Robert Brenner

Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon

Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri



İLETİŞİM YAYINLARI

ROBERT BRENNER

Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon

ROBERT PAUL BRENNER UCLA'de Sosyal Kuram ve Tarih Merkezi'nin yöneticisi. 1943'te doğan Brenner, 1970'te hazırladığı "Siyasi İhtilaf ve İç Savaş Döneminde Londra'daki Ticaret Çevresi" başlıklı teziyle doktora derecesini aldı. 1970'lerde kapitalizmin kökenleri üzerine yazdığı makalelerle "Brenner debate" olarak anılan bir kuramsal tartışmayı tetikledi ve feodalizmden kapitalizme geçiş üzerine getirdiği farklı bakış açısıyla tanındı. 1998'de ise, gelişmiş kapitalist ekonomilerin 1950-98 arasında geçirdikleri genişleme ve daralma süreçlerini ele aldığı makaleleri ile, Marksist kuramın ekonomik krizlere yaklaşımı ve kapitalist dünya ekonomisinin tarihsel gelişimi üzerine yeni bir tartışma başlattı. Ekonomik dinamizmin temel kaynaklarının sermaye yatırımı ve kârlılık olduğunu iddia eden ve bu tavrıyla hem muhafazakârlar hem de liberaller tarafından kıyasıya eleştirilen Brenner, ABD'deki Solidarity grubunun üyesi ve bu grubun yayın organı olan *Against the Current*'ın editörlerindendir.

The Boom and the Bubble. The US in the World Economy
© 2002 Robert Brenner
Bu kitabın yayın hakları Verso'dan alınmıştır.

İletişim Yayınları 1274 • Araştırma-İnceleme Dizisi 219
ISBN-13: 978-975-05-0550-8
© 2007 İletişim Yayıncılık A. Ş.
1. BASKI 2007, İstanbul (1000 adet)

EDİTÖR Berna Akkıyal
DİZİ KAPAK TASARIMI Ümit Kıvanç
KAPAK Suat Aysu
KAPAK FİLMİ Mat Yapım
UYGULAMA Hüsnü Abbas - Nurgül Şimşek
TABLO VE ŞEKİLLER Nurgül Şimşek - Seda Avcı
DÜZELTİ Barış Sağlam
MONTAJ Şahin Eyilmez
BASKI ve CİLT Sena Ofset

İletişim Yayınları
Binbirdirek Meydanı Sokak İletişim Han No. 7 Cağaloğlu 34122 İstanbul
Tel: 212.516 22 60-61-62 • Faks: 212.516 12 58
e-mail: iletisim@iletisim.com.tr • web: www.iletisim.com.tr

ROBERT BRENNER

Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon

Dünya Ekonomisinde ABD'nin yeri

The Boom and the Bubble
The US in the World Economy

ÇEVİREN *Bilge Akalın*

iletişim

İçindekiler

Yazarın notu *7*

Önsöz *9*

GİRİŞ
Daha dündü *13*

BİRİNCİ BÖLÜM
İnatçı durgunluk, 1973-93 ..... *21*

İKİNCİ BÖLÜM
Amerikan ekonomisinin canlanması *65*

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
Japonya ve Almanya, 1980-95 ..... *113*

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
Dönüm noktası: Ters Plaza Anlaşması *149*

BEŞİNCİ BÖLÜM
Hızla şişmeye başlayan balon *157*

ALTINCI BÖLÜM
Zincirleme krizler *179*

YEDİNCİ BÖLÜM
Merkez Bankası kurtarmaya geliyor *199*

SEKİZİNCİ BÖLÜM
Servet etkisi ve sınırları *219*

DOKUZUNCU BÖLÜM
ABD genişlemesinin çerçevesi ve nitelikleri *251*

ONUNCU BÖLÜM
Balonun sonundan genişlemenin sonuna *279*

ONBİRİNCİ BÖLÜM
Olasılıklar: 'Burada böyle olmaz' *303*

Sonsöz *325*

EK I
Kâr hadleri ve verimlilik artışı: Tanımlar ve kaynaklar *357*

EK II
Temel veri kaynakları *363*

TÜRKÇE BASKIYA EK
Yeni bir iktisadi genişleme mi, yeni bir balon mu?
ABD ekonomisinin yörüngesi *369*

Yazarın notu

Kitaptaki tüm değişkenlerin kaynakları, aksi belirtilmedikçe, Ek 11'de (Temel Veri Kaynakları) gösterilmiştir.

Önsöz

Bu kitap esas itibariyle 2001 Temmuz'unda tamamlanmıştı. Daha sonraki gelişmeleri dahil etmek için kitabı gözden geçirmeye hiçbir zaman niyetlenmedim. Gerçi birçok noktada, 1998, 1999 ve 2000 yıllarına ait şirket kâr rakamlarıyla ilgili düzeltmeler başta olmak üzere, devletin yayınladığı yeni verileri göz önüne almaya gayret ettim.

Bu yüzden 11 Eylül olaylarının etkisine ilişkin bir değerlendirme yapmadım. Bugün ekonomiyi şekillendiren temel kısa-, orta- ve uzun-vadeli eğilimlerin çok önceden beri etkili oldukları açık. Başka açılardan çok önemli olsalar da, bu olayların söz konusu eğilimleri özünde değiştirdiğini düşünmüyorum. Bu çalışmanın odaklandığı konu ABD'nin 1990'lardaki genişlemesi, ona eşlik eden borsa balonu ve ardından gelen bozgunla döngüsel düşüştür. Fakat ben temel olarak, bu konjonktürel gelişmelerin ancak çok geniş bir perspektifte anlaşılabileceğini düşünüyorum. Özellikle, dünya ekonomisinde savaştan sonraki 25 yıl boyunca yaşanan uzun genişleme sürecinin arkasından, 1973-1995 arasında gözlenen uzun süreli durgunluğu başlatan ve sürekli kılan güçlerle birlikte anlaşılmaları gerekiyor. Bu kitabın amacı, aşağı yukarı 1990'larla başlayan çok önemli, genellikle çalkantılı ekonomik gelişme-

lerle yukarıda belirtilen uzun süreli ekonomik evrim arasındaki bağlantıyı mümkün olduğunca açık ve somut şekilde ortaya koymaktır.

Genişleme, balon ve bozgunu yorumlamak üzere aynı anda hem kuramsal hem de tarihsel nitelikli bir kavramsal çerçeve sunuyorum. Bunun kolay bir iş olmadığının farkındayım. Fakat bu son olaylar üzerine ortodoks ekonomi kuramının bakış açısından yapılan analizlerin, tarih dışı nitelikleri nedeniyle, belli sınırlar içinde kaldıkları kanaati, beni bir yerden başlamak için yüreklendirdi. Bu analizler, nitelikleri gereği, ABD'nin 1990'lardaki genişlemesini çerçeveleyen uzun dönemli uluslararası ekonomik durgunluğu açıklamak bir yana, bu durgunluğun altında yattığı iddia edilen verimliliğin yavaşlaması, yeniliklerin zayıflaması veya teknolojinin tükenmesi dışında ona hiçbir göndermede bulunmuyorlar. Oysa bana göre, 'uzun süren düşüşün' arkasında yatan mekanizmalar belirlenmeden ve hâlâ dolaylı ya da dolaysız ne ölçüde etkili oldukları saptanmadan, ne 1990'lardaki genişlemenin doğası, ne de ekonominin ciddi krizlerini önlemek üzere, yavaşlayan büyümeden kurtulma ve yeni bir 'uzun süren düzelme' başlatma potansiyeli gerektiği gibi değerlendirilebilir. Ben ayrıca, ABD ekonomisinin esas itibariyle kendine-yeterli olduğu ve bu şekilde analiz edilebileceği yönünde sıkça tekrarlanan düşüncenin çok yanıltıcı olduğuna inanıyorum. Bana kalırsa, ABD ekonomisinin son yirmi yıldaki gelişimi, tıpkı savaş-sonrası dönemdeki evrimi gibi dünya ekonomisinin bütünündeki gelişmeler bağlamında ele alınmadığı takdirde anlaşılamaz. Yorumlarımda bu önermeyi temel alıyorum.

Basitçe söylemek gerekirse, dünya kapitalist ekonomisinin, dolayısıyla ABD ekonomisinin, bugün karşı karşıya kaldığı sorunların çok derinlerde yattığına ve kısa sürede halledilemeyecek türden olduklarına inanıyorum. Gelişmiş kapitalist ekonomilerin, uzun süren düşüşü 1990'larda bütünüyle aşmayı başaramamaları –hatta 1960'ler ve 1950'ler bir yana, 1980'ler ve 1970'lerdeki performanslarına bile yaklaşamamaları– bunu kanıtlıyor. Bu aynı zamanda, son yıllarda dünya ekonomisini bir-

biri ardına sarsan ve her seferinde daha da derinleşen krizlerle kendisini gösteriyor. 1940'ların sonundan 1970'lerin başına kadar süren 'uzun düzelme' döneminde, krizlerin en büyüğü olan 1997-98'deki Doğu Asya çıkışlı uluslararası krizin –ve aslında şu an içine girdiğimizin de– benzerine rastlanmadı. Bu kitap, ABD'nin 1990'lardaki genişlemesine rağmen uluslararası ekonomide baş gösteren ve sona ermeyen durgunluğu açıklamayı ve barındırdığı ekonomik tehlikeleri ortaya koymayı amaçlıyor.

Bu çalışma, *New Left Review* dergisinin Mayıs-Haziran 1998 tarihli 229. sayısındaki tek metin olan ve uluslararası ekonominin savaş-sonrasındaki evriminin genel değerlendirmesini içeren 'The Economics of Global Turbulance: The Advanced Capitalist Economies from Boom to Stagnation' (Küresel Kargaşa Ekonomisi: Genişlemeden Durgunluğa Giden Gelişmiş Kapitalist Ekonomiler) başlıklı metne dayanıyor. Gözden geçirilerek, *The Boom and The Bubble: The US in the World Economy* (*İktisadi Genişleme ve Balon: Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri*) başlıklı bu kitaba dönüşen metin, bir bakıma ilk denemedir. Bu metnin taslaklarını eleştirel gözle okuyan ve değer biçilemez önerilerini esirgemeyen Perry Anderson'a her zamanki gibi sonsuz şükran borçluyum. Aynı zamanda, taslak metnin her aşamasını takip eden, her noktada detaylı eleştiriler yapmakla kalmayıp destek ve teşvikleriyle yanımda olan Dick Walker'a çok teşekkür ederim. Çalışmanın farklı versiyonunu okumuş olan Aaron Brenner, Andrew Glyn, Loren Goldner ve John Buchanan'a metni geliştirmek adına yaptıkları fevkalade eleştiriler ve verdikleri müthiş fikirler için minnettarım. Sebastian Budgen, taslak metnin özüne yönelik mükemmel bir dizi eleştiri ve öneri getirmekle kalmayıp, kapsamlı editörlük çalışmasıyla üslubu da geliştirdi. Bu metnin tamamlanmasına sayısız yollarla katkıda bulunan, çok değerli eleştirel yorumlar ve muazzam bir araştırma desteği sunan, baskı ve üretim aşamasında büyük bir iş yüklenen Tom Mertes'e derin minnet duygularımı belirtirim. Ona yeterince teşekkür edemeyeceğimi biliyorum. Verso'nun baskı ve

üretim ekiplerine, yayının ortaya çıkma sürecinde sergiledikleri mesleki titizliğe müteşekkirim. En borçlu olduğum kişi ise, sadece üslup ve tasarıma katkıda bulunmakla yetinmeyen, bu kitabın üretildiği uzun ve çetin sürece benim adıma katlanan Teri Edgar'dır.

ROBERT BRENNER
Kasım 2001

Daha dündü

1998-1999 sonbahar ve kış aylarında uluslararası ekonomi tökezler gibi oldu. 1997 yazında Asya'da patlayan kriz, dünyanın geri kalanını içine çekmeye başlamıştı. Kapitalist merkez dışında kalan hemen her yerde borsalar ve para piyasaları çökmüştü. Rusya iflasını ilan etmişti. Brezilya iktisadi çöküntüye giriyordu. Durgunluktan çıkmak için ticaret, yabancı yatırımlar ve bankacılık faaliyetlerini bütünüyle Asya'nın doğusuna yönlendiren imalat sanayinin planları başarısız olunca, Japon ekonomisi yeniden daralmaya başlamıştı. ABD ekonomisi bunun dışında kalamazdı. 1998'in ilk yarısında azalan kârlara tepki olarak, Temmuz'dan Eylül'e kadar geçen sürede, hâlâ anahtar rol oynayan imalat sektörü başta olmak üzere, tüm sektörlerde hisse senedi fiyatları hızla düştü. Ekim ayında ortaya çıkan ağır likidite sıkışıklığı, ABD ekonomisini ve dolayısıyla dünya ekonomisini, daralmayla ya da daha kötü sonuçlara sürüklenmeyle tehdit eder olmuştu.

Tam bu noktada, ABD Merkez Bankası ('Fed', Federal Reserve) müdahale etti. Zarar etmesine göz yumulması halinde uluslararası ekonominin mali çöküşüne yol açabileceği gerekçesi ile bir 'aşırı riskli yatırım fonları' (*hedge fund*) yönetim şirketi olan Long-Term Capital Management için kurtarma operasyonu dü-

zenledi. Ayrıca, arka arkaya üç dönem faiz oranlarını düşürdü. Bunu, sadece daralan kredi olanaklarını rahatlatmak için değil, aynı zamanda hisse senedi fiyatlarının yükselmesinden yana olduğunu göstermek için yapmıştı. Temel düşünce, ABD hanehalklarının ve şirketlerinin daha fazla borçlanabilmeleri ve dolayısıyla daha fazla tüketip, yatırım yapabilmelerini sağlamak üzere, menkul değerlere dayalı servetlerinin artırılmasıydı. Verimlilik ve kârlılığın artacağı ve hem ABD ekonomisinin hem de uluslararası ekonominin yaratılan taleple canlılığını koruyacağı umuldu. Ancak sonuç tamamıyla ters yönde oldu.

Bir yandan, 1993 sonunda başlayan iktisadi genişlemenin devam etmesi sağlanıyordu. Genişleme, önceki yirmi yıl boyunca derinleşen uluslararası durgunluktan sonra, özellikle imalat sektöründe (gerçi doların 1995'ten itibaren sert biçimde artması ile temel dayanaklarından birinden mahrum kaldı) kârlılık ve rekabet gücünde kaydedilen ani iyileşmeden güç aldı. Yedi yıl boyunca, işsizlik ve enflasyon neredeyse savaş sonrası refah döneminin oranlarına yaklaşacak düzeylere inerken; GSYİH, yatırım, emek verimliliği ve hatta reel ücretler hızla artmıştı. İş dünyasıyla ilgili yayınlarda ölçüsüz biçimde abartılmakla beraber, ABD'nin 1990'ların ikinci yarısında sergilediği ekonomik performans gerçekten de, 1970'lerin başından itibaren kaydedilen dönemsel başarıların tamamından üstün olmuştur (yine de Birinci Dünya Savaşı'ndan sonraki çeyrek yüzyıl boyunca kaydedilen performansın gerisinde kaldığını belirtmek gerekir).

Öte yandan aynı dönemde, ABD tarihinde mali açıdan yaşanan en büyük sahte hareket artışına tanık olundu. Hisse senedi fiyatları, temsil ettikleri şirketlerin kârlılık rakamlarıyla ilişkilerini tamamen koparark, hızla yükseldi. Bu durum, geleneksel ekonomi şirketleri kadar "Yeni Ekonomi"nin kalbi sayılan teknoloji, medya, telekomünikasyon (TMT) şirketleri için de geçerliydi. Durumları iyileşmiş tüketiciler ve iş dünyası aktörleri, menkul değerler servetlerinin böylesine hızlı arttığını görünce, daha az tasarruf edip daha çok borçlanmaktan sakınmadılar ve böylece hanehalklarına, şirketlere ve mali sektöre

ait borçlar tarihte görülmemiş miktarlara ulaştı. Borcun büyümesi hem tüketim hem de yatırım talebindeki büyümeye devasa boyutta katkı yapmakla kalmadı; şirketlerin, fiyatları daha da arttırmak üzere, borsadan kendi hisse senetlerini satın almalarını da hızlandırdı. Böylece balon kendi kendisini şişirir hale gelerek, ekonominin genişlemesinin sürmesini ve ivme kazanmasını sağladı. Şurası bir gerçek ki, servet etkisinin devam edebilmesi kadar, ekonominin, servet etkisinin yarattığı muazzam yatırım artışlarını gerçekleştirme kapasitesinin sürebilmesi de, hisse senedi piyasasının, şirket hisse fiyatlarını söz konusu şirketlerde bunu destekleyecek kâr artışları olmaksızın sürekli yükseltme becerisine dayanıyordu. Yerçekimine uzun süre karşı konulamayacağı belliydi.

Bu arada, genişleme sonucu ABD'de ithal mallara olan hızlı talep artışı uluslararası ekonominin canlı kalmasını sağlamış olmakla birlikte, başka ülkelerde, ABD'dekiyle orantılı bir genişleme sağlayamadı. Gelişmiş kapitalist ekonomilerin tamamı (ABD de dahil) ele alındığında, 1990'ı takip eden on yılda sağladıkları ekonomik büyümenin 1980'den sonraki on yılın gerisinde kaldığı, üstelik tamamen ABD'nin uyarıcı etkisine bağımlı oldukları görülmektedir. Öte yandan, dünya ekonomisini canlı tutan ithal mallar furyası, ABD'nin rekor düzeyde dış ticaret ve cari işlemler açığı vermesine yol açtı. Bu açık, ABD'nin yurtdışı yatırımcılara yükümlülüklerinin, tarihi boyunca olmadığı ölçüde artmasına ve dolayısıyla ABD ekonomisinin sermaye kaçışı ve doların çöküşü karşısında tarihinde olmadığı ölçüde korunmasız hale gelmesine yol açtı.

Temelde yatan bu ekonomik kırılganlık çerçevesinde, Merkez Bankası'nın 1998 sonbaharında gerçekleştirdiği çarpıcı kurtarma operasyonu, kendi içinde olağanüstü başarılı olmakla birlikte, sonuçta sadece, şirketlerin kârlarının fiilen ciddi ölçüde düşmesine karşılık, hisse senedi fiyatlarında inanılmaz bir sıçrama yaratarak, ekonominin krize karşı korunmasızlığını arttırmış oldu. Böylece Merkez Bankası'nın müdahalesi hisse senedi fiyatları balonunun yukarıya doğru son sert çıkışına olanak sağlamış, bilişim teknoloji şirketlerinin hisseleri Mer-

kez Bankası yönetiminin onayıyla tarihi zirveler yapmıştır. Sonuç olarak varlıkların değerlerinde görülen artış, sadece mali krizin geride bırakılmasına değil, aynı zamanda ABD'de süregiden yatırım ve tüketim genişlemesinin 2000 yılının ortalarına kadar uzamasına, hatta hızlanmasına müsaade etmiş oldu. Bu da, ABD ekonomisinin dünya ekonomisini iktisadi çöküntüden kurtarmasının yanı sıra, yeni bir uluslararası dönemsel canlanmayı tetiklemesini de sağladı. Aslına bakılırsa, borsanın son dönemdeki yükselişi karşısında, reel ekonomide kârların ironik biçimde düşüşü yüzünden, yükselişin yarattığı servet etkisi ABD ve dünya ekonomisi için sadece geçici bir rahatlama, kısa bir teneffüs olanağı vermişti. 2000-2001 yıllarında düşen kârlar sonucu borsanın dibe vurmasıyla uluslararası ekonomi bir kez daha krize girdi; gerçekte bu, uluslararası ekonominin 1997-1998'deki düşüşünün bir uzantısıydı.

Sonuç olarak, genişleme (*boom*) balonun (*bubble*) oluşmasına yol açtı; balon genişlemenin daha geniş bir alana yayılmasını sağladı ve sonunda kendi iç baskıları neticesinde patlayan balon genişlemeyi bitirmiş oldu. Bunun üzerine temel olarak, ABD ekonomisinin gerçek durumunun ne olduğuna; güçlü taraflarının veya önemli zafiyetlerinin nasıl açıklanabileceğine dair sorular sıralandı. Balona-dayalı aşırı-hararetlenmiş genişleme aynı büyüklükte, ancak bu kez ters yönlü bir reaksiyon ile inişe geçti. Hisse senedi fiyatlarının 2000 yazındaki esaslı düşüşü servet etkisini tersine çevirdi. Şirketleri harcama ve borçlanma kalemlerinde kısıtlamalar yapmaya zorladı; balondan miras kalan ve kârlı biçimde değerlendirilemeyen büyük bir endüstriyel kapasite fazlası ile karşı karşıya bıraktı. Bunun üretim ve yatırım artış hızlarında yol açtığı düşüşler, İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en sert düşüşler oldu. Bu düşüşler kaçınılmaz biçimde klasik zincirleme reaksiyonu tetikledi: Şirketlerin makine, teçhizat ve iş gücü tasarrufları şirketlerde ve tüketicilerde güven kaybı ve talepte azalmaya, işsizliğin artmasına, şirket ve tüketicilerin borçlarını zamanında ödeyememelerine ve iflaslara yol açarak, en sonunda dönemsel çöküşü getirdi. Bu, ciddi bir ekonomik bunalımın habercisi mi?

Bu sorunun arkasında gizlenen, 1990'ların genişleme atmosferinde neredeyse unutulan daha büyük bir soru var. Uzun ve ekonomik gücü tüketen bir durgunluk, ABD ve dünya ekonomisini 1970'lerin başından 1990'ların ortasına kadar kıskıvrak yakalamış, verimliliğin çok yavaş artmasına sebep olmuş, birden fazla neslin yaşam standartlarının düşmesine yol açmıştır. Bu 'uzun süren düşüş' giderek unutulan kötü bir anı mı sadece? Dünyanın dört bir yanında benimsenen 'Yeni Ekonomi'nin, ABD ekonomisinin temelinde yatan kurumlardaki, teknolojik alt yapıdaki ve endüstriyel potansiyelindeki dönüşüme etkisi –kısa vadede ciddi bir durgunluğa yakalanıp yakalanmasak da– daha önce görülmemiş ölçüde bir refahı, 1940'ların sonundan 1970'lerin başına kadar devam eden 'uzun süreli genişleme'ye benzer yeni bir 'uzun süreli yükselme' dönemini mi getirecek? Ya da, bir başka şekilde sorarsak; uluslararası ekonominin 1997-1998 yıllarında ve 2000 yazından bu yana yaşadığı belli başlı yavaşlamalar, uzun vadede hızlı büyüme yolunda giden ABD ekonomisinin çözülmemiş zayıflıklarının belirtileri ve olacakların habercisi sayılamayacak denli önemsiz mi? Daha da önemlisi, sadece uzun vadede yavaş büyümeye geri dönülmekle kalmayıp, ayrıca ciddi krizler karşısında savaş sonrası dönem boyunca olduğundan daha korunmasız bir hale mi gelindi?

Bu çalışma yukarıda sıralanan sorulara cevaplar önermektedir. Metot açısından özelliği, kendi analiz çerçevesi olan 'uzun süreli düşüş'ten (*long downturn*) yararlanmasıdır. Tanımlayıcı önermesi, 1973'ten sonraki yirmi yıl ve hatta daha da uzun süren uluslararası durgunluğun devam etmesini sağlayan kuvvetleri ve bunların 1990'dan sonra ve belki hâlâ hangi ölçüde etki taşıdıklarını tanımlamadan, geçmiş on yıldaki genişleme, balon ve bozgun konusunda hiçbir ciddi analizin yapılamayacağıdır. Dünya ekonomisi büyüme hızını dünya çapında yavaşlatan kuvvetlerin üstesinden gelmeyi başarmış mı başaramamış mıdır?

Kitabın kapsamlı Birinci Bölüm'ü, uzun süren düşüşün açılımını betimlemek ve kökenleri ile uzun sürmesine dair yo-

rumlarda bulunmak suretiyle, bir bütün olarak, incelemenin çıkış noktasını göstermektedir. Bunu, hükümetler ve şirketlerin düşüşle baş etmek üzere yaptıkları hamlelerin sebep olduğu düşük toplam talep ve yüksek sermaye maliyeti sorunları kadar uluslararası imalat sektöründe oldukça paradoksal biçimde sürüp giden aşırı-kapasite (*over-capacity*) ve aşırı-üretim (*over-production*) –dolayısıyla devamlı olarak düşük kârlılık– çerçevesinde ele almaktadır. İkinci Bölüm ABD ekonomisinin 1980'ler ve 1990'ların başında kendisini yeniden canlandıracak ve bir genişlemeye götürecek koşulları nasıl inşa ettiğini, ABD imalat sektörünün dünya ekonomisi içindeki çarpıcı yön değişikliği temelinde izah etmektedir. Üçüncü Bölüm, uluslararası alanda devam eden düşük büyüme ortamına karşın, ABD ekonomisinin canlanma sürecine paralel olarak, ABD'nin Almanya, Batı Avrupa ve özellikle Japonya'daki önde gelen ticaret ortakları ve rakiplerinin neden derinleşen sorunlar ve krizlere maruz kaldıklarını ve böylece 1990'ların ortalarında bile uzun süren düşüşten kesin bir kaçış bulunamadığını açıklamaktadır.

Dördüncü Bölüm 1990'larda benim dünya ekonomisinin dönüm noktası saydığım, dünya ekonomisinin savaş sonrası dönemin en kötü yıllarının başında cereyan eden 1995 tarihli 'ters Plaza Anlaşması'nı inceliyor. Bu anlaşma ile üç büyük güç, rekor düzeyde değerlenen yenin baskısı altında neredeyse durma noktasına gelen Japon imalat sanayini kurtardı. Bunu, bir önceki on yıllık dönemde aşırı değer kaybeden ve devalüasyonu sonucunda. ABD imalat sanayinin canlanmasında vazgeçilmez unsur haline gelen doları çarpıcı biçimde ters çevirerek yaptılar. Bu müdahalenin çarpıcı sonuçları ve müdahalenin ardından yükselişe geçen ABD para birimi, sonraki iki bölümde ele alınmaktadır. Beşinci Bölüm, ABD'de ekonomik genişlemenin dayanaklarından biri olan imalat sanayinde artan kârlılık oranlarının, değer kazanan doların baskısı altında birden bire duruşunu anlatmakta; bununla eşzamanlı olarak Merkez Bankası'nın doları besleyen politikalarını, şirketlerin kendi hisselerini büyük fonlar ödeyerek satın almaya başlama-

larını, dolar cinsinden varlık arayışı içindeki yurtdışı fonların hücumu ile kuluçkaya yatmış borsa balonunun hemen şişmesini incelemekte; hızla artan hisse senedi fiyatlarının yarattığı servet etkisinin genişlemeyi yöneten ana mekanizma haline gelişini açıklamaktadır. Altıncı Bölüm, Japon ekonomisinin canlanmasını amaçlayan değerli dolar/zayıf yen formülünün, 1997-1998 Asya krizini nasıl tetiklediğini ve bu bölgesel krizin, daha sonra uluslararası hale gelmesiyle ABD ekonomik genişlemesinin her iki motorunu –imalat sanayinin canlanmasını ve borsa balonunu– nasıl tehdit ettiğini açıklamaktadır.

Yedinci Bölüm, 1998 sonbaharında ABD Merkez Bankası'nın ABD ve uluslararası ekonomiyi kurtarma operasyonunun borsayı, tarihi boyunca duyulmamış ve mali açıdan akıl almaz noktalara çıkardığını ve bunu yaparken genişlemeyi uzatıp derinleştirdiğini, ama aynı zamanda hisse senedi fiyatlarıyla onların altında yatan yatırım getirilerinin yine tarihte görülmemiş ölçüde birbirlerinden uzaklaşmasının yolunu açtığını anlatmaktadır. Sekizinci Bölüm, bir taraftan, verimlilik artışıyla birlikte yatırım ve tüketim talebinde gerçekleşen şaşırtıcı artışlara rağmen şirket kârlılıklarını baskı altına alan güçleri ortaya koyarken, öte yanda borsa balonuyla oluşan servet etkisinin, özellikle 1998'den 2000 yılının ilk yarısına kadar geçen sürede, genişlemeyi şiddetlendiren mekanizmalarını tasvir etmektedir.

Dokuzuncu Bölüm ABD'nin 1990'lardaki büyümesinin güçlü ve zayıf yanlarını karşılaştırmalı ve tarihsel perspektifte değerlendirmektedir. Bu değerlendirme, ekonomiyi balonun sonundan durgunluk uçurumunun başına taşıyan mekanizmaların ele alındığı Onuncu Bölüm ve geleceğe ilişkin öngörülerin değerlendirildiği Onbirinci Bölüm'e zemin oluşturmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İnatçı durgunluk, 1973-93

ABD ekonomisinin geleceğine ilişkin bugün yapılacak bir değerlendirmenin çıkış noktası uzun süreli düşüş olmalı. Aksi takdirde, ABD ekonomisinin 1993'ten bu yana sergilediği canlanmanın hem ABD'de hem de dünya ölçeğinde 1970'lerden başlayarak yirmi yıl süren bir iktisadi durgunluk düzleminde gerçekleştiği yeterince vurgulanmamış olur. 1940'ların sonundan 1970'lerin başına kadar süren savaş sonrası refah dönemi boyunca, gelişmiş kapitalist ülkelerin çoğu hızlı bir büyüme kaydettiler. Bu dönemde gözlenen yatırım, üretim, verimlilik ve ücret artışları, tarihsel olarak en yüksek oranlarda olmasa da, dönem boyunca işsizlik çok düşük düzeyde kaldı; daralmalar ise hafif oldu ve kısa sürdü. Ancak bu dönemden hemen sonra, 1970'lerin başından 1990'ların ortalarına kadar süren uzun düşüş döneminde yatırım artışı büyük sekteye uğradı. Bunun sonucu olarak, çok düşük verimlilik artışları, hızla düşen ücret artışları (mutlak olarak düşmemekle birlikte), iktisadi durgunluk döneminin işsizlik düzeyleri (ABD'yi bir kenara bırakırsak) ve 1930'lardan sonra görülmemiş şekilde ardı ardına gelen bir dizi durgunluk ve mali kriz yaşandı. Aslında gelişmiş kapitalist ülkeler 1990'ların ilk yarısında, 1970'lere göre (1960'lardan söz etmiyoruz) daha yavaş genişledikleri

1980'lerdekinden daha yavaş büyüdüler ve canlılıklarını bir parça yitirdiler (bkz. Tablo 1.1 ve s. 63, Tablo 1.10).

Peki, savaş sonrasının uzun refah dönemini bitirmekle kalmayıp, sonraki yirmi yıl boyunca iktisadi durgunluk yaşanmasına yol açan güçler nelerdir? Önce bu güçlerin neler olduğunu tanımlamamız ve hâlâ dünya ekonomisinin bütününde, doğrudan ya da dolaysız, etkileri olup olmadığını saptamamız gerekiyor. Ancak o zaman ABD ekonomisinin 1990'larda yeniden güçlenmesinin orta ve uzun vadede yeni bir uzun soluklu genişlemeye mi, yoksa ileride başka iktisadi sorunlara yol açabilecek kısmi ve geçici bir genişlemeye mi zemin hazırladığını saptamaya başlayabiliriz.

Uzun süren genişlemeden uzun süren düşüşe

1940'ların sonundan 1970'lerin başına kadar süren uzun savaş-sonrası genişlemenin anahtarı, tıpkı uzun süren düşüşte olduğu gibi, kâr oranları eğrisi olmuştur. Savaş sonrası dönemin daha önce görülmemiş ölçüdeki iktisadi genişlemesine yol açan şey, gelişmiş kapitalist ekonomilerin yüksek kâr hadlerini elde etme ve sürdürebilme yetenekleriydi. Her şeyden önce, yüksek kâr hadleri, bu ekonomilerin belli bir makine teçhizat (sermaye stoku) yatırımı karşısında göreli olarak daha yüksek miktarlarda artık (*surplus*) yaratmalarının temel unsuru olmuştur. Sürekli olarak elde edilen yüksek miktarlardaki artık, bu ekonomilerin yüksek yatırım hızları ve buna bağlı olarak yüksek verimlilik artışları elde etmelerini, üstelik bunu, kârlara tehdit oluşturmayacak şekilde hızlı reel ücret artışlarını karşılayarak yapmalarını mümkün kılmıştır. Üstelik ortalama getiri oranı yüksek olduğu için az sayıda şirket iflasın sınıra gelmiş, bunun sonucu gelişmiş kapitalist ülkelerin iktisadi şoklara karşı korunmasızlığı uzun süre düşük kalmış ve genel olarak daralma dönemlerinin sayısı az ve etkileri hafif olmuştur. Sonuç olarak, yatırımcıların geleceğe dönük kararlarını (beklenen kâr hadleri) gerçekleşen kâr hadlerine dayandırmaktan başka seçenekleri olmadığından, yüksek kâr hadleri yirmi yıl süren mükemmel

TABLO 1.1
Uzun Süren Genişleme ve Uzun Süren Düşüşün Karşılaştırması
(ortalama değerler olan net kâr ve işsizlik oranları dışında kalanlar, yıllık ortalama yüzde değişim)

İmalat	*Net kâr haddi*		*Üretim*		*Net sermaye stoku*		*Gayrisafi sermaye stoku*		*Emek verimliliği*		*Reel ücret*	
	1950-70	*1970-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*
ABD	24.34	14.5	4.3	1.9	3.8	2.25	–	–	3.0	2.4	2.6	0.5
Almanya	23.1	10.9	5.1	0.9	5.7	0.9	6.4	1.7	4.8	1.7	5.7	2.4
Japonya	40.4	20.4	14.1	5.0	14.5	5.0	14.7	5.0	10.2	5.1	6.1	2.7
G-7	26.2	15.7	5.5	2.1	–	–	4.8	3.7	3.9	3.1	–	–

G-7 net kâr haddi 1990'a kadar; Almanya'nın net sermaye stoku verileri 1955-93 arasını kapsamakta; Japonya'nın net kâr hadleri ve net sermaye stoku verileri imalat sanayini 1955-91 arasında kapsıyor.

Özel sektör	*Net kâr haddi*		*Üretim*		*Net sermaye stoku*		*Gayrisafi sermaye stoku*		*Emek verimliliği*		*Reel ücret*		*İşsizlik oranı*	
	1950-70	*1970-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*	*1950-73*	*1973-93*
ABD	12.9	9.9	4.2	2.6	3.8	3.0	–	–	2.7	1.1	2.7	0.2	4.2	6.7
Almanya	23.2	13.8	4.5	2.2	6.0	2.6	5.1	3.0	4.6	2.2	5.7	1.9	2.3	5.7
Japonya	21.6	17.2	9.1	4.1	–	–	9.35	7.1	5.6	3.1	6.3	2.7	1.6	2.1
G-7	17.6	13.3	4.5	2.2		–	4.5	4.3	3.6	1.3	–	–	3.1	6.2

Kaynaklar: G-7 net kâr haddi 1990'a kadar; Almanya net sermaye stoku verileri 1955-93 arasını kapsamakta. OECD, *National Accounts, 1960-1997*, cilt II, Detaylı tablolar; OECD, *Flows and Stocks of Fixed Capital*, muhtelif sayılar Armstrong, A. Glyn, and J. Harrison, *Capitalism Since 1945*, Oxford, Blackwell, 1991, veri ek i ve 'Accumulation, Profits, State Spending: Data for Advenced Capitalist Countries 1952-1983', Oxford Institute of Economics and Statistics, Temmuz 1986 (tarafından güncelleştirilmiş).

bir iş ve ticaret ortamını beslemiş ve bu da hızlı sermaye birikimini teşvik etmiştir. (Bkz. s. 23, Şekil 1.1)

Savaş-sonrasındaki genişlemenin temelleri

Savaş sonrasında yaşanan uzun süreli genişlemenin temel önkoşulunu oluşturan yüksek kâr hadlerini, ABD şirketleri 1930'ların sonundan, Japon, Alman ve diğer Avrupa şirketleri ise 1940'ların sonundan itibaren elde ettiler. Bunu öncelikle, militan işçi ayaklanmalarının bastırılması veya kontrol altına alınmasıyla başardılar. 1930'ların ortalarında başlayıp İkinci Dünya Savaşı'mn ardından gelişmiş kapitalist dünyanın her bölgesine yayılan ve oyunun kapitalist kurallarını tehdit eden bu başkaldırılar, her yerde kontrol altına alınmış, emek tahakküm altına sokulmuştu.[1] Böylece, reel ücretler zorla, verimlilik düzeyini karşılamayacak düzeylere düşürülerek, imalat sanayicilerinin mevcut sermaye stoklarına oranla yüksek net artık elde etmeleri sağlanmıştı. Bu şekilde sağlanan yüksek kâr hadleri verimlilik, istihdam ve reel ücretlerin hızla artışını besleyerek, genişlemeyi sürdürecek olan yüksek sermaye birikim oranlarını yarattı. Bunun doğal sonucu olarak hem yatırım talebinin hem de tüketim talebinin ivmesi hızlandı ve olumlu sonuçlar veren bir yükselme sarmalı gerçekleşti.

ABD ekonomisi 1930'ların sonu ile 1940'ların ortalarına rastlayan savaş döneminde hamle yaptı. Bu yeni büyüme döneminin temelini iktisadi çöküntü sürecinde sağlanan üretim maliyetlerindeki devasa düşüşler oluşturdu. Atıl sermaye stokunun geniş ölçüde tasfiye edilmesi, rekor düzeyde yüksek işsizlik oranlarının reel ücretler üzerinde yaptığı aşağı doğru baskı, uzun zamandır biriken kullanılmamış icatların yarattığı birikim ve bunların yanı sıra, 1934 ve 1937'de sahneye bir patlama olarak çıkan dinamik işçi hareketinin kontrol altına alınması, üretim maliyetlerinin düşmesine katkıda bulundu. Savaşın yarattığı güçlü talebin hareketlendirdiği ABD ekono-

1 Cf. P. Armstrong, A. Glyn ve J. Harrison, *Capitalism Since 1945*, Oxford, Blackwell, 1991.

misi, önemli ölçüde ekonomik genişleme sağlayan, o zamana dek kaydedilmemiş derecede yüksek kâr hadlerine ulaşabildi. Bu yolla, diğer ulusal ekonomiler üstündeki liderlik etkisini, üstelik Japonya ve Batı Avrupa ekonomilerinin paramparça oldukları bir zamanda artırdı ve hemen akabinde savaş sonrası yeniden yapılanma sürecine girdi.[2]

Bununla birlikte ABD ekonomisi, tam da liderliğini pekiştirdiği gelişmelerin bir sonucu olarak, yüksek düzeydeki yatırım artış hızlarını sürdürmekte güçlük çekmeye başlamıştı. Geniş bir ölü sabit sermaye yığınıyla kendini gösteren başlangıçtaki gelişmiş teknolojisi; çok küçülmüş tarım ve küçük işletme sektörlerinden anlaşılacağı üzere daha gelişmiş sosyo-ekonomik yapısı ve buna bağlı olarak sınırlı bir emek arzı fazlası; çokuluslu şirketlerinin, büyük bankalarının ve tabii ki devletinin uluslararasılaşma hamlesinde ifadesini bulan uluslararası hegemonyası ve geleneksel olarak güçlü olan işçi sınıfının direnci, ABD ekonomisinin sergilediği dinamizmin sürmesini engelleyebilecek en önemli unsurlar oldular. Böylece, ABD ekonomisi, Kore Savaşı'nın sonundan itibaren, kendini sermaye birikimindeki yavaşlama ile gösteren bir momentum kaybı sorunuyla karşı karşıya kaldı.

Mevcut, halihazırda ödenmiş sabit –ya da *ölü*– sermaye, daha fazla sermaye birikimini özendirmiyordu, çünkü firmalar ellerinde hazır bulunan makine ve teçhizatı herhangi bir masraf yapmadan kullanabiliyorlardı. Nasıl olsa bu sabit yatırımı harekete geçirmek için gerekli olan değişken sermaye harcamaları (ücretler, hammadde ve ara mallar) üzerinden en azından ortalama kâr haddini elde edebiliyorlardı. Bu onlara, birim maliyetlerini kendi değişken birim maliyetlerinin değilse de, toplam maliyetlerinin altına düşürerek, teknolojik alanda daha ileri rakiplerinin pazara girme heveslerini kırma imkânı verdi. ABD'nin kırsal kesimde nispeten küçük olan 'yedek iş-

2 G. Dumenil, M. Glick ve D. Levy, "The Rise of the Rate of Profit During World War II", *Review of Economics and Statistics*, cilt lxv, Mayıs 1993; R. Brenner, "The Economics of Global Turbulence", *New Left Review*, sayı 229, Mayıs-Haziran 1998, s. 48-9.

sizler ordusu' ve geleneksel olarak istihdam fazlası ile sürdürülen aile işletmeleri, istihdam artışı yaratarak ücretlerin görece hızla yükselmesine yol açmıştı, çünkü bu yolla yaratılan emek talebine karşılık arzda gerekli artış sağlanamamaktaydı. Yeni gelişen Batı Avrupa'daki genişlemenin sunduğu kâr olanakları, ABD'nin çokuluslu şirketlerini yurtdışı yatırımlarını hızla artırmaya teşvik ederken, kendi ülkelerindeki göreli maliyetlerin uluslararası ölçülerde artmış olması, onları ülkelerinde yatırım yapmaktan alıkoyuyordu. Bu arada, yatırım artışındaki azalmadan kaynaklanan verimlilik artışının yavaşlaması reel ücretlerdeki yukarıya doğru hareketle birleşince, 1950'lerin sonuna doğru, kârlılığı dar bir alana sıkıştırdı. Bunun sonucu olarak ortaya çıkan iktisadi uyuşukluk eğilimi, 1960'ların ilk yarısında bir süre tersine dönmesine rağmen, savaştan sonraki çeyrek yüzyıl boyunca sürdü.[3]

Savaş sonrası küresel ekonominin daha önce olmadığı kadar uzun süren iktisadi dinamizminin altında, sonradan gelişen ekonomilerin –özellikle Almanya ve Japonya, hatta Fransa, İtalya ve diğerleri– görülmemiş ölçüdeki sermaye birikimi oranlarını uzun süre koruyabilme başarıları yatmaktadır. Bunu, son derece yüksek iktisadi genişleme oranlarının kaçınılmaz olarak beraberinde getirdiği maliyetlerin yukarı doğru baskısına rağmen başlangıçtaki yüksek kâr hadlerini koruyabilme kapasiteleri sayesinde başarabiliyorlardı.

Sonradan gelişen ekonomilerin üreticilerinin artan maliyet baskılarıyla baş edebilme kapasiteleri vardı. Zaten, yüksek kârlılığı ve uluslararası rekabeti geç kalmış olmaları sayesinde destekleyebildiler. Kendi görece sosyo-ekonomik geri kalmışlıklarına bağlı olarak, ülkelerindeki nispeten geri kalmış kırsal ve küçük işletme sektörlerinde oluşan geniş gizli işsizler havuzundan yararlanarak ücret artışlarını verimlilik artışına kıyasla daha düşük tutabilme avantajını kullanabildiler.[4] Teknoloji

3 H.G. Vatter, *The US Economy in the 1950s*, New York, Norton, 1963; Brenner, "Economics of Global Turbulence", s. 49-63.

4 C.P. Kindleberger, *Europe's Postwar Growth. The Role of Labor Supply*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1967.

üretmek yerine, varolan teknolojiden yararlandıkları için, modası geçmiş teknolojileri barındıran ölü sabit sermaye külfetine daha az katlandılar. Üstelik daha ucuz ama gelişmiş olan ABD teknolojisini edinerek, birçok durumda da yaparak-öğrenme ve bu süreçte yatırıma ayırdıkları büyük sermaye stoku ile emniyet altına aldıkları ölçek ekonomileri sayesinde kendilerini öne geçirecek yenilikler yaparak, öndekine yetişmenin olanaklarını kıllandılar.[5]

Sonradan gelişen ekonomilerin lider konumdaki işletmeleri, uluslararası rekabet ve büyümeyi teşvik etmek üzere yapılmış bir dizi kurumsal düzenleme ve hükümet politikalarından da yararlanabildiler. Söz konusu düzenleme ve politikalar ise ABD'nin önceden gelişmiş ve baskın bir konumda olması nedeniyle ABD'deki rakiplerine sağlanmamış veya onlar tarafından önemsenmemişti. Bu işletmeler onlarla yakın çalışma imkânı bulan ve ekonomik hareketlerini izleyebilen, buna dayanarak onlara göreli olarak daha ucuz ve uzun vadeli krediler sağlayan, aynı zamanda dalgalanan piyasa koşullarında oluşan farklı ihtiyaçlarına cevap veren büyük bankalarla yakın ilişkiler kurdular; hatta bir bakıma 'birleştiler' Ayrıca, daha geniş planlama, düşürülmüş girdi maliyetlerine izin veren ve daha güvenli pazarlar yaratan şirketler-arası eşgüdüm ve işbirliklerini mümkün kılacak çeşitli dikey ve yatay bağlantılara girdiler.

