek bir faiz oranı talep edecektir çünkü bu likit olmayacaktır ve çünkü borçlanıcının temerrüde düşmesine neden olabilecek talihsiz bir olayın uzun vadede meydana gelmesi kısa vadede meydana gelmesinden daha olasıdır. Bankacılık bu nedenle yapısı gereği risklidir; eğer bir banka, kredilerinde çok fazla temerrüt yaşarsa, kredi sağlayıcıları – bankaya kısa vadeli sermaye veren kişiler – endişelenip aniden paralarını çekeceklerdir.

Bankacılığın doğasında var olan risklilik ve ticari bir toplumda kredinin önemli olması, bankaların esas sermayelerinin, üzerine faiz ödemelerinin yasaklandığı vadesiz mevduatlardan ibaret olduğu bir sistem yaratarak, bankacılığın sıkı bir şekilde denetlenmesine yol açtı. Bu ucuz sermaye kaynağı sayesinde bankalar uzun vadeli kredi yerine kısa vadeli kredi kullandırarak kâr edebiliyor ve böylece de kredi portföylerinde yüksek zarar riski altına girmiyorlardı. Federal mevduat sigortası, mudilerinin böyle zararlara ilişkin endişelerini gidererek güvenli bankacılığı geliştirdi.

1970'lerde başlayan devlet denetimini kaldırma çalışması genelde denetlenen endüstrileri hedef almış ve çok iyi denetlendiği için sadece bankacılığı kapsamıştı. Devlet denetiminin kaldırılması (deregulation) için baskı yapan ekonomistler ve politikacılar, denetlemenin bankacılıktan kaldırılmasının mak-

roekonomik bir önem taşıdığı gerçeğine ama demiryolları veya kamyon taşımacılığı ya da iletişim ya da petrol boru hatlarından denetimin kalkmasının ise makroekonomik bir önem taşımadığı gerçeğine karşı duyarlı değildi. Bankacılıktan devlet denetiminin kaldırılması iki yoldan ilerledi. Yatırım bankaları, para piyasası fonları ve serbest (hedge) fonlar gibi banka olmayan finansal aracı kurumların, geleneksel bankacılık hizmetleri için yakın ikame önermelerine gittikçe daha fazla izin verildi. Örneğin, bir para piyasası fonundaki faiz getiren bir çek hesabı – bir bankadaki çek hesabının yerine geçen, tamamen güvenli değil ama az çok güvenli ve faiz getiren bir hesap, ki bir bankadaki çek hesabı faiz getirmez. İkinci yol, üzerlerine üşüşen banka dışı finansal aracılarla rekabet edebilmelerini sağlamak için bankalar üzerindeki kısıtlayıcı şartlar gevşetildi. Bankalar giderek kısa vadeli kredilere mevduatlarından daha fazla güvendiler ve giderek daha fazla uzun vadeli ve kısa vadeli kredi kullandırdılar; dolayısıyla kredi kullandırmaları giderek daha fazla riskli hale geldi.

2000'li yılların başlarındaki düşük faiz oranları nedeniyle bankalar ve diğer finansal aracılar muazzam boyuttaki konut satın alma amaçlı (ve ayrıca ticari gayrimenkul, otomobiller ve kredi kartlarıyla satın alınan kalemler satın alma amaçlı ve üniversite okul taksitlerini ödeme amaçlı) kredi taleplerini, borçlanarak ve özsermayelerini arttırmak yerine daha fazla borç alarak ve böylece sermaye yapılarındaki borç–özsermaye oranlarını (yani, kaldıraç oranlarını) arttırarak karşılamayı uygun ve kârlı buldular. Devlet denetiminin kaldırılması kâr hadlerini baskılayarak bankacılık endüstrisini (açıkça ifade edilecek olursa, olması gerektiği gibi, giderek daha çok bankalara benzedikleri için diğer finansal aracıları da dahil etmek için) daha rekabetçi bir hale getirdi. Yüksek kaldıraç oranı ufak kâr marjlarını büyütmeye olanak verdi – banka kredileri üzerindeki temerrütler düşük olduğu sürece. Kaldıraç oranı kârları arttırır ama zararları da eşit ölçüde arttırır çünkü borç, bankanın kredi kullandırmasının ve diğer yatırımının ne kadar kârlı ya da kârsız olacağına hiç bakılmadan, vadesi gelince ödenmesi gereken

katı bir yükümlülüktür.