Bu arada, sonradan gelişen ekonomileri yöneten hükümetler de, sistematik denilebilecek bir biçimde, yerli üreticilerin dünya pazarındaki konumunu yükseltme arayışında oldular. Bunu yaparak hem ekonomilerinde güçlü konumda olan ve birbirlerini destekleyen bankalar ve sanayi kuruluşlarının yarattıkları, hem de asıl üstünde durdukları ülke genelindeki iktisadi gelişmeden kaynaklanan baskıları karşılamış oluyorlardı. Savaş son-

5 M. Abramovitz, "Rapid Growth Potential and its Realisation:The Experience of Capitalist Economies in the Postwar Period", *Economic Growth and Resources* içinde Malinvaud, (ed.), Uluslararası Ekonomi Birliğinin Beşinci Dünya Kongresi 1977 Tebliğleri, Londra, Macmillan, 1977; M. Abramowitz, "Catch-Up and Convergence in the Postwar Growth Boom and After", içirde W.J. Baumol, R.R. Nelson ve E.N. Wolll, *Convergence of Productivity. Cross-National Studies and Historical Evidence*, New York, Oxford University Press, 1994.

rası dönemin önemli bir kısmında yerli sanayi için yüksek düzeyde korunma sağladılar. Aynı zamanda, sübvansiyonlar verdiler ve ülke parasını değerinin altında tutmayı taahhüt ettiler. Bu hükümetler ayrıca, bir taraftan yurtiçinde borç verenlerin ve spekülatörlerin faaliyetlerini sıkı biçimde denetleyerek, öte taraftan sermayenin uluslararası hareketliliğine keskin sınırlamalar getirerek 'mali sistem üzerinde baskı' uyguladılar. Bunu yapmaktaki amaçları finansal faaliyetlerin ülkede genişleyen sınaî üretimin ihtiyaçlarını karşılayacak biçimde düzenlenmesiydi. Sonuç, ilişkilere sonradan dahil olan ülkelerin şirketlerince üretim etkinlikliğinde ulaşılan büyük kazanımlardan, çoğunlukla, ülke ekonomisinin yarar görmesi şeklinde oldu. Bu, görece yavaş-büyüyen hegemonyacı ABD ekonomisindeki baskın eğilimle tezat teşkil ediyordu. ABD'de, yurtdışı piyasalara nüfuz etme ihracat artışından çok dinamik çokuluslu şirketler ve bankalarla sanayinin taşınması şeklinde yürütülen, yeni bir çağın habercisi olan üretimin uluslararası hale getirilmesi yoluyla ilerliyordu. ABD hükümeti bu çabaları güçlü biçimde destekledi ve tüm dönem boyunca dünya ekonomisinin liberalleşmesi –sadece ticaretin değil aynı zamanda uzun ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin de serbestleşmesi– için bazen ülke içindeki sanayiler pahasına da olsa güçlü bir baskı oluşturdu.[6]

Sonradan gelişen ekonomiler kendi sosyo-ekonomik geri kalmışlıklarından, takipçi olmalarından ve yurtdışı satışlarını genişletebilme hızlarının yarattığı orantısız şekilde geniş ve hızlı büyüyen yurtiçi imalat sektörlerinden kaynaklanan avantajlarını etkin biçimde en hızlı verimlilik artış sahalarına dönüştürdüler.[7] Sanayi malı ihracatlarını böylesine artırabilme kapasiteleri, her şeyden önce, savaş sonrası genişleme döneminde ortaya çıkan dünya ticaret hacmindeki görülmemiş artışlara dayanıyordu. Fakat aynı zamanda, dünya ticaretindeki paylarını hızla ge-

6 F. Block, *The Origins of International Economic Disorder*, Berkeley, University of California Press, 1977.

7 N. Kaldor, *Strategic Factors in Economic Development*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1967; N. Kaldor, "Conflicts in National Economic Objectives", *Economic Journal*, cilt lxxxi, Mart 1971.

nişletme yetenekleri de bu artışta etkiliydi. Özellikle Alman ve Japon üreticiler ihracatta olağanüstü artış hızları elde ettiler. İhracat artışı, dünya ihracat pazarlarında giderek daha büyük payları, ABD ve İngiliz üreticilerin elinden alabilme ve bunun yanı sıra, devasa ABD pazarına nüfuz edebilme kapasiteleri sayesinde ekonomilerini ileri götürmüştür.[8] Bu bağlamda, sırasıyla Avrupa ve Doğu Asya'da dinamik bir bölgesel iktisadi blok işlevi gördüler; bölgelerine yüksek donanımlı sermaye ve ara mallar arz ederken kendi geniş ve sürekli büyüyen pazarlarını da bölge üreticilerine açtılar (gerçi Japonya'nın sınaî ürün ithalatına toleransı her zaman sınırlı olmuştur).[9]

Öyleyse, eşitsiz iktisadi gelişim en başından beri ABD ülke ekonomisinin *göreli* gerilemesini zorunlu kılmıştır. Ancak bu, aynı zamanda ABD ekonomi politiğinde hâkim güçlerin canlılığının sürebilmesinin önkoşulu olmuştur. ABD'nin çokuluslu şirketleri ve uluslararası bankalarının, yurtdışında büyümek için, doğrudan yabancı sermaye yatırımları için kârlı çıkış noktalarına ihtiyacı vardı. Yurtiçinde üretim yapan ve ihracatlarını artırma ihtiyacı içinde olan sanayiler de kendi ürünleri için hızlı-büyüyen bir yurtdışı talebin peşindeydiler. 'Komünizmi kontrol altına almayı' ve özgür girişimcilik için güvenli bir dünya oluşturmayı aklına koymuş bir emperyal devlet olarak ABD, savaş, işgal, işbirliği ve yenilgi ile sarsılmış yerel yönetici sınıfların güçsüzlüğü karşısında, savaş sonrası kapitalist düzeni siyasi olarak sağlamlaştırabilmenin temelini müttefiklerin ve rakiplerinin iktisadi başarısında görüyordu. Bütün bu güçler kendi amaçlarını gerçekleştirmek için Avrupa ve Japonya'nın iktisadi dinamizmine bağımlıydılar. Bu paradoksal olarak, kendi refahları için, rakiplerinin ihracatta rekabeti artırma

8 A. Maizels, *Industrial Growth and World Trade*, Cambridge, Cambridge University Press, 1963, s. 189, 200-1, 220; A.D. Morgan, "Export Competition and Import Substitution", içinde *Industrialization and the Basis for Trade*, Cambridge, Cambridge University Press, 1980, s. 48; Brenner, "Economics of Global Turbulence", s. 46-7, 70, 88-90.

9 R. Castley, *Korea's Economic Miracle. The Crucial Role of Japan*, New York, Macmillan, 1997; A.S. Milward, *The European Rescue of the Nation State*, Berkeley University of California Press, 1992.

kapasitelerine bel bağladıkları anlamına geliyordu. Bu yolla ABD'li üreticilerin yurtdışındaki pazarlardan artan pay almaları ve ABD iç pazarına da bir ölçüde sızmaları mümkün olacaktı. ABD'li üreticiler, çok fazla bir maliyet ödemeden, yurtdışı pazarlarından önemli payları terk etmeye çoktan razıydılar, çünkü bu pazarlar uzun süren genişleme sırasında mutlak değerler itibariyle çok hızlı büyüyorlardı ve üstelik toplam pazarlarının küçük bir bölümünü oluşturuyorlardı. Üstelik istedikleri an, teknolojik üstünlükleri ve ölü sabit sermayelerinin potansiyel girişleri caydırıcı etkisi nedeniyle hâkim durumda olabildikleri devasa ABD pazarına dönebilirlerdi.

ABD'nin iktisadi başarısı, rakipleriyle müttefiklerinin başarılarına bu denli sıkı sıkıya bağlı olduğu için, çok kısa bir süre de olsa, nispeten yüksek bir uluslararası işbirliğini –yüksek miktarlarda ABD yardımları ve müttefikleri ve rakipleri için siyasi-iktisadi destekler– ABD devletinin istediği doğrultuda ve ABD çıkarlarına göre şekillendirse bile, gelişmiş kapitalist dünyada savaş sonrası uluslararası ekonomik kalkınma gerçekleşebilmiştir. ABD hükümeti ve önde gelen kapitalistleri, bu yüzden, rakiplerinin yüksek oranda devlet müdahaleciliği, korunmacı dış ticaret, düşük değerli döviz kurları ve pranga altına alınmış mali sektör uygulamalarına tolerans göstermeye razı oldular. Çünkü rakiplerinin ulusal iktisadi kalkınmaları –özellikle yurtiçi pazarlarının büyümesi– ve siyasi istikrarı kendi çıkarlarıyla yakından ilgiliydi. O yüzden, en azından bir süreliğine, liderlerle takipçileri, önce gelişenlerle sonradan gelişenler, hegemonya kuranlarla hegemonyaya tabi olanlar arasında, son derece çekişmeli ve istikrardan yoksun bir ilişki ortaya çıksa da, bir yaşam ortaklığı gözlendi.

Aşırı-kapasitenin başlangıcı ve kârlılık krizi, 1965-73

Ticaret büyürken ortaya çıkan eşitsiz gelişim ve dünya genelindeki iş bölümü, ekonomik etkileri açısından uzun süre olumlu bir seyir sürdüremedi. 1950'lerin sonundan itibaren para birimleri yeniden piyasadaki geçerli kurlar üzerinden di-

ğer bütün paralara çevrilebilir hale geldiler ve ticaretin önündeki engeller azaltıldı. Bu yolla, ticaretteki büyüme daha da hızlanarak, ancak son derece çelişik etkilerle artabildi. 1960'ların ikinci yarısında Batı Avrupa ve Japonya'daki üreticiler savaş sonrası dönemin en yüksek ekonomik genişleme oranlarını elde etmek üzere ticaretin avantajlarını kullandılar. Fakat aynı zamanda bu üreticiler, dünya pazarının giderek daha büyük bir bölümüne, hiçbir ihtiyarda bulunmadan, ürün sunmaya başladılar. Daha önce kendi ülke pazarları için ABD'dekilere benzer mallar üretiyorlardı.[10] Oysa şimdi ihraç etmeye başladıkları bu ürünler, mevcut pazarlarda yer edinmiş ABD ürünlerinin tamamlayıcısı olmaktan ziyade, kopyası olma eğilimindeydi; bu da fazlalık yaratmaya ve aşırı-kapasite ile aşırı-üretimi gündeme getirmeye başladı.

1960'ların ortalarından itibaren, sonradan gelişen ekonomi bloklarındaki üreticiler –bilhassa Japonya'dakiler; ayrıca, Almanya ve Batı Avrupa'nın diğer bölgelerindekiler– nispi maliyetlerini, aynı ürünlerin erken gelişen ABD'de üretilmeleri halinde ortaya çıkacak maliyetler karşısında sert bir şekilde düşürmek üzere, görece ileri teknikleri, yine görece ucuz ücretlerle birleştirebiliyorlardı. Bu temelde, dünya pazarlarına bu pazarlardaki paylarını önemli ölçüde artırmak için kendi görece düşük fiyatlarını dayatmayı başarmakla kalmayıp, aynı zamanda bizzat görece düşük maliyetleri sayesinde de eski kâr hadlerini koruyabildiler. Bunun sonucunda ABD'li üreticiler yavaş yükselen fiyatlarla karşı karşıya kalırlarken, kendilerini aniden aşırı maliyetli hale gelmiş üretim metotlarıyla çalışan makine teçhizatları (sabit sermaye) ile hantallaşmalarından kaynaklanan esnek olmayan maliyetlere gömülmüş halde buldular. Bunun yanında, kısa zamanda aşağıya doğru bastırılamayacak kadar yüksek nispi ücretlerle de baş başa kalmışlardı. Sadece işletme sermayeleri üzerinden –yani, sabit sermayelerini (makine ve teçhizat) çalıştıracak işgücü, hammadde ve ara mallar üzerinden– bile süregiden ortalama kâr hadlerine artık ulaşamaz olan sermayeler, üretken ser-

10 OECD, *Structural Adjustment and Economic Performance*, Paris, 1987, s. 267.

mayelerini bırakmaya ve/veya sermaye kullanımını azaltmaya zorlandılar. Diğerlerinin, kendi pazarlarını korumak için, sabit sermaye üzerinden ciddi biçimde azalmış kâr hadlerine razı olmak dışında bir seçenekleri kalmamıştı, çünkü artık fiyatları eskiden yaptıkları gibi maliyetlerin üzerine çıkaramıyorlardı.

Düşük-fiyatlı üreticilerin dünya pazarına beklenmedik ani girişlerinin bir sonucu olarak ABD'li sanayiciler aşırı-yatırım yapmış duruma düştüler ve emek ve sermaye maliyetlerine paralel olarak fiyatları artırma yoluna gidemediler. Sonuç olarak, Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın sonradan gelişen ekonomilerinin düşük-maliyet düşük-fiyat temelinde üretim yapan sanayicileri kendi kâr hadlerini sürdürebilirken, ABD'li sanayiciler azalmış getiri oranlarından kaçamadılar. Uluslararası imalat sektöründe sistem-çapında aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin işareti olan azalan *toplam* kâr haddi değiştirilemez bir sonuç oldu. 1965 ile 1973 arasında ABD imalat sektörü, sermaye stoku üzerinden kâr hadlerinde %+3,5 oranında bir düşüş kaydetmiştir; uluslararası imalat sanayinin tamamını temsil eden G-7 ekonomilerinin imalat sanayileri toplamının kârlılık oranında %25'lik düşüş olmuştur.[11]

Toplam sınaî kârlılığın sistem-çapındaki bu düşüşünden bir süre sonra Japon, Alman ve diğer Avrupa ekonomileri de etkilendiler. Sınaî rekabet gücünün azalmasının bir ifadesi olarak ABD dış ticaret ve cari işlemler dengesi hızla aşağıya düştü (ve buna paralel olarak, Almanya ve Japonya'nın dış ticaret ve cari işlem dengeleri yükseldi). Artan yurtdışı yatırımlar ve Vietnam Savaşı'nın şişirdiği askerî harcamalar, eşzamanlı olarak, ABD ödemeler dengesinde devasa açıklar yarattı. Yurtdışında tutulan dolarların miktarı, ABD ürünleri ve varlıklarına olan talebe kıyasla muazzam boyutlara ulaştığından, ABD parası üzerinde aşağıya doğru güçlü bir baskı oluştu ve dünya para sistemi krize doğru itildi. Bretton Woods sabit döviz kurları sistemi 1971 ile 1973 arasında safra atıp, ABD doları sert şekilde devalüe edilirken, mark ve yen aynı ölçüde revalüe edildi. Paraları-

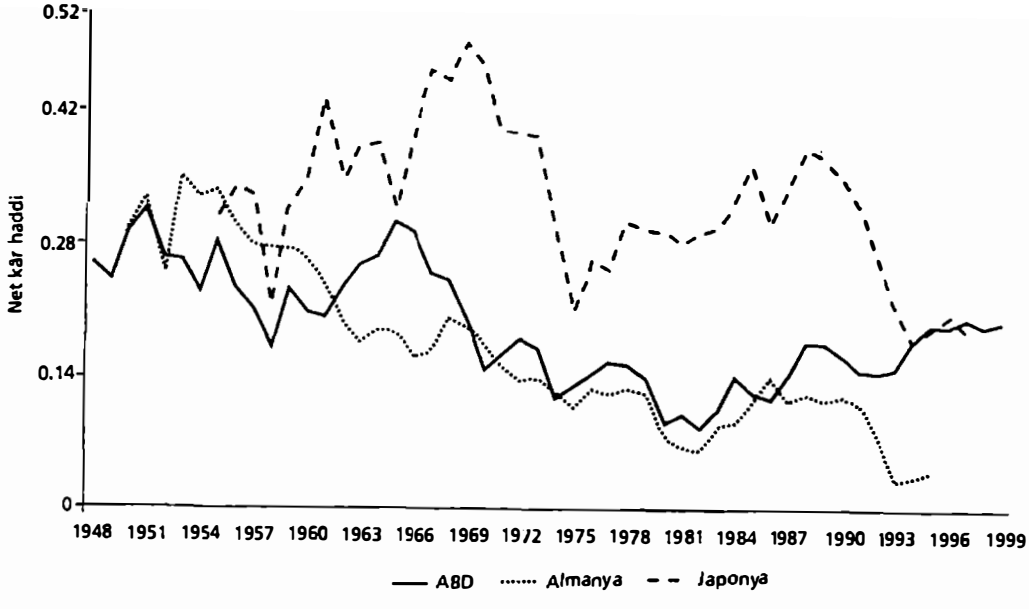
11 Armstrong ve diğerleri, *Capitalism Since 1945*, s. 352, Tablo A1.

nın değeri artan Japon ve Alman sanayiciler, ABD'deki rakiplerine göre daha sert üretim maliyeti artışlarına maruz kaldılar ve kâr hadlerinde ciddi düşüşler yaşayarak zor duruma düştüler. Bu düşüş öylesine yüksekti ki G-7 sanayicilerini vuran toplam kârlılık düşüşünden o zamana kadar aldıklarının çok üstünde bir pay aldılar.

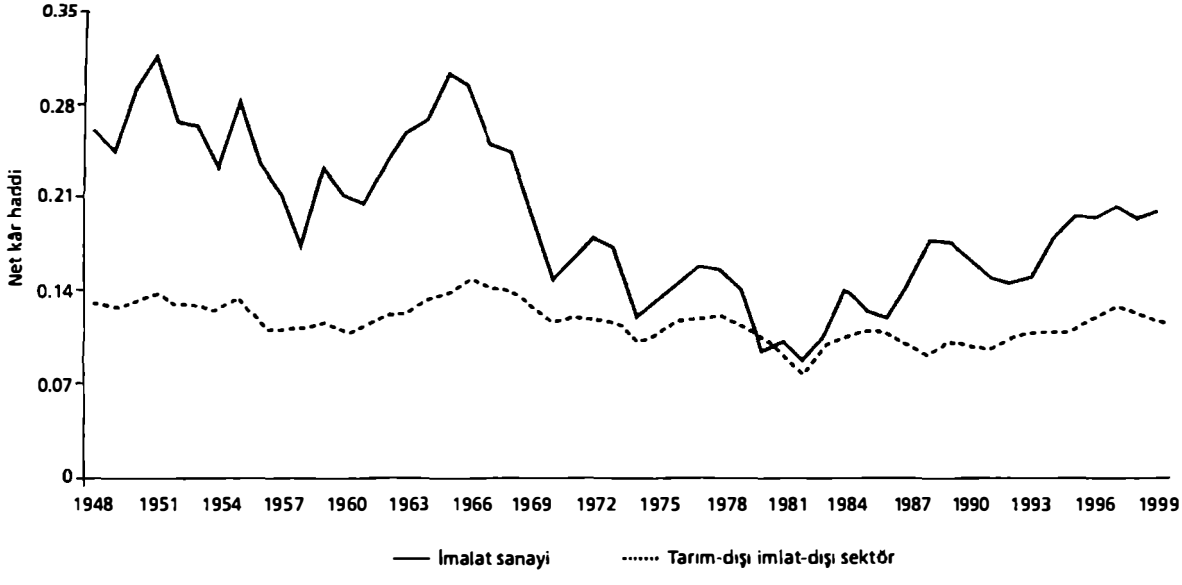
Bu aşamada, aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin dünya sanayilerini ne denli kıskaca aldığına tanık olan ABD'li üreticiler, doların düşmesinden yararlanmış olsalar da genişleme-dönemi kâr hadlerine yaklaşamadılar. Kapasite ve ürün bolluğunun başlangıcının bir işareti olarak, dünya çapında sınaî malların fiyatları, ücretler ve makine teçhizat maliyetlerine paralel olarak artamadığı için imalat sanayi kâr hadleri düşmüştü. Bu, 1965 ile 1973 arasında dünya ekonomisini uzun süren genişlemeden uzun süren düşüşe sevk eden gelişmiş kapitalist ekonomilerin tümündeki sınaî kâr haddi azalmasıydı (bkz. Şekil 1.1).

Gerek ABD'de gerekse daha genel olarak lider konumdaki kapitalist ekonomilerde kâr hadlerini aşağıya çeken aşırı-kapasite ve aşırı-üretime yol açan şiddetli uluslararası rekabetin asıl rolü kârlılıktaki düşüşün daha ziyade ticarete konu mallardan oluşan ve bu yüzden uluslararası rekabete daha açık olan imalat sektöründe yoğunlaşmasıyla açığa çıkar. Düşüş, daha ziyade ticarete konu olmayan malları barındıran ve bu nedenle uluslararası rekabete karşı geniş ölçüde korunan imalat-dışı sektörü nispeten daha az etkiledi; üstelik kârlılığın düştüğü dönemde imalat-dışı sektörde maliyetler, imalat sektörüne nazaran çok daha hızlı arttığı halde. 1965 ile 1973 arasında ABD'de imalat sektöründeki kârlılık %43,5 azalırken imalat-dışı sektörde aynı dönemde sadece %13,9 azaldı (imalat-dışı sektördeki yükleri imalat sektörüne göre çok fazla olan dolaysız vergilere yönelik ayarlamalar önce bu oran %9'dur). Başka türlü söylemek gerekirse, 1969 ile 1973 arasındaki iş döngüsü (*business cycle*) esnasında ortalama kâr haddi 1948 ile 1969 arasındaki döngüye kıyasla %29,5 düştü; oysa aynı dönem için imalat-dışı sektörde ortalama kâr haddi sadece %5,4 düştü (bkz. Şekil 1.2 ve Tablo 1.2).

ŞEKİL 1.1
İmalat Sanayi Net Kâr Hadleri: ABD, Almanya ve Japonya, 1948-99



ŞEKİL 1.2
ABD İmalat Sanayi ve Tarım-dışı İmalat-dışı Sektörde Net Kâr Hadleri, 1948-99
(dolaylı vergilerden arındırılmış)



TABLO 1.2
İmalat Sektörü, Tarım-dışı İmalat-dışı Sektör ve Tarım-dışı Özel Sektörde Kâr Haddi Eğilimleri

Ortalama kâr hadleri (yüzde)	*1948-59*	*1959-69*	*1969-73*	*1973-79*	*1969-79*	*1979-90*
İmalat sanayi	25.0	24.6	16.6	14.0	15.05	13.0
Tarım-dışı imalat-dışı	11.0	11.1	10.4	10.3	10.3	9.1
Tarım-dışı özel sektör	19.9	20.8	18.3	16.3	17.1	15.0

Bu dönemde imalat sektörünün emek verimliliği imalat-dışı sektöre kıyasla neredeyse %50 daha hızlı artarken, imalat sektöründe nominal ücretler imalat-dışından daha yavaş artıyordu. Sanayicilerin 1965 ile 1973 arasında kâr hadlerini koruyamamalarının nedeni, maliyet artışlarını karşılamak üzere fiyatlarını, imalat-dışmdaki sanayicilerin arttırdığının yarısından fazla artıramamaları oldu. İmalat sektörünün fiyatları yıllık ortalama %2,3 artarken imalat-dışı sektörde fiyatlar %4,25 artmıştı (bkz. Tablo 1.3). İmalat ve imalat-dışı sektörlerde kârlılık düşüşündeki benzer farklılık, G-7 ekonomilerinin hepsinde, bu yıllara ait verilerde de gözlenmektedir (bkz. aşağıda s. 57, Şekil 1.4).

Uluslararası imalat sanayinde fiyat artışları üzerinde oluşan görece baskının neden olduğu imalat sektörü kâr hadlerinin düşmesi sonucunda, özel sektörün *tamamının* kâr haddi düşüşüyle karşı karşıya kaldığını vurgulamak gerekir. İmalat sektörü fiyatlarının yavaşlayan artışından kaynaklanan *bütün* kazançları (üretim maliyetlerinin düşmesi) imalat dışındaki firmalar toplamış olsalardı elde ettikleri kâr artışları imalat sektörü firmalarının kâr kayıplarına karşılık gelirdi. Bu durumda da imalat-dışı sektörün kâr haddindeki bir artış imalat sektörü kâr haddindeki düşüşü telafi eder, özel sektörün bütünü itibariyle toplam kâr haddinde herhangi bir azalma olmazdı. Fakat imalat sektörü ürün komposizyonu ve bunun içinde tüketim mallarının esas yeri işgal etmesi göz önüne alındığında, kaçınılmaz olarak, işçilerin reel ücretlerini artıran bu kazançları paylaştıkları sonucu çıkmaktadır. Üstelik imalatın dışındaki işverenler de kâr hadlerinin azalması gibi bir sıkıntı yaşama-

TABLO 1.3
ABD'de Maliyet, Fiyat ve Kârlılık Artışı
İmalat ve İmalat-dışı Sektörler (yüzde değişim oranları)

	İmalat sanayi	*İmalat-dışı*
Dolaylı ticari vergiler düştükten sonra		
Net kâr haddi	– 5.5	– 3.0
Net kâr payı	– 2.7	– 2.0
Reel ücret	1.9	2.7
Ürün fiyatı ile deflate idilmiş ücret	4.0	2.8
Emek verimliliği	3.3	2.35
Nominal ücret	6.4	7.2
Birim emek maliyetleri	3.05	4.7
Ürün fiyatı	2.3	4.25
Üretim-sermaye oranı	– 3.2	– 1.1
Reel üretim-sermaye oranı	– 0.4	0.0
Sermaye stok fiyatı	5.2	5.6
Dolaylı ticari vergiler düşmeden		
Net kâr haddi	– 6.0	– 1.7
Net kâr payı	– 2.8	– 0.7
Reel ücret	1.9	2.7
Ürün fiyatı ile deflate idilmiş ücret	4.2	2.7
Emek verimliliği	3.3	2.35
Nominal ücret	6.4	7.2
Birim emek maliyetleri	3.05	4.7
Ürün fiyatı	2.1	4.4
Üretim-sermaye oranı	– 3.4	– 1.0
Reel üretim-sermaye oranı	– 0.4	0.0
Sermaye stok fiyatı	5.2	5.6

dıklarından ücret artışlarını düşük tutma çabasına girmek için ilave baskı hissetmediler. Sonuçta 1965 ile 1973 arasında özel sektör kârları ABD'de %30, G-7'nin tamamında %20 düştü.[12]

Özetle, bu analizde kesin olarak, ABD ekonomisindeki kârlılık düşüşünün –yaygın şekilde iddia edildiği gibi– ne teknolojinin verimlilik artışında azalmaya yol açacak şekilde tükenmesinden, ne de işçilerin reel ücretlerini kârları azaltma pahasına daha hızlı artıracak kadar güçlenmelerinden kaynaklanmadığı sonucuna ulaşıyoruz. Verimlilik artışındaki yavaşlama, kârlılığın düşmesinin kaynağı olamaz, çünkü genellikle kârlı-

12 *A.g.e.*, s. 352-3, Tablolar A1 ve A2.

lık düşüşünün adresi olarak gösterilen imalat sektöründe verimlilik artışı kârlılığın azaldığı yıllarda fiilen yükselmiştir; 1950 ile 1965 arasında %2,9 olan yıllık ortalama artış 1965 ile 1973 arasında %3,3 olarak gerçekleşmiştir.

Üstelik verimlilik artışında olduğu söylenen yavaşlama, teknolojik potansiyelin tükenmesinden kaynaklansaydı, görece yavaş bir süreç ve aşağı yukarı süreklilik gösteren bir azalma beklenirdi. Gerçekte ise yalnızca ABD'de değil, diğer G-7 ekonomilerinde de verimlilik artışı 1960'lar ve 1970'lerin başında 1950'lere kıyasla fiilen hız kazanmış, ama 1973'ten sonra sert ve kesintili bir şekilde düşmüştür. Gerçekten de ABD'de verimlilik artışı 1973 ile 1979 arasındaki şiddetli çöküşünden önce, otuz beş yıl gibi bir süre boyunca tutarlı bir hızı korudu. Bu süreci teknolojik olanakların (tedricen) tükenmesiyle ilişkilendirmek en son akla gelecek şeydir. İlerde görüleceği üzere, verimlilik artışındaki yavaşlama uzun süren düşüşün sebebinden ziyade sonucu olarak anlaşılmalıdır (bkz. Tablo 1.4).

Aynı şekilde, imalat sanayi kâr haddi, 1965 ile 1973 arasında ilk kez azaldığında imalat sanayinde reel ücretlerin ortalama yıllık artışı %1,9'a indi, bu oran 1958 ile 1965 arasında %2,2 ve 1950 ile 1958 arasında da %3,6 idi. Gerçekten de, kârlılık sorununun kaynağı reel ücretlerin baskısı olsaydı, bu sorun sonraki dönemde kolayca çözülebilirdi, çünkü aşağıda ele alacağım gibi, takip eden on beş yılda reel ücret artışları sıfır noktasına kadar indi. Şurası bir gerçek ki, 1990 yılında

TABLO 1.4
Verimlilik Artışının İzlediği Yol, 1938-79
(ortalama yüzde artış)

ABD	*1938-50*	*1950-58*	*1958-65*	*1965-73*	*1973-79*
İmalat sanayi	2.7	2.0	4.1	3.3	0.4
Tarımdışı ekonomi	2.7	2.2	3.3	2.7	1.1
G-7 ekonomileri eksi ABD	*1960'ların başı*		*1960'ların sonu*	*1970'lerin başı*	*1973-79*
İmalat sanayi	3.4		5.7	6.2	3.5
Tarım-dışı ekonomi	3.6		5.1	5.2	2.3

imalat sektörü kâr haddi 1973'tekinden daha yüksek değildi. Aynı sonuca bir başka yoldan da ulaşmak mümkündür. 1965 ile 1973 arasında %2,7'lik reel ücret artışı imalat-dışı sanayilerde imalat sanayiinden %42 daha fazlaydı, oysa aynı dönemde imalat-dışı sektörün kâr haddindeki düşüş imalat sektöründeki düşüşün üçte biri bile değildi (ticari faaliyetlerin ödediği dolaylı vergilerden arındırılmadan önce bir çeyrekten daha az).[13]

Dünya ekonomisinde durgunluk, 1970'lerin başı - 1990'ların ortaları

Dünya genelinde üreticiler, sert biçimde azalan kâr hadleri karşısında birden bire, doğrudan ve dolaylı emek maliyetlerini kısarak telafi etme çabasına girdiler. Gelişmiş kapitalist dünyanın tamamında işverenler, kendilerine giderek daha çok anlayış gösteren hükümetlerin desteğiyle, işçi örgütlenmeleri ve işçilerin yaşam standartlarına bitip tükenmez hücumlarda bulundular. Üstelik reel ücret artışlarını ve sosyal harcamaları şaşırtıcı bir hızda boğmayı, daha 1970'lerden itibaren kârlar üzerindeki doğrudan ve dolaylı emek maliyetlerini hafifletmeyi başardılar (bkz. Tablolar 1.5 ve 1.6).

TABLO 1.5
Reel Ücret Artışları
(toplam ekonomi, yıllık ortalama yüzde değişim)

	1960-73	*1973-79*	*1979-90*	*1990-2000*
ABD (saat başına)	2.8	0.3	0.4	1.1
Japonya (kişi başına)	7.7	2.8	1.6	0.5
Almanya (kişi başına)	5.4	2.5	1.0	0.95
Avrupa (kişi başına)	5.6	2.8	0.8	0.6

Kaynak: 'Statistical Annex', *European Economy*, no. 71, 2001, Tablo 31.

13 İki büyük petrol krizi yaşanılan 1973-79 yılları dışında, imalat sektörü kârlılık artışının savaş-sonrası dönem boyunca hiçbir dönemde düşmediğini eklemek gerekir. Öte yandan 1973'ten sonra ücret artışı hemen sert biçimde düştü ve bunun kârlılığı canlandırmaya hiçbir katkısı olmadı.

TABLO 1.6
Reel Sosyal Harcama Artışları
(yıllık ortalama yüzde değişim)

	1960-75	*1975-80*	*1980-85*
ABD	6.5	2.0	2.7
Almanya	4.8	2.0	0.7
Japonya	8.5	8.2	3.2
G-7	7.6	4.2	2.6

Kaynaklar: OECD, *Social Expenditures 1960-89*, Paris, 1985, s. 28; OECD, *The Future of Social Protection*, Paris, 1988, s. 11.

Ancak bunun sonucu olarak, gelirin ücretler aleyhine ve kârlar lehine yeniden bölüşümünün kâr hadleri üzerinde etkisi şaşılacak kadar az oldu. Aslında 1990'dan önceki dönemde kârlılık, ABD, Almanya veya Japonya ya da G-7 ekonomilerinin hiçbirinde düzelemedi, ondan sonra da ne kadar düzeldiği tartışmalıdır (bkz. yukarıda s. 34, Şekil 1.1 ve aşağıda s. 55, Şekil 1.3 ve s. 57, Şekil 1.4). Bunun nedeni nedir?

Uluslararası imalat sanayi çıkmazda: Ağırlaşan aşırı-kapasite sorunu, ABD'nin karşı-savunmada yetersizliği ve Keynesciliğin başarısızlığı, 1973-79

Uluslararası imalat sanayilerinin aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunlarının kökenindeki yeri göz önüne alındığında ve özellikle, işverenlerin reel ücret ve sosyal harcama artışlarını kısmaktaki başarıları düşünüldüğünde, kârlılık düşüşünün kolayca aşılabileceği öngörülebilir. Standart iktisadi beklentiye göre, firmalar yoğun uluslararası rekabetten kaynaklanan kâr haddi düşüşleri karşısında, doğal olarak, üretim araçlarını aşırı arz olan üretim hatlarından çekip, potansiyel kârlılığın daha yüksek olduğu yeni hatlara kaydırırlar. Ancak böyle bir standart uyum sürecinin ortaya çıkamadığı görüldü.

Bir yanda, gelişmiş kapitalist ekonomilerin tamamındaki sanayiciler çok fazla üretim nedeniyle fiyatlar üzerinde oluşan

aşağıya doğru baskı karşısında, ihtiyaçları olan stratejinin değişmek yerine durup mücadele etmek olduğu sonucuna vardılar. Ellerinde bedelleri ödenmiş büyük miktarda sabit sermaye varken, toplam varlıkları üzerinden elde ettikleri kâr haddi azalmasına rağmen değişken sermaye (ücretler, ham maddeler ve yarı mamuller) için yapacakları harcamalarda en azından ortalama kâr haddini elde edebildikleri sürece, kendi yollarında devam etmek en doğrusuydu. Ölü maddi sermayelerinin (ki kuşkusuz bir süre sonra tüketilmiş olacaktı) dışında, ellerinde bulunan çok sayıda ve elde etmesi zor 'tescilli ve patentli' varlıklar başka sanayilere aktarılamazdı. Söz konusu varlıklar, tedarikçi ve müşterilerle uzun yıllar içinde oluşturulmuş ilişkilerin yanı sıra, o sanayide uzun yıllar faaliyet göstermenin sonucu olarak biriktirilmiş teknolojik bilgiyi içeriyordu. Kârları maksimize etmek için en büyük umutları, sermayelerini başka alanlara kaydırmak yerine, bulundukları sanayilerde yatırımı artırarak teknik değişimi hızlandırmak oldu.

Öte yandan, uluslararası imalat hatlarındaki çok sayıda üreticiye rağmen, sonradan gelişmekte olan bölgelerde faaliyet gösteren düşük-maliyetli yeni üreticiler buralara girmeyi kârlı buldular. Bu yolla, hâlihazırda aşırı-arza maruz kalan hatlarına daha çok ve daha ucuz mamuller eklemiş oldular. Sonuçta, fiyatlar ve kârlılık üzerindeki aşağıya doğru baskı daha da şiddetlendi. Kısacası, piyasayı terk edenlerin sayısının çok az olmasına karşılık, yeni girenlerin sayısı oldukça fazlaydı.

Dünya ekonomisini uzun süren genişlemeden uzun süren durgunluğa kaydıran imalat sektörü kâr oranlarındaki ani düşüşün ardından, ABD hükümeti, 1970'ler boyunca hatta sonrasında da, yerli üreticilerin, getiri oranlarını daraltan yoğun uluslararası rekabete verecekleri tepkiye destek olmak için yoğun caba harcadı. Dünya pazarının dikte ettiği şekliyle zorunlu olarak sıfır-toplam oyununa dönüşen sistemin geneline yayılan yavaşlamanın maliyetini ABD'li üreticilerin yurtdışındaki rakiplerine yüklemeyi denedi. 1971 Ağustos'unda Nixon yönetimi doların altınla konvertibilitesine son vererek altın penceresini kapattı. 1973 Şubat'ında ise, dünya ekonomisini Bretton Woods

ayarlanabilir sabit kur (*pegged exchange rates*) sistemini terk etmeye ve para birimlerinin dalgalanmaya bırakılmasına zorladı. Bu arada, 1970-1973 döneminde sadece ekonomiyi canlandırmak için değil, aynı zamanda doların değerini de aşağıya çekmek için aşırı-genişlemeci para politikalarına başvurdu.

Böylece ABD'nin doları altına çevirme konusundaki taahhüdünden dönen ve dalgalı döviz kurlarına geçen Nixon, ABD hükümetini, doları belirlenmiş bir kurda tutabilmek için ihracatı artırıp ithalatı azaltmak amacıyla ekonomiyi yavaşlatarak yurtdışı açıklarını azaltma zorunluluğundan kurtarmış oldu. Bu yolla, hükümetin hiçbir engelle karşılaşmadan yurtiçi büyümeyi uyarmaya dönük, genişlemeci para ve Keynesyen bütçe açıkları politikaları uygulayabilmesini, imalat sektörü rekabet gücünü desteklemek üzere doların devalüe edebilmesini ve yurtdışındaki bireylerle hükümetlerin ellerinde tuttukları dolar rezervlerinin değerini düşürebilmesini sağladı.[14] ABD hükümetinin bu uygulamaları çok önemli bir yön değiştirmenin dönüm noktasına işaret etmektedir. Bundan sonra, geri planında savaş sonrasının büyük iktisadi genişlemesi olan görece yüksek uluslararası ekonomik işbirliği, yerini çok daha yavaş büyüyen dünya ekonomik pastası karşısında özellikle uluslararası yatırım, ticaret ve para konusunda oyunun kuralları üzerinde giderek artan ölçüde yoğunlaşan uluslararası politiko-ekonomik ihtilaflara bırakacaktı.

ABD hükümeti, doların konvertibilitesine son verdiği ve dünya ekonomisini dalgalı döviz kurunu kabule mecbur bıraktığı sürecin bir parçası olarak, müttefikleri ve rakiplerinin ayarlanabilir sabit kurları ve Bretton Woods tipinde bir çerçeveyi yeniden tesis etmek çabalarının bir boyutu olarak, ulusal düzeyde yürüttükleri sermaye kontrollerini güçlendirme planlarını da bertaraf etti. ABD'de politika üretenler gerek kısa, gerekse uzun vadeli yatırımların serbest dolaşımını en yüksek öncelik olarak gördüler, çünkü onların gözünde bu, uygulamak istedikleri makroekonomik program için hassas bir pa-

14 R. Parboni, *The Dolar and its Rivals*, Londra, Verso, 1981.

yanda oluşturacaktı. Spekülatif sermaye hareketlerinin dolardan kaçması, 1969-73 dünya para krizi esnasında da yaptıkları gibi cari işlemler fazlası vermekte ısrar eden rakiplerinin ve ortaklarının para birimlerinin daha fazla değerlenmesine yol açacaktı. Paralarının değerlenmesi rekabet güçlerini azaltarak, ihracat yapmalarını zorlaştırarak aynı rakipler ve ortaklar üzerinde ABD ihracatının artmasına yarayacak genişlemeci makroekonomik politikaları benimsemc yönünde güçlü baskılar oluşturacaktı. ABD sermaye piyasalarına gelecek ters yönlü fon akışları ABD'nin, ekonominin canlanması niyetiyle hükümet tarafından yaratılan durmadan artan bütçe açıklarını kapatmasına ve bunun yanında kaçınılmaz olarak doğacak cari işlemler fazlasının artmasına izin verecekti.

Almanya, Fransa ve Japonya'nın önderliğinde diğer belli başlı kapitalist devletler, ABD'nin ekonomiyi şişirerek, merkezî hükümet bütçesinde ve cari işlemler dengesinde durmadan artan açıklar vererek ve doların değerini aşağı çekerek dolar standardını istismar etmesini önlemeyi umdukları için, ayarlanabilir sabit kur sistemine geri dönebilme olanağını 1972 ve 1974 yılları arasında sancılı bir müzakere süreciyle aradılar. Uluslararası işbirliği altında oluşturulacak yaptırımlarla daha etkin biçimde gerçekleştirilecek sermaye hareketleri kontrolü de, ayarlanabilir sabit kur sistemini destekleyecekti. Ancak, kendi geçici sermaye kontrollerini 1973-74 yıllarında kaldırmaya hazırlanan ABD, müttefik ve rakiplerinin kendi kontrollerini artırma çabalarını, onlarla birlikte hareket etmeyi reddederek yerle bir etti. ABD sermaye piyasasının dünya fon akımları için ne denli büyük bir pazar olduğu göz önüne alındığında, ABD'nin yaptırım uygulanmasına yardımcı olmayı reddetmesi halinde sermaye kontrolünün asla yapılamayacağı bir gerçektir.[15]

ABD hükümeti sermaye hareketlerinin artmasını sadece iç pazara dönük planlarını kolaylaştıracağı için değil, aynı zamanda yurtiçindeki mali çıkarları güçlendirmek için istiyordu.

---

15 Bu konu ve önceki paragraf için, bkz. E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990's*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1994, s. 111-15.

Hükümet, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonraki yirmi beş yılda başlıca müşterileri olan büyük çokuluslu şirketleri takip ederek yurtdışına, Avrupa'ya ve diğer ülkelere açılan ABD bankalarının uluslararası nitelik kazanmasına güçlü destek verdi. Aynı dönemde, müttefikleri ve rakiplerinin sermaye hareketlerine uyguladıkları sıkı kontrollere gönülsüz biçimde katlandı. Ancak 1960'ların ilk yarısında Londra'da ortaya çıkan denetlenmemiş avro-dolar piyasasına onay vererek serbest uluslararası sermaye piyasalarının yeniden doğmasını destekleyen kararlı bir adım atmış oldu. Nixon yönetimi 1974'ün başında geçici sermaye kontrollerini kaldırdığında, aynı sürecin ileriye götürülmesini, özellikle 1960'ların ortalarından itibaren borç verme işlemlerini giderek daha fazla yurtdışına kaydıran belli başlı New York Bankalarına destek olmayı hedefliyordu. Aynı amaca dönük olarak, eşzamanlı biçimde, müttefiklerinin IMF'nin, Arap petrol geliri fazlalıklarının özellikle krizden kötü etkilenmiş üçüncü dünya ekonomilerinde dolaşan fonlar haline getirilmesinde düzenleyici rol üslenmesini öneren girişimlerini bastırdı. Böylelikle, bir avuç ABD bankası ve diğer uluslararası bankalar bu süreç üzerinde özel kontrol elde etmiş oldular. Sonunda yüz milyarlarca doları –Brezilya, Meksika ve birkaç başka ülke gibi– belli başlı Az Gelişmiş Ülkelere (AGÜ) yönlendirdiler. Bu fonlar başlangıçta söz konusu ülkelerin sanayileşme çabalarını hızlandırdı, ancak 1980'lerin başındaki AGÜ borç krizine giden yolu da açmış oldu.[16]

Sermaye hareketlerinin ve döviz kurlarının serbest bırakılması için ABD'nin yukarıda bahsi geçen hamlelerinin yanında, aniden, daha yüksek oranda ticari korunmaya yönelme başladı. ABD 1973 yılında ayrımcılık yapılmaması yönündeki GATT prensiplerinin açıkça ihlali anlamına gelecek şekilde AGÜ'lerden yapılacak tekstil ve hazır giyim ithalatına güçlü kısıtlamalar getiren Uluslararası Çok Taraflı Elyaf Anlaşması'nı imzaladı. Bunu 1974'teki Ticaret Kanunu izledi. Kanunun

16 *A.g.e.*, M. De Cecco, "International Financial Markets and US Domestic Policy Since 1945", *International Affairs*, cilt iii, 1976; J.D. Aronson, *Money and Power. Banks and the World Monetary System*, Beverly Hills, Calif. Sage, 1977.

301. maddesi ABD Ticaret Bakanlığına, ABD'nin ticareti 'adil olmayan biçimde' yaptığına kanaat getirdiği ülkelere karşı cezai yaptırımlar uygulama yetkisi veriyordu. Uygulamada, ABD'nin ticari ortaklarının 'gönüllü ihracat kısıtlamaları'nı (GİK), ABD pazarından topyekûn kovulma tehdidi altında kabul etmeye zorlanmalarında 301. madde kullanıldı. 1970'lerin geri kalan kısmında Başkan Ford ve Başkan Carter talebi artırmak için kamu açıklarını artırma politikalarına devam ettiler. Bunu yaparken enflasyonu davet ettiler, reel faiz oranlarını sıfırın altına indirdiler ve her şeyden önemlisi doların değerini daha fazla düşürdüler. Aynı esnada 301. maddeyi yurtiçi pazarı korumak için kullandılar, özellikle Japon çelik ve otomotiv endüstrisinden yapılacak ithalata bu yolla sınır koydular.[17]

ABD'li üreticiler, hükümetin talep uyaranlarını daha çok kullanması, azalan mutlak ve göreli maliyetler, giderek daha fazla korunan pazar gibi olumlu koşullarda kârlılık krizinden çıkma yolları buldular. Kârlar üzerinden dağıttıkları kâr paylarını azaltıp, borçlanma yoluna giderek 1960'lardaki sermaye birikim oranlarına yaklaştılar. (Bu sırada, yabancı üreticiler, özellikle Japonlar ve Avrupalılar ABD'deki doğrudan yatırımlarını hızla artırdılar. Bunu yapmalarının nedeni, sürekli düşen doların ABD'ye olan ihracatlarını pahallı hale getirmesi ve ABD'deki varlıkların ve üretim araçlarının ucuzlamış olmasıydı.) Makine teçhizat harcamalarına ağırlık veren ABD'li sanayiciler, verimlilik artışını iki petrol krizine rağmen gayet başarılı biçimde koruyabildiler. Bu da onların ihracat yapma kabiliyetleri ve bunun sonucunda, kâr hadleri üzerinde olumlu bir etki yaptı. ABD'li üreticiler hızla düşen doların yardımıyla, dünya ticareti yavaşlarken bile, 1960'lardaki ihracat artış oranlarına kavuştular. Bütün bunlara rağmen ABD'li sanayiciler, uluslararası ölçüde göreli maliyetlerini iyileştirmiş olsalar da, 1970'ler boyunca ne kâr hadlerini ne de dünya imalat sektörü ihraç pazarlarındaki paylarını artırabildiler. Bunun en büyük nedeni yurtdışındaki benzerlerinin sahayı ABD'li rakiplerine

17 R. Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism. The World Economy in the 21st Century*, Princeton, Princeton University Press, s. 80-2.

kibarca bırakmayı reddetmeleriydi (bkz. yukarıda s. 35, Şekil 1.2 ve s. 36, Tablo 1.2).

ABD'li sanayicilerin başlıca uluslararası ticari ortakları ve rakipleri, özellikle Almanya ve Japonya'dakiler, uzun süren düşüşün başlangıcıyla birlikte gelen dünya ticaret artışının yavaşlamasından, aynı zamanda dolardaki düşüşün arka yüzünü oluşturan mark ve yenin hızla değerlenmesinden kötü biçimde darbe aldılar. Doların düşmesi, sadece onların ABD'li rakipleri karşısında uluslararası rekabet güçlerini zayıflatmakla kalmıyor, aynı zamanda onlar için çok önemli olan ABD iç pazarının büyümesini de yavaşlatıyordu. 1968 ile 1975 arasında para birimlerinin değerlenmesi, rekabetin yoğunlaşması ve nihayet petrol-ambargosuyla daralma esnasında dünya talebinin geçici olarak çökmesi gibi unsurların bir araya gelmesiyle oluşan baskı, Alman ve Japon imalat sektörlerini ciddi kârlılık kayıplarına katlanmaya zorladı. Söz konusu kayıplar hâlâ tam olarak telafi edilemediği gibi, iş gücündeki ciddi daralmalar da kalıcı oldu.