Ucuz kredi ve devlet denetimi kaldırıldığı için risklileşen kredi kullandırmaya olan eğilim karşılıklı olarak teşvik ediliyordu. Bankalar bunu farkına vardılar ve riski dağıtan ve bu yüzden tek bir banka tarafından katlanılan riskleri azaltan menkul kıymetleştirilmiş (menkulleştirilmiş) borç (bilhassa ikamet amaçlı gayrimenkul ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetler) ve kredi temerrüt takasları (temerrütlere karşı sigorta) gibi araçlarla kârı düşürmeden kredi portföylerinin riskliliğini azaltmaya çalıştılar. Bu araçlar riski azalttı ama bankacılık endüstrisinin riski üzerindeki net etkiyi belirsizleştirerek aynı zamanda arttırdı da; örneğin, kredi temerrüt takaslarını hem ihraç eden hem de satın alan bankalar – bunlar temerrütleri sigortalayanlar oldukları kadar temerrütlere karşı sigorta olanlardır. Tek bir tanesi dünyanın her yerine dağılmış yüzlerce, hatta binlerce ipotekli konut kredilerine dayalı olabilen menkul kıymetlerin karmaşık olmasından dolayı, menkulleştirilmiş borcun riskliliğini hesaplamak zordu. Bankaların giderek daha da fazla karmaşıklaşan ve risklileşen sermaye yapıları ve ticari uygulamalarının yaratmış olduğu riskleri ölçmeye çalışmasına olanak vermek için, ayrıntılı matematik modelleri ("riske maruz değer" modelleri) türetildi.

Büyük bankaların ve diğer finansal aracı kurumların, çoğu olağanüstü başarı geçmişine sahip (örneğin Goldman Sachs) yetenekli ve genellikle parlak üst düzey yetkililerinin aslında aptal olduklarına ve bankacılık sisteminin Eylül 2008'de bu yüzden çöktüğüne yaygın olarak inanılmaktadır. Ben buna katılmıyorum. Finansal krizin ahmaklığın ya da mantıksızlığın, cürümün ya da cehaletin sonucunda meydana geldiğine inanmıyorum. Bence "maddi güçlerinin yetmeyebileceği" ipotekli kredilerle ev satın alan tüketicilerin çoğu bile ne yaptıklarını biliyorlardı – sürekli artan ev fiyatları üzerinde mantıksızca olmayan bir spekülasyon yapıyorlardı; çünkü konut balonunun patlamasından kısa bir süre önce bu yüksek fiyatların bir balon hadisesi *olmadığını* 2005 yılında Bernanke'nin ta kendisi açıklamamış mıydı? Bankalar da çok risk aldıklarını ve eğer temer-

rütler çığ gibi birbirini izlerse iflas edebileceklerini biliyorlardı. Bu nedenle riski çeşitlendirmek ve risk–yönetimi modelleri geliştirmek için çaba harcıyorlardı. Konut endüstrisine aşırı derecede yatırım yaptıklarından, eğer konut fiyatları aşırı bir biçimde düşerse pek çok temerrüt gerçekleşeceğini biliyorlardı. Ayrıca birbirleriyle (ve dolayısıyla diğer finansal aracılarla da) iç içe geçmiş olduklarını – bir banka ipoteğe dayalı bir menkul kıymeti çıkarıp bir kısmını başka bir bankaya satıyor ve aynı zamanda da başka bir banka tarafından çıkarılan benzer bir menkul kıymetin bir kısmını satın alıyordu – da biliyorlardı.

Emin olmasam da, büyük bankaların üst düzey yetkililerinin aldıkları riskler sonucunda en azından küçük bir iflas riski olabileceğinin farkında olduklarına inanıyorum. Bence pek çoğu, eğer konut fiyatları ortalama olarak yüzde 20'den daha fazla düşerse, pek çok bankanın batabileceğini biliyordu ya da şüpheleniyordu, özellikle de konut fiyatlarındaki bu tür büyük bir düşüş bir durgunluğun (bankacılık endüstrisi üzerindeki doğrudan etkisi dikkate alınmaksızın) habercisi olduğu için ve durgunluğun da gayrimenkulle ilgili olmayan banka kredilerinde bile temerrüt oranlarını arttıracağı için; insanlar işlerini kaybettikleri için durgunluk, ipotekli kredilerdeki temerrütleri daha da arttıracaktı.

Hata yapmakla aptal olmayı birbiriyle karıştırmamak önemlidir. 2 Şubat 2009 tarihli "Beceriksizlere Hükümet Desteği" başlıklı köşe yazısında Paul Krugman, açıklayıcı bir şekilde nasıl işleteceğini bilmediği için hükümetin bankaları devralmaması gerektiği tezine, geçen sonbahar batan bankaları işleten "beceriksizler"in de nasıl işleteceklerini bilmedikleri teziyle karşı çıkmıştır. Ama biliyorlar; ve eğer hataları onları bankaları işletmeye devam etme izni verilmesinden alıkoyacaksa, o zaman Bernanke ve Summers ve Geithner'ın finansal aracılığı denetim ve düzenlemede yaptıkları hataların da onları ülkenin ekonomi politikasını yönetmekten alıkoyması gerekir.

Pek çok banka konut nitelikli gayrimenkulün finansına aşırı derecede yatırım yaptığından ve bankalar finansal olarak birbirleriyle iç içe geçtiklerinden, eğer bir banka yüzde 1 olası-

lıkla iflasla karşı karşıya kalırsa, bu durumda pek çoğu da aynı olasılıkla karşılaşırdı. Bu da, eğer o yüzde 1 olasılık gerçekleşirse, pek çok bankanın batacağı ya da iflasın eşiğine geleceği ve bütün kredi sisteminin donacağı anlamına geliyordu. 2008 Eylül'ünde öyle de oldu. Ancak oldukça rekabetçi bir finansal aracılık endüstrisinde, tek bir banka bile hissedarlarına, bankanın ve rakiplerinin aldığı risklerin, tıpkı kredilerden beslenen bir borsa balonunun patlamasından kaynaklanan bir banka iflasları dalgasının 1930'ların Büyük Bunalım'ına götürmüş olması ve bir gayrimenkul balonunun patlamasından kaynaklanan bir banka iflasları dalgasının 1990'larda Japonya'nın "kayıp on yılı"na götürmesi gibi, adım adım bir ekonomik bunalıma götürecek finansal bir krize neden olabileceği için, risk almayı azaltmasının (örneğin kaldıraç oranını düşürerek) ve dolayısıyla özkaynak kârlılıklarını azaltmasının haklılığını kanıtlayamadı. Banka fedakarlığının sadece bir tek sonucu olurdu – muazzam miktarlarda para kazanıyor olacakları birkaç yıl boyunca riskin gerçekleşmesi mümkün olmadığından, çoğu finansal yöneticinin katlanılabilir gördüğü hafif bir iflas riski alarak sağlanan kârları feda etme gönüllülüğü: banka gözüpek rakipleriyle rekabette zarara uğrardı. Rakipleri cesur *davranırlardı* çünkü doğası gereği riskli bir ticari faaliyeti olan finansal aracılık riskten memnun olan insanları çeker.

Dibe doğru bir yarış vardı (race to the bottom) – ya da, kişinin bakış açısına bağlı olarak, zirveye. Finansal kum havuzundaki en cüretkar, en agresif oyuncular, kredilerinin ya da diğer yatırımlarının riskliliğini arttırdılar, bu da en azından kısa vadede onların kârlarını arttırdı. Ürkek rakipleri, cesur olanların stratejisiyle boy ölçüşmeye ya da rekabetten çekilmeye mecbur edilebilirlerdi. Bana bazı banka yetkililerinin federal kural koyucu organlardan rakiplerini kontrol altında tutmasını istedikleri söylendi, ama boşunaydı.

Bankaların yasal kâr arayışlarının yarattığı ekonomi genelindeki bir felaketin uzak bir risk olduğunu benimsemesini beklemek, ekonomik kriz dönemlerinde yeterince insan yeteri kadar para biriktirirse bunun sonucunun yıkıcı bir deflasyon

olabilmesine rağmen, bir ekonomik bunalımda işlerini ve gelirlerini kaybetmekten korkan insanların para biriktirmek yerine, daha yararlı olsun diye, para harcamalarını beklemekten daha gerçekçi değildir.