Gerçek şu ki, ABD'li sanayicilerin belli başlı rakipleri kendi hükümetlerinin ve bankacılarının destekleriyle dünya ihracat pazarlarındaki paylarını korumak için başarılı bir mücadele verdiler. Bunu, düşük fiyatları ve düşük kâr hadlerini benimseyerek başardılar. Böylece, sisteme yaygın olan aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununu büyüterek ABD'li üreticilerin doların düşmesiyle elde edecekleri kazançları da sınırlamış oldular. Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın diğer ülkelerindeki sanayiciler sermaye birikim oranlarını savaş sonrası genişleme döneminden alışık oldukları oranların ciddi ölçüde altına çekmek zorunda kaldıkları halde, hâlâ mümkün olduğunca yatırım yapmaya ve ilerlemeye çalışıyorlardı. Japonya'daki imalatçı firmalar ilişkide oldukları bankaların ve bağlı bulundukları sanayi gruplarının (*keiretsu*) işbirliği ile bütün ülkede olağanüstü bir endüstriyel yeniden yapılandırma sürecini başlattılar. Yetmişli yıllar bitmeden Japon endüstrisinin odağını enerji-yoğun, emek-yoğun 'ağır' üretim hatlarından elektronikle mekaniği birleştiren ('mekatronik') yüksek-teknoloji, enerji-etkin hatlara dönüştürmeyi başardılar.

Gelişmiş kapitalist dünyanın tamamında sanayiciler, daha önce ürettikleri miktarı daha düşük maliyetle üreterek, rekabet güçlerini ve kâr hadlerini savunmaya zorlanırken sınırlı sayıda AGÜ'deki üreticiler de –bilhassa Asya'nın doğusundakiler, fakat aynı zamanda, 1970'ler boyunca Meksika ve Brezilya gibi ülkelerdekiler– ihracatlarını hızla artırarak sınırlı sayıdaki kârlı imalat hattına girmeyi başardılar. Bunu, göreli olarak daha düşük olan ücretleri, büyük uluslararası bankaların hükümetlerine sağladığı dev krediler yardımıyla elde ettikleri nispeten gelişmiş makine ve teçhizatla birleştirmek suretiyle başardılar. Dolayısıyla aynı yöntemi 1950'ler ve 1960'larda deneyen Japonya örneğini izleyerek sistem genelinde benzer sonuçlara ulaşılar. Böylece imalat sektöründeki uluslararası rekabet aşırı üretim sorununu derinleştirerek daha da şiddetlenmiş oldu.[18]

Özetle, sistem genelindeki aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunu çözülemiyordu, çünkü uluslararası imalat sektöründe faaliyet gösteren firmalar, başlangıç sorunu olan üretim araçlarının gereğinden fazla olması sorununu büyüterek, toplamda o zamana dek üretilenden daha fazlasını üretir oldular. 1970'ler boyunca ABD, Almanya, Japonya ve G-7 ülkelerinin tamamında imalat sektörlerinin kârlılığı daha da düştü (bu ülkelerin özel sektör ekonomilerinin bütününde de aynı şey oldu) ve imalat sanayi üretimi, sermaye stoku ve iş gücü genellikle birbirinin peşi sıra azaldı (bkz. Şekil 1.1 ve Şekil 1.3). Öte yandan, sorunun kaynağının esas itibariyle imalat sektöründe aşırı-birikime yol açan yoğun rekabet olduğu gerçeğini bir kez daha kanıtlar biçimde, G-7 ekonomileri toplamında imalat-*dışı* sektörde kârlılık ücret artışındaki sert düşüşten de yararlanarak bir ölçüde artabildi (bkz. Şekil 1.4). Bunun sonucu olarak imalat-dışı üretim, sermaye stoku ve iş gücü artışları sürdürülebildi veya arttı (bkz Tablo 1.7).

Düşen kâr hadlerinin kaçınılmaz bir sonucu olarak azalan yatırım artışı karşısında G-7 ülkelerindeki imalat sanayileri 1970'ler boyunca verimlilik artışındaki ciddi düşüşten kaçına-

18 Bu konu ve önceki iki paragraf için, bkz. Brenner, "Economics of Global Turbulence", s. 149-50, 167-72, 173-8.

TABLO 1.7
G-7 Ülkelerinde İmalat ve İmalat-dışı Sektörlerin İzledikleri Yol (yıllık ortalama yüzde değişim)

	1960-73	*1978-79*	*1979-89/90*
Gayrisafi stok			
İmalat	5.5	3.8	3.25
İmalat-dışı	4.5	4.5	4.3
Gayrisafi üretim			
İmalat	6.4	2.5	2.1
Hizmetler	5.2	6.5	3.0
İşgücü			
İmalat	1.3	0.3	– 1.2
Hizmetler	2.4	2.6	2.2

Kaynaklar: OECD, *Historical Statistics 1960-95*, Paris, 1997, s. 32-3, 52, Tablolar 1.10, 1.11, 3.5, ve 3.6; Armstrong ve diğerleri., *Capitalism Since 1945*, s. 355, 356, Tablolar a5, a6.

madılar ve bunun sonucunda, verimlilik artışı 1960 ile 1973 arasında %5,2 iken, 1973 ile 1979 arasında %3,8'e düştü.[19] Bu nedenle, kârları savunmak için reel ücret ve sosyal harcama artışlarını bütün güçleriyle bastırmak zorundaydılar. Yatırım artı tüketimde, dolayısıyla toplam özel talep artışında uzun soluklu temel bir yavaşlama kaçınılamaz sonuç oldu. Sonuncusu beraberinde, giderek derinleşen bir daralma eğilimi getirdi. Ortalama kâr hadlerinin azalması karşısında giderek daha çok sayıda firma iflasın eşiğine geldi, şoklara karşı savunmasız durumda kaldı. Böylece petrol fiyatında ortaya çıkan ani artışlar, önce 1974-75'te sonra da 1979-80'de ciddi daralmalara yol açtı (oysa 1950'lerin başındaki genişleme döneminde petrol ve hammadde fiyatlarında gerçekleşen aynı boyuttaki artışlar rahatlıkla içselleştirilmişti).[20]

Gelişmiş kapitalist ekonomilerin 1974-75'teki petrol krizinden kaynaklanan daralmayı aşabilmeleri ve 70'lerin sonuna kadar genişlemeye devam edebilmeleri, ancak kolay kredi ile desteklenen ve talebin sübvansiyonunu sağlayan büyük-ölçekli Keynesyen merkezî hükümet açıklarına dönülmesiyle müm-

19 OECD, *Historical Statistics 1960-95*, Paris, 1997, s. 54, Tablo 3.10.

20 J. Eatwell ve L. Taylor, *Global Finance at Risk*, New York, Norton, 2000, s. 106-7.

kün olmuştur. Sonraki yirmi yılda olduğu gibi, borcun muazzam büyümesi –özellikle, özel sektör borçlanmasında da paralel artışlar yaratan kamu borcu– uluslararası ekonominin istikrarının ve genişlemesinin vazgeçilmez anahtarını oluşturdu. Artık zorunluluk haline gelen daha da büyük bütçe açıklarını –ve bunlara eşlik eden yüksek cari işlemler açıklarını– sürdürebilecek ve sürdürmeye niyetli tek hükümet ABD hükümetiydi. Sonradan gelen, uzun süreli azalmış özel sektör kârlılığı ve sermaye birikimi deneyiminde dünya ekonomisini ayakta tutan tek şey, ABD hükümetinin borçlanması oldu.

Bununla birlikte Keynesyen uyaranlara geri dönülmesi, bütünüyle belirsiz sonuçlar yarattı. Talebin desteklenmesi, iktisadi büyümeyi uluslararası ölçekte sürdürebilmek için tartışmasız bir zorunluluk olmuştu. Ancak, talebin artırılması, açık bütçe ve kolay kredi sayesinde yüksek-maliyet, düşük-kârla çalışan birçok sanayici üretime devam etti ve koşulların farklı olması durumunda, zamanla düşük-maliyet ve yüksek-kârla üretim yapanların işgal edebileceği konumları ellerinden bırakmadı. Bu açıdan bakıldığında Keynesyen çareler, aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin sürdürülmesine katkıda bulundu; tasfiye şeklindeki acı ilacın içilimesini, hatta tarihsel olarak ekonominin yeniden toparlanmasının yolunu açmış olan iktisadi çöküntüyü önlemiş oldu.

Üstelik düşük artık (*surplus*) elde eden, düşük getiri oranlarıyla çalışan firmalar fazla bir sermaye yatırımı veya büyüme gerçekleştiremediler. Tersine, Keynesyen politikalarla artan toplam talebe tepki olarak, düşük kâr hadleri nedeniyle, kâr hadlerinin daha yüksek olduğu zamanlarda yaptıkları şekilde, arzı aynı ölçüde artırmayı hem beceremediler, hem de buna yanaşmadılar. Dolayısıyla artık 'para daha az heyecanlandırır olmuştu', bunun sonucunda, 1970'lerin durmadan artan kamu açıkları *fiyatlar*daki artış kadar *üretim* artışı yaratamadı.

1970'lerin sonunda, imalat sektörü de, dünya ekonomisini yeniden canlandırmak için uygulanan Keynesyen talep yönetimi programı da uluslararası ölçekte çıkmaza girmişti. Her defasında daha da artan hükümet teşvikleri, *sistem genelinde*

imalat sektörü kârlılık düşüşünü önlemekten aciz kaldı. Bu arada ABD'nin bütçe açıkları şeklindeki makro politikası, aşırı gevşek para politikası, dolar kuru karşısındaki 'iyimser ihmal' –ki ABD imalat sanayinin rekabet gücünü ve kârlılığını yeniden tesis etmek için düzenlenmişti– zapt edilemez bir enflasyon yaratmakla kalmadı, aynı zamanda sürekli büyüyen, rekor kıran cari işlem açıkları da yarattı. 1977-78 yıllarına gelindiğinde, cari işlem açıklarının ABD para birimi üzerindeki yıkıcı baskısı o denli artmıştı ki doların uluslararası rezerv para olma konumu tehdit altındaydı. Böylece, esaslı bir perspektif değişimi için yol açılmış oldu.

Bunu, doların anahtar para birimi olma konumunu ve ona dayanan uluslararası mali yapıyı tehlikeye atarak yaptı. İnanılması güç olsa da, ABD ekonomisi artık bir 'istikrar' programını kabul etmek zorunda kaldı ve sonucu devrime benzer bir etkide oldu. Gelişmiş kapitalist dünyanın hükümetleri maliyetleri daha da kısmak üzere artık monetarist sıkı kredi ve 'arz-yönlü' tabir edilen tedbirlere yönelmişlerdi. Bundan böyle, dünya ekonomisinin işlerliğini sürdürebilmesini sağlayan borca-dayalı talep sübvansiyonları askıya alındığına göre, yeni ve derin bir daralma kaçınılmaz olmuştu.

İlmik sıkılaşmakta: yükselen reel faiz oranları, toplam talebin yavaşlayan artışı ve finansa yöneliş, 1979-90

Gelişmiş kapitalist ekonomilerde 1970'lerin sonundan itibaren Reaganizm/Thatcherizme kayış daha önce hiç olmadığı kadar sıkı kredi ve aynı zamanda 'arz-yönlü ekonomiler' etiketi altında örneği görülmemiş kemer sıkma uygulamalarını getirdi. Genel olarak amaçlanan, daha fazla işsizlik yaratılarak ücret artışlarının bastırılmasıyla bunun yanında şirketlerin ödemesi gereken vergilerde indirim yaparak ve sosyal hizmet harcamalarını kısarak gelirin doğrudan doğruya yeniden bölüştürülmesiyle, kârlılığın artırılmasıydı. Fakat düzenleme, özellikle Keynesyen yaygın kredi uygulamaları ile ayakta kalmış olan yüksek-

maliyet, düşük-kârla çalışan imalatçı firmaların tasfiyesiyle imalat sektöründeki kapasite ve üretim fazlasından kurtulmak, bu arada işveren yükümlülükleri daha da azaltılarak düşük-verimlilikle çalışan hizmet sektörünün kârlı şekilde genişleyebilmesinin önündeki engelleri kaldırmak üzere yapıldı. Düzenlemenin son hedefi ise, enflasyonu bastırmak ve hızla deregülasyona giderek özellikle sermaye denetimlerini kaldırmak suretiyle yurtiçi ve uluslararası finans sektörünün yeniden canlandırılmasıydı. Bu sektör, hızla artan fiyatlar ve aşırı miktarlardaki borç verilebilir fonlar nedeniyle 1970'lerde ciddi darbeler almıştı. Bu noktada fiyatların kontrol edilmesinin sadece borç verenler için değil, hemen her yerde sürekli yoğunlaşan uluslararası rekabetle karşı karşıya olan sanayiciler için de bir öncelik olduğunu vurgulamak gerekiyor; bu bakımdan finans ve imalat sektörleri ortak bir zeminde buluşmuş oldular.

Bununla birlikte, saf monetarizm denilebilecek uygulamaların bir nebze olsun iktisadi istikrar teminiyle bağdaşmadığı ortaya çıktı. 1979-80'de başlayarak uygulanan rekor yükseklikte reel faiz oranları 1930'lardan beri görülmemiş bir daralma getirdi ve yönetimlerin arzuladığı, kârlılığın tesisi için zorunlu görülen, yüksek maliyet-düşük kâr getiren imalat sektörü üretim araçlarının büyük ölçekli tasfiyesini başlattı. Fakat 1982 yazına gelindiğinde sert biçimde sınırlandırılmış krediler ve değeri artan dolar Latin Amerika'da borç krizini patlattı. Kriz dünyanın önde gelen bazı uluslararası bankalarını ödeme güçlüğü tehlikesiyle karşı karşıya bırakırken, ABD'den başlayarak tüm dünyaya yayılabilecek büyük bir iflası tetikleme tehdidi yarattı. Gerçekten de, Keynesciliği olabildiğince geri getirmekten başka çare kalmamıştı. Bu, Ronald Reagan'ın vergileri indirme ve askerî harcamaları artırma planları ile propaganda söylemi tersine olsa da, kendini rastlantısal biçimde kanıtlamış bir sonuç biçiminde duruyordu. ABD, bir kez daha dünya ekonomisinin son çare olarak başvuracağı bir pazar olma işlevini üslenmişti.

Reagan yönetimi kadar onu takip eden Bush yönetimi de muazzam askerî harcama programları ve zenginlere vergi indirimlerini uygulamaya koydular; bu monaterist sıkı kredi poli-

tikalarının tahribatını kısmen bertaraf etti ve ekonominin işlemesini sağladı. Bunun sonucunda ortaya çıkan merkezî hükümetin rekor bütçe açıkları ve bununla birlikte yaşanan eşi görülmemiş dış ticaret ve cari işlemler açıkları, 1970'lerdeki gibi, dünya ekonomisini 1979-82 yıllarındaki daralmadan çıkarmakla kalmayıp aynı zamanda yurtiçinde ve yurtdışında özel sermaye birikiminin en berbat durgunluk dönemi olan 1990'a kadar sürecek büyümeyi ateşleyecek talep enjeksiyonu için de zorunluydular. Dünyanın geri kalanının çoğunluğu Keynesyen kamu açıklarından giderek daha fazla kaçındıklarından bu noktadan itibaren olanlar tamamıyla buydu.

İmalat sanayi

Reagan-Bush'un Keynescilik içinde kalan hamlesi 1970'lerdeki gibi yeni ve daha uzun bir döngüsel yükselişe yol açtı. Ancak, temelde yatan kârlılık sorununu hedef alamadığından, dinamik bir sermaye birikimini yeniden başlatmayı becerememedi. İktisadi çöküntüyü hedefleyen ve dünya ekonomisini işler kılan kamu borçlanmasındaki çok ani artış aynı zamanda imalat sektörünün kâr haddini eski oranına kavuşturmak için asıl gerekli olan yüksek-maliyetli, düşük-kârlı üretim araçlarının tasfiyesini yavaşlattı. Üstelik merkezî hükümetin rekor bütçe açıkları ile halâ sıkılığını koruyan para politikaları –ki bu noktada, sistemin Keynesyen açıkları stabilize etmekten vazgeçemediğini göstermekteydi– ikilisi, faiz oranlarını sistemin genelinde tarihte görülmemiş düzeylere çıkardı. ABD'de ve gelişmiş kapitalist dünyanın her tarafında firmalar, özellikle on yılın ilk yarısına yayılmış olan daralma sürecinde, büyük kitleler halinde atıl ve eski teknoloji üretim araçlarını bir tarafa attılar; artan verimlilik yoluyla kâr etmeye çalıştılar. Bu rasyonalizasyon süreci ve ona eşlik eden imalat sektörü yatırım artışındaki azalma bir taraftan da hızla işsizliği arttırdı ki bu da ücret artışının azalmasını ve tekrar kârların artmasını getirdi. Ancak bu gerçek tasfiye, Asyalı üreticilerin dünya pazarına çığır açan girişleri ile önemli ölçüde etkisiz hale geldi. 1965 ile 1990 ara-

sında dört Yeni Sanayileşmiş Doğu Asya Ülkesi (YSÜ) dünya ihraç malları içindeki toplam paylarını %1,2'den %6,4'e çıkardılar. Bu başarı Japonya'nın 1950 ile 1975 arasındaki performansına denk geliyordu. 1990'a gelindiğinde Japonya-hariç (OPEC-hariç) Asya'nın dünya ihraç malları içindeki payı %13,1'e ulaşarak ABD'nin (%11,7), Almanya'nın (%12,7) veya Japonya'nın (%8,5) paylarını geçmiş oldu. Böylece gelişmiş kapitalist ekonomi, on yıl boyunca, aşırı-kapasite ve aşırı-üretim –rekor düzeyde artmış faiz oranlarıyla daha da kötüleşerek– sıkıntılarıyla yaşamış ve sonunda aşırı-arza maruz kalmış imalat sanayi pazarlarında büyük ölçüde sıfır-toplam ile sonuçlanacak mücadeleler batağına saplanmıştı.

Uluslararası imalat sektöründe aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunu, 1980'lerin başında gelişmiş kapitalist ekonomilerin tamamında imalat sektöründeki geniş çaplı iş kayıpları ile kendini göstermişti. Bu süreç, 80'ler boyunca hatta sonraki on yılda da Alman ve Japon imalat sanayilerinin kârlılıklarını geliştirmekte çektikleri sıkıntıyı, ABD'deki rakiplerini güç durumda bırakarak hafifletebildikleri ya da tersi duruma düştükleri, sonu gelmeyen bir tür hidrolik dinamikle sergilemeyi sürdürdü. Şu bir gerçek ki on yıl boyunca savunmada kalan ABD imalat sektörü, 1980'lerin ikinci yarısından sonra Japon, Alman ve diğer Avrupalı rakiplerinin planlarını tersine çevirmeye başladı ve alışılmıştan daha yüksek kâr hadlerine kavuştu. Bunu, büyük ölçüde, daha sonra görüleceği üzere, doların değer kaybetmesi, ücret artışlarının olağanüstü yavaşlaması ve atıl üretim araçlarının tasfiyesi ile başardı. Bunun yanı sıra, yatırımlar veya tüketici talebi üzerinde fevkalade küçük artışlar kaydetti (1994'ten önce). Sonuç olarak uluslararası iktisadi pastanın büyümesine çok az katkıda bulundu; ABD imalat sektörü kârlılığının kazanımları geniş ölçüde Alman ve Japon imalatçılarının kayıpları pahasına gerçekleşmiş oldu.

Hatta 80'lerin sonunda bile her yerde sosyal harcamalar sert biçimde kısılmışken ne imalat sanayi ne de ekonominin tamamı ABD, Almanya, Japonya veya G-7 ülkeleri toplamında daha 1970'lerin sonunda azaldıkça azalan vergi öncesi kâr oranları-

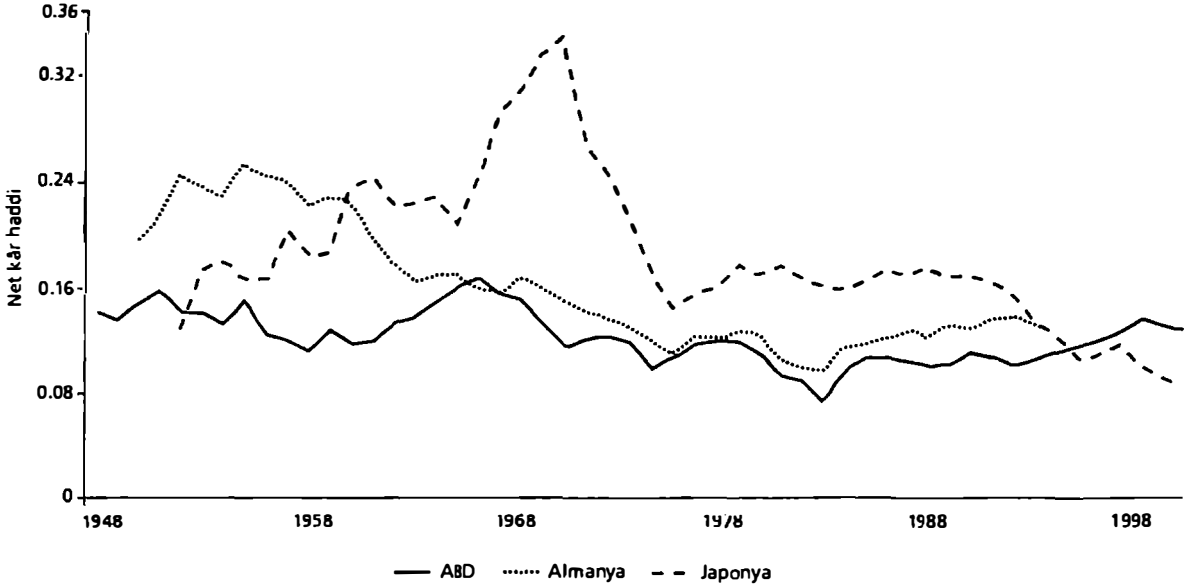
nı aşabildiler. Oysa dip noktadan 1980'lerin başında dönmüşlerdi (bkz. Şekil 1.3; ayrıca yukarıda s. 19, Şekil 1.1, ve aşağıda s. 41, Şekil 1.4). İşleri daha da kötüleştiren reel faiz oranları, bazen sıfırın altına bile düştüğü 1970'lerdeki düzeyinin hâlâ birkaç puan üzerinde seyrediyordu. Bu da ortaya çıkan sınırlı kârlılık artışının önemli bir kısmını alıp götürüyordu. Gelişmiş kapitalist ekonomiler azalan getiri oranına bir tepki olarak hızla düşen yatırım artışı karşısında genişlemelerini, büyük ölçüde, başta ABD hükümetininki olmak üzere açık veren kamu harcamaları veya geçici mali piyasa balonları yoluyla talebe yapılacak 'dışsal' sübvansiyonlara ve bunlara bağlı olarak ortaya çıkacak 'servet etkisine' dayandırdılar.

İmalat-dışı

İmalat sektöründe kârlı yatırım olanaklarının epey azalması karşısında 1980'lerin başından itibaren hizmetler sektörüne doğru ani bir savrulma gözlendi. Ancak bu, tüm 80'ler boyunca imalat sektörü yatırım artışındaki düşüş, ücret artışlarındaki durağanlık, baş gösteren işsizlik (ki Avrupa'daki oranlar 1930'ları hatırlatıyordu) ve ABD dışında kamu harcamalarındaki artışın azalması gibi nedenlerle toplam talep artışında görülen azalmayla sınırlanıyordu. Makul getiri oranlarını elde etmek hiçbir yerde kolay olamıyordu. Gelişmiş kapitalist dünyada imalat-dışı sektörün büyüme derecesi ücretlerin ne kadar aşağıda tutulduğuna ve kamu harcamalarının ne ölçüde sürdürülebildiğine bağlıydı. İmalat-dışı sektör, hizmet sektöründe sendikalaşmanın yok denecek kadar az olduğu ve Keynesyen açıkların hızla büyüdüğü ABD'de hızla genişledi, buna karşılık Almanya gibi güçlü sendikalar nedeniyle düşük-ücrete dayalı istihdamın ortaya çıkamadığı, hükümetlerin bütçe disiplinine bağlı kaldığı ülkelerde çok az gelişti.[21] Burada belirtilmesi gereken husus ne imalat sektöründe ne de imalat-dışı sektörde bir sonraki on yılın bariz özelliği olacak yeni teknolojinin gelişmesinden eser olmamasıdır.

21 Örneğin bkz. M.C. Burda ve J.D. Sachs, "Assessing High Unemployment in West Germany", *The World Economy*, cilt xi, no. 4, 1988.

ŞEKİL 1.3
Net Kâr Hadleri: ABD, Almanya ve Japonya, 1948-99



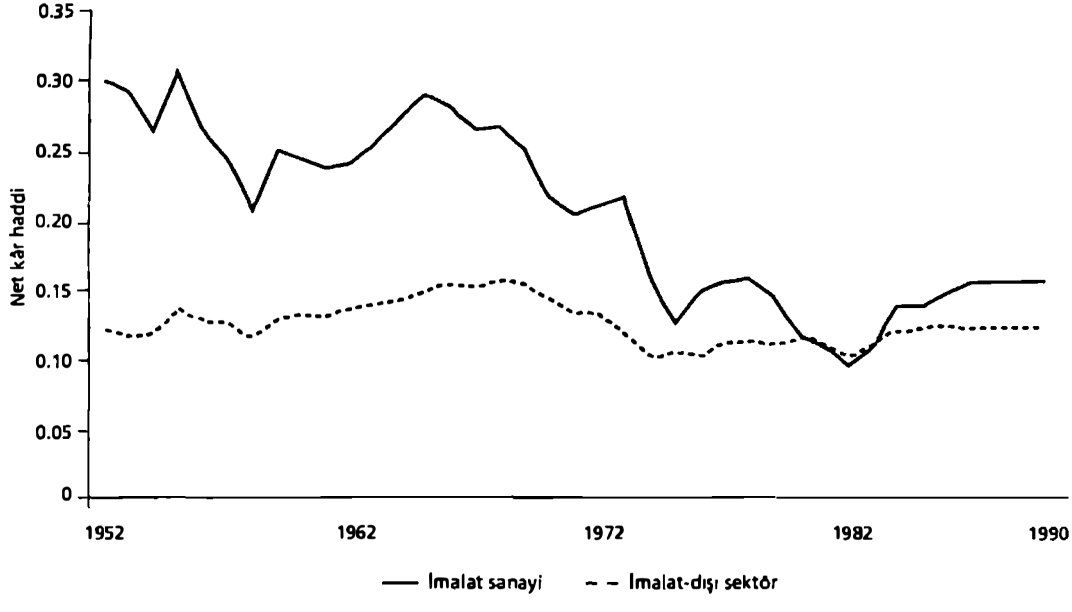
1980'lerde G-7 ekonomilerinin tamamında imalat-dışı sektörün kâr haddi 1970'lerdeki seviyesinin sadece biraz üstünde –savaş sonrasının uzun genişleme dönemindeki seviyesinin ise epey altında– seyretti. Bunun yanında imalat-dışı sektörde üretim artışı, sermaye stoku ve istihdamın hepsi az veya çok oranda düştü (bkz. Şekil 1.4; ayrıca yukarıda s. 48, Tablo 1.7). Uzun lafın kısası, 1980'lerin iktisadi büyümesi petrol krizi ile sarsılmış 1970'lerden daha yavaş oldu (bkz. aşağıda s. 63, Tablo 1.10).

Finans

Gelişmiş kapitalist ekonomilerin hükümetleri, uluslararası imalat sektörünün önceki on yılda derinleşen kârlılık krizinin sonucu olarak 1970'lerin sonunda girdiği çıkmaza çareyi mali sektöre girişi kolaylaştırmak ve daha yüksek getirilerin önünü açmakta buldular. Bunu yapmak için, enflasyonla kalıcı bir mücadele başlatmakla kalmadılar, ayrıca uzun soluklu bir deregülasyon uygulamasını da yürürlüğe koydular. Faiz oranlarına konulan tavanlar ve benzeri uygulamalar çöpe atıldı. Mali kuruluşların işlem yaptıkları piyasalar dışındaki piyasalara erişimleri (*cross-market access*) üzerindeki kısıtlamalar bir kenara bırakıldı. Sermaye denetimleri zamanla, hemen her yerde kaldırıldı. Buna rağmen, reel ekonominin tamamında ortalama kâr hadlerinin ne denli düşük olduğu göz önüne alındığında, ne özel sektör birimlerine borç vererek ne de spekülasyon yaparak kâr elde etmek kolay bir iş değildi ve yüksek getiri elde etmek genellikle yüksek riskler taşıyordu.

Sonuç, her biri bir mali krizle sonuçlanan mali döngülerin geri gelmesi oldu. Bu krizler, savaş-sonrasındaki otuz yıl boyunca, finansal kuruluşlara faaliyet biçimlerini ve coğrafyalarını deli gömleği misali sımsıkı tanımlayan ve sermaye hareketlerine kısıtlamalar getiren düzenlemelerle (regülasyon) geniş ölçüde bastırılmıştı (gerçi sermaye hareketlerinin denetimi, daha 1960'ların sonunda hızla genişleyen avro-dolar piyasasının etkisiyle zayıflamaya başlamıştı). Fakat mali sektörün zincirlerini kırmasıyla dünya ekonomisi tekrar birbiri ardına ge-

ŞEKİL 1.4
G-7'de İmalat Sanayi ve İmalat-dışı Sektörün Net Kâr Hadleri, 1952-90



len, her biri bir muazzam iflasla sonuçlanan, krediye-dayalı spekülatif genişlemelerin tutsağı oldu.[22]

Böylece, 1980'lerin başından itibaren, gelişmiş kapitalist ekonomilerin tamamında büyük mali balonlar ortaya çıktı. Özellikle borsada, şirket birleşmeleri ve satın alma işlemlerinde, ticari gayrimenkullerde oluşan spekülatif talep, varlıkların değerini yükselttikçe yatırımcılar da satın almalarını, varlıkların geçmişte artan fiyatlarına bakıp gelecekte de benzer şekilde artacağı beklentisiyle yaptılar. Ancak sonuç mali sektör-dışı şirketlerde borçlanmanın o güne kadar olmadığı ölçüde tırmanması oldu. Şirketler borç olarak aldıkları yüz milyarlarca doları şirket satın almak ve kendi hisselerini satın almak için harcadılar. Bu spekülatif dalgayı büyük ölçüde finanse etmiş olan bankaların payına da sürekli artan mâli kırılganlık düşmüştü. 1987 yılında ABD hisse senetleri borsası, sistemi ciddi biçimde sarsarak çöktü. Ancak belli başlı kapitalist hükümetlerin istikrarı sağlamak üzere o zamana dek piyasaya akıttıkları para seli büyük ölçüde son bir spekülatif hamle için kullanılmıştı. Doruk noktaya 1980'lerin sonuyla 1990'ların başında varıldı. ABD, Japon ve Alman hükümetlerinin ardı ardına kendi mali hükümranlık alanlarında deflasyonist tedbirler almaları, gelişmiş kapitalist dünyanın her tarafında banka iflaslarının ve mali krizlerin patlak vermesine yol açtı. Krizlerin şiddeti altmış yıldır görülmemiş ölçüdeydi ve ardından gelecek daralmaları da daha şiddetli hale getirecekti.

Yatırıma-dayalı, ihracata-dönük büyümeden 1990'lardaki uluslararası ekonomik istikrarsızlığa

1990'ların başlarında iktisadi daralmanın uluslararası düzeyde yeniden ortaya çıkması sonucunda, dünya ekonomisi

22 Dünya Bankası, *71st Annual Report, 1 April 2000-31 March 2001*, Basel. 11 Haziran 2001, s. 123-4. "[1980'den önce] mali sistemler sıkı biçimde denetlendiğinde ve merkez bankaları parasal veya kredi büyüklüklerini kontrol etmeye odaklandığında malı döngüleri zedelemenin kapsamı da kısıtlıydı... [B]öylesine denetlenen ortamlar... bugünün daha serbest ortamlarına kıyasla geniş döngüsel savrulmalara daha az maruz kalıyorlardı."

kilitlenmeyle karşı karşıya kaldı. Hem yurtiçinde hem de uluslararası düzeyde yeni bir döngüsel düzelmenin başlatılabilmesi için, yeniden ABD'nin esaslı bütçe açıklarına ihtiyaç vardı. Özel sektör yatırım artışının yavaşlaması karşısında, ABD'nin artan kamu açıkları, 1970'lerden beri dünya ekonomisinin her uluslararası döngüsel düşüşten çıkması bir taraf a, iktisadi daralma dönemleri arasında büyümesi için de kaçınılmaz olmuştu. Ancak 1980'lerde biriken devasa borç düşünüldüğünde, yeni bir büyük kamu borçlanması, bu kez yeni bir döngüsel düzelme yaratmak yerine, kredi sıkışıklığı üretme tehlikesi taşıyordu. 1993 yılında, Clinton yönetimi, daha önce Goldman Sachs'ın CEO'su olan mali konulardaki yeni ekonomi çarı Robert Rubin'in yönlendirmesiyle kararlı biçimde denk bütçe politikasına döndü. Bunun yapılmasıyla, bir bakıma, on yıl önce başlayan monetarist kemer sıkma politikalarına dönüş işlemi tamamlanmış oldu.

ABD'nin mali toparlanmaya yönelmesinin tarihi önemi vardı. O zamana dek, 1960'ların sonu ve 1970'lerin başlarında ortaya çıkan daralma eğilimine karşı gelen ve 1980'lerle birlikte uluslararası sıkı kredi uygulamaları ve artan kemer sıkma politikalarıyla daha da kötüleşen süreci bertaraf etmiş oldu. Durdurulan süreç, ABD hükümetinin büyük-ölçekli bütçe açıkları ve onlara eşlik eden örneği görülmemiş dış ticaret ve cari işlemler açıkları konusunda süregiden taahhüdüydü. ABD dışındaki gelişmiş kapitalist ekonomiler, 1980'lerin büyük kısmında, sadece sıkı para politikaları uygulamak ve ücret artışlarını giderek kısmakla kalmadılar, aynı zamanda maliyetleri düşürüp, kârlılığı artırmak üzere kamu harcamaları artışlarını da yavaşlattılar. Fakat ABD hükümeti, zenginlere yönelik askerî Keynesciliğin Reagan-Bush versiyonu sayesinde, neredeyse tek başına, uluslararası düzeyde daha acı bir kemer sıkma kampanyasının tam etkinlik kazanmasını önlemiş oldu. Dünyanın her tarafında kamu harcamaları ve açıklarının büyümeleri yavaşlarken, ABD kendi kamu harcama ve açıklarının büyümesini artırarak bu durumu geniş ölçüde telafi ediyordu. 1990'ların başında mali ve parasal kısıntıların arkasın-

daki uluslararası mutabakata ABD de katılınca –o sırada para birliğini oluşturma hazırlığında olan Avrupa hem kredi arzında hem de devlet harcamalarında ilmeği daha da sıkmakla meşguldü– uluslararası ekonomik sistemin tamamında toplam talebe esaslı bir fren yaptırılmış, sistemin temel istikrar kaynağı söndürülmüş oldu (bkz. Tablo 1.8).

TABLO 1.8
Reel Kamu Nihai Tüketim Harcamaları
(yıllık ortalama yüzde değişim)

	1960-73	*1973-79*	*1979-89*	*1989-95*
ABD	2.3	1.7	2.5	0.1
Japonya	5.9	4.9	2.7	2.0i
Almanya	4.5	3.0	1.3	1.8
G-7	3.2	2.4	2.2	0.9

Kaynak: OECD, *Historical Statistics 1960-95*, s. 61. G-7 ve ABD'nin 1980'lere ait rakamları on yıl boyunca ABD'nin yaptığı askerî harcamalardaki muazzam artış yüzünden şişkin.

Kapitalist dünya ekonomisi artık farklı ve tehlikelerle dolu bir temelde işlemek zorundaydı. Kamu harcama artışlarında süregiden düşüşler, durağanlaşan veya azalan istihdam ve hızla düşen ücret artışı gibi toplam talebin standart kaynakları giderek zayıflıyordu. Bu durumda, sistemi neredeyse kendi başına ileri götürme işi özel sektörün artan borçlarıyla daha da büyüyen yatırım artışına bırakılmıştı. Yine de, uluslararası ekonomi, o zamana dek tedbir olarak uygulanan devlet harcamalarının sağlamış olduğu istikrar kaynağını terk edip özel sektör yatırımlarına bel bağladığı ölçüde, kârlılığın yeniden canlandırılmasına da o denli acil ihtiyaç duydu. Ancak 1990'ların ilk yarısında sistem genelinde kâr hadleri, yatırımlarda, özellikle dünya ekonomisini sürükleyen üç büyük ekonominin imalat sektörlerindeki yatırımlarında yeni bir patlamayı başlatacak kadar iyileşmiş görünmüyordu. Böylesi bir iyileşme meydana gelmediği için, sistemin farklı farklı bölgelerindeki firmalar kâr hadlerini yeniden tesis etmek için sermaye birikimi yoluyla verimlilik artışını büyütme çareleri aramak yerine tasfiye, küçülme ve ücret artışlarının baskılanması yollarını

seçtiler. Seçtikleri yol durgunluğu uzatmak ve daralmayı derinleştirmekle kalmayıp, azalan yatırım talebinin kendini sürekli azalma yönünde besleyeceği aşağı doğru inen bir sarmalı başlatma tehlikesi taşıyordu.

Yurtiçi satın alma gücü çok yavaş arttığı için dünyanın her yerinde üreticilerin ihracata dönük üretime daha çok asılmaktan başka seçeneklerinin kalmamış olması, sorunu daha da karmaşıklaştırıyordu. 1990'lar süresince ihracat artışının GSYİH artışına oranı savaş sonrası dönemin en yüksek değerine ulaştı (bkz. Tablo 1.9). Ancak, imalat sanayicilerinin üretimlerinin yurtiçi pazarlarına oranla daha büyük bir bölümünü dünya pazarına yöneltmiş olmalarının nihai sonucu sistemin damarlarının atıl kapasite ile daha da tıkanması ve artan ciddi kriz riski oldu. Bu durumda ihracat pazarları için yapılacak mücadele giderek daha merkezi önem kazandı. Zorunluluk ise giderek daha yıkıcı bir hal aldı. Mücadele, hızla yükselen döviz kurlarının ekonomileri birbiri ardına imalat sektörünün genişlediği konumdan imalat sektörü krizine soktuğu, yavaşça ilerleyen bir zincirleme reaksiyon şeklinde ve bazen de buna eşlik eden mali sektör balonlarıyla kendini gösteriyordu.

İmalat sektöründeki mevcut kapasite ve üretim fazlalığı, 1989 ile 1991 arasında ABD, Japonya ve Almanya'nın ardı ardına sıkı kredi politikaları uygulamaları, buna ilaveten ABD hükümetinin piyasaların alıştığı mali uyaranları sağlamaktan vazgeçmesi, Japon ve Batı Avrupa ekonomilerini savaş sonrasında gördükleri en kötü daralmanın içine soktu. Öte yandan, ABD ekonomisi 'istihdam yaratmayan bir düzelme' elde etti.

TABLO 1.9
Üretim Durağanlaşırken İvme Kazanan İhracat
(yıllık ortalama yüzde değişim)

	1960-73	*1973-79*	*1979-89*	*1989-95*
OECD Reel İhracat (mallar)	9.1	5.7	4.9	6.7
OECD Reel GSYİH	4.9	2.8	2.6	2.4
İhracatın üretime oranı	1.85	2.0	1.9	2.8

Kaynak: OECD, *Economic Outlook, no.* 64, s. A4 ve A43, Tablo 1 ve 39

Gerçekten de 1990'ların ilk yarısında üç büyük kapitalist iktisadi blok 1945'ten itibaren beşer-yıllık dönemler itibariyle hangi standart ölçüm alınırsa alınsın en kötü ekonomik performansı sergilediler (bkz. Tablo 1.10). Uzakdoğu ekonomileri, bu dönemde kendi başlarına kalkındılar. Ancak bu başarıyı, yüksek bir hızla uluslararası pazardan bir başka büyük parçayı –(Japonya hariç) Asya dünya ihracat pazarında 1990'da %11,7 olan payını 1995'te %16,4'e çıkardı– ele geçirerek kazandılar. Bu, sistem genelinde imalat sektörü üretim gücünün fazlalığı sorununu daha da ağırlaştırdı. Bu yıllarda toplam talebin giderek daha müteredditt artışının sistem genelinde imalat sektörü kârlılığının iyileştirilmesi için zorunlu olan yüksek-maliyetin, düşük-kârlı üretim araçlarının terk edilmesi sürecini hızlandırdığı bir gerçektir. Dalga dalga gelen tasfiyelerin yanında, ücret artışı üzerindeki yoğun baskı ve şirketlerin vergilerindeki büyük azaltmalar sayesinde, ABD imalat sektörünün, Japonya ve Batı Avrupa'daki muadilleri zayıflarken,uzun süredir baskılanan kâr haddini ve dolayısıyla yatırım artışını yeniden canlandırma yönünde büyük adımlar attığı da bir gerçektir. Ancak unutmamak gerekir ki, 1990'ların ortalarında bile, gelişmiş kapitalist dünyanın, imalat sektöründe üretim araçlarının aşırı-arzı sorununun üstesinden geldiğine ve uzun süren düşüşü aştığına dair bir işaret yoktu.

TABLO 1.10
Azalan İktisadi Dinamizm
(yıllık ortalama yüzde değişim)

	1960-69	*1969-79*	*1979-90*	*1990-95*	*1995-2000*	*1990-2000*
GSYİH						
ABD	4.6	3.3	2.9	2.4	4.1	3.2
Japonya	10.2	5.2	4.6	1.7	0.8	1.3
Almanya	4.4	3.6	2.15	2.0	1.7	1.9
Avrupa-12	5.3	3.7	2.4	1.6	2.5	2.0
G-7	5.1	3.6	3.0	2.5	1.9	3.1
GSYİH kişi başına						
ABD	3.3	2.5	1.9	1.3	3.4	2.35
Japonya	9.0	3.4	4.0	1.1	1.1	1.1
Almanya	3.8*	2.1**	1.9	1.2	2.5	1.8
Tüm ekonomide emek verimliliği (GSYİH/işçi)						
ABD	2.5	1.3	1.15	1.2	2.3	1.8
Japonya	8.6	4.4	3.0	0.7	1.2	0.9
Almanya	4.3	3.0	1.5	2.1	1.2	1.7
Avrupa-II	5.2	3.2	1.9	1.9	1.3	1.6
G-7	4.8*	2.8**	2.55	1.7		
Tüm ekonomide işgücüne yapılan reel ödemeler (çalışan başına)						
ABD	9.7	2.7	0.7	0.6	1.9	1.3
Japonya	7.3	5.0	1.6	0.6	0.2	0.5
Almanya	5.1	4.3	1.1	2.0	0.1	0.95
Avrupa-II	5.6	4.0	0.8	1.0	0.3	0.6
İşsizlik oranı						
ABD	4.8	6.2	7.1	5.9	4.6	5.25
Japonya	1.4	1.7	2.5	2.9	4.1	3.5
Almanya	0.8	2.05	5.8	8.2	8.6	8.2
Avrupa-15	2.3	4.6	9.1	9.8	9.9	9.9
G-7	3.1*	4.9**	6.8	6.7	6.4	6.6
Konut-dışı sermaye stoku (özel sektör)						
ABD (net)	3.9	3.8	3.0	2.0	3.8	2.9
Japonya (gayrisafi)	11.3	9.5	6.9	5.3	4.5	5.0
Almanya (gaynsafi)	6.6	4.5	3.0	3.0	3.1***	
G-7 (gayrisafi)	4.8	4.6	3.9			

(*) 1960-73.
(**) 1973-79.
(***) 1990-93.
Kaynaklar: OECD, *Historical Statistics, 1960-1995*, Paris, 1995, Tablo 2.15, 3.1, 3.2; 'Statistical Annex', *European Economy*, no. 71, 2000, Tablo 11, 31, 32; OECD, *Economic Outlook*, no. 67, 2001, Ek Tablo 21; IMF, *World Economic Outlook*, Washington, DC, Mayıs 2001, Database, Tablo 1 ve 4; Armstrong ve diğerleri, *Capitalism Since 1945*, s. 356, Tablo A6.

İKİNCİ BÖLÜM

Amerikan ekonomisinin canlanması

ABD ekonomisi arka planda devam eden uluslararası durgunluğa rağmen esaslı bir toparlanma sergiledi. 1980'ler ve 1990'lar boyunca, dünya ekonomisinin o ana kadarki evrimini işaret eden eşitsiz gelişme düzeninde bir geriye dönüş ortaya çıkmaya başlamıştı. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki yirmi yılda, Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın diğer ülkelerindeki sanayiciler nispi maliyetleri uluslararası düzeyde düşürmeyi başarmış ve ABD'deki rakipleri üzerinde daha büyük bir rekabetçi baskı kurmuşlardı. Ancak Bretton Woods sisteminin 1971 ve 1973 arasındaki çöküşü ve bilhassa 1980'lerin ortalarından sonra konumlarda belli bir yer değiştirme oldu. Bu noktada, ABD imalat sanayi bir dizi temel maliyet avantajından yararlanmaya ve rekabetçi konumunu geniş ölçüde geliştirerek, ihracattaki büyümeyi hızla artırarak rakiplerinin planlarını ters yüz etmeye başladı. Büyük ölçüde bu temele dayanarak 1993'ün sonlarından itibaren yeni bir dinamizm sergiledi ve ABD özel sektörünün bütününde daha yaygın bir canlanma yarattı. İmalat sektörü kâr hadlerinin düşüşü ve süregiden iktisadi çöküntünün ABD'de ve uluslararası arenada uzun süreli düşüşü başlattığı sırada, ABD'de imalat sanayinin kâr hadlerinin yükselmesi yine bu ülkede ekonomik canlanmanın temeli-

ni oluşturdu; uluslararası ekonominin bütünü üzerindeki etkileri ise daha karışık oldu.

ABD imalat sektörü ve ABD ekonomisi bir bütün olarak açıkça izlenen bir süreçte toparlandı. ABD'li sanayicilerinin 1970'ler boyunca sorunlarından, devletin borçlanmaya dayalı kamu harcamaları, ucuz para ve devalüasyon politikaları ile sıyrılma çabaları 1980'lerin başında büyük bir başarısızlıkla sonuçlandı. ABD imalat sektörü ciddi bir krizi savuşturamaz olmuştu. 1979-80'de başlayan, kâr hadleri üzerindeki ağır baskı ile kendisini gösteren kriz kaçınılmaz olarak uluslararası aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunundan kaynaklanıyordu. Krizin ardından gelen beş yılda, yüksek maliyetli, düşük kârlı üretim araçları kitlesel biçimde tasfiye edildi. Bu, Volcker'in uyguladığı yüksek faiz oranları ve daralmanın yanı sıra, beraberlerinde gelen pahalı doların da etkisiydi. Fakat bu aynı zamanda, bunalmış hissedarların ve mali girişimcilerin bir tarafta şirket hisse senetlerinin değerini yükseltme hamleleri yaparken, diğer taraftan şirket varlıklarını yağmalama yönündeki bilinçli çabalarının da sonucuydu. Bütün bunlar, ABD tarihinin en yüksek şirket borçlanmalarıyla gerçekleştirilen şirket birleşmeleri ve satın almaları furyasıyla oldu.

İmalat sektörü bu yüzden canlanma sürecini ciddi olarak 1985'ten sonra başlatabildi. Bu noktada ABD hükümeti –başlangıçta Japonya ve Almanya'nın yardımıyla fakat sonradan onların karşı gelişlerine rağmen– reel ücret artışının işverenlerce neredeyse sıfırda tutulduğu on yıl boyunca doların değerini çok düşük tuttu. Şirketlerin ödeyeceği vergilerin oranları zaten 1981'de ciddi biçimde düşürülmüştü. Böylece ABD'nin uluslararası rekabet gücünde önemli bir artış ve ABD imalat sektörünün ciddi biçimde ihracata yönelmesi sağlandı. Bu da ABD'li sanayicilerin uzun ve kesin bir 'kârlılığın yeniden kazanılması' sürecini başlatmalarını mümkün kıldı. Buna rağmen imalatçı şirketler 1980'ler boyunca mali saplantıları ve aşırılıkları için ağır bir bedel ödemek zorunda kaldılar. Yatırım artış hızını çok az yükseltebildiler ve 1990-91'deki daralmadan çıkışlarını önemli ölçüde yavaşlatan ciddi bir borç krizi ile uğ-

raştılar. Bununla birlikte, fırtınayı Alan Greenspan ve Merkez Bankası'nın yardımlarıyla atlatan ABD imalat sektörü, 1993'ün ikinci yarısından başlayarak, 1960'lardan beri gözlenenlerden daha yüksek oranda refah ve büyüme dönemine girdi.

ABD (mali-sektör-dışı) ekonomisinde kârlılığın yeniden kazanılmasına giden zorlu yol

İmalat sektörünün krizi

İmalat sektörünün canlanması sürecinin kökleri 1980'lerin başındaki, aşılması ancak 80'lerin ortalarından sonra mümkün olabilen derin daralmada yatmaktaydı. Bu daralma, bir taraftа vahşi bir sınaî rasyonalizasyon, öbür taraftа da hızla düşen reel ücret artışı ve ona eşlik eden ticari vergi indirimleri şeklindeki hükümet desteklerini barındıran uzun bir dönem olarak kendisini gösterdi. Yüksek maliyetli, düşük kârlı atıl üretim araçlarının tasfiyesi ve bunun sonucunda, gelirin emekten alınıp sermayeye doğru büyük ölçekli yeniden bölüşümü uluslararası rekabet gücünün ve kârlılığın yeniden kazanılmasının zorunlu önkoşuluydu. Ancak bunlar tek başına, kapasite ve üretim açısından doyma noktasına gelmiş ve uluslararası ölçekte daralmış talep artışı ile karşı karşıya olan imalat sektöründe canlanma yaratmak için yeterli değildi.

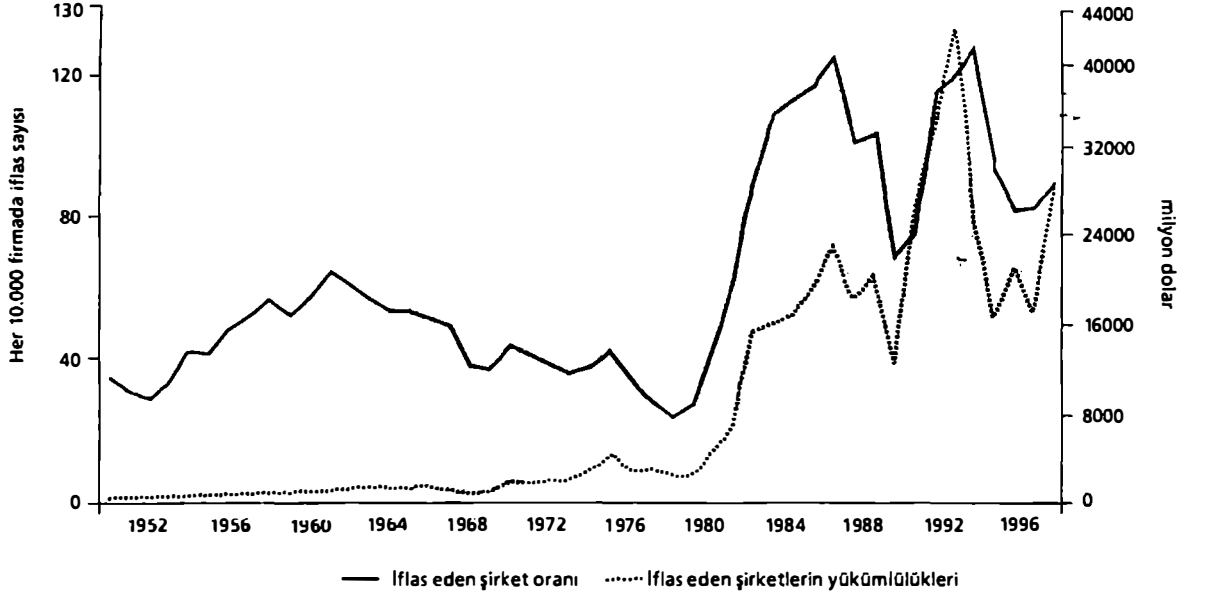
Volcker'in 1979-82 arasında uyguladığı, o güne dek görülmemiş ölçüde sıkı kredi politikalarının etkisi ile, 1979'da reel olarak -%2 olan faiz oranları 1981-85 arasında, 20. yüzyılın herhangi bir dört-yıllık dönemi için en yüksek orana, ortalama %7,5'e fırladı. Bunun sonucunda tamamen çöken talep, imalat sektöründe kesin bir şoka yol açtı. İmalat sektörü, şirket iflaslarındaki patlama ve 1930'lardan beri görülmemiş ölçüde büyük çaplı işten çıkarmalarla kitlesel şekilde üretim araçlarını eleyerek ve bunun yanında, kârlı olmayan makine teçhizatını atarak yeni bir yola girmiş oldu. 1979 ile 1982 arasında imalat sektörü üretimi %10'a, yatırımları da %8'e (1983'te tekrar %15) düştü; kapasite kullanımı ise savaş son-

rasının en düşük oranına indi. Aynı dönemde, bütün 1970'ler boyunca artarak gelen ve 1979'da savaş sonrasının en yüksek değerine ulaşan imalat sektörü istihdamı (saat hesabıyla) şok edici biçimde %13 oranında küçüldü. Bu arada 1982'de %11'in üstüne çıkan işsizlik oranı savaş sonrasının en yüksek işsizlik oranı oldu. Böylece ekonomi, 1970'lerdeki Keynesyen uygulamalarla şirketleri batmaktan kurtarmadaki başarılarının bedelini ödemiş oldu. 1982'de yıllık iflas oranı iktisadi çöküntüden beri en yüksek seviyesine ulaşmış ve hatta sert bir eğri ile 80'lerin ortasına kadar da yükselmeye devam etmişti (bkz. Şekil 2.1).[1] 1989'a gelindiğinde imalat sektöründeki işgücü 1979'daki seviyesinin hâlâ %5 altındaydı. Üstelik 1990'ların başındaki yeni bir sanayi tasfiyesiyle daha da baskı altına girdi.

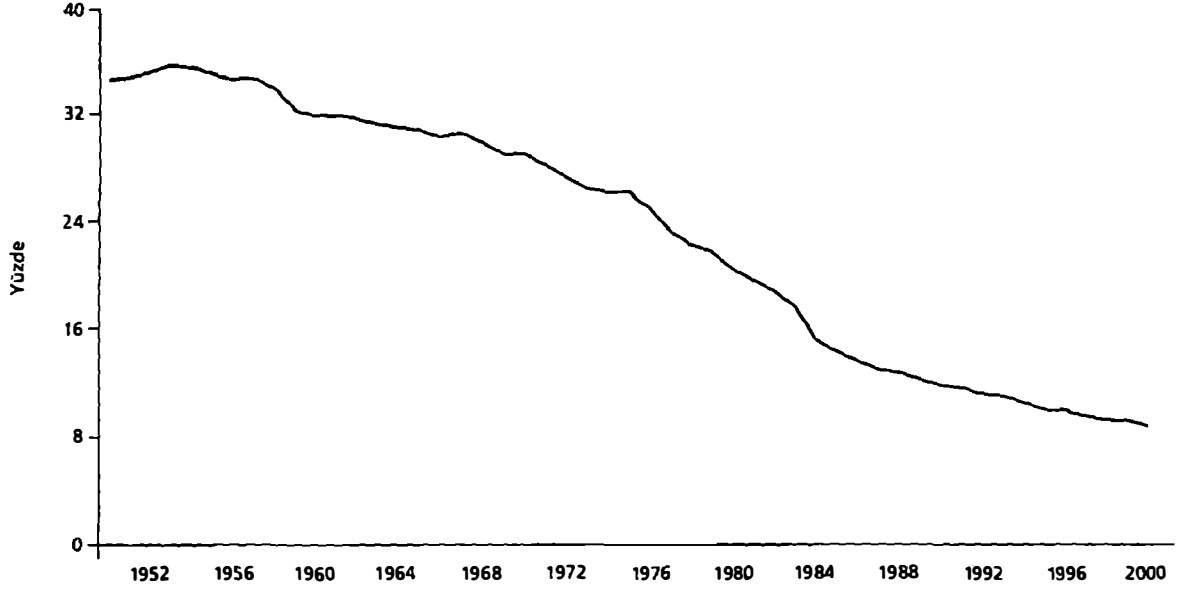
İşsizlik bu denli artarken, hükümetin doğrudan doğruya arka çıktığı işverenlerin artan saldırıları karşısında, işçiler daha da korunmasız kaldılar. İlk dönüm noktası 1980'de Carter yönetiminin, şirketi kurtarma operasyonunun bir koşulu olarak Chrysler'daki otomotiv işçilerine yönelik uygulamaları oldu. Çok geçmeden 1981 yılında, Reagan yönetimi Hava Trafik Kontrolörleri Sendikası'nın (Professional Air Traffic Conrtrollers union - PATCO) grevdeki üyelerini işten çıkararak ABD işçi hareketine ölümcül darbeyi vurdu. Bundan sonra sendikalaşma çabaları azala azala önemini yitirdi, bu yönde çabalar olduğunda da şirket yönetimlerinin haksız uygulamaları pıtrak gibi yayıldı ve sonunda sendikalaşma çöktü. Daha 1973'te %38,8, 1979'da %32,3 olan imalat sektöründeki sendikalaşma oranı, 1990'da %20,6'ya 1995'te ise %17,6'ya düştü (bkz. Şekil 2.2). Kendileri azalan kâr hadlerinin baskısı altında olan sanayiciler zaten daha 1973 ile 1979 arasında reel saat ücretlerinin yıllık ortalama artışını %1'e indirmeyi başar-

1 Batık şirket oranları ve batık şirketlerin yükümlülüklerine dair 1950-97 arasındaki dönemler, M. Naples ve A. Arifaj tarafından hazırlanmıştır. Bunları kullanmama izin veren Michele Naples'a minnettarım. Karşılaştırın, Naples ve Arifaj, "The Rise in US Business Failures: Correcting the 1984 Discontinuity", *Contributions to Political Economy*, cilt 16, 1997, s. 49-60.

ŞEKİL 2.1
ABD'de İflas Eden Şirket Oranı ve İflas Eden Şirketlerin Yükümlülükleri, 1950-97



ŞEKİL 2.2
ABD'de Özel Sektörde Sendikalı İşgücü Oranları, 1950-2000



mışlardı. 1960 ile 1973 arasında %2 olan bu oran 1979 ile 1995 arasında %0,65'e düştü.[2]

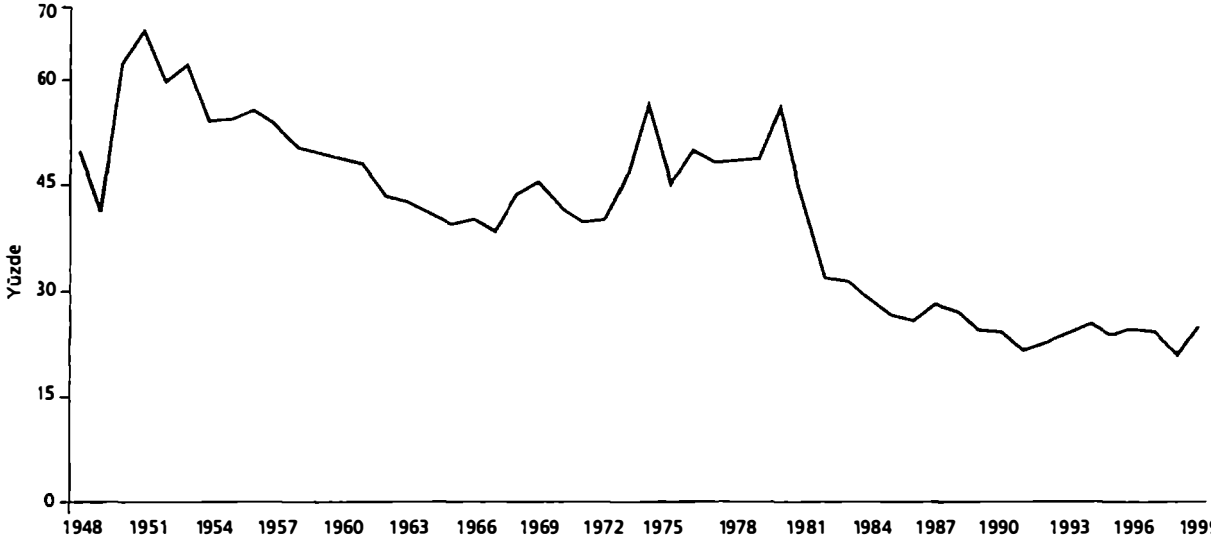
Kârlar üzerinde ücretlerden kaynaklanan baskılar azalırken, vergilerden kaynaklanan baskılar da kaldırıldı. Vergi indirimleri Reagan'ın arz-yönlü (*supply-side*) devriminin merkezinde yer almaktaydı ve üstelik indirim miktarları da ciddi ölçülerdeydi. 1980'lerin başlarındaki yasal düzenlemelerin bir sonucu olarak, 1981 ile 1990 arasında kurumlar vergisi imalat sektörü kârlarının ortalama %28'ine düştü. Bu oran 1965 ile 1981 arasında ortalama %46 olmuştu (bkz. Şekil 2.3; ayrıca aşağıda s. 90, Şekil 2.10). Reagan yönetimi vergi indirimlerini ve devasa askerî harcamaları sürdürebilmek için, 1981-82'den itibaren eşi görülmemiş kamu açıkları yaratırken, zaten hızla yükselerek tavan yapmış olan faiz oranlarının tavanı delerek ekonomiyi bunalıma sürükleyeceği bekleniyordu. Fakat Maliye Bakanlıkları'nın teşvikiyle, Japon sigorta şirketleri ve diğer kurumları, ilerde doların devalüe edilmesi halinde zarar etmeleri riskine rağmen, ABD bütçe açıklarını muazzam kaynaklarla fonladılar.[3] Böylece, Japon ihracatının süregiden artışını sübvanse edebilsin diye, Japon yatırımcıların bütçe açıklarını karşılamak üzere ABD hükümetine sağladıkları krediler olağanüstü gelişmelere yol açtı. Bu yolla ABD'de uygulanan Keynescilik, Japon ekonomisinin 1980'lerin ilk yarısındaki genişlemesini garantilemiş oldu, ancak bunu mümkün kılan yalnızca Japonya'nın sağladığı kredilerdi. Kimin kime daha bağımlı olduğunu saptamak zordu; ABD Hazinesinin Japon borç verenlere mi, yoksa Japon sanayicilerin ABD'deki borçlulara ve onların yarattığı ta-

---

2 L. Troy ve N. Sheflin, *MS Union Sourcebook. Membership, Finances, Structure, Directory*, West Orange, NJ, Industrial Relations and Information Service, 1985, Tablo 3.63; BLS, *Employment and Earnings*, cilt xliv, Ocak 1997, s. 211. ABD Çalışma Bakanlığı tarafından hazırlanan işçilere karşı haksız uygulamalar verilerini bana iletiği için Mike Goldfield'e teşekkür ederim.

Merkez Bankası Başkanı Paul Volcker'in belirttiği gibi, "[Y]urtiçi tasarrufların yetersizliği, yurtdışından yapılan büyük çaplı borçlanmayla sağlanan sermaye girişiyle telafi edilmiştir. Söz konusu giriş bir aşamada ABD'deki tüm kişisel tasarruflardan daha fazlaydı ve *benim ihtimal verdiğim miktarların çok üstünde oldu*" (vurgular eklenmiştir). Bahseden R.T. Murphy, *The Weight of the Yen*, New York, Norton, 1996, s. 148.

ŞEKİL 2.3
İmalat Sanayi Kârlarının Yüzdesi Olarak ABD İmalat Sanayi Kurumlar Vergisi, 1948-99
(dolaylı vergilerden arındırılmış)



lebe mi? Ancak kesin olan, iki lider kapitalist ekonominin –ve dolayısıyla bir bütün olarak dünya ekonomisinin– ABD'deki eşi benzeri görülmemiş borçlanma artışına ve Japonların bunu finanse etme niyetine ne denli bel bağladıklarıydı.

Volcker'in 1979-80'de devreye soktuğu yüksek reel faiz oranları, Japonların katkılarına rağmen sonraki beş yıl boyunca pek düşmedi (bkz. aşağıda s. 87, Şekil 2.8). Bunun sonucu olarak ABD'ye dünyanın dört bir tarafından para aktı. Bu durum Reagan yönetiminin ABD'de mali sektörü güçlendirme arzusuna uyuyordu. Fakat sonuç, doğal olarak, değeri artan dolar nedeniyle ABD imalat sektörünün büyük bölümü için felâket oldu. 1978 ile 1985 arasında doların nominal değeri mark ve yen karşısında sırasıyla %46,5 ve %15 artarken, reel efektif kuru %37 arttı (bkz. aşağıda s. 82, Şekil 2.6 ve s. 118, Şekil 3.3). Rekor borçlanma maliyetleri ve hızla azalan taleple zaten yalpalayan ABD'li sanayiciler şimdi de yurtdışından gelen dayanılmaz rekabet baskısı ile karşı karşıya idiler; içinde bulundukları kriz derinleşti.

ABD cari işlemler kalemi daha 1981'de 5 milyar dolar veya GSYİH'nın %0,2'si kadar fazla verirken, 1985 yılına gelindiğinde 119 milyar dolarla, rekor sayılacak bir şekilde GSYİH'nın %3'ü oranında açık verdi (bkz. aşağıda, s. 239, Şekil 8.6). Bu alt üst oluş, neredeyse bütünüyle, imalat sektörünün dış ticaret açığının söz konusu dört yıllık dönemde 106 milyar dolara çıkmasıyla açıklanıyordu. 1980 ile 1985 arasında, imalat sektörü yıllık ortalama ihracat artışı %1'e (nominal olarak) kadar düşmüş, bu arada, imalat sektörü ithalat artışı %15'e sıçramış ve ithal ürünler imalat sektörü ürünlerinin neredeyse üçte birine ulaşmıştı. ABD ithalat pazarında sadece Japon üreticiler değil, Doğu Asyalı Dörtlü Çete'nin üreticileri de paylarını muazzam ölçüde artırdılar. 1979-86 arasında Japonya'nın payı %12,5'ten %22,2'ye; Dörtlü Çete'nin payı da %7,6'dan %15,3'e çıktı. Bu arada 1981 ile 1986 arasında ABD'nin dünya ihracatı içindeki payı da %12,2'den %10,5'e indi.

Yurtdışı satışlardaki artıştan ve pazarlardan yapılan fedakârlık kâr hadlerinin hızla düşmesine sebep oldu. İmalat sektörü

1982'de döngüsel düşüşün en dibindeyken, kâr haddi petrol krizi sonrasında 1978'de ulaştığı en yüksek noktadan %43 oranında düştü. O tarihte bile hâlâ 1973'teki oranından %20 daha düşüktü; zaten 1973'te de 1965'teki değerinden %43,5 daha düşüktü. Döngüsel canlanma sürecindeki ilk dört yılın sonunda, 1986'da imalat sanayi kâr haddi hâlâ 1978'deki düzeyinin %23 altındaydı. İmalat sektörü dışındaki kâr haddi %36 düştükten sonra ise, buna zıt bir biçimde 1978'deki düzeyinin %9 altına kadar yükselmişti; bunun nedenini de çok uzaklarda aramamak gerekir. 1978 ile 1986 arasında birim emek maliyetleri imalat-dışı sektörlerde imalat sektöründen daha hızlı arttı. Bu yıllarda imalat sektöründe emek verimliliği yıllık ortalama %2,8 artarken, aynı oran imalat-dışı sektörde %0,4 olmuştur. Ancak, imalat sektörü dışındaki firmalar yükselen maliyetlerini telafi etmenin, dolayısıyla kâr hadlerini korumanın yolunu ürün fiyatlarını yıllık ortalama %6,5 arttırmakta buldular. İmalat sektörü üreticileri ise kâr marjlarının, hızlı artan dolar değeri yüzünden uluslararası ölçekte artan maliyetler ile yurtdışı piyasaların fiyatlar üzerinde aşağıya doğru yaptığı baskılar arasında sıkışıp kaldığını gördüler.

Böylesi umut kıncı koşullar altında firmaların yatırım artışını çoğaltmak bir tarafa, mevcut düzeyde sürdürebilmeleri bile abes olurdu. Bu durumda hissedarlar yüksek verimlilik uğruna yüksek-maliyetli, düşük-kârlı üretim araçlarının tasfiyesi yönünde ciddi önlemler talep ettiler; aynı zamanda, yeni makine teçhizat alımında, araştırma geliştirme faaliyetlerinde önemli kesintiler yapılmasını önerdiler; böylece arttırılan kaynaklar kendilerine dönebilecekti. Buna ilaveten kâr payı ödemelerinin artırılması ve/veya hisse senetlerinin şirket tarafından borsadan satın alınması suretiyle hisse fiyatının artırılması için baskı kurdular.

Aynı zamanda, kazanılmamış gelirler ve sermaye kazançlarından daha yüksek getiriler elde edilmesine yol açan yeni vergi muafiyetlerinden, anti-tröst yasalarının gevşetilmiş uygulamalarından, mali sektörün giderek daha az düzenlemeye tabi tutulmasından, işçilerin ve tedarikçilerin güçsüz kalmış olmalarından cesaret alan girişimci spekülatörler, yoğun biçimde borçlandıkla-

rı finansörlerle, şirketleri yağmalamak amacıyla şirket kontrolünü elde edebilecekleri miktarlarda hisse senedi satın almak üzere gizli veya açık ittifaklara girdiler. 'Serbest nakit akışını artırmak' şeklindeki kandırmaca slogan altında verimliliği arttırmak ve fon birikimi yaratmak üzere modası geçmiş, verimsiz üretim araçlarını yok pahasına sattılar, sermaye stokunu azalttılar ve yaratılan kârların yeniden yatırıma dönüşmesinden kaçındılar. İşçiler toplam gelirin daha büyük kısmını alıkoymak için, tedarikçiler ve kreditörlerle olan mevcut ilişkileri bazen tek taraflı bazen zor kullanarak yeniden düzenlemek üzere ellerinden gelen her şeyi yaptılar. Bütün bunların olmasını mümkün kılan şeyin, tarihte daha önce görülmedik biçimde yaratılan borçlanma patlaması olduğunu eklemeye gerek yok. Şirketlerin borç-özkaynak oranları, daha önce duyulmamış düzeylere çıktı; üstelik bu kaynaklar makine teçhizat alımlarına değil, borsadan şirketin hisselerini satın almaya, başka şirketlerle birleşmeye veya onları satın almaya harcandı. Şirketlere sahip olanlar, varlıkların değerlerini artıran bu işlemlerden, bunları finanse edenler de, verdikleri kredilere uyguladıkları yüksek faiz oranlarından kâr sağladılar.[4]

1980'lerde temettülerin imalat sektörü şirket kârlarına oranı 1970'lerdeki düzeyinin üç katına çıktı; 1970'lerde ise savaş-sonrası yirmi yıl boyunca sergilediği düzeyin üçte birine inmişti. Bu arada borçlanmadaki artışın ve faiz oranlarının yüksekliğinin bir yansıması olarak, faiz ödemelerinin imalat sektörü şirketlerinin (faizler dahil) vergi öncesi kârlarına oranı 1982 ile 1990 arasında %26'ya ulaşmıştı; bu oran 1973 ile 1979 arasında %13, 1950 ile 1965 arasında ise %1 idi. Ne var ki borçlanılan paranın çok küçük bir kısmı üretimin geliştirilmesine harcanmıştı. Mali sektör-dışı şirketlerin 1981 ile 1989 arasında yaptıkları toplam borçlanmanın sadece %21'i sermaye harcamalarında kullanıldı. Bunun da çoğunluğu nakit akı-

4 M.M. Blair, "Financial Restructuring and the Debate about Corporate Governance, M.M. Blair, (ed.), *The Deal Decade. What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, Washington, DC, Brookings, 1993 içinde; J.R. Crotty and D. Goldstein, "Do US Financial Markets Allocate Credit? The Case of Corporate Restructuring in the 1980s", G. Dymski, G. Epstein ve R. Pollin, (ed.), *Transforming the US Financial System*, Armonk, NY, M.E. Sharpe, 1993 içinde.

şından (vergi sonrası kârlardan faiz ve temettülerin çıkarılıp amortismanların eklenmesiyle elde edilen) karşılanmıştı. Tersine, mali sektör-dışı şirketlerin 1983 ile 1989 arasında gerçekleştirdikleri borçlanmanın tamı tamına %50'si, borsadan şirkete ait hisse senetlerinin satın alınmasında kullanıldı.[5]

Bu sürecin paradoksal sonucu olarak mali sektör-dışı şirketlerin aldıkları kredilerin ve borçlanmalarının savaş-sonrası dönemin en yüksek miktarlarına ulaşması ile imalat sektörü şirketlerinin yatırımlarının en düşük düzeye inmesi eşzamanlı oldu. 1983 ile 1989 arasında mali sektör-dışı şirketlerin yıl içinde yaptıkları borçlanmaların mali sektör-dışı şirketlerce yaratılan GSYİH'ya oranı %8 oldu, aynı oran 1973 ile 1979 arasında %5,5 idi. Sonuç olarak 1990'a gelindiğinde mali sektör-dışı şirketlerin borç yükünün mali sektör-dışı GSYİH'ya oranı %80'e çıktı, oysa bu oran on yıl önce %59 idi.[6] 1979 ile 1990 arasında imalat sanayi sermaye stokunun yıllık ortalama artışı %1,8 ile yarıya inmişti; bu oran 1973 ile 1979 arasında %3,6 ve 1960 ile 1973 arasında da %4,65 idi. Aynı dönemde imalat sanayi yatırımlarının yıllık ortalama artışı %2,5'e gerilediği, 1973 ile 1979 arasında %5,6 olan bu oran, 1960 ile 1973 arasında ise %6,3 olarak gerçekleşmişti.

Plaza Anlaşması, rekabet gücünün geri dönüşü ve verimliliğin yeniden kazanılmasının başlangıcı

Volcker daralması denebilecek rekor düzeylerde yüksek reel faiz oranlarının baskısı altında atıl, yüksek-maliyetli üretim araçları ve emeğin büyük çaplı tasfiyesi ve aşırı-değerli dolar –ki buna hissedarların ve finansörlerin keskinleşen yağmaları-

---

5 Merkez Bankası Idare Heyeti (Board of Governors of the Federal Reserve System), *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings* [bundan böyle FRB, *Flow of Funds*], Tablo F.102, Tarım-dışı Mali Sektör-dışı Şirketlerdeki (akımlar), ve Tablo F.213, Şirket Özvarlıkları (akımlar). Dikkatimi bu tabloya yönelttiği için Doug Henwood'a teşekkür ederim.

6 *A.g.y.*, Tablo F.102 ve Tablo L.102. Tarım-dışı Mali Sektör-dışı Şirketler (akımlar ve büyüklükler). İmalat sektörü borçlanma verileri sağlanamamakta, bu nedenle burada mali sektör-dışı şirketlere ait veriler kullanılmıştır.

nm epey katkısı olmuştur– yatırım artışındaki muazzam paralel düşüşe rağmen verimlilikte önemli kazançlar sağladı. İmalat sanayi emek verimliliği, 1979 ile 1985 arasında olağanüstü biçimde yıllık ortalama %3,5 oranında artmıştı; bu uzun süren savaş sonrası genişleme, döneminin ortalamasının epey üstündeydi. Ancak bu paradoksal süreç, sürdürülemez bir durumdu. ABD ekonomisi, 1930'lar iktisadi krizinden bu yana en kötü krizini yaşıyordu. Bu krizin uzaması ABD imalat sektörünün içinin radikal biçimde oyulması demekti. Seksenlerin ortalarında, Kongre'de güçlü korumacı yasalar çıkarılması tartışılıyor, ülkenin önde gelen şirket yöneticileri dolardaki artışın önlenmesini talep eden güçlü lobi kampanyaları yürütüyorlardı.[7]

Sonunda Reagan'ın dayanılmaz politik baskılara bir cevap olarak ve krizle perişan olmuş imalat sektörünün yaşamsallığını korumak üzere, yeni bir dönem başlatacak yön değişikliğini yürürlüğe sokmaktan başka bir seçeneği kalmamıştı. 22 Eylül 1985 günü G-5 güçleri, ABD'nin baskısıyla, harap haldeki ABD imalat sektörünü kurtarmak üzere doların döviz kurunu düşürmek için ortak hareket etmek konusunda birleşerek Plaza Anlaşması'nı imzaladılar. Ertesi gün Reagan diğer ülkelerin 'adil olmayan' ticari uygulamalarına saldırdı ve ABD'nin ticaret politikasında yapılacak, belli belirsiz gizlenen korumacı eğilimler taşıyan temel değişiklikleri açıkladı. Bu, Plaza Anlaşması'nı kendi başına tamamlıyordu ve 1970'lerdeki Nixon, Ford ve Carter yönetimlerinin saldırgan politikalarını başlatıyordu. Söz konusu yönetimler, doların radikal biçimde devalüasyonunu amaçlamakla kalmamış, aynı zamanda 1973 yılında yaptıkları Uluslararası Çok Taraflı Elyaf Anlaşması (Multi-Fiber Agreement) ve 1974 yılında kabul edilen Ticaret Kanunu'nun 301. maddesiyle güçlü bir korumacılık ve 'piyasaların açılması' yönünde irade geliştirmişlerdi.[8]

---

7 C.R. Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Washington, DC, Institute for International Economics, 1994, s. 276-84.

8 Bu ve sonraki paragraf için bkz. R. Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism. The World Economy in the 21st Century*, Princeton, Princeton University Pres, 2000, s. 81-2, 232-6.

Zaten Reagan yönetimi daha 1980'de Japon otomobil ithalatının ABD pazarında yaygınlaşmasını yavaşlatmak üzere Japon otomobil üreticilerine 'gönüllü ihracat kısıtlamaları' [*voluntary export restraints* (VER's)] uygulamaya başlamıştı. Sonraki on yılda Reagan, Bush ve Clinton yönetimleri ABD pazarını ABD'li üreticilerin önde gelen rakiplerine, özellikle Japonya ve daha ziyade Doğu Asya'daki rakiplerine kapatma tehdidini, ABD'ye olan ithalatlarını sınırlama ve onların pazarlarını ABD ürünlerine ve doğrudan yatırımlarına açmaları için defalarca koz olarak kullanacaklardı. Bu çabanın kilometre taşlarını, 1986 ve 1991 yıllarında imzalanan Japonya'nın ABD'nin bilgisayar çipi ihracatının Japon pazarında belli hedefler çerçevesinde artırılmasını resmen kabul ettiği Yarı-İletken Anlaşmaları (Semi-Conductor Agreements), 1974 tarihli Ticaret Yasasının kapsamını, daha çok sayıda adil olmayan ticaret sürdürenleri dahil edecek şekilde genişletmeyi ve onlardan yapılan ithalatı kısmayı amaçlayan 1988 tarihli Ticaret ve Rekabet Yasası (Omnibus Trade and Competition Act) ('Süper 301'), Japon piyasasının daha da açılmasını amaçlayan 1989 tarihli Yapısal Engeller Yasası (Structural Impediments Act) ile Kore ve Tayvan ekonomilerini dışa açılmaya zorlayan, gittikçe daha düşmanca bir hal alan saldırgan düzenlemeler oluşturmaktadır.

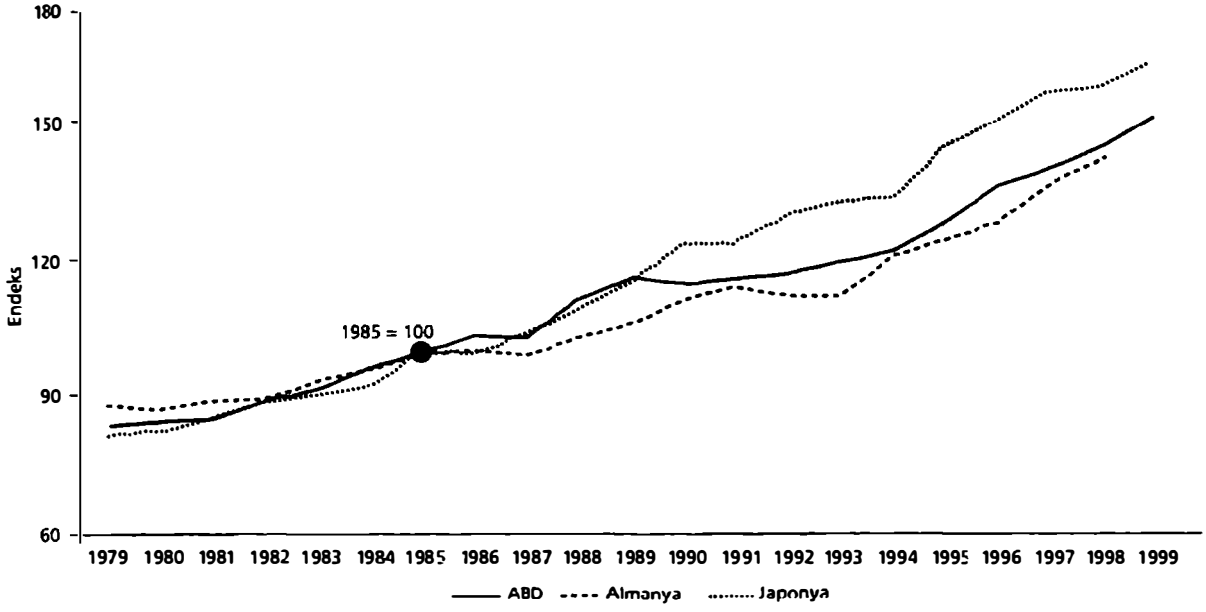
Plaza Anlaşması ve peşi sıra gelen düzenlemeler ABD imalat sanayinin kaderinin değişmesinde dönüm noktası, dünya ekonomisinin geneli için de temel bir engel oldu. Sonraki on yılda, doların yen ve mark karşısında neredeyse sürekli olarak devalüe olması beraberinde, reel ücret artışının aynı dönem boyunca dondurulmasını getirdi. Bu da eşzamanlı olarak, ABD imalat sanayinin ihracat artışının hız kazanması yanında rekabet gücüne yeniden kavuşmasına, Alman ve Japon sanayilerinde sürekli bir krize ve Doğu Asya'nın tamamında ihracata-dayalı imalat sanayi üretiminin patlamasına yol açtı. Doğu Asya ülkelerinin çoğunlukla ulusal paralarını dolara bağlamış olmaları, 1985 ile 1995 arasında dolar değer kaybederken, onlara Japon rakipleri karşısında önemli bir rekabet avantajı sağladı.

Rekabet gücü veya buna eşlik eden imalat sektörü kâr haddi artış eğilimlerindeki bu tarihi kaymanın küçük bir bölümünün ulusal ekonomiler arasındaki verimlilik artışı farklarına veya ABD imalat sektörü verimlilik artışının (1994'ten önceki) hız kazanmasına mal edilebileceğini vurgulamak gerekir. Neredeyse tamamı ücret artışı ile döviz kuru arasındaki farka dayanıyordu. 1986 ile 1993 arasında ABD imalat sanayi ortalama yıllık verimlilik artışı ancak %2,5 oldu (gerçi hemen akabinde ortaya çıkan yatırım artışının yükselmesinin yarattığı dürtü ile hız kazandı). Bu oran G-7'nin Kanada ve Almanya hariç diğer ülkelerinden daha düşük –bazıları karşısında dikkat çekici ölçüde düşük– bir orandı.[9] Öte yandan aynı dönemde ABD imalat sektörü reel saat ücretlerinin yıllık ortalama artışı, yılda ortalama %0,15 ile G-7 ekonomileri içinde en düşük düzeyde kalırken, bu oran Japonya'da %2,9, Almanya'da %2,85 olmuştur. Sonuç olarak, imalat sektörü reel ücretleri 1985 ile 1995 arasındaki on yılın tamamında Almanya ve Japonya'da %35 artarken, ABD'de %1'in ancak biraz üstüne çıkabildi (bkz. Şekil 2.4 ve 2.5).

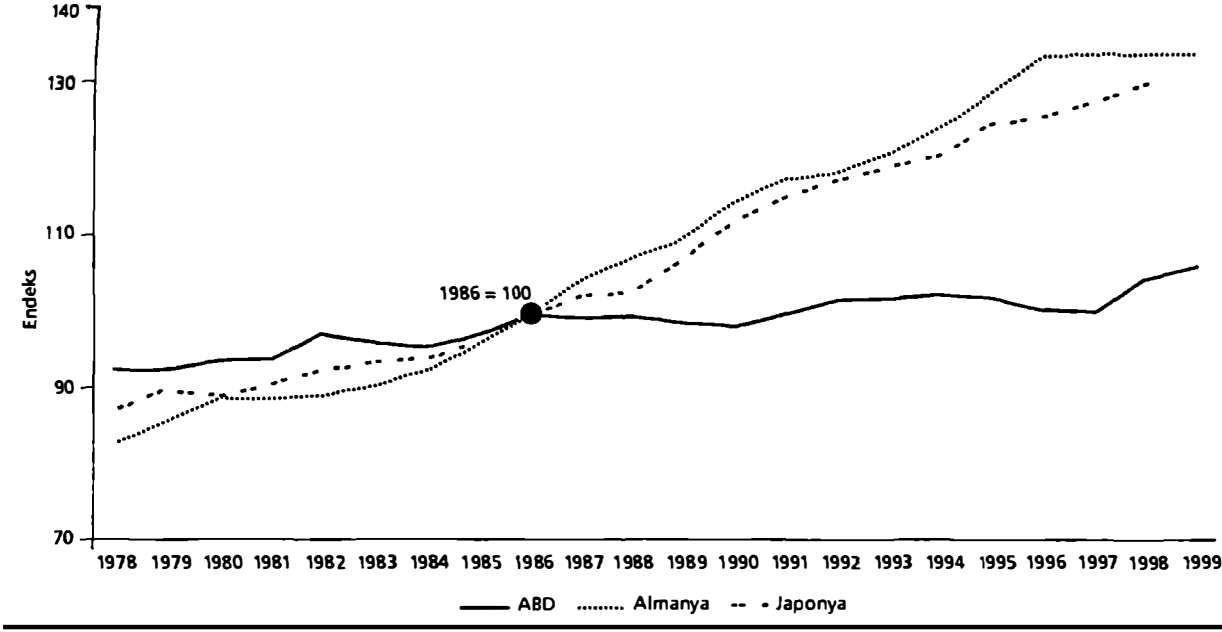
Göreceli olarak çok yavaş artan reel ücretlerin yanı sıra düşen döviz kuru, ABD imalat sanayinin rekabet gücü ve kârlılığını yeniden kazanmasının eksenini oluşturur. 1985 ile 1990 arasında ve sonra tekrar 1990 ile 1995 arasında, yen ve mark kurları dolar karşısında sırasıyla %10,5 ve %12,7 gibi olağanüstü, ikinci beş yılda da yine sırasıyla %9,1 ve %2,5 yıllık ortalamalar ile değer yitirmiştir (bkz. Şekil 2.6). Bu durumda 1985 ile 1995 arasında dolarla ifade edilen nominal ücretler ABD'de yıllık ortalama %4,65 artarken, Japonya ve Almanya'da ise sırasıyla yıllık ortalama %15,1 ve %13,7 ile büyük ivme kazanmıştı. Aynı on yıllık dönemde, ulusal paralar cinsinden ifade edilen imalat sanayi birim emek maliyetlerinin yıllık ortalama artışları, ABD'de %0,8, Japonya'da %0,7 ve Almanya'da %3,0 olmuştur. Ancak dolar cinsinden ifade edildiklerin-

9 1986 ile 1993 arasında imalat sektörü yıllık ortalama verimlilik artışı şöyleydi: İngiltere %4,8; Japonya %4,5; Fransa %3,3; İtalya %3,0, ABD %2,5; Kanada %2,2; Almanya %1,7.

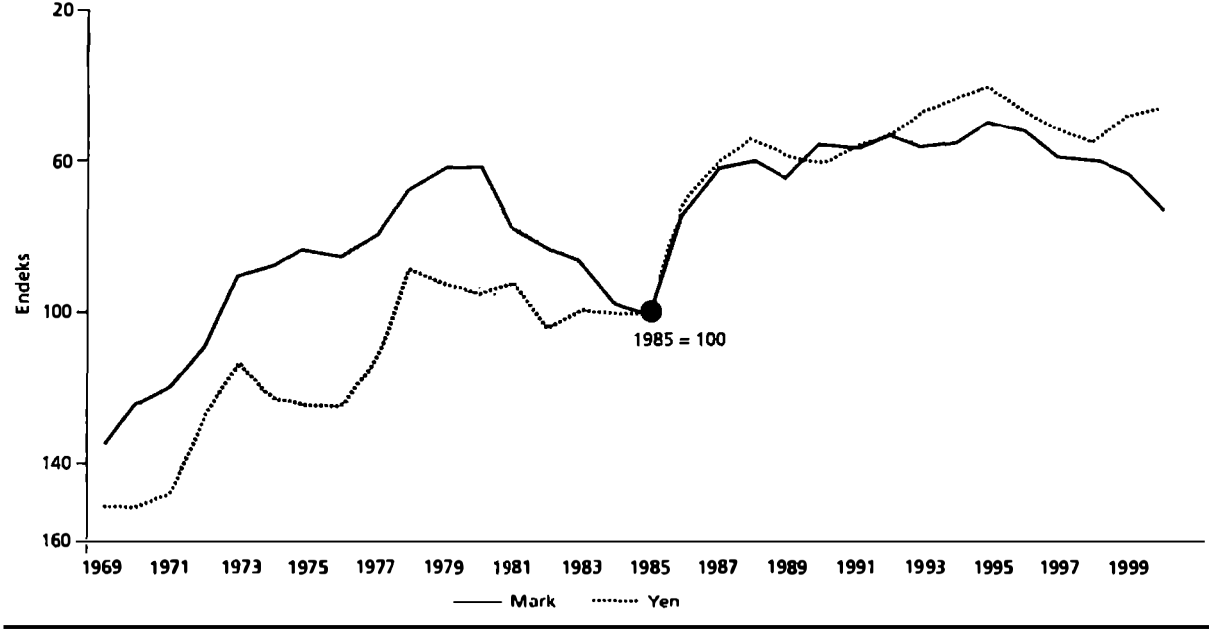
ŞEKİL 2.4
İmalat Sanayi İşgücü Verimlilik Artışı: ABD, Almanya ve Japonya, 1979-99



ŞEKİL 2.5
İmalat Sanayinde Reel Saat Ücret Artışı: ABD, Almanya ve Japonya, 1978-99



ŞEKİL 2.6
Mark ve Yenin Dolar Kuru, 1969-2000



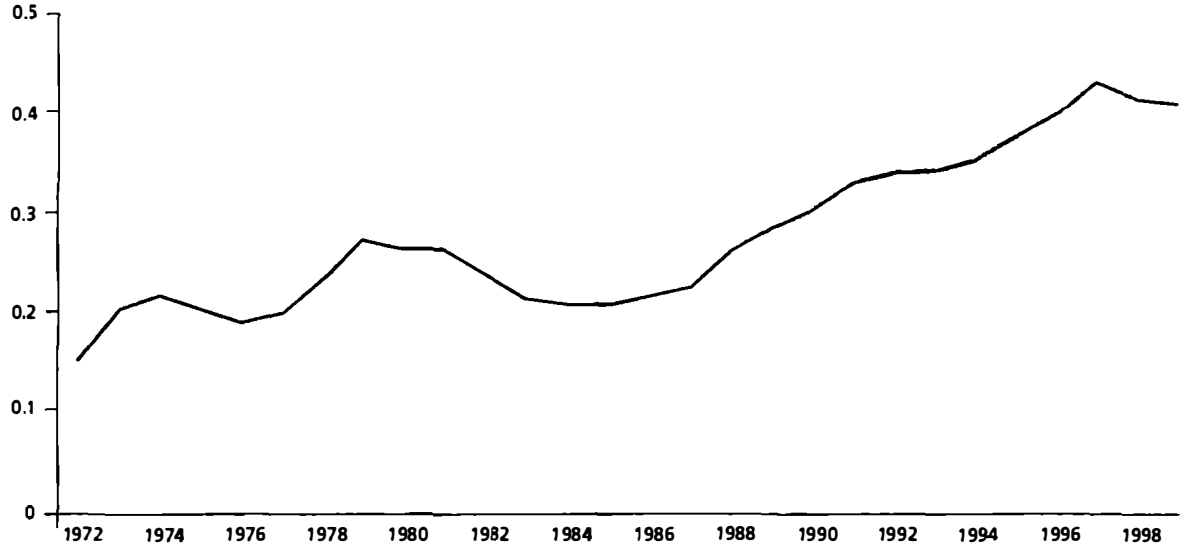
de bu oranlar ABD için %0,8'i korurken, Japonya için %11,7'ye ve Almanya için %11,3'e tırmanmaktadır. 1995 yılında imalat sanayi üretim işçilerinin dolarla ifade edilen saat ücretleri ABD'de 17,19 dolar, Japonya'da 23,82 dolar, Almanya'da 31,58 dolar idi.[10]

Sanayi içi tasfiyeler, ücretlerin baskı altında tutulması ve doların devalüasyonu hep birlikte ABD imalat sanayinde o zamana dek yürütülen ticari yaklaşımlar yerine, giderek daha çok ihracata yönelme şeklinde temel bir kaymaya yol açtı. Söz konusu kayma, 1971 ile 1978 arasında reel mal ihracatının yıllık ortalama %8,7 artışla sıçramasına yol açan doların sert şekilde devalüe edilmesiyle başlamıştı. Ancak bu süreç, para biriminin 1979 ile 1986 arasında hızla değerlenmesi sonucu, reel mal ihracat artışı -%0,7 ile dibe vurunca sert bir kesintiye uğramıştı. 1986 ile 1997 arasındaki yıllarda çarpıcı bir geriye dönüş yaşandı: Reel mal ihracatı 1950 ile 1971 arasındaki artışın üç katına ulaşarak, yıllık ortalama %9,3 oranında büyüdü ve imalat sektörü ihracatının yarattığı katma değerin imalat sektörü toplam katma değerine oranı ikiye katlanarak %21'den %42'ye çıktı. Küçük küçük adımlarla iyileşen rekabet gücü ve ihracat artışı imalat sektörünün, dolayısıyla ekonominin tamamının ilerlemesine yol açtı (bkz. Şekil 2.7; ayrıca aşağıda s. 117, Şekil 3.2).