Bu yüzyıl içinde günün birinde büyük ihtimalle iflas edecek bir şirket için katlanılabilir olan bir risk, ülke için katlanılamaz bir risktir çünkü ülke, bir tane büyük bankanın iflas riskiyle değil, ekonomik bir bunalıma neden olabilecek – nitekim öyle de olmuştur – finansal bir krizi başlatan bankacılık endüstrisinin çökme riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Bu durumun meydana gelme ihtimali gittikçe artmaktadır çünkü ucuz kredinin sonuçlarından biri de rekor seviyede bir kişisel borçtur. Bankacılık endüstrisinin çökmesi kredileri dondurduğu zaman, kredilere bağlı olan piyasanın normal işleyişinin alt üst olması nedeniyle ekonomik üretim düşer. Üretimin düşmesi nedeniyle de işten çıkarmalar başlar. İşlerini kaybeden ya da kaybetmekten korkan aşırı borçlu insanlar harcamalarını azaltır, bu da üretimin daha da düşmesine neden olur. Son aylarda olduğu gibi ve olmaya da devam edecek göründüğü gibi, eğer üretim çok keskin bir şekilde düşerse, satıcılar bütün müşterilerini ve stoklarını kaybetmemek amacıyla fiyatlarını düşüreceklerdir. Eğer fiyat düşüşü ciddiyse ve daha çok ve hatta derin bir fiyat indirimi beklentisi yaratırsa, insanlar nakit paranın satın alma gücü artacağından gelecekte daha fazla mal ve hizmet satın alabilmek umuduyla nakit biriktirmeye başlayabilir. Para biriktirmek de harcamaların ve borçlanmanın daha da düşmesine neden olur – fiyatlar daha düşeceği için krediyi değeri daha fazla olan dolar olarak ödeyeceğini düşünen hiç kimse borçlanmak istemez – ve deflasyona gireriz ve düşüş sarmalı ivme kazanır.

İş adamları, kararlarının bir bütün olarak ekonomi üzerindeki etkilerini tüketicilerden daha fazla düşünemez. Tüketiciler bir ekonomik bunalımda gelirlerinin küçük bir kısmını harcarlar çünkü ihtiyati tasarruflarını arttırmak isterler – ama harcamalarını azaltarak bunalımı daha beter hale getirirler. (Bunalım ekonomisinin alt üst olmuş dünyasında nerdeyse buz gibi bir suratla insanların bol paraları olduğunda para biriktirmeleri ve

parasız kaldıklarında ise para harcamaları gerektiğini ve bunalım sırasında artan stokların yeni üretimi teşvik etmek için imha edilmesi gerektiğini ileri sürmek mümkündür.) Büyük dışsal maliyet yaratan davranış, hükümet müdahalesi için uygun bir fırsat sağlar.

Bir bunalımın içindeyiz ve çıkmaya çalışıyoruz. Peki ama bizim bu noktaya gelmemize ne neden oldu? Düşük faiz oranları ya da finansal sektörden devlet denetiminin kaldırılması çalışmaları durup dururken ortaya çıkmadı. 2000'li yılların başındaki düşük faiz oranları Merkez Bankası'nın bile bile aldığı kararının bir ürünüdür. Devlet denetiminin kaldırılması (kuralsızlaştırma) (deregulation) çalışması taşımacılık hizmeti ile uğraşan firmaların ve kamu hizmeti gören kuruluşların denetim ve düzenlemesinin haklı eleştirisine bir yanıttı. Ancak makroekonomistler, faiz oranlarını tamamen düşük tutarak ve böylece de ekonomik etkinliği canlandırarak bunalımın kolayca engellenebileceğini düşündükleri için, düşük faiz oranlarını memnuniyetle karşılarlarken, kuralsızlaştırmayı kabul ettirmeye çalışan ekonomistler, söylediğim gibi, bir ekonomik bunalıma neden olabilecek risk almayı engellemekte bankacılığın denetleme ve düzenlemesinin rolüne duyarlı olan makroekonomistler değillerdi. Düşük faiz oranlarında gördükleri tehlike enflasyondu ve tüketici fiyat endeksi 2000'lerin başında düşük kaldığı zaman aynı dönemde hüküm süren düşük faiz oranlarına rağmen, Kutsal Kase'yi bulduklarını sandılar. Aslında düşük faiz oranları enflasyonist baskıları yaratmıştı ama bunlar tüketici fiyat endeksine yön veren kalemlerin fiyatlarından çok, konut ve az oranda hisse senetlerinin fiyatlarını yukarı çeken baskılardı. Bunalımların tarihe karıştığı sanılıyordu ve Robert Lucas bunalım ekonomisinin sona erdiğini ileri sürüp makroekonomistlerin dikkatlerini ekonomik büyüme sorunlarına çevirmeye zorluyordu.