Uluslararası düzeyde rekabet gücünün yeniden kazanılması imalat sanayinin vergi-öncesi kârlılığının da yeniden kazanılmasını sağladı. 1982 ile 1986 ve 1986 ile 1995 arasında, imalat sanayi birim emek maliyetleri aynı yıllık ortalama oranla, %0,82 arttı. Fakat 1986 ile 1995 arasında doların değeri düştüğü için, ihraç ürünlerinin fiyatları yıllık ortalama %2,3 arttı. 1982 ile 1986 arasında ise dolar değer kazandığı için bu artış %0,6 olmuştu. Böylece kâr marjları üzerindeki uluslararası fiyatlardan kaynaklanan baskılar kalkınca, kârlılık daha rahat arttı ve 1986 ile 1989 arasında imalat sanayi kâr haddi gerçekten hızlanarak, %49 büyüdü.

10 "İmalat Sanayi Üretim İşçilerine Yapılan Saat Başı Toplam Ödemelerin Uluslararası Karşılaştırması, 1999", ABD Bureau of Labor Statistics, News, 7 Eylül 2000, s. 14, Tablo 2 (BLS web-sitesi).

ŞEKİL 2.7
ABD İmalat Sanayi İhracatının ABD İmalat Sanayi Katma Değerine Oranı, 1972-99



Ancak imalat sanayinin, kârlılığının yeniden kazanılmasına yönelik yeni ve kararlı bir uzun vadeli eğilim yaratmış olmasına karşılık, imalat sanayi kâr haddinde 1980'lerin son yıllarında ortaya çıkan başlangıç artışının, ABD imalat sanayinin dinamizminde kayda değer herhangi bir iyileşme sağlayamadığını vurgulamak gerekir. İmalat sektörü, tamamıyla mali kaynakları mali manipülasyonlar –hepsinden önemlisi tüm borçlanma, yeni makine ve teçhizat yatırımı yerine, borç kaldıracıyla yapılan birleşmeler ve satın almalara ve hisse senetlerini geri almaya harcanıyordu– için kullanma eğiliminin tahakkümü altındaydı. Gerçekten de, hisse senedi borsasının 1987'deki çöküşüne bir tepki olarak ABD'nin ve gelişmiş kapitalist dünyanın hükümetlerince, uluslararası likiditenin muazzam ölçüde genişletilmesi, spekülasyon atlamasına yeniden hayat verdi. 1984 ile 1989 arasında, mali sektör-dışı şirketlerin şirket birleşmeleri ve satın almaları için yaptıkları yıllık ortalama harcama tutarı 184 milyar dolara ulaşmıştı; aynı dönemde konut-hariç sabit yatırımların yıllık ortalama tutarı 84 milyar dolar oldu.[11] Seksenlerin sonu geldiğinde imalat sanayi şirketleri, daha önce olmadıkları kadar büyük bir borç sıkıntısına düşmüşler, bunun karşılığında ise reel üretken kapasitelerinde çok küçük artışlar olmuştu.

İmalat sanayi kârlılığının yükselişi 1990-91 yıllarındaki daralma ile sekteye uğradı. İmalat sektörü sanayicilerinin kârlılıklarını daha da düşürme pahasına borçlanma ve spekülasyon furyasıyla kırılgan hale gelen imalat sektörünün bazı alanları son darbeyi bu dönemde yedi. Üstelik daralmanın bittiği 1991'de resmen ilan edildiği halde 1991, 1992 ve 1993 yıllarında batan şirket oranı, savaş-sonrası dönemin rekor oranı olan 1980'lerin ilk yarısındaki düzeyi yakalamış ve geçmişti (bkz. s. 69, Şekil 2.1). Bu noktada Merkezî Fonlara uygulanan faizleri 1989'dan 1993'e %9,2'den %3,0'e –reel olarak %5,3'ten

11 R. Pollin, "Borrowing More but Investing Less: Economic Stagnation and the Rise of Corporate Takeovers in the US", yayınlanmamış notlar, Aralık 1994, s. 4. Bu metne gönderme yapmama izin verdiği için Bob Pollin'e teşekkür etmek isterim.

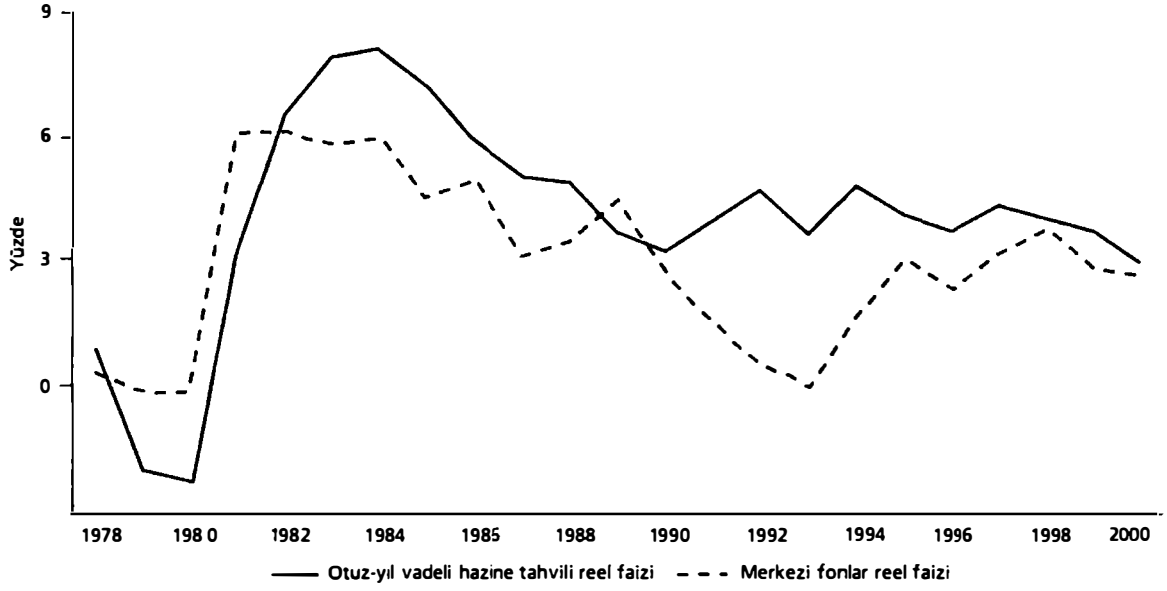
%0,3'e– indiren Merkez Bankası'nın şirket kurtarma hamlesi olmasaydı, o zamana dek görülmemiş ölçüde yüksek yükümlülükler altında ezilen, mali açıdan kırılgan sanayi şirketleri ve kendileri de geriye dönmemiş çok büyük miktarda krediyle sorun yaşayan mali kuruluşlar daha fazla kredi veremedikleri, vermek de istemedikleri için çok daha tahripkâr bir krizle karşı karşıya kalabilirlerdi. 1993'e gelindiğinde, otuz yıl vadeli ABD Hazine bonolarının faiz oranının 1984'teki tepe noktası olan %8,1'den 1988'de %4,9'a ve 1993'te %3,6'ya düşmesine paralel olarak azalan uzun vadeli borçlanma reel maliyetlerinden imalat sanayicilerinin de –doğrudan doğruya veya ekonominin bütünü üstündeki etkileri yoluyla– yararlanmış olduklarını eklemek gerekir (bkz. Şekil 2.8).[12]

Bu şekilde mali krizden kurtarılan, çok daha düşük maliyetle uzun-vadeli borçlanma olanağından yararlanan imalat sektörü 1993'ten sonra yükselen bir eğri çizmeye başlayabildi. 1995 olduğunda vergi-öncesi kâr haddinin 1986'daki düzeyini %65 oranında geçtiğine ve çeyrek yüzyıldır ilk defa 1973'teki düzeyini geride bıraktığına tanık olundu. İmalat sektörü kâr haddi hâlâ 1965'teki refah dönemi doruk noktasının %33 altındaydı. Ancak 1960'ların uzun iş döngüsünün (1960-69) ve hatta savaş-sonrası genişleme döneminin tamamındaki (1949-69) ortalamanın sadece %20 altındaydı.

Toplam istihdam ve GSYİH içindeki payının giderek küçülmesine işaret ederek imalat sektörünün önemini hafife almak standart bir tutum olmuştu. Ancak 1990'larda ABD'de mali sektör-dışı şirketlerin yarattığı toplam kârların hâlâ %46,8'i imalat sektörü şirketlerince yaratılmıştı ve 1999'da bu oran %46,2'iydi. İmalat sanayinin vergi-öncesi kârlılığının tırmanması özel sektörün tamamının vergi-öncesi kârlılığında gözlenen paralel iyileşmenin asıl kaynağıydı. Özel sektörün tamamında vergi-öncesi kâr haddi 1986 ile 1995 arasında ileriye doğru %16,5'luk bir hamle yaparak çeyrek yüzyılda ilk kez

12 B.S. Bernanke ve C.S. Lown, "The Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991, no. 2 (bkz. özellikle, "Comments and Discussion", B.M. Friedman); D. Henwood, *Wall Street*, London, Verso, 1997, s. 158-61.

ŞEKİL 2.8
ABD'de Uzun ve Kısa-vadeli Reel Faiz Oranları, 1978-2000
(nominal faizler tüketici fiyat endeksiyle dönüştürülmüştür)

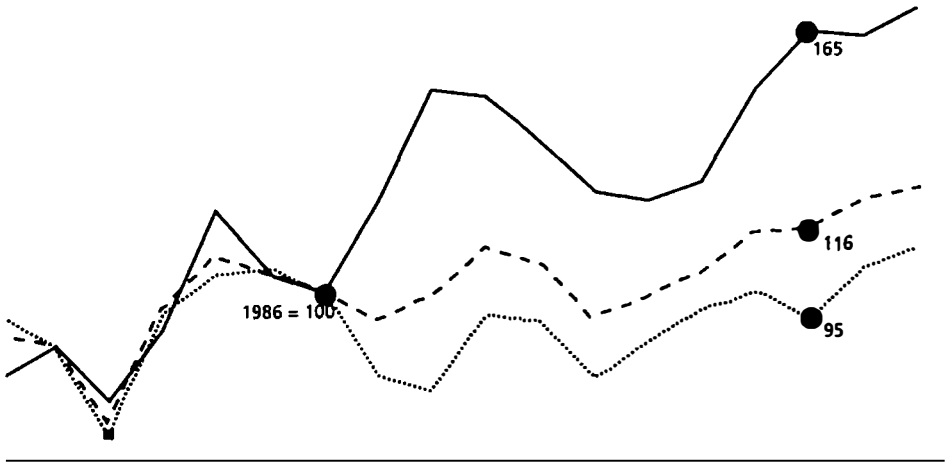


1973'teki düzeyini aşmış, dolayısıyla 1960'ların sonundaki düzeyine yaklaşmış oldu. İmalat sektörü hariç özel sektör tarımdışı, mali-sektör dışı vergi-öncesi kâr haddi on yıl boyunca yükselmeyi başaramadığı –önce bir parça düşmüş sonra da tam toparlayamayıp 1995 yılında ancak 1986'daki seviyesini yakalamıştı– için bu kazanımın tamamı imalat sektörünün kâr haddindeki artışla açıklanır (bkz. Şekil 2.9).

Kârlılığın yeniden kazanılması, 1980'lerin başlarında Cumhuriyetçilerle Demokratların şirketlere sağlanacak kolaylıkların boyutları konusunda birbirleriyle yarıştıkları dönemde uygulamaya konan büyük vergi indirimleri ile daha da kuvvetlenmişti. Aslında şirketler üzerindeki vergi yükü 1960'ların başlarıyla ortalarından beri düşüyordu. 1960 ile 1965 arasında imalat sanayi şirketleri vergi-öncesi kârlarının %52'sini vergi olarak ödemişlerdi. Fakat 1992'de bunun ancak %23'ünü vergi olarak ödediler. 1995 olduğunda, imalat sektörü şirketlerinin vergi-sonrası kâr haddi 1965'teki doruk noktasının %24 altına kadar çıkabildi ve 1960'lar genişleme döneminin (1960-69) ortalamasına ancak *eşit* olabildi. Gerçi vergi-öncesi kâr haddi hâlâ 1965'teki doruk noktasının %35, 1960'lar ortalamasının da %25 altındaydı. Mali sektör-dışı şirketlerin tamamı için vergi-sonrası kâr haddi 1965 doruk noktasının %23, 1960'lardaki ortalama düzeyinin de %9 altına kadar çıktı, vergi-öncesi kâr haddi ise 1965 doruk noktasının %34, 1960'lar ortalamasının da %24,5 altında kaldı (bkz. Şekil 2.10 ve 2.11).

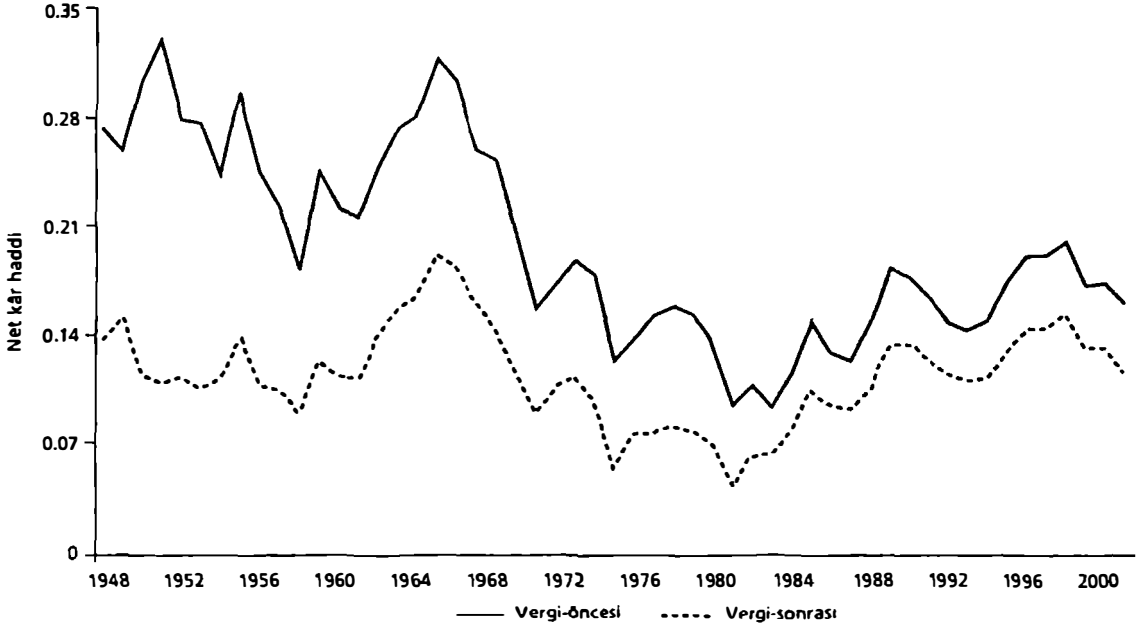
En sonuncu ama eşit derecede önemli olan nokta, 1990'ların ilk yarısında Merkez Bankası'nın düşük faiz politikası ile beslendikleri dönemde mali sektör-dışı şirketlerin hırpalanmış bilançolarını eski sağlıklarına kavuşturmak üzere epey yol kat etmeleri, bunu yaparken ağır faiz ödemelerinin yarattığı kan kaybını durdurmalarıdır. 1980 ile 1990 arasında müthiş bir hızla %10,6 artan borçlarını 1990 ile 1993 arasında sıkıca dizginlediler; bu yıllardaki borç artışları %1 bile olmadı. Öte yandan 1980'ler boyunca her yıl net iştirak alıcısı iken 1990 ile 1993 arasında birden bire net satıcı oldular. Şirketlerine ait hisse senetlerini satın almak için para harcayacaklarına, onları

ŞEKİL 2.9
ABD Net Kâr Haddi Endeksleri: İmalat Sanayi, Tarım-dışı Mali Sektör-dışı ve Tarım-dışı İmalat-dışı Mali Sektör-dışı, 1978-97



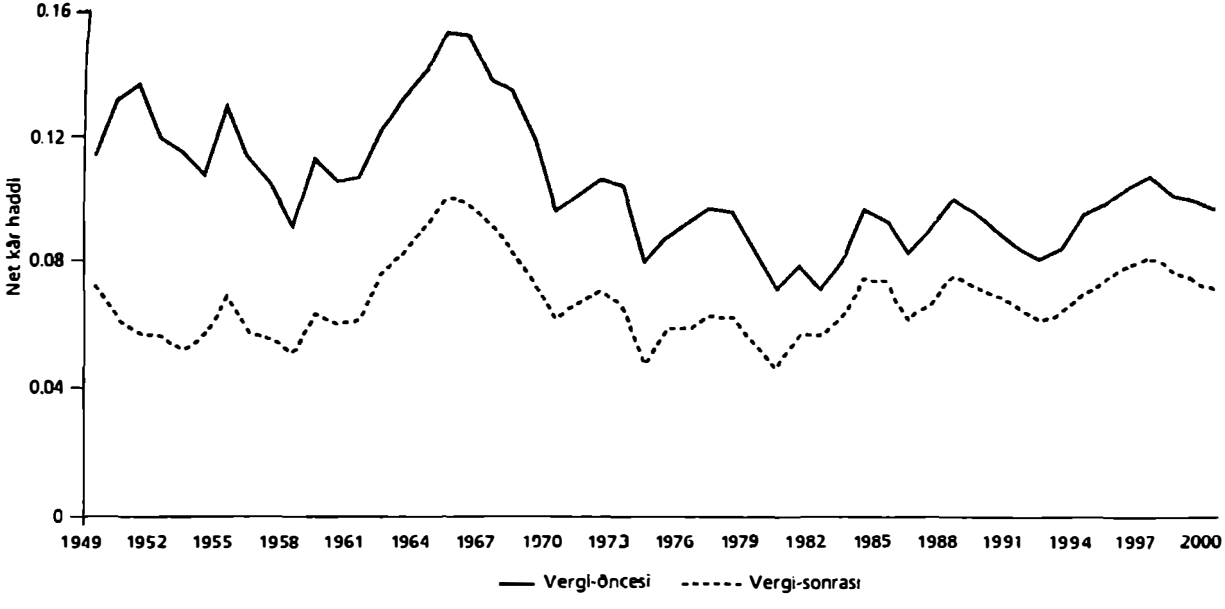
ŞEKİL 2.10

ABD İmalat Sanayi Şirketleri, Vergi-öncesi ve Vergi-sonrası Net Kâr Hadleri, 1948-2000



ŞEKİL 2.11

ABD Mali Sektör-dışı Şirketlerde Vergi-öncesi ve Vergi-sonrası Net Kâr Hadleri, 1949-2000



satarak kaynak yaratıyorlardı. Arz ettikleri hisse senetlerinin değerleri şirket birleşmeleri ve satın almaları ya da kendi hisse senetlerini geri almaları işlemleriyle oluşan hisse değerlerinin üstüne çıkıyordu. Böylece mali sektör-dışı şirketler, 1979 ile 1991 arasında ortalama %31,8 olan net faiz ödemelerinin kârlarına oranı 1991'de %37'ye çıkmasına rağmen, bu oranı 1995 yılında %20'ye indirmeyi başardılar. Doksanlı yılların sonuna kadar da bu oran ortalama olarak %20'nin altında kaldı.[13]

Kârlılığın geri kazanılmasından ekonomik canlanmaya

1990-91 yıllarındaki durgunluktan yavaşça çıkışın sonucu olarak imalat sektöründe yeniden kazanılan kârlılık, sonunda ekonomiyi hareketlendirmeye başladı. Bunun uyarıcı etkileri, sektörün 1980'lerin ikinci yarısında, bütün düşüşüne rağmen hâlâ yüksek olan reel faiz oranları, devasa borç baskısı, şirket birleşmeleri ve satın almalarının yarattığı spekülasyon tuzağı gibi nedenlerle kayda değer bir yatırım artışı büyümesi gerçekleştirememiş olmasıydı. Asıl avantajları hızla yükselen potansiyel kârlılıkları –reel ücret artışının sıfıra yakın noktaya düşürülmüş olmasının, doların görkemli düşüşünün yanı sıra 1989 ile 1993 arasındaki Merkez Bankası'nca desteklenen faiz oranı indirimleri ve bunun sonucu olarak faiz ödemelerinin kârlar içindeki ağırlığının azalmış olmasının bir ifadesi– olan imalat sanayicileri ekonomiyi ileri götürmek bakımından 1960'ların başından beri hiç olmadıkları kadar iyi bir konumdaydılar. Buna rağmen ekonomik canlanma hükümetin makroekonomik kısıtlamaları ve hatta şekillendirmelerinden oluşan –aynı zamanda devletin ihracatı sürekli olarak teşvik ettiği– yeni bir fonda ortaya çıkabildi.

Clinton yönetimi neredeyse iş başına geldiği andan itibaren Eisenhower dönemini hatırlatan biçimde, en azından ticari kârlılığın yeniden kazanıldığı iyice belirginleşinceye kadar,

13 *Flow of Funds*, Tablo D.1, Sektörlere Göre Borç Artışı; Tablo F.102, Tarım-dışı Malı sektör-dışı Şirketler (akımlar).

mali katılık ile parasal şahinliğin bir karışımı olan politikalara bağlı kaldı. 1970'lerin başından itibaren ABD ve dünya ekonomisini her daralmadan çekip kurtaran açık bütçe politikalarından kaçınmakla kalmayıp denk bütçe kampanyası başlattı. Aynı zamanda ekonominin ihracata bağımlılığını, doların özellikle yen karşısında değer kaybetmesini sürekli önererek, teşvik etmekten geri durmadı. Dolar/yen paritesi, 1992'nin sonundan 1995'in ilk çeyreğine kadar üçte birden daha fazla düştü.[14] Bu arada Merkez Bankası, işsizlik oranı 'doğal oranı'nın altına düşme ve fiyatların hızla artmasına yol açma sinyalini verdiği anda müdahale etmek üzere hazır bekliyordu. Devletin maliyetlerin kontrolü, talebin kısıtlanması, paranın denetim altına alınması yönündeki politikası, bir taraftan ekonomiyi açık bütçe uygulamalarına bel bağlamaktan vazgeçirip yatırım ve ihracat artışına dayandırmayı amaçlarken ücret artışını da açıkça baskılamaya odaklanmıştı. Gerçekten de 1992 ile 1997 arasında bütçe açığının GSYİH'ya oranı %4,7'den sıfıra indi. Aynı dönemde imalat sektöründe yıllık ortalama reel ücret artışı -%0,2'de tutuldu.

İmalat sanayinin hamlesi

1993'ün son çeyreğinden itibaren, imalat sanayi rekabet gücünün ve ihracatının –bu noktada tekrar hamle yapmaya başlamışlı– yeniden canlanmasının etkisiyle imalat sektörü sonunda güçlü bir büyüme sürecine girdi ve onunla birlikte ekonominin tamamı genişledi. Aniden GSYİH %4,5 büyüyordu ve "GSYİH'nın reel artışı için beklentiler... sürekli olarak yukarı çekiliyordu" Ekonomi kendi haline bırakılsaydı 1990'ların genişlemesi 1993-94'ten güç alabilirdi. Ne var ki, Merkez Bankası bu denli hızlı bir ekonomik dinamizmi karşılayamazdı, çünkü özellikle 'ekonomi henüz islim alıyordu ve tam istihdama

14 B. Eichengreen, *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press, 1996, s. 152; Henning, *Currencies and Politics*, s. 304-5; OECD, *Economic Survey. United States* 1995, Paris, 1995, s. 55, Şekil 25.

ulaşıldığı veya o noktaya yaklaşıldığı düşünülüyordu'; hâlbuki işsizlik oranı henüz %6'nın biraz altına düşmüştü! Merkez Bankası, Şubat 1994 ile Şubat 1995 arasında faiz oranlarını tamı tamına 3 puan artırarak 'parasal koşulları sıkılaştıran, hırçın bir yol' izlemeye koyuldu. Bu adım, döngüsel iyileşmenin hız kazanmasını tam bir yıl –1994'ün sonundan 1995'in sonuna kadar– geciktirdi.[15]

Her şeye rağmen 1995'in sonundan itibaren, Merkez Bankası'nın yeni yılla birlikte kredileri kolaylaştırmasıyla, ekonomi yeniden hız kazandı ve genişleme, başlarda duraklasa da, iki yıl boyunca hızlanarak arttı ve 1994'te bıraktığı yerden devam etti. İmalat sanayi ihracat artışı 1990'ların başlarında bir miktar düştükten sonra 1993 ile 1997 arasında %11,2'lik ortalama ile ve ihracat katma değerinin sektörün toplam katma değeri içindeki payını dönem içinde %20-25 artırarak, 1980'lerin sonundaki yüksek hızına kavuştu (bkz. yukarıda s. 84, Şekil 2.7 ve aşağıda s. 117 Şekil 3.2). Önceki beş yıl boyunca hiç büyümeyen (ortalama olarak), 1979 ile 1992 arasında da yıllık ortalama hızı sadece %1,9 olan imalat sanayi ihracat artışı hız kazandıkça, imalat sektörü üretim artışı da buna uyumlu şekilde 1993'ün son çeyreğinden 1997 sonuna kadar yıllık ortalama %5,7 (1999 sonuna kadar %5,1) büyüyerek bir sıçrama gerçekleştirdi. Büyümenin anahtarının, imalat sektörü yatırım artışındaki temel hızlanma olduğu açıktır. Yatırım artışı daha önceki on üç yıl boyunca yıllık ortalama %1,3 hızla artarken (1982 ile 1990 arasında yıllık ortalama %4,1), 1993 ile 1997 arasında yıllık ortalama %9,5'e (ve 1999 sonuna kadar %10,2'e) fırladı. Aynı dönemde imalat sanayi net sermaye stoku artışı yıllık ortalama %2,4 (1999 sonuna kadar %2,7) oldu; bu oran 1982 ile 1990 arasında ancak %1,3'tü.

Zamanlaması göz önüne alındığında, kâr haddinin kendisinin sebep olduğu artan yatırım artışı yoluyla yükselmesinin, paralel biçimde hızlanan verimlilik artışının arkasındaki temel

15 OECD, *Economic Survey. United States 1995*, s. 14, 48-9; "Industry Analytical Ratios and Basic Data for the Manufacturing Sector, 8 August 2000", yayınlanmamış dosya, ABD İşgücü İstatistikleri Bürosu tarafından sağlanmıştır.

güç olduğu açıkça görülmektedir. 1980'lerin başından itibaren imalat sektöründeki emek verimliliği, yatırım artışındaki sendelemelere rağmen, mütevazı ölçülerde ilerleme kaydediyordu. Tüm dönem boyunca özellikle de imalat sanayinin 1980'lerin ilk yarısındaki krizi esnasında, uzun vadede modası geçmiş üretim araçlarının atılması ve buna paralel olarak işgücünün geniş çaplı küçültülmesi, verimlilik artışının gelişmesini başlatan itici güç oldu. Japon-tarzı 'esnek üretim'in devreye sokulmasıyla, işgücünün mağaza katında toplanması ve üretim zincirinin taşeronlar yoluyla yeniden düzenlenmesi gibi, esas itibariyle emeğin asgari düzeyde bile korunmasız kaldığı sendika-dışı alanlara dağıtılması süreçleri de aynı yönde sonuç verdi. Bu yıllarda firmalar, imalat sanayi üretim tekniklerinde bilişim teknolojilerini uygulamaya soktular –bilgisayarla yapılan üretim ve tasarım işlerinde olduğu gibi–, ancak bunların etkisi düşük yatırım düzeyi nedeniyle sınırlı kaldı. Sermaye stokunun 1973 ile 1979 arasında %3,8 olan yıllık ortalama artış hızı, 1982 ile 1990 arasında %1,3 oranına düşerek yavaşlamasına rağmen imalat sanayi emek verimliliği, savaş-sonrasının uzun süren genişleme dönemindeki hızına yaklaşarak %3,1 oranında arttı.

İmalat sanayi verimlilik artışı 1993'ün son çeyreğinden sonra atağa geçen makine teçhizat harcamalarıyla hız kazanarak 1993 ile 1997 arasında yıllık ortalama %4,4'e (2000 sonuna kadar %5,1'e) ulaştı. Öte yandan verimlilik artışının yükselmesi işçilerin kişi başına daha fazla sermaye stoku ile teçhiz edildikleri anlamına gelmiyordu. Çünkü sermaye verimliliğinin (reel üretim/sermaye oranı) yıllık ortalama artışı 1982 ile 1990 arasındaki hızını (%2,6) yansıtmaktaydı. Emek verimliliği açık ara önde olmakla birlikte, toplam verimliliğin (emek ve makine teçhizat girdileri bir arada ele alındığında) sonraki dönemde önceki döneme kıyasla önemli ölçüde hızlı büyüdüğü apaçık ortada. Kâr haddinin yukarıya doğru tırmanmasının yarattığı yatırım artış hızının yükselmesinden kaynaklanan imalat sanayi verimlilik artışının yükselmesi, imalat sanayi kâr haddinin yeniden tırmanmasına ciddi ölçüde katkıda bulun-

muştur. 1986 ile 1993 arasında %1,8 olan imalat sanayi birim emek maliyetlerinin yıllık ortalama artışı etkileyici biçimde %2,2'ye yuvarlandı. Bu durum, söz konusu yıllar itibariyle imalat sanayi kâr haddinin %33 artmasının yolunu açtı (gerçi bunun tamamı, doların değerinin bir kez daha sert biçimde yükseldiği 1995 yılına kadar sağlandı).

Ekonominin imalat sektörü dışındaki kesimlerinde canlanma

İmalat sanayinin sergilediği artan canlılık imalat-dışı sektörde talep dürtülerini ateşledi. Bunlar, hizmet sektörü –toptan ve perakende ticaret, finansman, sigortacılık, gayrimenkul ve çok sayıda heterojen 'hizmet endüstrileri'ni kapsamaktadır– artı imalat-dışı sanayi sektöründen –inşaat, madencilik, taşımacılık ve kamu altyapı hizmetlerini kapsamaktadır– oluşur. İmalat-dışı sektör, 1965'ten sonra imalat sektörünü kuşatan zorluklardan uzak kalmayı başardığı savaş-sonrası dönemin en zor yıllarını yaşadığı 1980'lerin başından itibaren itici gücünü büyük oranda kaybetmişti.

İmalat-dışı sektörün en başarılı olduğu alan, 1960'ların sonunda ve 1970'lerde imalat sektörünü sarsan kârlılık düşüşünden uzak kalabilmekti. Aslında 1970'lerde ekonominin imalat sektörü dışındaki kesimleri, imalat sanayicilerinin yatırım yapma ve kârlılık sorunlarının üstesinden gelme çabalarından önemli ölçüde yararlandılar. İmalat-dışı sektörün kâr haddi 1969 ile 1979 arasındaki iş döngülerinde 1959 ile 1969 arasındaki döngülerdeki oranının sadece ortalama %10 altına inmişti –oysa imalat sektörü kâr haddi ortalama %39 düşüktü– ve imalat-dışı sektörün sermaye stoku artışında hissedilebilir herhangi bir düşüş olmamıştı. Öte yandan imalat sektörünün 1980'lerin başındaki krizi ve imalat sektörü yatırım ve üretim artışının 80'lerin ikinci yarısındaki mütereddit geri dönüşüyle –bunun sonucu olarak imalat sektöründen kaynaklanan talebin silinmesiyle– imalat-dışı sektörün ciddi bir yenilgiyle karşı karşıya kaldığı anlaşılmaktadır (bkz. yukarıda s. 36, Tablo 1.2).

1980'lerin ilk yıllarından itibaren askerî harcamaların infilak edercesine artmasıyla ortaya çıkan talep artışı ve bunların yanı sıra yürürlüğe giren vergi indirimleri imalat-dışı sektörü gerçekten de ileriye götürdü. Üstelik imalat sanayinin dışındaki firmalar önemli ölçüde 'sendikasız' ortamdan kaynaklanan reel ücretlerdeki durgunluğu –işgücünün çoğu için mutlak olarak azalan reel ücretleri– sömürebildiler. 1979 ile 1989 arasında işgücünün en alt %70'lik dilimdeki işçilerin reel ücretleri düşmüş, en alt %40'lık dilimdekilerin ise reel ücret düşüşü ortalama %9 olmuştu.[16]

Sabit giden veya düşen ücretler, işverenleri sermayeyi her fırsatta emekle ikame etmeye yöneltti. İmalat-dışı sektörde sermaye/emek oranları 1970'lerin sonundan itibaren uzun zamana yayılarak yavaş yükseldi, istihdam hızlı bir şekilde artsa da imalat-dışı sektörün emek verimlilik artışı tarihsel olarak görülmedik biçimde durgunlaştı ve 1979 ile 1990 arasındaki yıllık ortalaması ancak %0,5 oldu. İşte 1980'lerin 'büyük Amerikanın iş üreten makinesi' kelimenin tam anlamıyla buydu: İstihdamdaki hızlı artış, işçi başına tahsis edilmesi gereken makine teçhizatta herhangi bir artış olmadan gerçekleşiyordu. İmalat-dışı sektörün muazzam genişlemesi, aslında ABD ekonomisinde imalat sanayinin yaşadığı krize eşlik eden geniş çaplı bir ekonomik çöküş belirtisiydi. Bu sürece bütün olumsuz çağrışımlarıyla birlikte 'sanayisizleşme' denebilir.

1986 ile 1993 arasında imalat-dışı sektör, ekonomik çöküntünün ve imalat sektörünün geciken genişlemesinin yanı sıra ithal girdilerin pahallılaşmasına yol açan doların değer kaybından darbe almış, kâr haddinin savaş-sonrası dönemin en düşük düzeyine –1960'lardaki düzeyinin ortalama yaklaşık %20, 1970'lerdeki düzeyinin de %10 altına– inmesine tanıklık etmişti. Eşzamanlı olarak, imalat-dışı sektörün yıllık ortalama sermaye stok artışı önceki yirmi yıla kıyasla %40 azaldı. Bununla birlikte, 1993'ün sonundan itibaren ürünlerine olan taleple kârlılığı artan imalat-dışı sektör, üretim artışının imalat

16 L. Mishel, J. Bernstein ve J. Schmitt, *The State of Working America 1998-99*, Ithaca, New York, Cornell University Pres, 1999, s. 131, Tablo 3.6.

sektörününkiyle birlikte yükselme eğilimi gösterdiğini –toptan ticaret, perakende ticaret ve inşaat gibi alt sektörler aniden yıllık %6-7 hızlandı– gözlemledi. İmalat-dışı sektörün üretim artış oranı 1990'ların sonuna kadar her yıl (1995 istisna olmak kaydıyla) artmaya devam etmiştir.

Bu arada, imalat-dışı sektörün kâr haddi 1990-91 daralmasındaki en dip noktadan yukarıya doğru istikrarlı biçimde ilerledi ve 1986'daki düzeyine ancak 1995'te ulaşabildi. İmalat-dışı sektörün yatırım artışı kârlılığın artmasına paralel biçimde yükselerek 1991 ile 1997 arasında yıllık ortalama %11,2'ye (1999 sonu itibariyle %11,7) ulaştı ki bu oran 1982 ile 1990 arasında %4,3 idi.

İmalat sanayi dışındaki kesimlerde verimlilik artışının ortaya çıkması için 1996'yı beklemek gerekti. İmalat-dışı sektörde verimlilik artışı, somut verimlilik artışının 1990'lardaki hızlanmadan çok önce başladığı imalat sanayinden farklı olarak, 1977 ile 1995 arasındaki yaklaşık yirmi yıl boyunca, yıllık ortalama %0,6 ile ilerleyen dikkate değmez bir eğri izledi. Ancak 1995'ten sonra, imalat-dışı sektörün verimlilik artışı, 1992'den itibaren artmaya başlayan kârlılıkla birlikte hızla genişleyen yatırımlara gecikmiş bir reaksiyon olarak nihayet hızla ilerlemeye başladı ve takip eden beş yıl boyunca yıllık ortalama %2,4 ile büyüdü. Bu oran 1950 ile 1973 arasındaki savaş-sonrası genişleme döneminde %2,7 idi.[17] Aşağıda, bu kesintinin tekrar ele alınması ve olası yorumların araştırılması gerekiyor. İmalat-dışı sektörün verimlilik artışının yükselmesi, kuşkusuz imalat-dışı sektörün kârlılığının artışını hızlandırdı: 1995 yılında 1985'teki seviyesine ulaştıktan sonra, iki yıl içinde %17,5 daha yükseldi. Sonuçta, 1997 olduğunda tarım-dışı ekonominin tamamı için kâr (vergi-öncesi) haddi 1965'teki

17 Ekonomik İnceleme Bürosu'ndan Brian Moyer'a, tarım-dışı, brüt imalat-dışı katma değer serilerini sağladığı için teşekkür ederim. Verimlilik değerlerini, bu verilerle İşgücü İstatistikleri Bürosu'nun sağladığı saat bilgilerini kullanarak hesapladım. Çok yeni yayınlanan GSYİH'nın 1998,1999 ve 2000 yıllarına ait düzeltilmiş büyüme rakamları her yıl için yaklaşık %0,5 puan indirildiğine göre benim hesaplamalarım da birkaç binde bir puan yüksek kaldı. Düzeltilmiş ve ayrıştırılmış rakamlar hâlâ yayınlanmadı.

doruk seviyesinin %22, 1960'lardaki genişleme dönemi (1960-69 iş döngüsü) ortalamasının %9 altına kadar yükseldi (bkz. yukarıda s. 55, Şekil 1.3).[18]

Ekonomik canlanmadan finansmanın yükselişine[19]

Reel ekonominin hızlı büyümeye geri dönmüş olması mali sektörün yükselişine yol açtı. Ancak reel ekonominin düzelmesine giden zorlu yol gibi, mali sektörün yükselişi de arka arkaya bir dizi ciddi krizin aşılmasının ardından geldi.

1980'lerin başında imalat sektörünün derin bir krize girmesiyle sermaye temel bir yön değişikliği yaparak mali işlemlere kaydı. Söz konusu kayma, 1970'lerde imalat sektörünü canlandırmak amacıyla uygulanan doların değerini ve reel faiz oranlarını düşürme yönündeki enflasyonist makroekonomik politikalar nedeniyle ertelenmiş, ancak doğal olarak borç verenler açısından sorun teşkil etmiştir. Bu durum, Carter yönetiminin son zamanlarında ve Reagan yönetiminde mali kuruluşları dar ihtisas alanlarında ve sınırlı coğrafyalarda sıkışıp kalmaktan kurtarmak amacıyla mali serbestî (*deregulation*) yönünde yapılan düzenlemelerle rahatladı. 1975 ile 1990 arasında özel sektör toplam makine teçhizat yatırımının içinden FSG'e (finansman, sigortacılık ve gayrimenkul) giden pay ikiye katlanarak, %12-13'ten %25-26'ya çıktı; 1982 ile 1990 arasında tüm özel sektör makine teçhizat yatırımının dörtte biri FSG'de gerçekleşti (bkz. Şekil 2.12).

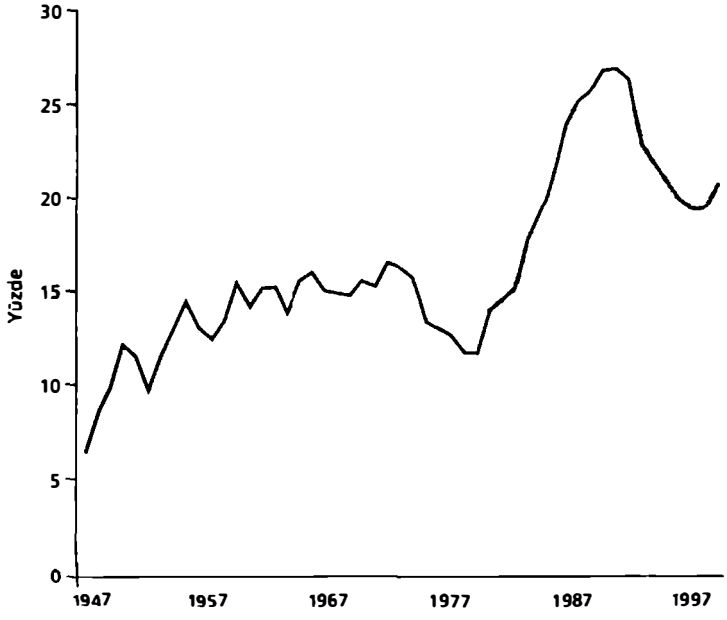
Ancak, sermaye akımının serbestleşmesi ve sermayenin finansmana yönelmesi başka, savaş-sonrasının uluslararası ekonomik gelişimindeki bu kavşakta yatırımcıların kendilerini tatmin edecek kârları elde edip edemedikleri ise başka bir şeydir.

---

18 1997'de mali sektör-dışı şirketlerde ve tüm şirketlerde *vergi-sonrası* kâr hadleri 1965'te ulaşılıkları en tepe noktaların sırasıyla %15 ve %9 altına kadar yükseldiler. Aynı yıl bu oranlar, 1960'lar genişleme döneminin (1960-69) mali sektör-dışı şirketleri ve tüm şirketler için *ortalama* kâr hadlerinin sırasıyla %8 fazlası ve eşit idi.

19 Bu bölümde ele alınan konulardaki değerli yardımları ve tavsiyeleri nedeniyle Jim Crotty, Gary Dimski, Jerry Epstein ve Bob Pollin'e teşekkür ederim.

ŞEKİL 2.12
Toplam Özel Sektör Yatırımlarının Bir Oranı Olarak FSG Yatırımları, 1947-97



Sorun apaçık ortaydı. Reel ekonominin toplam sermaye stokuyla kıyaslandığında hızla azalmış toplam arzı karşısında gelirleri kâr eden bir reel ekonominin varlığına bağlı olan borç verenler ve spekülatörler –daha genel ifadeyle rantiye çıkarları– nasıl vurgun yapacaklardı? 1980'ler boyunca büyümeyen iktisadi pasta karşısında sermaye yatırımlarını kısmış bir reel ekonominin borç verenlere ve spekülatörlere sunduğu tercihler kısıtlıydı. Kâr etme olanakları için gelir ve servetin siyasi yollarla, nispeten zorla, yeniden dağılımına bel bağlamak zorunda kalmışlardı. Bu en çarpıcı şekilde devletin doğrudan müdahalesiyle, aynı zamanda firma düzeyinde de sınıf mücadelesiyle ve bir taraftan da şirketlerin kendilerinin yağmalanmasıyla gerçekleşti.

Reagan yönetimi ilk yıllarında borç verenlere ve spekülatörlere bundan daha iyi hizmet edemezdi. Ticari vergilerin 1981 yılında çok büyük oranda indirilmesi, akabinde Merkez Bankası'nın 1982 yılında faizleri kısmen hafifletmesi, sermaye piyasasının dolayısıyla yatırımcı hisselerinin getirilerinin özellikle de hükümetin açık bütçe ile yürüttüğü devasa askeri harcama programının uyardığı hızlı talep artışından sonra yükselebilmesini sağladı.[20] Dönemin ayırt edici politikası olarak daha önce olmadığı kadar sıkı kredi uygulamaları, borç verme getirilerinin istikrara kavuşması için enflasyonun belini kırmayı amaçlıyordu. Ticari bankaların kârlarının açıkça artması amaca ulaşıldığını kuşku götürmeyecek biçimde gösteriyor (bkz. aşağıda s. 109, Şekil 2.13). Son olarak, düşen merkezî hükümet vergileri ile artan merkezî hükümet harcamalarının arasındaki açık, finanse edilmesi gereken rekor düzeyde bütçe açıkları yaratıyordu. Reel faiz oranlarının tarihsel doruk noktalarına ulaştığı ve doların değerinin insafsızca arttığı bir dönemde ABD'deki ve yurtdışındaki para sahipleri ABD Hazine bonosu satın alarak muazzam kârlar (en azından belli bir zaman için) elde edebilirlerdi ve nitekim öyle de oldu: ABD mali piyasalarına para yağdı. Ronald Reagan, Ocak 1985'te halka yaptığı konuşmasında tüm bu gelişmeleri memnuniyet verici

20 Bkz. özellikle, W. Greider, *Secrets of the Temple. How the Federal Reserve Runs the Country*, New York, Simon ve Schuster, 1987.

olarak niteleyip, ABD'nin 'dünyanın yatırım sermayesi' olarak inşa edilmesi çağrısında bulunuyordu.[21]

Yine de reel ekonomide, özellikle imalat sanayinde kârlılık krizi yaşanırken, finansman için devlet kararıyla yapılan desteklerin barındırdığı çelişkiler hemen ortaya çıktı. Carter-Volcker-Reagan yönetimlerinin finansmana doğru meyletmesinin arkasında, daha önce vurgulandığım gibi, yüksek reel faiz oranlarının, değerlenen doların ve rantiyelere yaradığı belli olan yarı-daralmanın etkilerine giderek daha çok terk edilen imalat sektörü yatmaktaydı. 1985 yılı geldiğinde, yönetim doları düşürmek zorunda kaldı.

Öte yandan, Plaza Anlaşması pek çok çelişki barındırıyordu. ABD'de politika-yapanların, paranın değerini yüksek sesle tartıştıkları ve faiz oranlarının yurtdışındaki faizler karşısında göreli olarak düştüğü bir sırada, doların reel efektif kuru beklenmedik biçimde hızla düştü –1985'in başından 1986 baharına kadar değerinin yaklaşık üçte birini kaybetti– ve ABD varlıklarının uluslararası değeri tehlike altına girdi (bkz. aşağıda s. 118, Şekil 3.3). O zamana dek faiz oranları ve dolar yükselirken önüne geçilmez bir şekilde ABD'ye üşüşen uluslararası sermaye, şimdi de faiz oranları ve dolar düştüğü için, ABD hisse senedi ve tahvil piyasalarını yıkımla baş başa bırakıp, geri çekilmeye başlamıştı. ABD'de politika-yapanlar imalat sektörünü korumak için göreli olarak düşük faiz oranları ve düşük değerli dolara duyulan ihtiyaç ile finansçılara ve spekülatörlere güven telkin etmek için bunun tam tersine duyulan ihtiyaç arasında tıkanıp kaldılar.

1987'nin başındaki Louvre Anlaşması ile G-7 grubu –en çok da Japonya– doların çökmesini önlemenin peşine düştü. Bu, yalnızca aşırı değerli mark ve yen baskısı altındaki Alman ve Japon imalat sektörlerini krizden kurtarma çabası değil, aynı zamanda, yıkıcı olabilecek bir uluslararası mali çöküşü önleme denemesiydi. Bu yüzden paranın istikrara kavuşması yatırımcıların dolardan kaçış hamleleri altında mümkün olamayacaktı. Gerçekten de 1987'nin önemli bir kısmında, özel serma-

21 Aktaran Henning, *Currencies and Politics*, s. 273.

yenin ABD'ye gelişi net olarak durmuş ve ABD'nin 163,5 milyar dolar olan cari işlemler açığının üçte ikisi diğer ülkelerin merkez bankalarınca finanse edilmek zorunda kalmıştı. 1987 sonbaharında ABD Merkez Bankası doların düşüşünü durdurmaya ve mali piyasaları sakinleştirmeye dönük bir çabayla faiz oranlarını yükseltti. Ancak, aynı tedbiri kendileri de uygulayan Almanlar ve Japonlar, Merkez Bankası'nın bu hamlesini etkisiz kıldılar; bunun sonucu olarak ABD piyasalarından kaçan sermaye, menkul kıymetler borsasının Ekim ayında yaşadığı çöküşü tetiklemiş oldu.[22]

Kısa vadede yalnızca hisse senedi piyasalarına müdahale –sadece ABD Merkez Bankası'nınki değil, aynı zamanda Japon otoritelerininki de– günü kurtarabildi. Üstelik Japon hükümeti zaten tarihsel olarak düşük düzeyde olan faiz oranlarına daha da baskı yapmaya –aynı zamanda, doların ilerdeki düşüşlerinden kaynaklanan ciddi kur kayıplarına uğrama ihtimali yüksek olmasına rağmen, Japon yatırımcılara ABD'deki sermaye yatırımlarını artırma yönünde baskı yapmaya– yanaşmasaydı, seksenlerin son yıllarında yaşanan ciddi mali kriz atlatılamayabilirdi. Bu girişimler Japon ekonomisine çok pahalıya mal oldu: 1980'lerin mali balonunu daha kötüleştirdi ve 1990'ların ilk yarısında doların yen karşısında ciddi biçimde değer kaybetmesiyle, Japonların yüzlerce milyar dolar zarar etmelerine yol açtı. Japonların sorunu üstlenmelerinin nedeni, ABD ekonomisinde dengenin tehlike altına olduğuna, bu durumda, yalnızca Japon ihraç ürünlerinin sürekli *pazarında* değil, dünya ekonomisinin bütününde istikrarın tehlikeye düşeceğine dayalı tezdi.[23]

---

22 *A.g.e.*, s. 285-7.

23 Murphy, *Weight of the Yen*, s. 229-32; C.F. Bergsten, "International Aspects of Financial Crises", içinde M.Feldstein, (ed.), *The Risk of Economic Crisis*, Chicago, University of Chicago Press, 1991, s. 109-15. Bu konuda özellikle, Nomura Securities uluslararası baş ekonomisti Richard Koo'nun, uluslararası mali piyasalarda düzeni sağlamak adına, Japon hükümetinin, 1980'lerin ortalarından sonlarına kadarki dönemde, Japon yatırımcıları, kâr potansiyeli olup olmadığına bakmaksızın, ABD'de yatırım yapma yönündeki baskıları anlattığı ifadesine bakınız ("Japanese Investment In Dolar Securities after the Plaza Accord", içinde ABD Dış Borcu, Ortak Ekonomi Komitesindeki oturum, ABD Kongresi, 13 Eylül 1988).

Reel ekonominin durgunluğa girdiğine dair ifadelerin, sadece hükümet programlarında değil, yatırımcıların projelerinde de yer aldığı bir zamanda, borç verenlerin ve spekülatörlerin kârlarını güvence altına almaya çalışmak tutarsız bir tavırdı. Mali faaliyetlerin kendi kendilerine ayakta kalabilmesi –yani, doğrudan devlet desteğinden bağımsız olmayı– amaçladığında, hemen her zaman yüksek riskli durumlar ortaya çıkmış ve genellikle de girişimler felaketle sonuçlanmıştır; gerçi hükümetin can yeleği atmadığı durum çok azdır.

Uluslararası düzeyde aşırı-kapasite ve aşırı-üretimle karşı karşıya olan imalat sektörüne borç vererek kâr etmenin zorlukları, 1980'lerin başında, önceki on yılda üçüncü-dünya üreticilerine verilen borçların patlamasıyla ortaya çıkan ve sistemin temellerini sarsan Az Gelişmiş Ülkeler (AGÜ) borç kriziyle güçlü bir şekilde ülkeye taşınmış oldu. ABD hükümeti, 1973-74 yıllarında Arapların petrol geliri fazlalarının IMF gibi kamu ajanları yerine özel sektör vasıtasıyla kullanıma sokulmasında ısrar ettiğinde ABD'nin önde gelen bankalarının üçüncü-dünyaya verdikleri borçlarda muazzam artışların yolunu açmıştı. Fakat gelişmekte olan ekonomilerin 1970'lerdeki genişlemeleri başından beri şüpheliydi. Genişleme, bu ülkelerin ham maddelerin yüksek bedellerini odeyebilmelerine ve imalat sanayilerinin düşük-fiyatlı ürünlerini ihraç edebilecekleri büyüyen bir ABD pazarının varlığına bağlıydı ve sonuçta her iki durum da, Keynesyen büyümeci politikaların sürekli olarak uygulanmasına dayanmaktaydı. Bu, aynı zamanda merkezde, AGÜ ihracatlarının daha da kötüleştirdiği imalat sektörü kârlılık krizine rağmen sürdürülmesi gereken bir durumdu. Sorun, Volcker ve Thatcher'ın sıkı para politikalarıyla feci bir hal aldı. AGÜ borç krizinin ortaya çıkmasıyla, dünyanın en büyük bankalarından birkaçı iflasın eşiğine geldi. Ama tabiî ki lider kapitalist hükümetler uluslararası bankaları kurtarmak üzere hemen müdahale edip IMF'nin gelişmekte olan ülkelere zarar verecek ölçüde ağır koşullar uygulamasına yol açtılar; böylece kendi alacaklarının geri ödenmesini mümkün olduğunca garanti ettiler.

ABD tasarruf ve kredi (TK) kurumlarının ve ticari bankalarının ticari gayrimenkullere hücum etmeleri de benzer bir şekilde gelişti. Ticari gayrimenkul balonunun çökmesiyle ve birçok TK ve ticari bankanın iflasıyla sonuçlandı. TK'ların kurtarılma operasyonunun ABD'li vergi mükelleflerine maliyeti ABD özel sektörünün üç tam yıl boyunca yapacağı makine teçhizat yatırımına eşitti.[24]

Şüphe yok ki dönemin karakteristik eğilimi olan 'borç kaldıracıyla şirket birleşmeleri ve satın almaları gerçekleştirme' modası çok farklı sonuçlar yarattı. Başlangıçta yapılan borç kaldıracıyla şirket birleşmeleri ve satın almaları, imalat sektöründe yeni üretken yatırım yoluyla gelir elde etme potansiyeli en düşük düzeyde olduğu için, çok kâr getirdi. Aldıkları borçlarla şirketlerin kontrolünü ellerinde tutacak miktarda hisseye sahip olan mali girişimciler, sendika sözleşmelerini yırtıp atarak, tedarikçilerle yapılmış uzun-vadeli anlaşmaları feshederek, yatırımları kısarak ve bu yollarla yaratılan 'serbest nakit akışı'na el koyarak, düşük-kârlı atıl fabrikaları ve işçilerini azaltarak servet yapabildiler. Fakat bu alandaki potansiyel gelirin getirisi, kısa sürede herkes bu işe koyulduğu için 80'lerin sonuna doğru giderek azaldı ve yatırımcılar şirket birleşmeleri ve satın almaları işlemlerine giderek daha fazla para ödemek zorunda kaldılar.[25] Şirket birleşmeleri ve satın almaları furyasının 80'lerin sonundaki enkazı, çoğu bu işlemlerin finansmanına ciddi oranda katılmış ticari bankaların durumlarının zayıflamasına büyük ölçüde katkıda bulundu. Zaten bu bankaların gelirleri, sigorta şirketleri ve finansman şirketleri gibi bankacılık dışında borç veren birçok kuruluştan, imalat sanayicilerinin borçlanırken ticari bankalar yerine para piyasalarına yönelmelerinden ve menkul kıymet çıkarma eğilimlerinden kaynaklanan yoğun rekabetten dolayı azalmaktaydı.[26]

---

24 R.E. Litan, *The Revolution of US Finance*, Washington, DC, Brookings, 1991, s. 6.

25 W.F. Long ve D.J. Ravenscraft, "Decade of Debt: lessons from LBO's in the 1980's", içinde Blair, (ed.), *The Deal Decade*.

26 Litan, *The Revolution in US Finance*.

Hiç şüphe yok ki, 1980'ler boyunca, çok zenginler çok daha zengin oldular ve bunu büyük ölçüde borç vererek ve spekülatif işlemler yaparak elde ettiler. Fakat onlar dışında neredeyse başka hiç kimse zengin olamadı. 1977 ile 1989 arasında yaratılan toplam aile geliri artışının %70'i gelir sıralamasında en üst %1'lik dilimdeki ailelere gitti, onları takip eden %9'luk dilimdeki ailelere de kalan kısmın neredeyse tamamı gitti.[27] Ayrıca vurgulanması gerekir ki, 80'lerde zenginleşenler bunu sadece gelirlerin siyasi araçlarla çalışanlardan alınarak görkemli bir biçimde yeniden bölüştürülmesi yoluyla değil, aynı zamanda şirketlerin ve mali kuruluşların olağanüstü biçimde sağılması –bunun sonucu olarak genellikle umutsuz bir durumda terk edildiler– yoluyla yaptılar. Reel ücret artışının bastırılması, hızla düşen dolar ve şirket vergilerinin hafifletilmesiyle ABD imalat sanayiinin toparlanmasına giden yolun önü açılmıştı. Ancak bu borçlanma sevdası 80'lerin sonunda tüm bu şirketleri, rekor düzeyde borçlarla baş başa bıraktı. Bu borçlar kendisini, daha önce olmadığı kadar yüksek borç/özkaynak oranları ve vergi-öncesi kârlar (faizler dahil) içindeki payları 1979'da %23 iken, şimdi tüm zamanların rekoru olan %37'ye çıkan faiz ödemeleri ile belli ediyordu. Bu arada mali kuruluşların içine düştükleri dar boğazlar, ticari bankaların özkaynak ve varlıklarının getiri oranlarının 80'lerin sonlarında sert biçimde düşmesiyle açığa çıkarak Büyük Bunalımdan beri görülmemiş ölçekte bir batık banka dalgası yarattı (bkz. aşağıda, s. 109, Şekil 2.13).

Gerek bankaların gerekse şirketlerin durumu, borç veren kuruluşların borçla kuşatılmış işyerlerine yeni fonlar sunamaması ile ağırlaşan 1990-91 daralmasının ortaya çıkışıyla daha da kötüleşti. Mali çöküşü önleyen ve bankaların bilançolarını toparlayarak borç verme işlemlerini kârlı şekilde yeniden başlatabilmelerini sağlayan, hükümetin Merkez Bankası kanalıyla kısa vadeli fonlarda reel faiz oranını sıfıra indirdiği etkili kurtarma operasyonu oldu.[28]

27 P. Krugman, Peddling Prosperity, New York, Norton, 1994, s. 134-8.

28 L. White, *Why Now? Change and Turmoil in US Banking*, Washington, DC. Group of Thirty, 1992, s. 13.

Finansçıların 1980'lerde yaşadıkları sorunların 1990'ların başlarında şaşkınlık yaratacak bir hızla kaybolduğu görüldü. Finansmanın gerçek yükselişine, Ronald Reagan ve Donald Regan'dan ziyade Bill Clinton, Robert Rubin ve Alan Greenspan döneminde tanık olundu. Merkez Bankası'nın kısa-vadeli faiz oranlarında yaptığı büyük indirim, bankaların, hem kendi ellerindeki tahvillerden beklenmedik kârlar elde etmelerini, hem de esas işleri olan ucuz maliyetle kısa vadeli borçlanıp yüksek bedelle uzun-vadeli borç vererek eşi görülmemiş başarılar kaydetmelerini sağladı. Clinton harcamaları kısarak bütçe denkliği sağlamayı vaat ettiğinde, borç verenlere de enflasyonun, kârlarını alıp götürmeyeceği garantisini verdi. Alan Greenspan 1994 yılında, borç verenlerin kârlarıyla ilgili endişeleri gidermek üzere, ufukta beliren genişlemeyi yavaşlatmak için faiz oranlarını üç puan gibi sert bir müdahaleyle arttırdı.

1990'ların genişlemesi devam ederken spekülatörler kadar borç verenlerin de ekonomik olarak düzelmelerinin arkasında yatan sebep, hâlâ, ekonominin mali sektör-dışında kalan kesimlerinin tamamında kârlılığın ve sağlıklı mali yapıların yeniden tesis edilmesiydi. Özellikle bankalar şaşırtıcı biçimde toparlanmayı başardılar. Kredi talebi hızla büyüdü ve kredi batıkları hemen hemen yok oldu. Daha 1990'da resmî olarak, banka varlıklarının ancak %30'unun sermaye yapıları 'güçlü' olarak tanımlanırken, 1996'da %97'si bu seviyeye yükseldi. Ekonomi gelişirken bir taraftan da bankalar 1970'lerden beri süregelen kısıtlayıcı kuralların hafifletilmesi sürecinin meyvelerini toplamaya başladılar; gelirlerini yönettikleri menkul kıymet yatırım fonlarından kazandıkları satış komisyonları gibi bilanço-dışı işlemlere yayabildiler. Bu arada, 1980'lerde başlayan bankacılıkta temerküz eğilimi hızlandı; en büyük elli bankanın elinde bulunan varlıkların toplam bankacılık varlıkları içindeki payı 1986'da %57 iken 1996'da %64'e çıktı, on yıl önce sayıları 11.000 olan ticari bankalar 7.500'e geriledi. Belki de en önemli husus Merkez Bankası'nın, bankaların kısa-vadeli borçları için yaptıkları ödemelerle uzun-vadeli alacaklarından

dolayı tahsil ettikleri tutarlar arasındaki farkın 'alışılmadık ölçüde büyük' kalmasını sağlamasıydı.[29]

Ortaya çıkan sonuç yepyeni bir dönemi müjdeliyordu. 1990'lı yıllarda ABD'li ticari bankaların özkaynak ve varlıkları üzerinden elde ettikleri getiri oranları savaş-sonrası dönemin en yüksek değerlerine ulaştı ve bunu mütevazı marjlarla başardılar. Mali sektör kârlarının toplam şirket kârları içindeki payının, savaş-sonrasının herhangi bir döneminden daha yüksek olması işlerin vardığı yeni durumu gösteriyordu. Hisse senedi fiyatları, süreci tatlı bir kazanca dönüştürülebilmesi için, aşağıda tekrar ele alacağımız üzere, tavanı delip geçti (bkz. Şekil 2.13 ve 2.14).

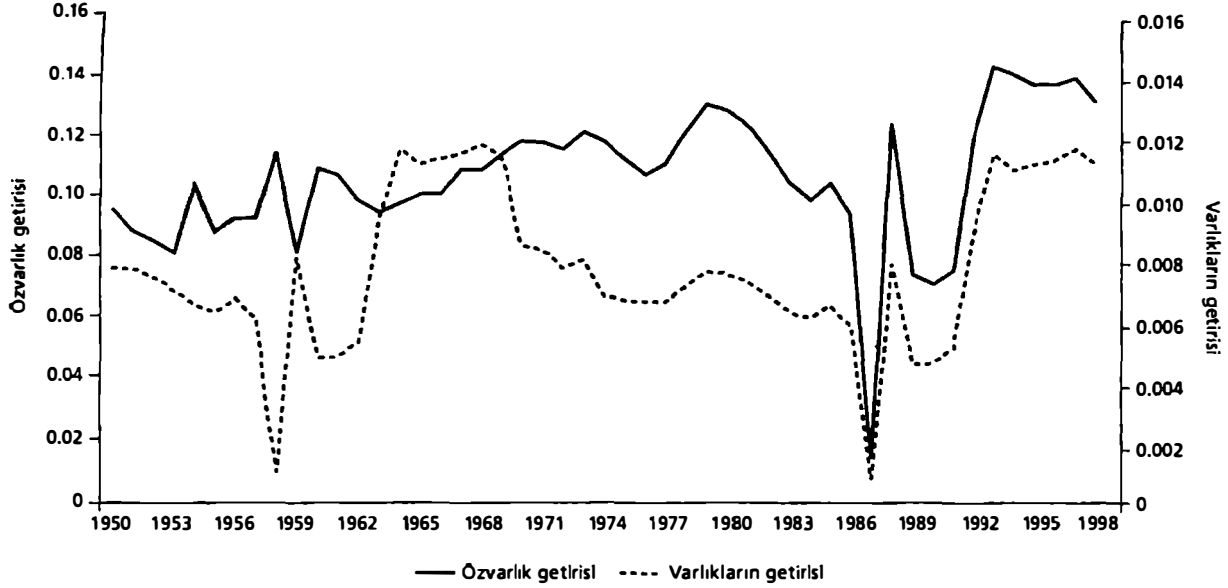
ABD ekonomisi yeni bir temele mi oturtuldu?

ABD şirketleri 1990'ların ortalarında, geniş çaplı ve vahşi rasyonalizasyon ve yeniden bölüşüm süreçleriyle, durumlarını, on yıl öncesine kıyasla önemli ölçüde iyileştirdiler. İmalat sanayicileri on beş yıl boyunca bir biri ardına gelen tasfiyeler, modası geçmiş ve atıl makine teçhizatın hurdaya çıkarılması, on binlerce çalışanın işten atılması işlemleriyle verimlilikte tatmin edici ilerlemeler elde ettiler. Bu arada, on yıl boyunca reel ücretlerindeki artışı dondurdukları işçileri ve on yıl boyunca devalüe edilen dolarla yurtdışındaki rakiplerini zor duruma düşürerek kârlarını aşırı ölçüde büyüttüler. Bu iyileşme sürecinin ancak sonlarına doğru, verimlilik artışını ve sermaye birikimini yukarıya çekerek, kâr haddinde yeniden anlamlı kazanımlar elde edebilmeye başladılar. Bununla birlikte, kırk yıldır ilk defa, bir yanda kamu harcamaları azalırken diğer yanda reel ücretlerin artmadığı bir ortamda faaliyet gösteren şirketler, 1993'ün sonundan itibaren genişleyebilmek için yatırım –ve ihracat– artışına daha önce savaş-sonrası dönemde hiç olmadığı ölçüde bel bağladılar. 1979 ile 1990 arasında, büyü-

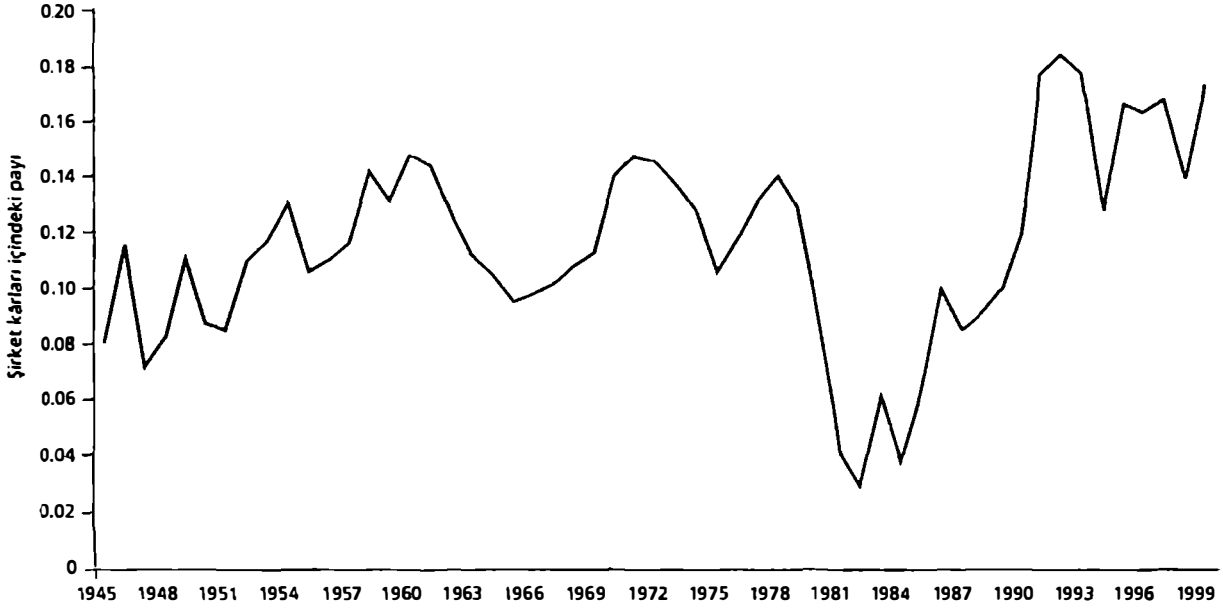
29 OECD, *Economic Survey. United States 1997*. Washington, DC, 1997, s. 71, 176, no. 26. Burada aynı zamanda, bankaların 1990'lardaki iyileşmelerinin temelleri konusunda, Jerry Epstein ve Bob Pollin'le yazışmalarımızı temel alıyorum.

ŞEKİL 2.13

ABD Ticari Bankaları: Özvarlık ve Varlıkların Getiri Oranları, 1950-98



ŞEKİL 2.14
Mali Sektör Kârlarının Toplam Şirket Kârları İçindeki Payı, 1945-99



me hesaplamaları terminolojisiyle söylendiği üzere, GSYİH artışının %12,4'ü yatırım artışından, %71'i tüketim harcamalarından kaynaklandı. Ancak 1993 ile 1997 arasında yatırımların GSYİH artışına katkısı %30,5'e sıçradı; tüketimin katkısı ise %63'e geriledi. Aynı dönemde GSYİH artışının %20 ile 30'u, Plaza Anlaşması'ndan itibaren görüldüğü gibi, ihracat artışından kaynaklandı. Bu temel üzerinde dönüşüm geçiren ABD imalat sektörü, 1993 ile 1997 arasında son çeyrek yüzyılda olmadığı kadar büyüdü.

Mali sektör-dışı kesimlerin tamamında, kârlılığın 1995'e kadarki iyileşmesinin temelini, imalat sektörünün, şirket kârları üzerinden ödenen vergilerdeki esaslı düşüşün yanı sıra, faiz ödemelerinin hızla azalan yükü sayesinde daha da büyüyen kârlılık artışı oluşturuyordu. 1995'ten sonra imalat-dışı sektörün kâr haddi, nihayet önceki düşük düzeylerinden kurtularak yükselmeye başladı ve mali sektör-dışı kesimlerin tamamında, kârlılığı savaş-sonrası dönemin yüksek noktalarına biraz daha yaklaştırdı. İmalat sektörü dışındaki ekonomi de, önemli ölçüde, canlanan imalat sektörünün yarattığı talebe bağlı olarak gelişti.

Reel ekonominin ayakları yere daha sağlam basınca, mali sektör de sonunda, hükümet sübvansiyonlarından ve desteklerinden vazgeçmeden, düzensizleştirmeyi kendi çıkarları yönünde kullanabildi. Bunu yaparken yönünü büyük ölçüde ve beklenmedik bir şekilde değiştirmeyi başardı. İmalat, imalat-dışı ve mali sektörlerin bu ortakyaşamı korunabilseydi, ABD ekonomisini yeni bir temel üzerine oturtma ve belki de uzun süren daralmayı nihayet arkada bırakma potansiyeli elde edilmiş olacaktı. Bu potansiyel gerçekleştirilebilse bile kritik soru hâlâ duruyor. Yeniden canlanan ABD ekonomisi dünyanın geri kalanını kendisiyle birlikte yeni bir uzun vadeli genişlemeye taşıyabilir mi, yoksa sistemin bütününde daima varolan zafiyet onu da aşağıya çeker mi?

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Japonya ve Almanya, 1980-95

ABD'deki ekonomik canlanma, sistem genelinde giderek kötüleşen ve ABD'nin hafifletmek için neredeyse hiç çaba sarf etmediği uluslararası durgunluk ortamında cereyan etti. Gerçekten, ABD'deki kârlılığın canlanması 1990'ların ortalarına kadar, dünya ekonomisine hemen hiç dinamizm katmamış, üstelik, canlanma ABD'nin önde gelen rakipleri ve ticari ortaklarının özellikle de Japonya ve Almanya'nın ekonomilerinde olumsuzlar yaratmıştı. Çünkü 1993'ün sonuna kadar ABD'li üreticiler kazançlarını temel olarak düşen dolar, aslında sabit kalan reel ücretler ve bunların yanı sıra, hafifletilmiş vergilendirme üzerinden yaratmışlar, yatırımlarda küçücük bir artışa bile yönelmemişlerdi. Bu nedenle getiri oranlarını rakiplerinin pazarlarına saldırarak artırmışlar, ancak bu süreçte rakiplerinin ürünlerine dönük olarak gerek yatırım, gerekse tüketim açısından çok küçük bir talep artışı yaratmışlardı. ABD hükümeti 1993 yılında denk bütçe uygulaması başlatınca, dünya pazarında ABD'den kaynaklanan talep artışı, bir olumsuz şok daha yaşadı.

Madalyonun öteki yüzünde, Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın diğer ülkelerindeki imalat sanayileri 1985'ten sonra giderek-ağırlaşan bir daralma yaşadılar. Bir taraftа paralarının

değeri yükselirken, diğer tarafta göreli olarak hızlı artan ücretler rekabet güçlerini zayıflatıyordu. Bu da zaten azalmış olan kâr hadlerini ve sermaye birikimlerini artan bir şiddetle aşağıya doğru baskılıyordu. Bu arada yatırım, tüketim ve kamu talebi artışlarının azalması, ürünleri için kendi ülkelerinde ve yurtdışı pazarlarında, en çok da ABD'de satın alma gücünü durağanlaştırmıştı. Bu yüzden, bu ekonomiler ne 1980'lerin ikinci yarısında ağırlaşan sorunlardan ne de 1990'ların ilk yarısındaki ciddi krizden kaçabildiler.

Gelişmiş kapitalist ekonomilerin hepsinde, düşen kârlılıktan kaynaklanan –aslında uluslararası imalat sektörünün içinde sistemik olarak varolan aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununa dayanmaktadır– sistem çapında azalmış yatırım artışı ve üretim artışının bir sonucu olarak ihracat pazarları için yapılan mücadele, giderek daha çok, sıfır-toplam oyununa dönüşüyordu. 1980'ler boyunca, hatta 1990'larda da, lider bir ekonominin ya da bir grup lider ekonominin genellikle düşen döviz kurlarıyla sağlanan ihracata-dayalı büyümeleri, karşı cephedeki öteki ekonomilerde yükselen döviz kurları nedeniyle, ihracat krizlerine ve imalat sanayilerinin çöküşüne yol açmıştır. Öte yandan yükselen döviz kurları, bazen sermaye girişi ile alevlenen mali genişlemelere neden olma eğilimi taşırlar. Bir veya birkaç bölgede ihracat yoluyla elde edilen gelirin, başka bölgelerdeki gelir kayıpları ile dengelenmesi eğilimini taşıyan sistemin genelinde, büyümenin olabilmesi için talep artışında dışsal ilaveler –özellikle, ABD'nin giderek büyüyen bütçe açıklarına (beraberinde giderek büyüyen ABD dış ticaret ve cari işlemler açıkları), fakat aynı zamanda borsa ve emlak balonlarına ve bunları yaratan hanehalkı ve şirket harcamalarına 'servet etkisi' yoluyla yapılan sübvansiyonlar– gerekliydi.

ABD ekonomisinin bütünü ve özellikle imalat sektörü bu dinamiğin kurbanı olmuştu. 1970'ler boyunca genellikle negatif olan reel faiz oranlarının 1980'lerde rekor düzeyde yüksek reel faiz oranlarına dönüşmesi, döviz kurlarının uzunca bir süre çok hızlı yükselmesine yol açtı. Artan kurlar bir taraftan

muazzam bir mali genişlemeyi, öbür taraftan imalat sektöründe tahrip edici bir krizi tetikledi. Bu arada, ABD hükümetinin açıkları, Japonya, Almanya ve dünya ekonomisinin büyük kısmını ekonomik daralmadan çekip çıkardı. Ancak 1985'teki Plaza Anlaşması ve akabinde doların uzun süre ve hızlı düşüşü –buna paralel olarak yen ve markın sert çıkışı– ile süreç tersine döndü; ABD imalat sanayi üzerinden kalkan baskılar Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın diğer ülkelerindeki rakiplerinin sırtına bindi. ABD imalat sektöründeki canlanmanın uluslararası düzeydeki yansımaları, kâr hadleri üzerinde aşağıya doğru baskı, artan istikrarsızlık ve nihayet 1990'ların ilk yarısında Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın büyük kısmında ortaya çıkan ve ABD'nin azalan bütçe açıklarından da olumsuz etkilenen savaş-sonrası dönemin en kötü ekonomik daralması oldu (bkz. Şekil 3.1, 3.2 ve 3.3).

Japonya

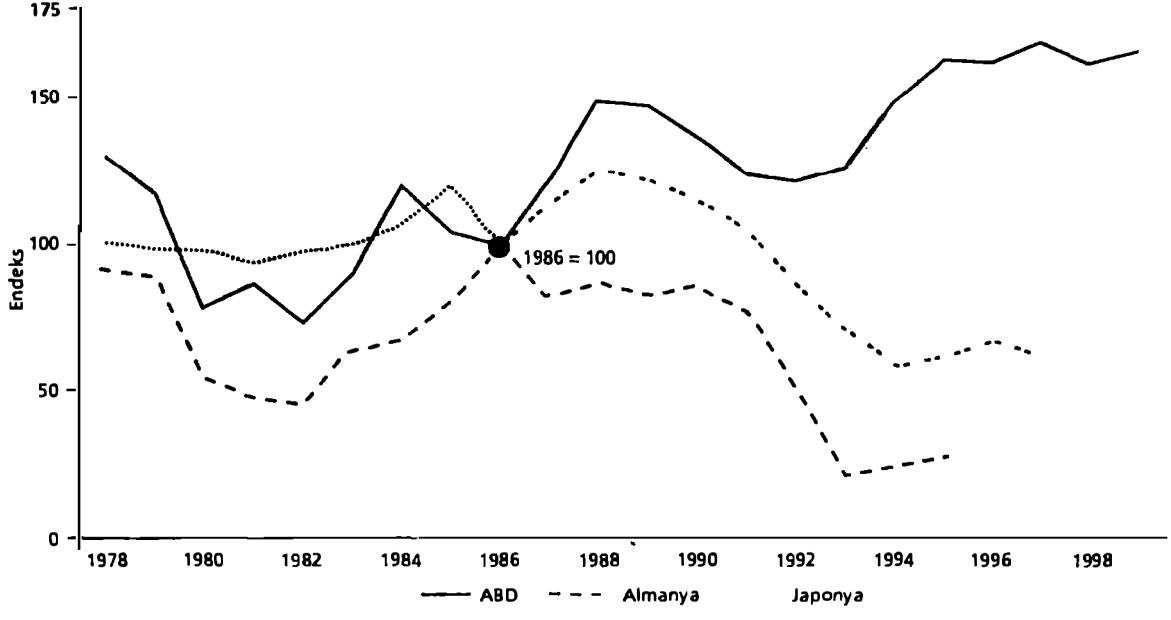
1980'ler: İmalat sanayinin açmazından balon ekonomisine

Bir türlü düşmeyen yen ve Japon imalat sanayinin kötü durumu

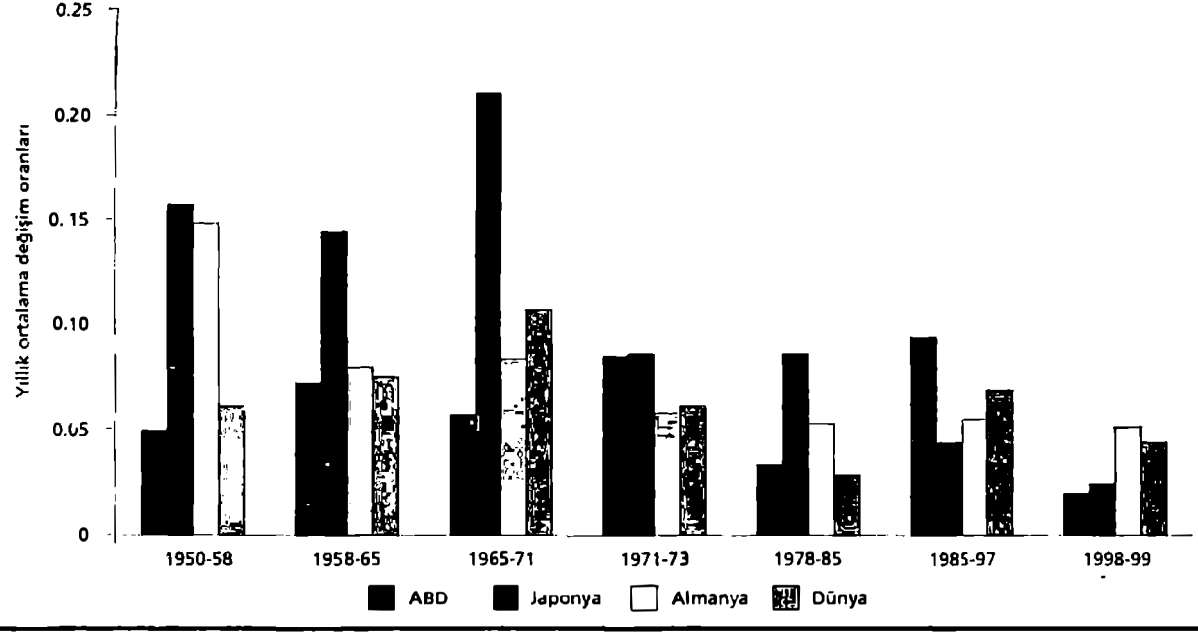
Japon ekonomisi, savaş sonrasının uzun süren genişleme döneminde, daha önce görülmemiş dinamizmini, son tahlilde, ihracat genişlemesine dayandırmıştır. Bu yolda, başarısını sadece dünya ihracat pazarının hızlı büyümesine değil, bunun yanında, imalat sanayicilerinin, özellikle ABD'li üreticilerin bu pazarlardaki paylarını, ABD yurtiçi pazarında bile küçülterek büyümeyi sürdürebilmesine borçludur.[1] Öte yandan Japon üreticilerin 1970'lerde başlayan uzun süreli daralmadan itiba-

1 A. Maizels, *Industrial Growth and World Trade*, Cambridge, Cambridge University Press, 1963, s. 189, 200-1, 220; A.D. Morgan, "Export Competition and Important Substitution", R.A. Batchelor, R.L. Major ve A.D. Morgan, (ed.), *Industrialization and the Basis for Trade* içinde, Cambridge, Cambridge University Pres, 1980, s. 48.

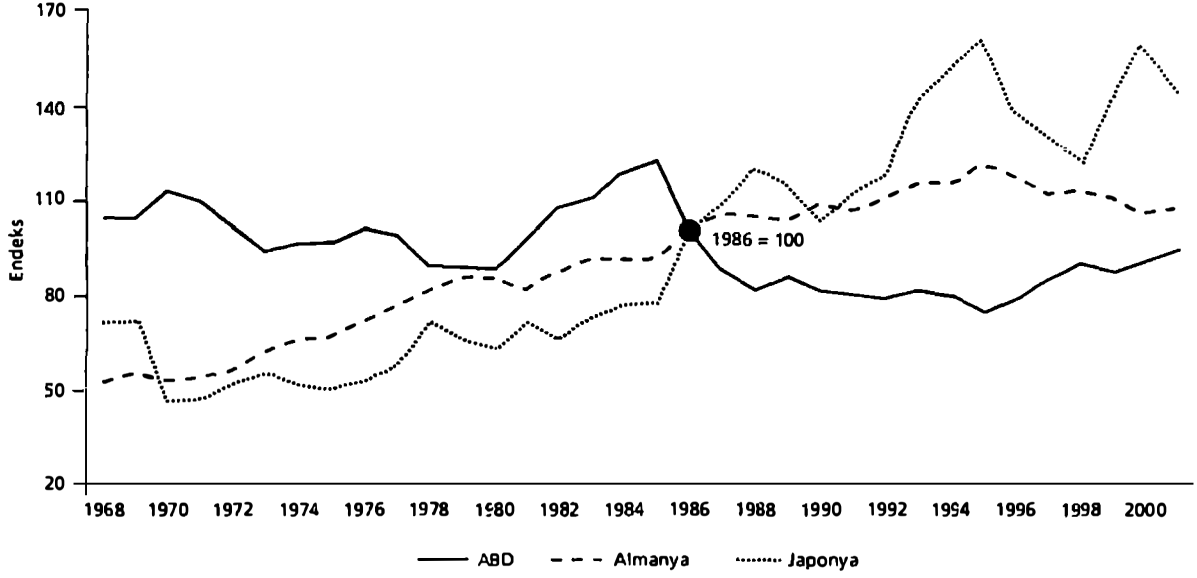
ŞEKİL 3.1
İmalat Sanayi Net Kâr Artış Endeksleri: ABD, Almanya ve Japonya, 1978-99



ŞEKİL 3.2
Reel Mal ve Hizmet İhracat Artışı, 1950-99



ŞEKİL 3.3
Nominal Efektif Kurlar: ABD, Almanya ve Japonya, 1968-2001



ren ihracata ve özellikle dünya pazarlarında paylarını arttırmaya bel bağlamaları, aynı zamanda onların zayıf noktasıydı. Dünya ticaretinin yavaşlayan artış hızından ve yenin bastırılamayan yükselişi nedeniyle sürekli olarak azalan rekabet güçlerinden darbe aldılar.

Japonya'da imalat sanayindeki büyük şirketlerin birbirleriyle kurdukları, imalat sanayicileriyle bankalar ve yatırımcılarla tüketiciler arasındaki, devlet müdahalesiyle güçlü biçimde desteklenen kurumsal ilişkiler, tüketimi baskılayarak yatırım artışını hızlandıracak, ithalatı düşük tutarak ihracata ivme kazandıracak şekilde düzenlenmişti. İmalat sanayi şirketlerinin oluşturduğu büyük grupların (*keiretsu*) merkezinde yer alan hâkim 'kent' bankaları, yakın ilişkiler içinde oldukları grup üyesi imalat sanayicilerine daha düşük faizli krediler sağlayabiliyorlardı. Bu arada hükümet de yine bu sanayiciler için faizleri düşük tutmak üzere kredi piyasalarını sıkı biçimde denetliyordu: Sermaye piyasalarını yabancıların girişine karşı koruyor, sermaye ihracını önlüyor ve bankalara önde gelen sanayi firmalarına kullandırmaları koşuluyla ucuz fonlar sağlayarak kredilerde doğrudan miktar kontrolü uyguluyordu. Öte yandan, kredi olanağı bulunmayan tüketiciler yüksek meblağlı ihtiyaçları için, bilhassa konut alımında, paralarını uzun yıllar düşük faizli banka mevduatlarında ya da tasarruf sandıklarında tutmak zorunda kalıyorlardı. Konut fiyatları, tasarrufların artması ve tüketimin daha da baskılanması için, yer izinleri ve diğer yasal düzenlemelerle kasten yükseltiliyordu. Madalyonun öteki yüzünde ise Maliye Bakanlığı, Uluslararası Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'yla yakın işbirliği içinde tasarruf sandıklarında biriken fonları, Mali Yatırımlar ve Krediler Programı (MYKP) kapsamında, tercihli sanayi ve altyapı projelerine kanalize ediyordu. Son ama aynı derecede önemli olan husus, kârların artmasını gözetmek üzere ücret artışlarını gayrisafi hasıla artışının gerisinde tutan firma-temelli sendikaların, kaderlerini 'firmalarının' başarısına bağlamalarıydı. Bunların sonucunda, Japonya savaş-sonrası dönem boyunca gelişmiş kapitalist ülkeler içinde kat be kat yüksek hanehalkı ta-

sarruf oranına ulaşınakla kalmadı, aynı zamanda en yüksek yatırım artış hızını gerçekleştirdi.[2]

Ucuz kredi sağlayarak, emeğin kârları beslemesiyle ve hükümetin ön plandaki sanayilerin mali açıdan güvenliğini sağlamaya yönelik neredeyse kalıcı hale gelen taahhüdü yoluyla korunaklı hale gelen yatırımlarla ekonomi birçok imalat dalında kronikleşen bir aşırı-üretim eğilimiyle karşı karşıya kaldı/Bu durum, devletin kârlar üzerindeki yerleşik baskıyı, fiyatları ve kapasite ayarlamalarını koruyarak bütünüyle bertaraf etmek üzere kurduğu yatırım ve ekonomik kriz kartellerine rağmen gerçekleşiyordu. İmalat sanayicilerinin kârlar üzerindeki atıl kapasiteden kaynaklanan baskıyı hafifletmek üzere yurtdışı satışlarını arttırma yönelimleri böylece sistemin içine yerleştirildi ve sistemin aksamadan yürüyebilmesi için ihracatın artması elzem hale geldi. Bu öyle bir hal aldı ki, önde gelen şirket ve bankaların ticareti terk etmeleri ve işçi çıkarmalarını önleyen çok sayıda mekanizma, devletin de savunduğu gibi, üretim araçlarının ve emeğin aşırı üretim yapılan ve az kârlı (veya kâr etmeyen) sanayilerden, iflas ve işçi çıkarma yoluyla daha kârlı olanlara kaydırılmasını zorlaştırıp, bunu doğrudan doğruya varolan şirketlerin, (ve sanayi gruplarının) kaynakları yeni yatırımlar yoluyla yeniden düzenleyerek yapmalarına bıraktı. İkinci yolun, yavaşlayan büyüme hatta daha kötüsü daralma sürecinde iken gerçekleştirilmesi kolay değildi. Firmaların fazlalık olan üretim araçlarını ve emeği ellerinde tutmaları kârlılığı düşürüp yeni yatırımların yapıl-

2 Buradaki analiz için bkz. I. Nakatani, "The Economic Role of the Financial Corporate Grouping", M. Aoki, (ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firms* içinde, Amsterdam, North Holland, 1984; C. Johnson, *MITI and the Japanese Miracle. The Growth of Industrial Policy 1925-1975*, Palo Alto, Calif., Stanford University Press, 1982; K. Yamamura, "Success that Soured: Administrative Guidance and Cartels in Japan", K. Yamamura, (ed.), *Policy and Trade Issues of the Japanese Economy* içinde, Seattle, University of Washington Press, 1982; M. Shinohara, *Industrial Growth, Trade and Dynamic Patterns in the Japanese Economy*, Tokyo, University of Tokyo Press, 1982; R.T. Murphy, *The Weight of the Yen*, New York, Norton, 1996; A. Mikuni, *Japan: The Road to Recovery*, Washington, DC, Group of Thirty, 1998. Ayrıca, bu konularda yaptığı değerli öneriler için Dic Lo'ya teşekkür ederim.

masını güçleştirebilirdi. Talebin sürekli olarak genişlemesi ihtiyacı, ihracat artışının ekonominin çarklarının dönmesindeki rolünü öne çıkarıyordu.

İhracatı yükseltme yönündeki baskıya paralel olarak, ithalat üzerinde de kurumsal bir baskı söz konusuydu. Büyük imalat şirketlerinin, girdilerini kendi *keiretsu*'larının üyelerinden satın alma konusunda gösterdikleri özverileri, yurtdışından temin edilen sanayi girdilerinin miktarını çok düşürdü. Bu arada ülkede, gayri resmî bir korumacılık hüküm sürmekteydi. Sonuç olarak, savaş-sonrası dönem boyunca gelişmiş kapitalist ülkeler içinde Japonya'nın ithalatının GSYİH'ya veya imalat sektörü üretimine oranı oldukça düşük kaldı.

Japon kalkınma modelinin çekirdeğini oluşturan, ivme kazanmış ihracat ve kısıtlama altındaki ithalat, sonunda büyük ve giderek artan ticaret fazlaları doğurdu. Söz konusu fazla, kalıcı denebilecek bir biçimde, yenin değerinin artmasına yol açtı. Özellikle, kontrolden çıkmış ABD açıklarının etkisiyle sürekli olarak düşen ve hem ABD rekabet gücünü arttırıp, hem de ABD iç pazarının büyümesini yavaşlatan dolarla, ihracata dayalı büyüme modeline göre yapılanmış Japon ekonomisinin bu modelin dışına çıkamaması, giderek artan sorunlar yarattı. Bu durum, ABD'nin uzun süren düşüş döneminde uluslararası ekonomiyi istikrara kavuşturan Keynesyen açıklar verme politikalarından uzaklaşmasıyla, daha da kötü bir hal aldı.

Japon ekonomisinin elini ayağını giderek daha çok bağlayan kuvvet, ABD imalat sektörünün 1965 ile 1973 arasında ilk defa krize girdiği dönemde etkili olmaya başladı. Japon imalat sektörü savaş-sonrasının genişleme dönemi boyunca –hatta uzun süren düşüş döneminin de önemli bir bölümünde–, devasa Amerikan pazarına giderek daha fazla nüfuz etme ve yine ABD'li üreticilerin dünya genelindeki ihracat pazarlarından giderek büyüyen paylar kapma kabiliyetine büyük ölçüde bel bağlamıştı. Artarak süren Vietnam-kaynaklı bütçe açıkları ABD'nin ekonomik genişlemesini 1965 sonrasına taşıyıp enflasyonun ivme kazanmasına sebep olurken, ABD pazarının canlılığı ve ABD'li üreticilerin azalan rekabet güçlerinin etki-

siyle yukarı doğru hareketlenen Japon ihracat artışı, savaş-sonrasının en yüksek noktasına ulaştı. Japon kâr hadleri, yatırım artışı, verimlilik artışı ve ücret artışı, hepsi birden, savaş-sonrasının doruk noktalarına ulaştı. 'Japon mucizesinin' tepe noktasına 1970 yılı döneminde varılmıştı.