Ekonomistler, Milton Friedman'nın, Büyük Bunalım'ın Ekim 1929'daki borsa çöküşünün ardından fiyatlar ve üretim düştüğü zaman Merkez Bankası'nın para arzını azaltmasının bir sonucu olduğu – Merkez Bankası para arzına devam etmiş ol-

saydı ülke bir durgunluktan öteye geçmeyecek bir durumda olacaktı – iddiasından çok etkilenmişlerdi. Merkez Bankası'nın para yaratmasına bankacılık endüstrisince aracılık edilmesine yeterince önem verilmedi. Aslında Merkez Bankası kredi vererek para yaratmaları için bankalara yetki verir ve kredi vermekten korkarlarsa (daha doğrusu, temerrüt riski çok yüksek olduğundan krediler için sıkı kriterler oluştururlarsa) ve aşırı borçlu insanlar kredilerini daha değerli olan dolarlarla geri ödemek zorunda kalma korkusuyla borçlanmaktan korkarlarsa, para arzı, fiyatlar düştüğü ve şirketler ve bireyler nakit biriktirdiğinden, deflasyonun hızlanmasına neden olarak Merkez Bankası'nın çabalarına rağmen azalabilir. O noktada, deflasyon sarmalını önlemek amacıyla Merkez Bankası'nın harcamak zorunda kalacağı çabalar, korkunç bir bunalım sonrası enflasyonun tohumlarını atabilir. Enflasyonun gerçekleşebileceği düşüncesiyle de, faiz oranları düşmek yerine artabilir ve bunalımdan çıkmayı engelleyebilir.

Ekonomi mesleğinin 1930'lardan bu yana ABD'nin yaşadığı ilk bunalımı yaratan tehlikeleri kavrayamaması mazur görülebilir. Bu profesyonel körlükte ideoloji rol oynamıştır ama birbirleriyle rekabet eden bunalım teorilerini ve bunalımların politik önemleri ve onlara verilen tepkileri deneysel olarak test etmek zor olduğu için de bu kaçınılmazdır. Finans ve makroiktisatın bazı iletişim zorlukları nedeniyle ayrı alanlar haline gelmesi, akademik disiplinlerdeki sürekli ilerleyen uzmanlaşma için yapılan aralıksız baskının zorunlu bir sonucu olabilirdi. Hatta yetkililerin ve akademisyen iktisatçıların çoğunun yaklaşan iflasın pek çok uyarı işaretine kulak asmaması mazur görülemese bile, en azından rahatlıkla anlaşılabilir; kötülük habercileri nadiren adil yargılamaya tabi tutulurlar ve yanlış anlaşıldıkları sadece sonradan anlaşılan nedenlerden dolayı fark edilebilir.

Affedilemez olan ise Merkez Bankası'nın ve federal hükümet içindeki diğer ekonomi birimlerinin bankacılık endüstrisinin parçalanmasının ekonomik bunalıma neden olma olasılığına karşı acil durum planlarının olmamasıdır. 2008 Eylül

ortasında finansal kriz vurduğu zaman, hükümet hazırlıksızdı ve krize krizin hayal edilebilir en yıkıcı sonuçlarını önleyen ama bir ekonomik bunalımı önleyemeyen bir dizi geçici önlemle müdahale etti. Bu geçici önlemler beceriksizceydi, tutarsızdı ve yetersiz bir şekilde izah edildi; o kritik dönemde, iş ekonomiyle ilgilenmeye gelince Başkan ortalarda görünmüyordu. Şu anda bile, kriz vurduktan dört buçuk ay sonra, hükümetin tutarlı bir kurtarma planı mevcut değildir. Böyle bir plan olmayınca da, hükümet aynı anda her şeyi deniyor ya da yakında deneyecek – ekonomiye para yağdırmak, ki bu 5. bölümde belirttiğim gibi, işe yaramayabilir; büyük çapta bir açığa dayalı harcamayla üretim ve istihdamı yeniden canlandırmaya çalışmak, ki bu da işe yaramayabilir; bankacılık endüstrisini kurtarmak – ya da belki de çoğuna el koymak ("kamulaştırma") (endüstrinin kurtarılması ve yutulmasının nasıl olup da aynı anda tartışıldığı garip-tir); hukuki çerçevede reform yapmak ve reformun bir parçası olarak belki finansal denetim ve düzenleme pastasından bir parça pay alan sayısız kurumu birleştirmek ve ipotek borçlularını, ipotekli kredilerinin bir kısmından kurtarmak. Bütün bunlar önceden ölçümlenemeyen güçlü ve zayıf yönleri olan önlemlerdir; hepsi de önceden düşünülmeden benimsenmek zorunda kalınmasından mustariptir; bazıları, örneğin denetim reformu gibi, aşırı derecede iddialıdır ve daha da fazlasının geleceği muhakkaktır. Ekonomik iyileşme önerileri nedeniyle ortam heyecan verici bir durumdadır – o kadar çok öneri var ki, hükümet bu önerileri değerlendirmek için entelektüel kaynaklara sahip olamayabilir.