Bununla birlikte, yatırıma-dayalı, ihracata-bağımlı büyüme sürecinin kendi kendisini sınırladığı kanıtlanmıştı. 1960'ların son yıllarında ABD'nin dış ticaret ve cari işlem açıkları –büyük ölçüde Japon imalat sanayi ürünlerinin ithalatıyla artan– patlayarak kontrolden çıktı. Japon ekonomisi de, eşzamanlı olarak, savaş-sonrası dönemin ilk dış ticaret ve cari işlem fazlalarını üretti ve bu fazla hızla genişlediği için, yenin değerinin düşük kalmasının yarattığı koşullar ağırlaştı. Dolara karşı, birbiri ardına spekülasyon dalgalanmaları geldi ve sonunda ABD parasının ciddi şekilde devalüe edilmesi kaçınılmaz oldu. 1971 tarihli Smithsonian Anlaşması ve 1973'ün ilk aylarında dalgalı kura geçişle birlikte, Japon otoriteleri 1950'lerin başından beri 360yen / dolar olan pariteden vazgeçmek zorunda kaldılar. 1970 ile 1973 arasında doların değeri düşmeye zorlanırken yen %24,5 değerlendi ve Japonya'nın 'hızlı büyüme dönemi' beklenmedik şekilde son buldu. Bundan sonra Japon ekonomisi, verimliliğini, değeri sürekli artan yen ile baş edebilecek hızda arttırmaya çabalayarak, yerini koruyabilme savaşı verecekti.[3]

Yenin değerlenmesi Japon imalat sanayinin rekabet gücünde derhal, sert bir düşüşe yol açtı ve 1971 ile 1973 arasında %75 azalan Japon ihracat artışını neredeyse çöküş noktasına getirdi. Japon ekonomisi krize sokuldu. Japon otoriteleri, 1985'te de tekrarlayacakları üzere, bu krize kapsamlı bir teşvik programı ile karşılık verdiler ve ekonomiyi ucuz krediye boğdular. Bu tavır, bir bakıma, yurtdışı talebindeki düşüşü bertaraf etmek üzere, yurtiçi talebin arttırılması amacını güdüyordu. An-

3 Bu konu ve önceki paragraf için, bkz. Y. Kosai, *The Era of High-Speed Growth. Notes on the Postwar Japanese Economy*, Tokyo, University of Tokyo Press, 1986; T. Uchino, *Japan's Postwar Economy. An Insider's View of its History and its Future*, Tokyo, Kodansha International, 1983.

cak asıl amaçlanan, paranın yükselen değerini etkisiz kılmak ve bu yolla uluslararası rekabet gücünü yeniden tesis etmek üzere, Japon şirketlerinin ellerindeki emlaklarla özvarlıkların değerini şişirerek, onların, verimliliği arttırmaya ve yurtiçi maliyetleri düşürmeye yetecek ölçekte bir yatırım hamlesine sermaye sağlamalarına olanak yaratmaktı. Bir yatırım patlaması gerçekleşti, ancak bu patlama, özellikle çok hızlı yükselen enflasyon göz önüne alındığında, imalat sektörü kârlılığının 1969 ile 1973 arasında %20'den fazla düşmesini önlemeye yetecek ölçüde değildi. 1974-75'te petrol krizinin ortaya çıkmasıyla dünya pazarının sonu göründüğünde, yurtdışı satışların getirisi kalmadı ve Japon imalat sektörü kâr haddi %50 daha düştü; 1969 ile 1975 arasındaki toplam düşüş %60'a ulaştı (bkz. yukarıda, s. 34, Şekil 1.1). Aynı dönemde, Japon imalat sektörünün savaş-sonrası genişleme sürecinde aralıksız büyüyen işgücü, hemen hemen %15 oranında azaldı.[4]

1975'ten itibaren, artan Keynesyen merkezî hükümet açıklarıyla yol alan ABD ekonomisi, Japon ekonomisini içine düştüğü ekonomik daralmadan çekip çıkardı. Fakat döngüsel düzelmeyle birlikte ABD dış ticaret ve cari işlem açıkları yeniden filizlendi ve peşi sıra, yeni bir 'düşen dolar, yükselen yen' dönemi başladı. 1975 ile 1979 arasında yen, dolar karşısında yıllık ortalama %7,6 değer kazandı.

Japon imalat sanayi artan maliyetlerden kaynaklanan bu ağır yüke, olağanüstü bir dönüşüm süreci yaratarak karşılık verdi. Teknoloji-yoğun üretim hatlarına ayrılan yatırım miktarı neredeyse ikiye katlandı. Israrlı bir biçimde genel makine, elektrikli makine, ulaşım teçhizatları ve hassas ölçüm aletleri konularına yoğunlaşılırken, 'ağır' kimya, petrol ve metal endüstrilerinin yanı sıra, tekstil ve gıda gibi emek-yoğun endüstriler de terk edildi. Ham madde, özellikle petrol kullanımında etkinlik büyük çapta geliştirildi. Bütün bunları başarmak için, 1960'larda ulaştıkları düzeyin çok altında olsa da, sermaye stoku artış hızını, ABD imalat sektörünün bu dönemde elde ettiği oranın üç-

4 Kosai, *Era of High-Speed Growth*; Uchino, *Japan's Postwar Economy*.

te bir fazlası düzeyinde sürdürdüler. Bu yolla, gelişmiş kapitalist ekonomiler içinde en yüksek emek verimlilik artışını sağlamaya devam ettiler. Bu arada, sahip oldukları 'dayanışmacı' emek gücü, reel ücret artışlarında oldukça kapsamlı indirimlere uyum gösterdi. 1975 ile 1979 arasında Japon imalat sanayi birim emek maliyetleri yıllık ortalama %2 düştü.[5]

Japonya, 1973 ile 1979 arasında, ihracatını yıllık ortalama %9 büyütmeyi ve dünya ihraç pazarlarındaki payını %10 artırmayı başardı. Buna rağmen müthiş bir hızla yükselen yenin tamamen üstesinden gelmenin zor olacağı anlaşıldı ve 1978-79 yıllarında ihracat artışı yavaş yavaş durma noktasına geldi. Hükümet, bunun sonucu talep artış hızında meydana gelen düşüşü telafi etmek üzere yüzünü Keynesyen açıklara döndü ve imalat sektörü kâr haddi, petrol krizi sırasındaki daralmayla düştüğü derinlikten çıkarak hızla tırmandı. Yine de, hızla değerlenen yen nedeniyle fiyatları üzerinde daha önce görülmemiş derecede aşağıya doğru baskıya maruz kalan imalat sanayi üreticilerinin kârlılıkları 1973'teki düzeyinin %25, 1969'daki düzeyinin %40 altında kaldı. Yetmişlerin sonunda yeni bir petrol-krizi patlak verince Japonya, diğer tüm ülke ekonomileri gibi yeni (belki ılımlı) bir daralmanın içine doğru kaydı.

Balonla ekonomik canlanma mı yaşandı?

Japon ekonomisi 1980'lerin başında dünya ekonomisindeki daralmadan, ABD'nin rekor düzeydeki bütçe ve cari işlem açıkları ve özellikle patlama yaşayan dolar sayesinde çıkabilmiştir. ABD açıkları, 1974-79'daki uluslararası döngüsel düşüş sonrasında olduğu gibi, Japonya'nın ihracata dayalı yeni bir döngüsel düzelme sürecine girmesini mümkün kıldı. Japon ihracatı, 70'lerin sonunda değerli yenin baskısı altında hızla düşmüştü. Ancak 1979'da yenin tekrar düşmesiyle hareketlenerek 1979 ile

5 K. Imai, "Japan's Changing Industrial Structure", Yamamura, (ed.), *Policy and Trade Issues of the Japanese Economy* içinde, s. 58-9. OECD, *Economic Survey. Japan 1981*, Paris, 1981, s. 37-61; OECD, *Economic Survey. Japan 1985*, Paris, 1985, s. 54-77; OECD, *Economic Survey. Japan 1989*, Paris, 1989, s. 67-82.

1985 arasında yıllık ortalama %9,5'le yükseldi (bkz. yukarıda, s. 117, Şekil 3.2). 1982 ile 1986 arasında Japonya'nın ABD'ye yaptığı ihracat yıllık ortalama %23 (nominal olarak) gibi görkemli bir oranda arttı. Üstelik Japonya'nın ABD'ye yaptığı ihracatın toplam Japon ihracatına oranı da bu kadar kısa zamanda %26,4'ten %38,9'a çıktı. Japonya'nın 1981'de %0,4 olan cari işlem fazlasının GSYİH'ya oranı 1986'da %4,2'ye yükseldi.

1984-85'e gelindiğinde, imalat sektörü kâr haddi 1978'deki düzeyinin hemen hemen %20 üstüne çıktı ve 1973'teki düzeyinin %10 altına kadar gelebildi. Japonya'nın ekonomik büyüme hızı tekrar %4'ü aştı ve sermaye stoku yıllık ortalama %6 ile arttı. Japon ekonomisi alıştığı ihracata dayalı kalkınma yoluna, en azından o dönemde, geri dönmüş görünüyordu (bkz. yukarıda, s. 34, Şekil 1.1).

ABD'nin, Japonya'nın 1980'lerin ilk yarısındaki iktisadi genişlemesini destekleyen bütçe ve cari işlem açıkları, daha önce görülmemiş açıklardı. Bunlar, kısa sürede ABD'yi, ABD-Japonya ilişkisinde ortaya çıkan temel bazı sonuçlarla birlikte, dünyanın en borçlu ülkesine dönüştürdüler. Bundan sonra Japonlar, ABD'nin önde gelen ve en güvenilir borç vereni oldular. Bu yüzden ABD hükümeti, Japon ekonomisinin sağlıklı bir şekilde işlemesiyle ilgilenmeye başladı, çünkü ancak o zaman dış kaynak dengesizliklerini karşılayacak para arzı sürekli olabilecekti. Japonlarsa, ABD'nin ihracatı ile ithalatı arasındaki farkı karşılamaktan çok memnundular, çünkü bu yolla ABD firmaları ve hanehalkı, Japon ihraç ürünlerini satın almaya devam edebiliyordu.[6]

Bununla birlikte Japonya'nın temel sorunu olan yenin yükselme eğilimi, bir ara ABD'de tavana ulaşan reel faiz oranlarının zirveye çıkardığı ABD para birimi karşısında geçici olarak duraklasa da, çözülmeden duruyordu. Bu yüzden, ABD'nin artan dış ticaret açıklarının ters yüzü olan Japon dış ticaret fazlalarının yen üzerinde yukarıya doğru baskı yapması kaçınılmazdı. Üstelik bundan sonra Japonların ABD doları cinsinden

6 Murphy, *Weight of the Yen*.

varlıklara yaptıkları yatırımların artan getirileri de bu baskıyı kuvvetlendirecekti. Dünya ekonomisinin, Birinci Dünya Savaşı'nı takip eden çeyrek yüzyıldaki dinamizmini kestirilebilir bir gelecekte yeniden kazanması mümkün olmadığından yenin yükselme eğilimi daha da ürkütücü hal alıyordu. Japonya'nın ithalat pazarının baskı altında olduğu ve dünya pazarlarında etkin olan durgunluk varsayımları altında ihracata-bağımlı Japon ekonomisinin etkin biçimde kaçabileceği tek yol olarak yüksek dolar kalmıştı. Yurtdışından daima-artan para girişini cazip tutmak için yüksek faiz oranlarına müsamaha eden Reagan yönetimi tam da bunu sağlıyordu. Ancak ABD imalat sektörünün uluslararası mali işlemlerin gerekleri için yaptığı fedakârlık uzun vadede sürdürülebilir değildi.

1980'lerin ortalarına gelindiğinde Japonya'nın rekor kıran dış ticaret fazlaları ile ABD'nin rekor kıran dış ticaret açıklarının bir araya gelmesi, gerek 1970 sonrası ve gerekse 1975 sonrasında Japon genişlemesini sarsan türden ayarlamalar için giderek artan biçimde baskı yaratıyordu. Japon hükümeti, Japonya'nın süregiden ihracata dayalı büyümesi karşısına ciddi bir tehlike yaratsa da, 1985 yılında Plaza Anlaşması'nı kabul etmek zorundaydı. Gerçekte de Japon otoritelerinin başka şansı yoktu. Çünkü Japon üreticilerin vazgeçemeyecekleri ve o sırada yüksek dolar baskısıyla krize girmiş ABD imalat sektörünün harekete geçirdiği korumacı eğilimlerin hüküm sürdüğü ABD pazarına girmelerinin tek yolu bu anlaşmayı imzalamaktı. Bununla birlikte, Anlaşma sonrası yenin değerinde meydana gelen artış dalgası ki 1971'den beri üçüncü kez oluyordu Japon otoritelerinin beklentilerinin çok üstünde gerçekleşti. 1985 ile 1988 arasında yenin değeri, 1971-73 ve 1975-78'deki artışları geride bırakacak şekilde, ticari-ağırlıklı olarak %56, dolar karşısında da %93 sıçrama yaptı. 1988'e gelindiğinde, Mart 1985'te 260/dolar olan yen-dolar kuru 120/dolara ulaşarak 1970'teki tepe noktası olan 210/doların neredeyse iki katına ve Aralık 1971'deki değeri olan 360/doların üç katına çıkmıştı (bkz. yukarıda, s. 82, Şekil 2.6 ve s. 118, Şekil 3.3). Artık Japon ekonomisi ve onun ihracata-bağımlı imalat sektörü, 70'lerde doların

değeri tavan yaptığında ABD imalat sektörün başına geldiği üzere, daha önce görülmedik düzeyde baskı altındaydı.[7]

1986'ya gelindiğinde Japon ekonomisi 1950'den sonraki muhtemelen en derin krizle karşıya kalmıştı. Yen efektif kuru %46 artışla yıkıcı etki yaptı. 1984 ve 1985 yıllarında sırasıyla nominal olarak %15,5 ve %4 artan Japonya mamul mal ihracatı aniden yıllık %15,9 oranında geriledi. İmalat sektörü üretimi de düştü, özel sektör büyüme hızı %1,2'ye indi ve ekonomi esaslı bir daralmaya doğru gitmeye başladı. Tehditle baş edebilmek üzere hükümet, 1970'lerde yaptığı gibi, ekonomiyi canlandırmak, aynı zamanda varlıkların değerini yükseltmek amacıyla para politikasını aşırı derecede gevşetti. Faiz oranını %5'ten %3'e indirdi ve 1987'de savaş-sonrasının en düşük değeri olan %2,5'e çekti. Hükümet eşzamanlı olarak, özvarlık ve emlak fiyatlarını suni olarak şişirmek amacıyla bankaların gayrimenkul şirketlerine ve aracı kurumlara verdikleri kredilerde büyük bir genişlemeyi teşvik etti. Amaç sadece şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürmek değildi; aynı zamanda onların ellerinde bulunan büyük miktarlardaki emlak ve hisselerin değerlerini şişirerek servetlerini artırmaktı. Fiyatları yükselmiş hisse senetlerinin yarattığı servet etkisi, aynı zamanda, başta emlak olmak üzere hane halkının elindeki varlıkların değerini arttırarak onların tasarruftan uzaklaşmalarını teşvik edecek ve tüketim harcamalarını kışkırtacaktı. Her şey plana uygun yürürse, Japon imalat sanayicileri yatırım artışını, uluslararası rekabet güçlerini yükselen yenin etkisini bertaraf etmeye yetecek noktaya kadar taşıyacakları para ve teşvike kavuşmuş olacaklardı ve aynı zamanda Japon ekonomisini ihracattan uzaklaştırıp iç pazara yönelteceklerdi.[8]

---

7 Bu konu ve önceki paragraf için, bkz. C.R. Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Washington, DC, Institute for International Economics, 1994, s. 144-7.

8 Bu konu ve sonraki paragraph için, bkz. Murphy, *Weight of the Yen*, s. 209-18, T. Taniguchi, *Japan's Banks and the 'Bubble Economy' of the Late 1980s*, Princeton University, Center for International Studies, Program on US-Japan Relations, Mongraph Series, no. 4, Princeton, 1993, s. 9; Y. Noguchi, "The 'Bubble' and Economic Policies in the 1980s", *Journal of Japanese Studies*, cilt xx, no. 2, Yaz 1994.

Hükümetin ultra-ucuz para denemesi umulduğu gibi hızla artan spekülasyonu ve o zamana kadar görülmedik bir mali balonu kışkırtarak, 80'lerin sonuna dek sürecek güçlü ve yeni bir döngüsel iyileşme meydana getirdi. Gayrimenkul şirketleri ve aracı kurumlar daha sonra yüksek fiyattan satmak üzere emlak ve hisse senedi alabilmek için geniş çaplı borçlanmaya gittiler. Arazi fiyatları çok hızlı yükseldi, konut ve ticari binaların fiyatları 1986 ile 1989 arasında ikiye katlandı. Tokyo Borsasında hisse senedi fiyatları da 1989 sonunda iki yıl öncesine göre ikiye katlanıp, tarihi doruğa ulaştı. Tüketiciler tasarruf oranlarını düşürüp tüketim harcamalarını arttırdılar ve bu arada konut inşaatları patladı. Şirketler, başlangıçta, hisselerinin ve ellerindeki arazilerin değerlerindeki muazzam artışları borç finansmanının yanı sıra para piyasalarından düşük maliyetle topladıkları fonları yüksek faiz getirili mevduatlara yatırarak gerçekleştirdikleri mali manipülasyonlarda ('zaitech') kullandılar. Fakat zamanla, hükümetin olmasını istediği üzere, servetlerindeki bu devasa artışlardan ve aynı zamanda tüketici talebindeki artıştan yararlanarak, 1960'lardan beri görülmedik ölçekte makine teçhizat yatırım hamlesine kalkıştılar. 1986 ile 1991 arasında, özel sektör makine teçhizat yatırımları yıllık ortalama %10,5, GSYİH yıllık ortalama %4,8 artarken ekonomi patladı.

Japon imalat sanayicileri, tıpkı 1970'lerin ortalarında paraları değer kazandığında yaptıkları gibi, 1985'ten sonra değeri artan yen karşısında ihracatlarını sürdürebilmek için üretimi geliştirme ve dönüştürme yönünde büyük çaba harcadılar. 1985 ile 1991 arasında gayrisafi sermaye stok artışını yıllık ortalama %6,7 düzeyinde sürdürdüler. Bu noktada doların değer kaybetmesinden yararlanan ABD'li imalat sanayicileri aynı yıllarda kendi sermaye stoklarını bu oranın üçte birinden daha düşük bir hızda arttırdılar. Böylece Japon imalat sanayicileri saat emek verimliliğini yıllık ortalama %5,4'le arttırdılar, bu oran ABD'de %2,2 oldu. Gerçekten de 1980'lerin sonunda Japon imalat sanayicileri ileri-teknoloji veya ileri-teknoloji ile sermaye-yoğun tekniklerin bir arada kullanıldığı ürünlerin toplam

üretimlerine oranını hemen hemen %85'e çıkarmayı başarmışlardı. Bu bakımdan ileri-teknoloji ve yüksek-ücret gerektiren üretim hatlarındaki ihtisaslaşma düzeyleriyle ABD'dekileri yakalamış, düşük-ücret ve düşük-teknoloji üretim hatlarından kurtulma konusunda ABD'dekileri geçmişlerdi.[9]

Balonun başarısızlığı

Yine de, çok yönlü ayarlama çabalarına karşın, Japon imalat sanayicileri imalatta etkinliği artırmak, rekabetin daha az vahşi olduğu yeni teknoloji-yoğun endüstrilere girmek yoluyla yenin büyük revalüasyonunun zorunlu kıldığı maliyet artışlarını dengelemekte zorlandılar. Dolayısıyla, sonuçta, imalat sektörü ihracat artışındaki keskin düşüşü önleyemediği gibi, imalat sektörü kârlılığında anlamlı bir artış da sağlayamadı. Balon, Japon üreticilerin yokluğunda kaçınılmaz olarak karşılaşacakları türden bir kârlılık ve sermaye birikimi düşüşünü bir süreliğine savuşturmalarını ve muazzam bir ekonomik patlama görüntüsü elde etmelerini sağladı. Ancak Japon imalat sanayicileri balonun geçici canlandırma etkisi için daha uzun vadede ağır bir bedel ödemek zorunda kaldılar.

1985 ile 1991 arasında Japon üreticiler, yatırım artışındaki büyük sıçrama ve bunun sonucu ortaya çıkan verimlilik artışının birikimi yoluyla imalat sektörü birim emek maliyetlerinin yıllık ortalama artışını *ulusal düzeyde* ancak %0,3'le sınırlamayı başardılar. Ancak yenin efektif (ticari-ağırlıklı) kuru aynı dönemde yıkıcı biçimde yıllık ortalama %6,9 arttığı için birim emek maliyetlerinin *uluslararası düzeyde* (ticaret ortaklarının paraları cinsinden) yıllık ortalama %5,5'e fırlamasını önleyemediler. Japon üreticiler yen cinsinden ihraç fiyatlarını yıllık ortalama -%3,5 baskıladılar, fakat bu fiyatlar *uluslararası düzeyde* yine de yıllık ortalama %3,4 arttı. 1985-91 arasındaki dönemde Japonya'nın yıllık ortalama ihracat artışı, 1979 ile 1985 arasındaki hızının üçte birinden daha düşük bir seviyeye,

9 OECD, *Industrial Policy in OECD Countries*, Paris, 1994, s. 117,134.

%3'e indi ve şayet ABD'nin devasa bütçe ve dış ticaret açıklarından kaynaklanan güçlü destek olmasaydı, daha da düşebilirdi. Japon ihracatının dünya toplam ihraç pazarındaki payı 1986'da %10,3 iken 1990'da %8,5'e düştü. Bir karşılaştırma yapmak gerekirse, doların yen karşısında %50 devalüe olduğu bu yıllarda ABD'li ihracatçılar ihraç fiyatlarını ulusal düzeyde yıllık ortalama %2,3 arttırabildikleri gibi, ihracat artış hızları Japon'ların elde ettiği oranın iki katından fazlaydı; bu arada dünya ihraç pazarlarındaki paylarını da bir miktar genişlettiler.

Japon üreticiler düşen ihracat artışlarını kâr hadlerinde anlamlı bir artışa da tahvil edemediler. Yen cinsinden ihraç fiyatları, maliyetler karşısında öyle kuvvetli bir baskı altındaydı ki imalat sanayi ihraç ürünlerindeki kârlılık oranı doğal olarak kısıtlı kalıyordu. OECD verilerine göre Japon ihracatçılar değerlenmiş yene atfedilebilecek maliyet artışlarının ancak ortalama %75'ini fiyatlara yansıtabildiler.[10] Bu yıllarda imalat sanayi ihracat katma değerinin imalat sanayi toplam katma değerine oranının %45'i yakaladığı düşünülürse, Japon üreticilerin neyle karşı karşıya kaldıkları daha iyi anlaşılır. Balondan miras kalan sermaye maliyetleri ve talebin sübvanseye edilmesi şeklindeki avantajlara rağmen, imalat sanayicileri kâr hadlerini 1985'teki düzeyinin üzerine çıkaramadılar. 1985 yılında kâr haddi 1973'ün zaten düşük olan düzeyinin %10 altındaydı. Bu avantajlar geçici olduğundan ve balonun patlamasıyla ortadan kalktığından, makul hızda bir sermaye birikimini sürdürmenin koşullarını yeniden tesis edemediler.

Japon imalat sanayicileri, balon sayesinde –ve balonun sunduğu çok ucuz sermaye ve büyük yurtiçi talep artışı sonucunda– yükselen yenin yarattığı olumsuz göreli maliyet koşullarına rağmen kâr hadlerini korumayı, büyük bir yatırım hamlesini üstlenmeyi ve tüm dünyanın kıskandığı bir ekonomik genişlemeyi desteklemeyi başardılar. Ancak, o zaman belki daha da bariz olduğu gibi, genişleme, balona bağımlılığı nedeniyle sürdürülebilir olmasını önleyen çürük temeller üzerindeydi.

10 OECD, *Economic Survey: Japan 1989*, s. 93,95. OECD, *Economic Survey: Japan 1988*, Paris, 1988, s. 55-7.

Şirketlerin (ve bazı hanehalkının) kâğıt üzerindeki servetlerini artıran aşırı yükselmiş hisse ve emlak fiyatlarına, rekor düzeyde düşük faiz oranları ve muazzam şişirilmiş hisse değerleri nedeniyle neredeyse bedavaya gelen sermayeye ve servet etkisinin yanı sıra rekor düzeyde düşük oranlarla borçlanabilme olanağının desteklediği tüketim patlamasına dayanıyordu. Fakat balon bir kez sönünce tüm bu müşevvikler ortadan kaybolmaya veya tersine dönmeye, böylece onlara dayalı yatırım ve tüketim artışı da geri çekilmeye mahkûmdu.

Japon imalat sektörü balonun içeriye doğru patladığı noktada bile yükselen yen ve azalan uluslararası rekabet güçleriyle baş etmek zorundaydı. Fakat artık sektörün kârları eskiden olduğu gibi mallarına olan talebin büyümesiyle ya da hisse ve emlak fiyatlarındaki artışların sermaye maliyetlerinde geçici olarak yarattığı indirimlerle artamayacaktı. Üstelik durumları, neredeyse bedava finansmanın yarattığı devasa aşırı-kapasite; servet etkisinin ters yönlü sonucu olarak ve borç yığını altında ezilen hanehalkı ve şirketlerin ödeme tablolarını düzene sokma ihtiyaçlarıyla hızla düşen talep artışı ve son olarak hisse ve emlak fiyatlarının düşmesinin öngörülebilen sonucu olarak geri dönmeyen kredi yığını altında kalan bankaların borç verme kapasitelerinin düşmesi gibi nedenler yüzünden daha da zorlaşacaktı.

Japonya'da daralma, 1991-95

Japon otoriteleri, 1989 ve 1990 yıllarında, borsa ve emlak balonlarını dizginleyebilmek için faiz oranlarını sert biçimde artırdılar. Bunu yaparken derinleşen bir daralmanın kıvılcımını çaktılar. Daralma sadece balonun patlamasından değil, aynı zamanda balonun ekonomiye ağır tempolu bir dünya ekonomisi içinde azalan rekabet gücü sorununu çözme kapasitesi sunamamasından kaynaklanmıştı. 1991 Şubat'ındaki döngüsel doruğun arkasından savaş-sonrası dönemin ikinci en uzunu olan 32-aylık daralma geldi.

Aşırı-kapasite

Her şeyden önce şirketlerin çoğu kendilerini kullanabileceklerinden daha üretken kapasiteye sahip durumda buldular. Bu, balonla geçen yıllar boyunca yapılan büyük hacimli yatırımları karşılayan, neredeyse sıfır maliyetli sermayeye erişme kolaylığının mirasıydı. Üstelik hisselerinin değeri düşen şirketlerin fon maliyetleri, faiz oranları %2,5'ten %6'ya çıktığı için pahalılaşmıştı. Hanehalkı ve firmalar harcamalarını kısmakla kalmayıp borçlanmayı azaltıp tasarruflarını arttırdıkları için, şirketler daralan taleple karşı karşıya kaldılar. İşleri daha da kötüleştirense, işten çıkarma konusunun ağırdan alınmasının yanı sıra, daha önce düşük faizlerle aldıkları muazzam kredilerin artan faiz ödemelerinden kaynaklanan olağandışı yüksek sabit maliyetlerle kıpırdayamaz hale gelmeleriydi.

Aynı gelişmenin önemli bir parçası da bankaların artan mali kırılganlıklarıydı. Önceki beş yılda, şu anda kârları iyice kısılan aşırı genişlemiş imalat sanayi firmalarına ve yine balonun çökerek patlamasıyla iflas noktasına gelmiş gayrimenkul şirketleriyle aracı kurumlara emlak ve hisse senedi spekülasyonu için kullandırdıkları muazzam kredilerin bedelini ödemek zorunda kaldılar. Daralma başladığında bankalar kendilerini çok büyük miktarlarda geri dönmeyen krediyle karşı karşıya buldular. Kredilerin geri dönmemesi onların yeni kredi verme olanaklarını zayıflatıyor ve daha ötesi ekonominin bütününde sermaye birikimini yavaşlatıyordu. 1991 ile 1995 arasında Japonya'da GSYİH, yıllık ortalama ancak %0,8'lik artışla sendelemeye başladı.[11]

Şayet daralmanın kaynağı olarak, servet etkisinin tersine dönmesi ve özellikle balondan miras kalan aşırı kapasite gösterilecekse, uzun sürmesinin nedeni olarak da daralmanın temelinde yatan, daha önce 1980'lerin ortasında iktisadi çöküntü yaratma tehdidi sergileyen ve balon esnasında çözülmeden kalan aynı yapısal sorunun uzun ömürlü olması gösterilebilir.

11 OECD, *Economic Survey Japan 1998*, Paris, 1998, s. 21-35.

Ekonomi, imalat sanayinde sistematik olarak süren aşırı-yatırım nedeniyle içinde barındırdığı aşırı-kapasite eğilimiyle baş edebilmek için ihracat artışı yaratmak zorundaydı. Yerli paranın artma eğilimi ve uluslararası ekonominin, sistem genelinde hüküm süren imalat sektörü aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununun kaynaklanan uzun-vadeli durgunluğu aşamaması karşısında, ihracat artışını gerçekleştirmek giderek zorlaşıyordu./Sorunun giderilmesi, sistemde yaygın olan ve hükümetin de nihai olarak güvence verdiği karşılıklı destek yüzünden daha da zorlaşıyordu. Söz konusu destek ekonominin merkezindeki sanayi ve mali şirketleri kapanmaktan ve hatta makine, teçhizat ve emek fazlalarını budamak zorunda kalmaktan alıkoyuyordu. Böylece ekonominin standart kapitalist metotlar olan iflas, küçülme ve işten çıkarma yollarıyla fazlalık olarak duran, yüksek-maliyetli üretim araçlarını tasfiye etmesi önemli ölçüde engellendi. Kârlı olmayan veya önemsiz oranda kâr eden üretim araçlarının üretimde kullanılmaları fiyatlar üzerinde aşağıya doğru can yakıcı baskı yaptı.

1991'den 1995'in sonuna kadar yen, 1971'den beri dördüncü dalga olarak, bir kez daha değerlendi. 1980'lerin son yıllarında, Japon hükümetinin aşırı ölçüde düşük tuttuğu faiz oranlarından cesaret alan Japon kapitalistlerin ABD varlıklarından büyük miktarlarda satın almaları doları desteklerken, yeninkini aşağıya çekmişti./ Fakat ekonomik daralma patlak verdiğinde, yurtdışı yatırımlarını azaltmak hatta sonlandırmak, yurtdışındaki mülklerini nakde çevirip ülkeye geri getirmek zorunda kaldılar. Böylece Japonların ellerinde tuttukları ABD Hazinesine ait mali enstrümanların, ABD'ye ait şirketlerin hisse senetlerinin ve diğer ABD kaynaklı varlıkların miktarı hızla düştü. Aynı zamanda yurtiçi talebin düşmesi ve ABD'de daha önce başlayan canlanmanın etkisiyle ithalatın ihracat karşısındaki göreli artışı yavaşladığı için dış ticaret fazlası tekrar genişledi. Bu arada Japon hükümeti nominal faiz oranlarını ABD'deki faizlerin altına indirmiş olduğu halde, Japonya'daki reel faiz oranları ABD'dekilerin üstünde kaldı. Çünkü Japonya'da hüküm süren ekonomik daralma fiyat artışlarını

ABD'dekilere kıyasla gerektiğinden daha çok düşürmüştü. Dolara karşı yene olan göreli talebini artmaktan başka çaresi yoktu ve 1990 ile 1995 arasında paranın efektif kuru cezalandırıcı şekilde yıllık ortalama %9,5 arttı. Bu artış önceki beş yılın artış hızından fazlaydı ve yenin dolar karşısında değeri bu yıllarda toplam %54 yükselmişti[12] (bkz. yukarıda, s. 82, Şekil 2.6 ve s. 118, Şekil 3.3).

Japon üreticiler, değeri yükselen yen nedeniyle artan maliyetlerini telafi etmek için, 1980'lerin ortalarında yaptıkları gibi, 1970'lerin başında ve sonunda verimliliklerini bir adım daha ileri götürmeyi seçtiler. 1990'ların ortalarına gelindiğinde ihraç ürünlerinin teknolojik düzeyini bir basamak yükseltmeyi başarmışlardı. 1985'te %55 olan ileri teknoloji-yoğun ürünlerin –(sanayi robotları gibi) gelişmiş sermaye malları, (LCD ekranlar ve diğer bilgisayar gereçleri ile telekomünikasyon cihazları gibi) yedek parçalar ve (seramik gibi) sınaî ara mallar– toplam ihracat içindeki payını %80'e çıkarırken çelik, otomobil ve ev elektroniği gibi sermaye yoğun ama orta düzeyde teknoloji gerektiren ürünlerin payını küçülttüler. Sermaye mallarının toplam ihracat içindeki payını da %48'den %62'ye çıkardılar, bu arada katma değeri düşük tüketim mallarının payı da en aza inmişti.[13] Ancak iyileştirici bu hamleler ihtiyaç duyulanın çok gerisindeydi.

Japon üreticiler artık verimlilik artışını yükseltemiyorlardı ve bu yüzden de hızla değerlenen yen yüzünden artan maliyetlerini bertaraf etmek için maliyet artışını yeterince kısamıyorlardı. Bunun nedeni ihtiyaç duydukları çok yüksek sermaye birikimi oranlarının, getiri oranları izin vermediği ya da haklı çıkarmadığı için, yanına bile yaklaşamamalarıydı. 1980'lerin ikinci yarısında yatırım ve verimlilik artışını kâr hadlerinin düşmesini önleyecek ölçüde arttırmayı başardılar. Bunu sadece balondan

12 Murphy, *Weight of the Yen*, s. 287-8; OECD, *Economic Survey: Japan 1993*, Paris, 1993, s. 9.

13 M. Yoshitomi, "On the Changing International Competitiveness of Japanese Manufacturing Since 1985", Oxford Review of Economic Policy, cilt XII, no. 3, 1996; OECD, *Economic Survey: Japan 1996*, Paris, 1996, s. 31.

sağladıkları muazzam faydalar nedeniyle yapabildiler. Fakat 1985 ile 1991 arasında çok daha fazla artmış olan kârlılık nedeniyle 1990 ve 1991'de sırasıyla yıllık ortalama %9 ve %11 artış kaydeden ticari yatırımlarla imalat sanayi yatırımları, 1992, 1993 ve 1994 yıllarında –aşırı-kapasitenin baş göstermesi, talep artışının azalması, sabit maliyetlerin artması ve balonun uyaran etkisinin sönmesiyle düşüşe geçen kârlılık gibi nedenlerle– sırasıyla yıllık ortalama %7 ve %14 azaldılar. 1991 ile 1995 arasında yatırımların GSYİH içindeki payı %20'den %14'e geriledi. Bu dönemde sermaye stokunun yıllık ortalama artışı 1985-91 ortalamasının üçte birine düştü.[14]

Sermaye birikimi bu denli hızlı küçülürken, üreticiler maliyetleri 1980'lerin ikinci yarısındaki yöntemleriyle düşürmenin olanaksızlığını gördüler. 1991 ile 1995 arasında imalat sanayinde verimlilik artışı 1985-91'e kıyasla %50 azaldı. Bunun sonucu olarak, 1985 ile 1990 arasında yılda %1'e inmiş olan birim emek maliyetleri artışı, ulusal düzeyde oldukça hızlı (1995'e kadar), hatta rakiplerinin ve ticari ortaklarınınkilerden daha hızlı oldu. Birim emek maliyetleri gerek uluslararası düzeyde gerekse ticari-ağırlıklı olarak, olağanüstü bir hızda, yılda ortalama %11 ile hızla-artan efektif kurdan daha hızlı artarak Japonya'nın ihracat pazarındaki rekabet gücünü ciddi ölçüde düşürdü.

Uluslararası rekabet güçleri hızla düşen Japon sanayiciler ne ihracatta büyüme artışı sağlayabildiler, ne Japon pazarında hızla artan ithalatı durdurabildiler, ne de kâr hadlerindeki ciddi erozyonu önleyebildiler. Japon üreticiler, 1991 ile 1995 arasında, dünya ihraç pazarlarında paylarını korurlarken, ihracatlarını ancak 1985 ile 1991 arasında gerçekleştirdikleri düşük artış oranında (%3,1) arttırabildiler (bkz. yukarıda, s. 117, Şekil 3.2). Ancak bunun karşılığında çok büyük bir bedel ödediler. Bu kadar mütevazı bir ihracat artışı için bile ihraç fiyatlarını yıllık ortalama %3,9 düşürmeleri gerekti. Japon ihracatçılar böylelikle 'para birimlerinin değerindeki artışın üçte ikisini si-

14 OECD, *Economic Survey: Japan 1998*, s. 28, Tablo 3.

nelerine çekmiş' ve doğal olarak kârlılıklarındaki çok büyük daralmayı kabullenmek zorunda kalmışlardı.[15] Aynı dönemde imalat sektörü ithalatının Japon pazarına nüfuz etme hızı, %3'ün biraz altından %8'in biraz fazlasına çıkarak hacim *olarak (sabit fiyatlarla)* üç katı arttı. İthalatın nüfuz etme hızının *değer olarak (cari fiyatlarla)* belli belirsiz artmış olması bir tezat gibi durabilir. Ancak bu, Japon sanayicilerin, kârları pahasına olsa da fiyatları aşağı çekerek –ihraç pazarlarını olduğu gibi– ithalat pazarlarını da savunmadaki başarılarını göstermektedir.[16]

Japonya'nın kurumsal yapısı ve ekonominin işçilerden veya makine teçhizatından kurtulmasının önündeki engeller veri alındığında yüksek-maliyetli, düşük kârlı üretim araçlarının tasfiyesi ancak ciddi bir daralma sürecinde yavaş yavaş ilerleyebildi. Bu da fiyatlar üzerindeki aşağıya doğru baskının tüm ekonomiye yayılmasına yol açtı. 1991 ile 1995 arasında, GSYİH deflâtöründeki artış istikrarlı şekilde düşerek 1994 ve 1995 yıllarında sıfırın altına indi. Aynı dört-yıllık dönemde imalat sektörü ürün fiyatları artışı ortalama -%1,5 oldu. 1987-88 arasında ulaşılan 1980'lerin doruk noktası ile daralmanın dibindeki (1993-94) en düşük noktası arasında Japon iş dünyasının tamamında kârlılık %40'tan fazla düştü. Eşzamanlı olarak, imalat sektörü kâr haddi tam üçte ikisini kaybederek bozguna uğradı (bkz. yukarıda s. 55, Şekil 1.3 ve s. 116, Şekil 3.1).[17]

Doğu Asya'ya yöneliş

Japon sanayiciler, 1985'te imzalanan Plaza Anlaşması'ndan beri değerlenen yen yüzünden azalan rekabet güçlerine çare olarak üretim, ticaret ve mali faaliyetlerini Doğu Asya'ya yönlendirmişlerdi. 1990-91'de balonun patlamasının ardından ye-

15 Yenin değer kazanmasından kaynaklanan maliyet artışlarının ihraç fiyatlarına yansıtılmasındaki güçlükler ve bunlar sonucu olarak kârlılık üzerindeki aşağıya doğru baskı hakkında, bkz. OECD, *Economic Survey. Japan 1993*, s. 31; OECD, *Economic Survey. Japan 1994*, Paris, 1994, s. 22, 27 (alıntı).

16 OECD, *Economic Survey. Japan 1995*, Paris, 1995, s. 24-5, özellikle Şekil 14B.

17 OECD, *Economic Survey. Japan 1996*, s. 18, Şekil 4.

nin değer kazanması devam ederken yurtiçi yatırım beklentileri söndüğünde bu yöndeki çabalarını iki kat artırdılar. Düşünceleri, Japonya'nın içindeki üretimi, ülkenin yüksek vasıflı ancak pahalı işgücüne dayalı, giderek daha fazla yüksek teknoloji gerektiren üretim hatlarında yoğunlaştırıp, daha az gelişkin mevcut üretimi de söküp Doğu Asya'ya götürerek oradaki ucuz, ancak çoğunlukla dolara endeksli yerel para birimleri karşısında değeri artmış olan yen ile daha da ucuzlayan işgücü ile birleştirmekti.

Bu girişimin merkezinde Japon çokuluslu şirketlerinin Doğu Asya'da, tedarikçi ağlarıyla birlikte büyük ölçekli yan kuruluşlar tesis etmeleri yer almaktaydı. Bu, Japon şirketlerinin ABD pazarına dolaylı yoldan nüfuz etmesini mümkün kıldı. Koruma duvarları ve yenin hızlı yükselişi nedeniyle bu pazarlara doğrudan doğruya girmeleri iyice güçleşmişti. Bu, aynı zamanda, onlara Asya'nın hızla büyüyen pazarlarına girme kolaylığı sağladı. Ilave olarak, Doğu Asya'da Japonların yüksek teknolojiye dayalı sermayesine ve ara mallı ihraç ürünlerine talebi canlandırdı. Devletle birlikte hareket ederek, bu sürecin uyumlu şekilde ilerlemesinde temel rol oynayan Japon bankaları, Doğu Asya'da faaliyet başlatan Japon şirketlerine devasa krediler açtılar. Aynı zamanda Doğu Asyalı şirketleri de kredilendiren Japon bankaları Tayvan ve Filipinler dışında bölgedeki tüm ülkelere dış kredi sağlayan en büyük kaynak oldular.[18]

1990'ların ilk yarısında imalat sektörünün Doğu Asya'daki yatırımlarında kârların satışlara oranının ortalaması Japonya'daki ortalamanın *üç katı* oldu. Emek-yoğun tekstil sanayindeki yan kuruluşlar, Doğu Asya'daki ücretlerin çok daha düşük olması nedeniyle, özellikle kârlıydılar. Dönüşümün bilinç-

18 Bu konu ve önceki paragraf için, bkz. W. Hatch ve K. Yamamura, *Asia in Japan's Embrace. Building a Regional Production Alliance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996; M. Bernard ve J. Ravenhill, "Beyond Product Cycles and Flying Geese: Regionalization, Hierarchy, and the Industrialization of East Asia", *World Politics*, cilt xlvii, Ocak 1995; R. Bevacqua, "Whither the Japanese Model? The Asian Economic Crisis and the Continuation of Cold war Politics in the Pacific Rim", *Review of International Political Economy*, cilt v, Sonbahar 1998.

li şekilde çok hızlı yapıldığını anlamak kolay. 1996'ya gelindiğinde Doğu Asya, Japon ihracatının %40'ını, imalat sektörünün doğrudan dış yatırımlarının da bir o kadarını emiyordu. Altı yıl önce bu oranlar ihracatta %30, yatırımlarda ise %20 idi. Üstelik gelişmiş kapitalist ekonomilerin Doğu Asya'ya açtığı kredilerin %30-40'ı Japon bankalarınca sağlanmıştı.[19]

Düşüşten çıkış yok

1994 yılında, Japon ekonomisi sonunda daralmadan çıkıyor gibi oldu. Fakat canlanma, yenin bir kez daha büyük oranda yükselişe geçmesiyle bir kez daha kesintiye uğradı. Daha önce sık sık dolar devalüasyonları nedeniyle zor durumda kalan Japon yatırımcılar bu kez ABD varlıklarını satın alma konusunda eskiye kıyasla çok daha isteksiz davrandılar. 1994 sonu, 1995 başında Meksika pezosu krizi patlak verdiğinde yeniden dolardan kaçış başladı ve Nisan 1995'te yen 79/dolar ile tarihindeki en üst değere çıktı. 1994-95 yıllarında imalat sektörünün Doğu Asya yatırımları neredeyse ikiye katlandı. Oysa bu yatırımlar önceki iki yılda ancak %50 artmıştı. Bu noktada, yurtdışındaki üretim, yurtiçi üretimle istihdam üzerinde ilk defa olumsuz etkiler yarattı. Yurtdışındaki Japon yan kuruluşlarına yapılan sermaye ve yedek parça ihracatının gelirleri, yurtdışındaki üretimin Japon ihracatını ikame etmesinin yol açtığı kayıplarla yine yurtdışındaki yan kuruluşlardan yapılan ithalattaki artışın yarattığı kayıpları telafi etmeye yetmiyordu. Aynı dönemde, ithalat artışı aniden ivme kazanarak GSYİH'nın büyümesinde temel bir engel teşkil etti.[20] 1994 ile 1995 arasında, imalat sektörü ürün fiyatları yıllık ortalama %3 düştü; bu, savaş-sonrasının en büyük iki-yıllık düşüşü oldu.[21] 1995'in ilk yarısında, Japon

19 Bevacqua, "Whither the Japanese Model?", s. 414-15; OECD, *Economic Survey. Japan 1995*, s. 26, 154.

20 OECD, *Economic Survey. Japan 1994*, s. 39; OECD, *Economic Survey. Japan 1995*, s. 25; OECD *Economic Survey. Japan 1998*, s. 27, 30-2; G. Baker, "A Powerful Pull on the World", *Financial Times*, 31 July 1995.

21 Daha önceki iki yılda, 1992 ve 1993'te, Japonya resmen daralma içindeyken imalat sektörü fiyatları değişmeden kalabilmişlerdi.

imalat sanayi bir kere daha durgunlaşmaya başlayıp, ülkeye yeni bir daralma –ve Japon sermayesinin ABD'den kaçması– tehdidi getirdi.

Almanya

Savaş-sonrası dönemin başından itibaren Alman ekonomisi, bir bakıma Japonlarınkine benzer şekilde, kendi kendisine zarar veren bir ihracat genişlemesi modelinin sıkıntısını çekti. Almanya, 1940'ların sonlarından 1960'ların sonlarına kadar ve özellikle 1950'ler boyunca, esas olarak imalat sanayinin yurtdışına yaptığı satışlarla, etkileyici bir büyüme gerçekleştirdi. Bunu, sadece uzun süren savaş-sonrası genişleme döneminde olağanüstü genişleyen dünya pazarını kullanarak değil, aynı zamanda bu pazardan sürekli artan bir pay alarak yaptı. Ancak, bu tür bir gelişme, sorun yaratan temel bir çelişki barındırıyordu. Alman otoriteleri ihracata dönük büyümenin koşullarını, yurtiçi talebin artışını baskılayan, yurtiçi maliyetler ve fiyatlardaki artışları aşağıda tutan kısıtlayıcı maliye ve para politikaları vasıtasıyla sağlamayı seçtiler. Çabaları, ihraç fiyatlarının yavaş artması sonucu ihracat artışının hızlanmasına yaradı ama aynı zamanda ithalatı yavaşlattı. Bu da (imalat sektörü) dış ticaret fazlasının kronikleşmesine ve Alman parasının değeri üzerinde yukarı doğru güçlü bir baskı yapmasına yol açtı. Görece yüksek faizlerle sıkı para uygulamaları, uluslararası açıdan aynı sonucu doğurdu. Hem orta hem de uzun vadede bu sendromun aşılmasının, gelişmiş kapitalist dünyada –ve ötesinde– uluslararası rekabetin yaygın şekilde yoğunlaşmasıyla eşzamanlı olarak sistem genelinde imalat sektöründe ortaya çıkan aşırı-kapasite ve aşırı-üretim nedeniyle kolay olmadığı anlaşılıyordu.

Daha 1961 yılında Alman otoriteleri markı %5 revalüe etmek zorunda kaldılar. Hamleleri, sadece yükselen dış ticaret fazlalarının değil, aynı zamanda Fransa ve İtalya gibi Avrupa'nın yükselen imalat sanayi ekonomilerinin yanı sıra, ABD ve Japonya'nın da katıldığı güçlü bir rekabet başlangıcının pe-

şinden geldi ve bu yüzden de, 1950'lerdeki çok hızlı ihracata dönük büyümenin sonu ile çakıştı.