Ben bir konjonktür tahmincisi değilim. Bu bunalımdan çıkma aşamasının ne zaman başlayacağını bilmem; ama eğer yarın başlarsa, hükümetin iyileşmeyi hızlandırmak, bankacılığı yeniden yapılandırmak ve reformunun beraberinde getireceği sayısız problem ve belirsizlik için harcadığı trilyonlarca dolar, tıpkı pahalı bir tedavinin ölümcül bir hastalığa çare bulması ama hastayı mecalsiz bırakması gibi, ekonomiyi gelecekteki yıllar boyunca tehdit edecektir.

Daha Fazla Bilgi Almak için Okunabilecek Kitaplar

Aşağıdaki kitap ve makale listesi bu kitabın okurlarının ilginç bulabileceği bir listedir. Bu kitap ve makalelerde çok çeşitli görüşler yer almaktadır ancak bunları önermiş olmam hepsiyle aynı fikirde olduğum anlamına gelmemektedir.

Tobias Adrian and Hyun Song Shin, "Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy" (forthcoming in *Journal of Economic Perspectives*).

Dean Baker, *Plunder and Blunder: The Rise and Fall of the Bubble Economy* (2009).

Ben S. Bernanke, "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here," Nov. 21, 2002, www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.htm (visited Jan. 1, 2009).

Olivier Blanchard, "The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies" (Dec. 2008), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324280#.

Markus K. Brunnermeier, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–08" (forthcoming in *Journal of Economic Perspectives*).

Richard C. K. Burdekin and Pierre L. Siklos, eds., *Deflation: Current and Historical Perspectives* (2004).

George Cooper, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Failure* (2008).

Brady Dennis and Robert O'Harrow Jr., "A Crack in the System," *Washington Post*, Dec. 29–31, 2008.

Chris Farrell, *Deflation: What Happens When Prices Fall* (2004).

Niall Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World* (2008).

Stanley Fischer and Rudiger Dornbusch, *Introduction to Macroeconomics* (1983).

Irving Fisher, "The Debt–Deflation Theory of Great Depressions," 1 *Econometrica* 337 (1933).

W. Scott Frame and Lawrence J. White, "Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire?" *Journal of Economic Perspectives* (Spring 2005): 159.

Peter M. Garber, "Famous First Bubbles," *Journal of Economic Perspectives* (Spring 1990): 35.

James D. Gwartney et al., *Macroeconomics: Private and Public Choice*, pt. 3 (12th ed., 2008).

Takeo Hoshi and Anil K. Kashyap, "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan" (Dec. 2008), http://faculty.chicagogsb.edu/anil.kashyap/research/will_us_bank_recapitalization_ succeed2.pdf.

William C. Hunter, George G. Kaufman, and Michael Pamerleano, eds., *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies* (2003).

John Maynard Keynes, *İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi* (1936).

Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (5th ed., 2005).

Paul Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008* (2008).

Christopher Mayer, Edward Morrison, and Tomasz Piskorski, "A New Proposal for Loan Modifications" (Columbia Business School and Columbia Law School, Jan. 7, 2009).

Randall E. Parker, *The Economics of the Great De pression: A Twenty–First Century Look Back at the Economics of the Interwar Era* (2007).

Luboš Pástor and Pietro Veronesi, "Was There a NASDAQ Bubble in the Late 1990s?" *Journal of Financial Economics* 81 (2006): 61.

Raghuram G. Rajan, "Has Financial Development Made the World Riskier?" in *The Greenspan Era: Lessons for the Future: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City* (2005), 313.

Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (2008).

Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (2000).

Mark Zandi, *Financial Shock: A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis* (2008).

Luigi Zingales, "The Future of Securities Regulation" (University of Chicago, Booth Graduate School of Business, Dec. 2008).