1965'ten sonra, ABD ekonomisi ve hâkim olduğu pazarlar, Vietnam Savaşı'nın sebep olduğu rekor düzeydeki bütçe açıklarıyla hızla genişledi ve ABD'nın rekabet gücü bir kez daha azalırken, buna bağlı olarak Alman ve Japon ihraç ürünleri ABD'de yayıldı. ABD dış ticaret ve cari işlem açıkları muazzam boyutlara çıkarken Almanya ve Japonya'da bunun paraleli olan dış ticaret ve cari işlem fazlaları oluştu. Bu bağlamda, daha önce bahsedildiği gibi, ABD imalat sektörü kârlılığının sert şekilde düşmesiyle ABD'nin rekabet gücünde azalma ve sistem genelinde aşırı-kapasite baş gösterdi. 1965 ile 1973 arasında G-7 imalat sektörü toplam kârlılığı %25 düşüş kaydetti. Bu arada doların da düşmesi gerekti ve 1969 ile 1973 arasında mark dolar karşısında %32 değerlendiğinde Alman imalat sanayicileri kârlılıklarının %30 azaldığına tanık oldular. Kısaca, Alman imalat sektörünün kârlılığı, 1973'e gelindiğinde, 1955'teki tepe noktasından toplam %53 azalmış ve Almanya dünya ekonomisinin geri kalanıyla birlikte uzun süren bir düşüşe girmişti (bkz. yukarıda, s. 23, Şekil 1.1).

Sendrom 1970'lerde de aşılamadı. ABD ekonomisi büyüyen bütçe açıklarının yarattığı dürtü ile Alman ekonomisini 1974-75'teki derin petrol-krizi kaynaklı daralmanın içinden çekip çıkardı. Ancak bunu, dünya ticaretindeki derin düşüşün, kalıcı biçimde azalan rekabet gücü sorunu yaşayan Alman imalat sektörünü istihdam ettiği işgücünün neredeyse beşte birini işten çıkarmak zorunda bırakmasından sonra yaptı. Alman otoriteleri ihracata-dönük büyümeyi, bir kez daha son derece kısıtlayıcı makroekonomi politikalar benimsemek suretiyle yurtiçi maliyetleri baskılayarak canlandırmayı denediler. Fakat Almanya'da doğan dış ticaret fazlaları, tabi ki paralelinde ABD'de ortaya çıkan dış ticaret ve cari işlem açıkları eşliğinde, markın yeniden yükselmesine ve buna bağlı olarak doların daha da düşmesine yol açtı. Almanya'da maliyetler paranın değerindeki artışı telafi edecek ölçüde küçültülemedi ve Alman imalat sektörü kârlılığı sermaye stoku artışında 1970'ler bo-

yunca derin bir çöküntüye sebep olarak daha da düştü (bkz. yukarıda, s. 23, Şekil 1.1).[22]

1980'ler: İhracata-dönük imalat sektörünün açmazı

Gelişmiş kapitalist dünyada çılgınca artan petrol fiyatları ile hükümetlerin uluslararası eşgüdümle benimsedikleri sıkı para tutumlarının bir araya gelmesi 1970'lerin sonunda, hemen hemen her yerde olduğu gibi, Almanya ekonomisinde de esaslı bir daralmaya neden oldu. 1980, 1981 ve 1982'de üç yıl boyunca yıllık ortalama GSYİH artışı %0'a indi. Bu arada imalat sektöründe, onun dışındakiler de değil, kâr haddi çok düşük seviyelere, ortalama olarak 1979'daki düzeyinin %50 altına indi. Ancak döngüsel düşüş Alman yönetiminin niyetinde değişikliğe yol açmadı. 1970'lerin son kısmında, Carter yönetiminin baskısıyla uyguladıkları, son derece başarısız olduğunu düşündükleri Keynesyen açıklar deneyimlerinden sonra 'sağlam maliye' uygulamalarını daha da ileri götürmeye yöneldiler.

Kuşkusuz, maliyetlerde etkinliği artırmak amacıyla ekonomik daralma hedeflemenin bir mantığı vardı. Alman imalat sanayi makine teçhizatının önemli kısmı, değeri bir türlü düşmeyen mark ve yoğunlaşan uluslararası rekabet yüzünden yine uluslararası açıdan atıl duruma düşmüştü; bu nedenle budanması, rasyonalize edilmesi, yenilenmesi ve değiştirilmesi gerekiyordu. Alman otoriteleri böylece ekonomiyi değişime zorlama işini piyasaya bırakmaya ve gerekli dönüşümü, Alman kapitalist kurumlarının ve özellikle de kendine has bir niteliğe sahip olan emek gücünün gerçekleştirmesine niyetlendiler. Oysa sorunun derindeki kökleri Almanya'ya özgü olmayıp uluslararası imalat sanayinin peşini bırakmayan aşırı-kapasite ve aşırı-üretimde yattığından, Alman ekonomisini böyle bir sorunla karşı karşıya bırakmak başarı getirmeyecekti.

---

22 Önceki iki paragraf için, bkz. R. Brenner, "The Economics of Global Turbulance", s. 70-6, 124-8, 173-8; H. Giersch, K. H. Paqué ve H. Schmieding, *The Fading Miracle. Four Decades of Market-Economy in Germany*, Cambridge, Cambridge University Press, 1992, özellikle s. 197-8.

Alman otoriteleri 1987'ye kadar kredi arzını anlamlı ölçüde gevşetmeyi reddettiler. Aynı zamanda 1980'de %3,1 olan bütçe açıklarının GSYİH'ya oranını da 1985'te %1,1'e indirdiler. ABD'de yükselen borçlanma maliyetleriyle eşzamanlı olarak Alman ekonomisinde de 1970'lerde ortalama %2,5 olan reel faiz oranları 1979 ile 1984 arasında ortalama %5,1 ve 1984 ile 1989 arasında da %4,1 oldu.[23]

Bu denli ağır deflasyonist baskı altında olan Alman ekonomisinin maliyet artışlarını keskin biçimde azaltması zor olmadı. İmalat sanayi, 1980 ile 1986 arasında hiçbir bir yılda, üretimi %2 arttırmayı başaramadı. Bu arada imalat sanayi işgücü, saat hesabıyla onda bir azaldı. Dolayısıyla imalat sanayicileri reel ücret artışını 1973 ile 1979 arasındaki yıllara kıyasla yarıya indirmeyi, rasyonalizasyon ve küçülmeyle verimlilik artışında belli bir iyileşme sağlamayı başardılar. Böylece enflasyonu kontrol altına almayı büyük ölçüde becerdiler. 1981'de %6,2 olan tüketici fiyat endeksi artışı 1987'de %0,6'ya indi. 1973 ile 1979 arasında %4,8 olan Alman imalat sanayi yıllık ortalama birim emek maliyetleri artışı 1982 ile 1990 arasında yarı yarıya azalarak %2,1 oldu.

Bu bağlamda yurtdışı satışlardaki büyüme yeni bir döngüsel iyileşmenin başlamasını sağladı. Özellikle Ronald Reagan'ın askerî Keynesciliğinin yarattığı canlanma doruktayken ve dolar mark karşısında hızla yükselirken, Japonya'da olduğu gibi Almanya'nın da ihracat artışı yukarı sıçradı ve 1984-85'te ortalama %8'e yaklaştı. Bununla beraber, ABD açıkları ve değerlenmiş dolar kombinasyonuna dayalı ihracata-dönük büyüme aslında elde edilemedi ve bir kez daha kendi kendisini sınırlayan bir sürece dönüştü.

İthalatın baskılanıp ihracatın artmasıyla Alman dış ticaret ve cari işlemleri hızla fazla verdi ve para birimi üzerinde yukarıya doğru durmadan artan baskı yapu. 1985'te Plaza Anlaşması yapılır yapılmaz mark sert biçimde değer kazandı, efektif kuru takip eden beş yılda yıllık ortalama %4,6 artu (bkz. yukarıda, s. 118.

23 Bu konu ve önceki iki paragraf için, bkz. R. Brenner, "The Economics of Global Turbulance", s. 226-7; Giersch ve diğerleri, *The Fading Miracle*, s. 192-5, 212.

Şekil 3.3). Alman üreticiler bu artışın maliyetler üzerindeki yükünün neredeyse tamamını sineye çekmek zorunda kaldılar ve imalat sanayi birim emek maliyetleri, bu yıllarda, uluslararası kıyaslamayla yıllık ortalama %4,2 arttı. Alman üreticiler, Japonya'dakiler gibi, ihracat artışını ve pazardaki paylarını düşürmemek için ihraç fiyatlarını düşük tutarak yollarına devam ettiler. 1985 ile 1989 arasında ulusal para birimi ile ifade edilen ihraç fiyatları yıllık ortalama %1,1 düştü. Ancak bunu yaparken kaçınılmaz olarak kârlılıktan fedakârlık etmek zorunda kaldılar. 80'lerin sonuna gelindiğinde bile imalat sektörü kâr haddi 1970'lerin sonundaki düzeyinden daha yukarıda değildi. Kâr haddi, 1970'lerin sonunda 1973'teki oranın %10, 1969'daki oranın %36 ve 1955'teki oranın %65 altındaydı (bkz. yukarıda, s. 23, Şekil 1.1).

İmalat sanayinin kârlılığı düzelemediği için imalat sanayi sermaye birikiminin canlanması da engelleniyordu. 1970'lerdeki düzeyinin zaten çok altına düşen imalat sanayi sermaye stoku artışı tekrar önemli ölçüde azalarak 1979 ile 1990 arasında yıllık ortalama %1,4 oldu; bu oran 1973 ile 1979 arasında düşük olmakla birlikte %2 idi. Sonuç olarak imalat sanayi emek verimlilik artışı da düştü. 1973 ile 1979 arasında yıllık ortalama %3,45 artan emek verimliliği 1979 ile 1990 arasında %2 artabildi. Bu dönemde Almanya, Kanada dışındaki G-7 ekonomileri içinde emek verimlilik artışı en yavaş ülke oldu.[24]

Yurtiçinde durağanlaşan yatırımların çaresi, Japonya'da olduğu gibi, yurtdışı yatırımlardaki patlama oldu. 1985'e kadar Almanların yurtdışında yaptıkları doğrudan yatırım tutarı yıllık ortalama 10 milyar mark gibi sabit bir seyir izliyordu ve geniş ölçüde de Almanya'ya gelen yabancı yatırım akımıyla dengelenmekteydi. Ancak, 1985 ile 1990 arasında mark tavana fırladığında, yurtdışındaki Alman doğrudan yatırımları üç kat artarak yılda 30 milyar mark oldu, ama bu arada Almanya'ya gelen doğrudan yabancı yatırım miktarı değişmedi.[25]

---

24 Bu konu ve önceki iki paragraf için, bkz. Brenner, "The Economics of Global Turbulance", s. 228-31.

25 P. Norman, "Savage German Shake-Out as Industrial Jobs Go Abroad", *Financial Times*, 7 Şubat 1997.

Bu yüzden Alman imalat sanayinin karşısında duran sorunu anlamak kolaydı. Sürekli olarak değeri yükselen para birimi yüzünden azalan rekabet gücü ve ihracat beklentileri, sistem geneline yayılmış aşırı-kapasite, aşırı-üretim sorunları göz önüne alındığında, maliyetleri kârlılığı artıracak düzeye indirmeye yetecek kadar yatırım yapılmasına yetmiyordu. Bu nedenle, 80'ler boyunca ekonomi tam kapasiteye dönmüşken imalat sanayindeki durgunluğun, savaş-sonrası dönemde ilk kez kitlesel olarak tanımlanabilecek işsizliğe yol açması anlaşılabilir bir durum. 1980'lerin ilk yarısında Almanya'da işsizlik oranı ortalama %7 oldu.

Alman imalat sektörünün yakasını bırakmayan yapısal zorluklar 1980'lerin sonu ile 1990'ların başlarında çok kısa süren bir genişlemenin arkasına gizlendi. Ekim 1987'de borsanın çökmesi karşısında hem Almanya'da hem de tüm gelişmiş kapitalist ekonomilerde makro-politikalar gevşetildi. Genel olarak Alman ekonomisi, özel olarak da Almanya'nın ihracatının büyüme hızı sıçradı. Sonra da birleşmenin ardından Alman hükümeti Doğu Almanya'nın ekonomisini yeniden inşa etme amacıyla kapsamlı bir sübvansiyon programını yürürlüğe soktu. Bunun sonucu fonların batıdan doğu Almanya'ya aktarılması, doğudaki talebi körüklediği için batı Alman firmalarında doping etkisi yaptı.

Bununla beraber, doğu Almanya'nın inşasını finanse eden rekor-kıran kamu açıkları sonsuza dek sürdürülemezdi. Kısa sürede enflasyonu alevlendirdiler; Alman otoriteleri bunu hoşgöremezdi. Nitekim, genişlemeyi sürükleyen makroekonomik uyaranlara hükmetmek üzere şevkle harekete geçip yeni bir daralmanın yolunu açtılar. Talebe yapılan sübvansiyonlar bitince, bunlara bel bağlayan Alman ekonomisi ekonomik daralma içine düşmekten kaçamadı.[26]

26 OECD, *Economic Survey. Germany 1990-91*, Paris, 1991, s. 15, 19-20.

Almanya'da daralma, 1991-95

Alman otoriteleri, 1991 yılında, Doğu Almanya'ya yapılan sübvansiyonları finanse eden belli başlı kamu açıklarının enflasyonist etkilerini bertaraf etmek üzere kamu harcamalarını kısıp vergileri arttırdılar. Ayrıca, uzun vadeli istikrarı temin etmek için uzun sürecek bir yüksek faiz oranları dönemi başlattılar. Böylece Alman otoriteleri derhal, istikrar ve daha ucuz ihraç ürünleri makroekonomik doğruculuğa dönme fırsatını bir kez daha buldular. Bununla birlikte, daha önce olduğu üzere yurtiçi pazarın büyük kısmını yok etmekle kalmayıp markın değerinin yeniden yukarıya doğru patlamasına sebep olarak Almanya'nın uluslararası alanda rekabet gücünü çarçur ettiler. İşler, ABD hükümeti dünya ekonomisinin çarklarını döndüren artan bütçe açıkları uygulamalarını sürdürmeyi bıraktığında daha da kötü oldu. Alman ekonomisi bir kez daha, imalat sanayinin sistem geneline yayılmış olan aşırı-kapasite ve aşırı-üretim koşulları altında uluslararası ölçekte görece yüksek maliyet sorunları ile karşı karşıya kaldı ve tıpkı Japonya gibi 1950'den bu yana en kötü ve en uzun ekonomik daralmaya girdi. 1991 ile 1995 arasında GSYİH ancak yıllık ortalama %0,9 ile büyüdü.

Kemer sıkma politikalarının geri dönüşü ile Alman ekonomisi 1991'den sonra daralmayı hafifletmek ve eskisinden daha da zor koşullarda iyileşmeyi temin etmek için zorla standart ihracat bağımlılığına tekrar sokuldu. Fakat büyük ölçüde yurtiçi maliyetleri düşük tutmak için aşırı yükseltilen faiz oranlarının bir sonucu olarak markın efektif kuru yıllık ortalama %4 hızla arttı(bkz. yukarıda, s. 118, Şekil 3.3). Almanya'nın azalan ithalat artışı gibi bu yüksek faiz oranları da Almanya'daki döngüsel düşüşü Avrupa'nın geri kalanına yaydı ve bu durumda Alman imalat sanayicilerinin yurtdışında satış yapmaları daha da zorlaştı. Bozulan maliyet ve talep koşulları altında imalat sanayicilerinin yatırım yapma ve genişleme yönünde eğilimlerinin olmamasına şaşırmamak gerekir. Çünkü 1992 ve 1993 yıllarında (en son veriler kitabın hazırlandığı yıllara ait-

ç.n.) batı Almanya'da imalat sanayi sermaye stoku artışı ortalama %0,4 oldu, imalat sanayi yatırımları da sırasıyla %7,75 ve %23,7 azaldı. 1991 ile 1995 arasında yıllık ortalama %1,5'ten fazla yükselemeyen imalat sektörü verimlilik artışı kaçınılmaz olarak zayıfladı.

Paranın değerindeki artışı telafi etmek üzere maliyetleri düşürmeleri gereken Alman imalat sektörü bunu yapabilmeleri için zorunlu olan verimlilik artışını yükseltecek yatırımları artırmakta yetersiz kaldı. Aslında, 1991 ile 1995 arasında yıllık ortalama %5,35 artan görece birim emek maliyetleri, tıpkı aynı dönemde Japonya'da olduğu gibi, döviz kurundan daha hızlı arttılar. Bu da, markdaki değerlenme bir tarafa konsa bile, Alman rekabet gücünün düştüğünü gösteriyordu. Batı Alman imalat sanayicileri, her zaman olduğu gibi, yurtdışı satışlarını fiyat artışlarını düşük tutarak koruma yolunu seçtiler. Ürünlerinin fiyatları 1991 ile 1995 arasında yıllık ortalama %1,5 artışla maliyet artışlarının çok altında kaldı.[27] Fakat buna rağmen, kârlılıktan ister istemez fedakârlık ettikleri halde ihracat artışı sağlayamadılar. İhracatları 1992'de %0,3, sonra 1993'te tekrar %4,7 azaldı ve döngüsel düzelme başladığında 1991'deki düzeyin ancak %6 üstüne çıkabildi. 1995 yılında Almanya'nın dünya ihraç pazarından aldığı pay %10,4'e inmişti, bu oran daha 1990'da %12,1 ve 1987'de ise %12,4 idi.

Artan maliyetler, fiyatlar üzerinde dünya pazarından kaynaklanan baskılar ve ihracatı arttıramamak gibi sorunlarla yüz yüze kalan imalat sanayicileri kârlılıklarında gözlenen savaş-sonrası dönemin en derin düşüşünü önleyemediler. 1990 ile 1993 arasında imalat sanayi kâr haddi dörtte üç azaldı. 1995'e gelindiğinde düzelme, 1990'daki düzeyinin %50 ile 60'ından daha fazla değildi (bkz. yukarıda, s. 116, Şekil 3.1).[28]

Yurtiçindeki kemer sıkma politikaları ile ihracat krizinin bir araya gelmesi, Batı Alman imalat sektöründe hesaplaşma gününü getirdi. Böylece, uzun süren düşüş dönemi boyunca ya-

27 OECD, *Economic Survey. Germany 1995-96*, Paris, 1996, s. 9

28 *A.g.e.*, s. 15, Şekil 6.

pılan bir dizi esaslı tasfiyeden üçüncüsü başladı. Alman ekonomisi 1970'lere kadar, ihracattaki başarıları sayesinde, hem toplam üretimin hem de işgücünün %40'ı gerçekleştiren olağandışı genişlikte bir imalat sektörü oluşturdu. Bunu, kısmen ihtisaslaştığı ürünlerine olan talebin arttığı bir dönemde imalat sanayinin yüksek rekabet gücüne, kısmen de parasının giderek daha fazla gerçek değerinin altında kalmasına dayanarak gerçekleştirdi. Ancak, aşağı çekilemeyen dış ticaret ve cari işlem fazlalarının etkisiyle hiç gevşemeden değerlenen markın yol açtığı göreli maliyet artışları yüzünden bu sektörde üretici gücün giderek artan bölümünün yaşamsallığı daha 1961'den itibaren git gide daha çok sekteye uğramıştı. Alman imalat sektörü, 70'lerin başlarından ortalarına dek süren petrol ambargosuyla doruğa çıkan kriz yıllarında ve sonra tekrar 1979-85 yıllarında istihdam ettiği işgücünün (saat hesabıyla) sırasıyla %18,4 ve %10,25'ini kaybetti. 1990'ların derin iktisadi daralması yeni bir budama ve ayıklama süreci başlattı. 1995 yılına gelindiğinde imalat sektörü üretimi 1991'deki düzeyinin %10 altına inmiş, arada geçen yıllarda sektörde istihdam %16 düşmüştü.

Durgunluk içindeki dünya ekonomisinde değişen yerler

ABD imalat sektörünün 1986 ve 1995 arasında sergilediği kârlılık artışı ve ekonomik dinamizmin –değeri düşen dolar ve baskı altında tutulan ücret artışı temelinde yükselen rekabet gücü ve ihracat artışının hamle yapmasına ve sürecin devamında yatırım ve verimlilik artışlarındaki iyileşmelere dayanarak– Japonya ile Almanya gibi ihracata-dayalı ekonomiler üzerinde ve batı Avrupa'nın genelinde önemli sonuçlar doğuran büyük baskı oluşturduğu açıkça görüldü. Japonya, Almanya ve batı Avrupa'da 1990'ların ilk yarısında para birimlerinin aşırı değerlenmesi ve mali genişleme sonrasında yaşadıkları derin ekonomik daralmanın ve imalat sektöründeki büyük ölçekli tasfiyelerin ABD imalat sanayinin, Volcker uygulamala-

nyla doların değerinin artışı ve Reagan-Regan ikilisinin finansmana doğru yol almaları sonrasında, 1980'lerin ilk yarısında, yaşadığı krize benzediğini söylemek yararlı olabilir.

Şu bir gerçek ki, ABD'nin ekonomik canlanması büyük ölçüde önde gelen rakipleri pahasına gerçekleşirken bunun aynı zamanda ABD ekonomisi için de bir bedeli vardı. ABD'de 1990'ların başındaki iyileşme, dünya ekonomisinin tamamında fiyatlar üzerinde aşağıya doğru yoğun baskı yapan sürekli düşen dünya talep artışı ve özellikle imalat sektöründe şiddetlenen uluslararası rekabet nedeniyle sınırlı olmuştu. Belki de meseleyi doğrudan belirtmek gerekirse, tüm aktörlerin birbirine bağımlı olduğu dünya ekonomisinde ABD ekonomisi en önemli ortaklarının ve rakiplerinin ciddi krizlerine kolay kolay katlanamazdı. Nasıl ki Japonya ve Almanya, ABD imalat sektörünü 1980'lerin ilk yarısında girdiği krizden kurtarmak için Plaza Anlaşması'na ve doların değerinin düşmesine kendi ekonomileri pahasına razı oldularsa, ABD de kısa bir süre sonra, Japonya'nın krize-mahkûm imalat sektörü için benzeri bir kurtarma operasyonunu –yine çığır açan sonuçlarıyla birlikte– kabul etmek zorunda kalacaktı.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Dönüm noktası: Ters Plaza Anlaşması

1990'ların ortalarında bile, dünya ekonomisinin uzun uyku döneminden uyandığının işaretleri görülmüyordu. 1990 ile 1995 arasında gelişmiş kapitalist ekonomilerde büyüme 1950'lerdeki herhangi bir döneme kıyasla anlamlı ölçüde daha yavaştı. Bu, yalnızca 1950'den beri en derin daralmalarını yaşayan Japonya ve Avrupa ekonomileri bakımından değil ama aynı zamanda ABD ekonomisi bakımından da böyleydi (bkz. yukarıda, s. 63, Tablo 1.10). Hatta bu beş yılda ABD ekonomisi 1970 ve 1980'lere kıyasla daha yavaş genişledi. Öte yandan kabul etmek gerekir ki, ABD'nin 1990'ların ilk yarısındaki yavaş büyümesi, anahtar konularda, hükümet politikalarının, özellikle Clinton yönetiminin açık vermeyen bütçe uygulamalarının ve Merkez Bankası'nın enflasyon/işsizlik bıçak sırtı konusunda şahin tutumunun amaçlanan sonucuydu.

Clinton yönetiminin uyguladığı programın tamamı, daha önce bahsedildiği gibi, ücret ve fiyat artışlarını yavaşlatmaya odaklanmıştı ve bunu düşük taleple yapmaktan daha kolay ne olabilirdi? İmalat sektöründe rekabet gücünün ve kârlılığın canlanmasının devamı ve zayıflayan uluslararası rekabet yanı sıra hükümetin talebe yaptığı sübvansiyonların azalması karşısında yatırıma-dönük, ihracata-dayalı büyümenin sağlanması

için ücretlerin ve fiyatların frenlenmesi elzemdi. Bu, aynı zamanda imalat sektörünün dışında kalan, verimlilik artışı 1970'lerin sonundan itibaren yılankavi bir yol izleyen kesimlerde de kârlılığın sürdürülebilmesi için vazgeçilmezdi. Son ama bir o kadar da önemlisi, genel olarak rantiye çıkarlarıyla birlikte sahnede giderek daha fazla merkezi bir yer işgal eden mali sektörün, kullandırdığı kredilerin değerini korumak ve artan hisse senedi fiyatları üzerinden kâr elde edebilmek için anti-enflasyonist politikalara muhtaç olmasıydı.

Şu bir gerçek ki, ABD'nin 1990'lardaki ekonomik genişlemesinin yavaş ivme kazandığı bilinmekle birlikte, imalat sektöründe gözlenen canlanmadan güç alan ekonomi, 1993'ün son çeyreğinden itibaren bir bütün olarak etkin biçimde genişlemeye başladı. Ekonomi henüz hız kazanmışken Merkez Bankası'nın bir önceki yıl boyunca faizleri vahşice arttırmasının sonucu 1995'te geçici olarak yavaşladı. Fakat 1995 yılı ortalarında, Merkez Bankası politikasını gevşetmesinin ardından ekonomi tekrar hız kazandı. 1996 ve özellikle 1997 yıllarında, temel iktisadi değişkenlerin reel ücretler hariç tamamında büyüme çok hızlı oldu.

Açıkça söylemek gerekirse, başta imalat sektöründekiler olmak üzere şirketlerin dolar devalüasyonuna, ücretlerin baskılanmasma ve vergi indirimlerine bağlı olarak kârlılıklarının ve mali güçlerinin düzelmesi –ve 1993-94 yıllarından itibaren yatırım genişlemesi ve onun yol açtığı verimlilik artışındaki sıçrama ile genişledi– tüm ülkeye temettü olarak yayıldı. İmalat-dışı sektör, imalat sektörünün krize girdiği 1980'lerin en başından itibaren canlılığını bir miktar kaybetti fakat kısmen imalat sanayi üretiminde ve talepteki hızlanmaya tepki olarak bir kez daha hızla yükselişe geçti (bkz. yukarıda, s. 96-99). 1997 yılında reel ihracat %14 büyüyünce ABD ekonomisi geçmiş on yıllarda olmadığı kadar ilerledi ve sanki artık dünya ekonomisinin uzun süren durgunluğundan çıkmasına önderlik edebilirmiş gibi göründü. ABD iç pazarının genişlemesi, her zaman olduğu gibi, ABD'li üreticilerin dünya ekonomisi çapında faaliyet gösteren ortaklarının ve rakiplerinin ihracata-

dönük büyümelerini teşvik etti. Ancak ABD ekonomisi çok daha önce yapılması gerektiği gibi artık büyüyen kamu açıklarıyla değil yükselen kâr hadleri temelinde artan sermaye yatırımlarıyla hareketleniyordu. 1980'lerin ve 1990'ların başlarındaki krizler ve tasfiyelerden geçmiş, tamamıyla serbestleşmiş mal ve sermaye piyasalarının kurduğu yeni bir dünya düzeni temeli üzerinde oluşacak yeni bir dünya iş bölümü yirmi yıldır süren, rekabetin tamamlayıcılığa üstün geldiği, fazla kapasitenin karşılıklı yararlanılan ihtisaslaşmanın önüne geçtiği uluslararası imalat sektöründe aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin üstesinden gelebilir miydi?

Aslında büyüme 1995 yılında 1994'te bıraktığı yerden devam etmek üzere tekrar başladığında temelleri de pas tutmaya –ve hatta çarpıcı biçimde dönüşmeye– başlamıştı. 1996 yılında ABD imalat sektörü kâr haddinde uzun zamandır süren artışın aniden bitişine, 1998'den sonra da rekabet gücünün tükenmesine –ve imalat sektörü kâr haddinin hızla düşüşüne yol açan ihracata-dayalı üretimin canlanmasına– tanık oldu. Eşzamanlı olarak ABD borsası tarihindeki en büyük çıkışını yaptı ve var oluşunun temelini teşkil eden kârları toz duman içinde bırakarak havalandı. Sonuçta, hanehalkı ve şirket borçlarının patlarcasına büyümesini sağlayacak kadar şişen hisse senedi fiyatları balonu ABD ekonomik büyümesinin lokomotifinde –dünya pazarına üretim yapan ABD imalat sektörünün iyileşmesinden ABD'deki yurtiçi tüketim artışına ve aynı zamanda yurtiçi pazarı hedefleyen yatırım artışına doğru– nihai kesin bir kaymayı kolaylaştırdı. Böylece, söz konusu kayma, bir taraftan nihai olarak sürdürülemez kıldığı ABD borsa balonunun diğer tarafta devam etmesini hatta hızlanmasını sağladı.

Bütün bu gelişmelerin ve aslında dünya ekonomisinin 1990'ların ikinci yarısındaki gelişiminin yeşermesinde dönüm noktası ABD, Japonya ve Almanya arasında oluşturulan ve sonradan 'ters Plaza Anlaşması' olarak adlandırılacak olan anlaşmadır. 1995'in ilk yarısında Meksika pezosu krizi ve akabinde ABD'nin Meksika ekonomisini kurtarmasının ardından yeni bir dolardan kaçış süreci yaşandı. Kaçış, doların önceki

on beş yılda sergilediği uzun-vadeli aşağıya doğru inme eğilimini sert biçimde vurgulamış oldu. Fakat ABD otoriteleri o zamana dek ABD rekabet gücünün yeniden kazanılmasının kaçınılmaz zemini olarak hep doların devalüasyonunu desteklediklerı ve bunu yapmakla başarı elde ettikleri için Clinton yönetimi de paranın daha da düşüşünün önüne geçmek için bir neden görmedi. Üstelik Japonları ABD'nin oto yedek parça ürünlerini kendi pazarlarına sokmazlarsa ABD pazarını Japon arabalarına kapatmakla tehdit ederek değeri yükselen yen nedeniyle Japonların üzerinde biriken baskıdan yararlanmaya çalıştılar.

Efektif veya ticaret-ağırlıklı kuru 1991'den beri %60, 1994'ten beri de %30 yükselmiş olan yen 1995 Nisan'ına gelindiğinde tüm zamanların en yüksek değeri olan 79 yen bir dolar seviyesine çıktı. Paralarının değeri böylesine bir tepe noktada duran Japon üreticileri değişken maliyetlerini bile karşılayamaz oldular ve daha önce de bahsedildiği gibi, Japonya'nın büyüme motoru yavaşlayarak durdu (bkz. yukarıda, s. 138, ve yine s. 118, Şekil 3.3). ABD otoriteleri bu gelişmeyi, bu noktada, ABD imalat sektörünün rekabet gücü konusundaki ısrarlı endişeleri ne olursa olsun, itidalle karşılayacak durumda değillerdi. Yok yere uluslararası mali sistemi sarsan Meksika çöküşünün şokunu henüz üzerlerinden atmamışlardı. Bunun bir de Japon versiyonunun çok daha tehlike olacağı aşikârdı. Öyle ki bir Japon krizi kontrol altına alınsa bile muhtemelen Japonlar, başta Hazine Tahvilleri olmak üzere ellerinde tuttukları devasa ABD varlıklarını büyük ölçüde nakde çevirmek zorunda kalacaklardı. Böylesi bir gelişme faiz oranlarını önüne katıp koşturur, para piyasalarını ürkütür ve muhtemelen tam da ABD ekonomisinin belini doğrultmuş göründüğü bir sırada ekonomik daralma meydana getirebilirdi. Dahası 1996'da yapılacak başkanlık seçimi arka planda belirmeye başlıyordu.

1995 ilkbahar ve yaz aylarında Maliye Bakanı Robert Rubin'in başı çektiği ABD, özetle, Japon pazarının oto yedek parça ürünlerine açılması konusundaki ısrarından vazgeçti. Üstelik Japon ve Alman hükümetleriyle yenin (ve markın) değeri-

ni düşürmek ve dolara yukarıya doğru omuz vermek için ortak hareket etmek üzere bir düzenleme yapıldı. Düzenleme o güne dek ABD'nin rekabetçi ve ihracata-dayalı dış ekonomi siyasetinin köşe taşı sayılan her şeyi ters yüz ediyordu. Bu değişiklik, kısmen Japon faiz oranlarının ABD'dekilere kıyasla indirilmeleriyle ama daha çok Alman ve ABD hükümetlerinin piyasadan dolar satın almalarının yanı sıra Japonların satın aldıkları ABD Hazine tahvilleri türü dolara-bağlı finansal enstrümanların miktarlarının arttırılmasıyla başarıldı.[1]

Anlaşma, daha önce 1985 yılında yapılan ilk Plaza Anlaşması'nda da büyük ölçüde aynen olduğu gibi, hem ABD hem de onun başlıca müttefik ve rakiplerinin politik tutumlarında şaşırtıcı –ve tamamen beklenmedik– ters yönlü bir değişimi akla getiriyordu. 1980'lerin ortalarında Japonlar ve Almanların, uluslararası pazarlarda aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunu çerçevesinde hızla yükselen doların alaşağı ettiği krize-mahkûm ABD imalat sanayini kurtarmaları zorunlu olmuştu. 1990'ların ortalarında bu defa ABD'nin hızla yükselen yen tarafından benzeri koşullarda alaşağı edilen krize-mahkûm Japon imalat sanayini kurtarması gerekmişti. ABD ekonomisi, değeri düşen parasının canlanmakta olan imalat sektörüne kesin biçimde sağladığı rekabet avantajından neredeyse on yıl boyunca vazgeçti. Fakat buna karşılık hem yurtdışından çok büyük yatırım fonlarının ülkeye akması hem de ucuz ithal malları akınına uğrama ihtimalini elde etti. Yatırım fonlarının sadece ekonominin artan cari işlem açığını karşılaması değil ama aynı zamanda faiz oranlarını düşürmesi ve hisse senedi fiyatlarını yukarı çekmesi beklenebilirdi. Ucuz ithal mallarının ise yurtiçi fiyatları baskı altına alması, bu yolla Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol altına alma görevinin bir bölümünü icra etmesi beklenebilirdi.

Bir bakıma, Clinton yönetimi, büyük ölçüde 1980'lerin ilk yarısında Reagan yönetiminin yaptığına benzer şekilde, imalat

---

1 Bu konu ve önceki paragraf için, bkz. R.T. Murphy, *The Weight of the Yen*, New york, Norton, 1996, s. 292-5; J.B. Judis, 'Dollar Foolish', *The New Republic*, 9 Aralık 1996; OECD, *Economic Survey. United States 1995*, Paris, 1995, s. 54-8.

sanayicilerini cezalandırıp ticarete konu olmayan mallar tedarikçilerini, borç verenleri ve borsa spekülatörlerini kolluyordu. Fazlalıklarından arınmış, rekabet gücü giderek artan bir ABD imalat sektörünün ortaya çıkan yeni bir dolar artışını artık başarıyla göğüsleyebileceğine inanılmış olabilir. Ayrıca imalat-dışı sektörün artan kârlılığı ve ekonomik dinamizmi ile imalat sanayi ürünleri tüketiminin artmış olmasının uluslararası ölçekte artan nispi maliyetler ve azalan ihracat artışının imalat sektörü üzerinde yarattığı artan baskıyı telafi edecekleri de düşünülmüş olabilir. Yine de, yapılan hesaplar ne olursa olsun, uluslararası ekonomi politikası yaklaşımındaki çarpıcı dönüş şayet büyük ölçüde kaçınılmaz değildiyse mutlaka bir tür kumar olmalıydı.

Ters Plaza Anlaşması'nın dev yankıları, esas Plaza Anlaşması'nın ani etkisinin tersyüz edilmiş kopyası şeklinde, dünya sisteminin tamamında hemen –ve durmadan artarak– hissedildi. 1985'ten sonra yere düşer gibi inen dolar ABD imalat sanayinin düzelmesini başlatmakla kalmayıp aynı zamanda imalat sanayi ve ihracata-dayalı Doğu Asya 'mucizesi'ni de geniş biçimde büyüttü çünkü Doğu Asya paraları genellikle düşen dolara bağlı para birimleriydi. Dolar, aynı zamanda Japon imalat sektörünü hiç bitmeyecek bir rekabet gücü eksikliği ve düşük kârlılık krizine sokmakla kalmadı ama aynı zamanda içinde bulunulan kârlılık krizine meydan okurcasına Japon varlıklarının fiyat balonuna yolu açtı. Ve yine, Japonya'nın 1980'lerdeki genişlemesini, kâğıt üzerindeki servetlerle reel gelir arasında açılan uçurum kaçınılmaz çöküşü getirinceye değin aşırı büyüttü.

1995'ten sonra roller tersine döndü. Değerlenen dolar şimdi artık kârları sıkıştırmaya ve (Japonya veya Almanya yerine) ABD imalat sanayini bunaltmaya başlamıştı; (ABD'ninki yerine) Japon ve Alman imalat sektörleri düzelmeye (kısa ömürlü) başladılar ve Doğu Asya Plaza Anlaşması'nın yol açtığı rekor genişlemeden ters Plaza Anlaşması'nın ateşlediği bir para revalüasyonunun sebep olduğu ihracat açmazına, spekülatif balona, bölgesel ekonomik çöküntüye kaydı. Bu arada ABD'de

tarihte ilk kez oluşan hisse senedi fiyatları balonu ekonomik genişlemenin –hatta imalat sektörü bir miktar islim kaybederken– sıçramış hisse senedi fiyatları, artan borç, ucuz sermaye ve aşırı derecede artmış tüketim temelinde ivme kazanmasına ve 1998 yılında Asya krizi bir dünya krizi olduğunda büyük bir tehlikeye düşmesine yol açtı.

BEŞİNCİ BÖLÜM

Hızla şişmeye başlayan balon

1995'teki ters Plaza Anlaşması'nın açığa çıkardığı güçlerin etkilerini göstermeleri çok zaman almadı. Bu yolla doların değerini arttıran süreçler, imalat sektörü kâr haddinin uzun süren çıkışının bittiği noktada, neredeyse bir anda, hisse senedi fiyatlarının tarihi yükselişini, hızla yükselen hisse senedi fiyatlarıyla hisselerin temsil ettiği şirket kârları arasında açılan uçurumu ve 'servet etkisi' altında hızlanan yatırım ve tüketim artışlarını ortaya çıkardılar. Aynı zamanda bu süreçler, doğrudan doğruya, yavaş yavaş olgunlaşan, 1997-98 geldiğinde önce Doğu Asya sonra Japonya ve en sonunda ABD'yi içine alacak olan uluslararası bir krizi de harekete geçirdiler.

İmalat sanayinde genişleme devam ederken, kâr haddinin yükselişi biterken

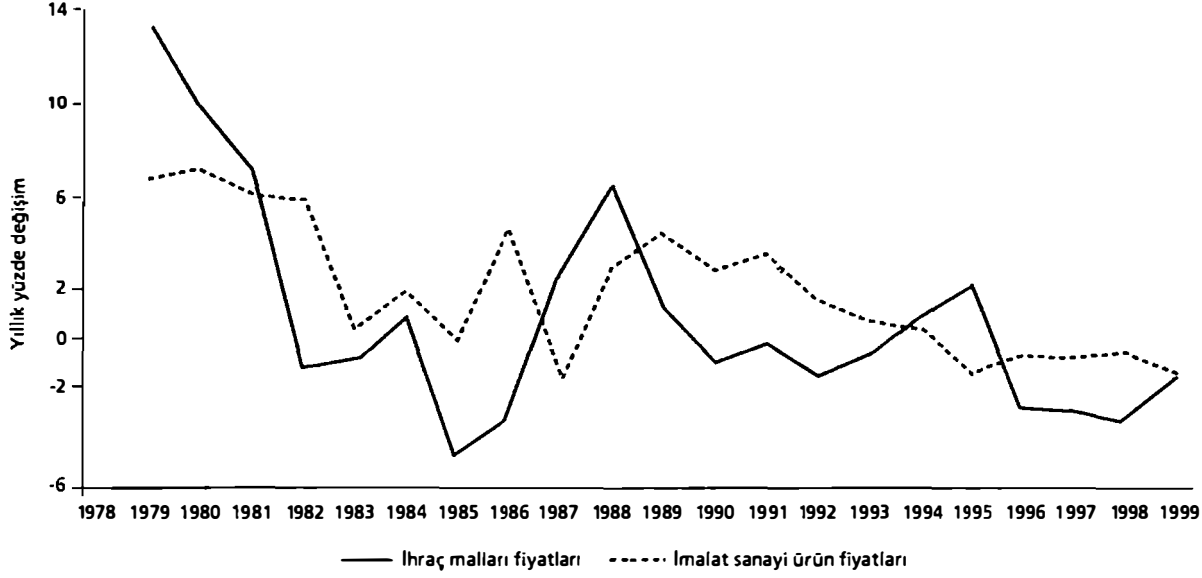
1996 ve 1997 yıllarında imalat sanayinin 1993'te başlayan canlanması geri geldi ve hatta 1995'te Merkez Bankası'nın bir yıl önceki faiz yükseltmesiyle sendeledikten sonra hızını arttırdı. Hızla-artan imalat sanayi ihracatıyla uyarılan imalat sanayi üretimi yılda %3,5 gibi oldukça yüksek bir oranla büyüdü. Yatırımlar da gerek sermayenin gerekse emeğin verimliliğinde

önemli gelişmelere yol açacak şekilde yılda %9,5 artış ile atılım yaptı. Bu arada reel ücretler ılılen düştüler. Bu iki yılda imalat sanayi ortalama emek verimlilik artışı %3,2, sermaye verimlilik (reel üretim/sermaye oranı) artışı %1,2 oldu. Reel emek maliyetleri artışı ortalama -%0,8 olurken birim emek maliyet artışı ortalama -%1,5 oldu. Maliyetlerde elde edilen bu etkileyici sonuca rağmen imalat sektöründe, kâr hadlerinin uzun vadeli yukselişi sona erdi, çünkü yükselişi sağlayan en önemli unsur olan doların on yıl süren değer kaybı birden tersine dönerek, fiyatlar üzerinde aşağıya doğru şiddetlenen baskının önünü açmıştı.

1995 ortasında yapılan ters Plaza Anlaşması'nın ertesinde doların efektif, yani ticaret-ağırlıklı döviz kuru 1996 ve 1997 yıllarında yıllık ortalama %6 gibi hızlı bir oranla arttı (bkz. yukarıda, s. 118, Şekil 3.3). Aynı dönemde, imalat sektörü, birim emek maliyetlerini ulusal ölçekte düşük tutmakta çok başarılı olduğu için göreli olarak uluslararası ölçekte de birim emek maliyetlerini yıllık ortalama %2,5 gibi düşük bir oranda tutmayı başarabildi. Bu da, ABD imalat sektörünün ulusal ölçekte ücretler karşısında verimliliği uluslararası rakiplerine kıyasla ortalama olarak daha etkin şekilde artırdığını gösterir. Ancak bunu dolardaki artışı tamamen telafi edecek kadar hızlı yapamıyordu. Dolar kurundaki büyük yükselişe –ve aynı zamanda, ileride bahsedileceği gibi, bu noktada uluslararası imalat sektöründe ciddi şekilde kötüye giden aşırı-kapasite sorununa– bağlı olarak ABD imalat sanayi rekabet gücünü kaybetmişti ve kârlılığın daralmasına tanık oluyordu.

Böylece ABD şirketleri yükselen dolarla baş edebilmek için 1986 ile 1995 arasında yılda ortalama %1,2 arttırabildikleri ihraç fiyatlarını 1996 ve 1997 yıllarında yıllık ortalama %2,6 indirmek zorunda kaldılar. ABD imalat sanayicileri de benzer şekilde 1986 ile 1995 arasında yılda ortalama %1,2 arttırabildikleri ürün fiyatlarını yıllık ortalama %0,5 aşağıya çekmeye zorlandılar. Sonuç olarak maliyetleri aşağıda tutmakta başarılı olan sanayiciler 1986 ile 1995 arasında %60 arttırabildikleri kâr hadlerinin 1996 ve 1997 yıllarında aynı kaldığını gördüler (bkz. Şekil 5.1).

ŞEKİL 5.1
ABD İmalat Sanayi Ürün Fiyatları ve İhraç Malları Fiyat Artışları, 1978-89



Değeri yükselen doların imalat sektörü kâr hadleri eğrisinin 1995'ten sonra yatay kalmasındaki rolü aynı dönemde imalat-dışı sektördeki maliyet ve kârlılık eğilimlerindeki paralelliğe dikkat çekilerek doğrulanabilir. Daha basit ifade etmek gerekirse, imalat-dışı sektördeki sanayicilerin maliyetleri imalat sektöründekilere kıyasla daha hızlı artmasına rağmen uluslararası rekabete maruz olmadıklarından fiyatlarını daha çabuk yükseltip, imalat sanayi kârlılığı durağanlaşmışken onlar kâr hadlerinde ciddi artışlar elde edebiliyorlardı. 1996 ve 1997 yıllarında imalat-dışı sektörün %2,35 olan yıllık ortalama emek verimlilik artışı imalat sektörününkinden (%3,2) daha düşüktü; %3,2 olan nominal ücret artışı imalat sektöründeki artıştan (%1,7) ve %0,85 olan birim emek maliyetleri artışı da imalat sektörününkinden (-%1,5) daha yüksekti. Bununla birlikte değeri yükselen doların fiyatlar üzerindeki aşağıya doğru baskısını bir engel olarak görmeyen –hatta tam tersi olan– imalat-dışı sektör sanayicileri fiyatlarını yıllık ortalama %1,85 artırabildiler, imalat sektöründe ise bu değişim -%0,5 oldu. Sonuç olarak 1995 ile 1997 arasında imalat sektöründeki sanayiciler mevcut getiri oranlarına razı olmak zorunda kalırken imalat-dışı sektördekiler kâr hadlerini %17 arttırmayı başardılar.[1]

Bu durumda ABD imalat sektörü 1995 ile 1997 arasında yerini korumak için çok çabalamak zorunda kaldı. Daha sonra ekonomik genişleme uzadığında tersine dönecek olsa da o sırada ücretler üzerindeki olağanüstü baskı olmasaydı sektörün kâr haddi, yatırım ve verimlilikteki dikkat çekici performansa rağmen düşebilirdi. Dolayısıyla yoğunlaşan uluslararası rekabet karşısında manevra alanı sürekli azalıyor ve ABD'nin ekonomik genişlemesine sağladığı zemin zayıflıyordu. Şoklara –yine sektör üzerindeki baskının asıl nedeni olan değerlenen doların yol açtığı Doğu Asya yönünden 1997-98'de amansız şekilde gelecek olan türden– karşı giderek daha korunmasız kalıyordu.

1 1997 yılında imalat sektörü kâr haddi 1995'tekine kıyasla %3,6 daha yüksekti. "Şirket kârları 1992'den 1997'nin ortalarına kadar hızla arttıktan sonra son zamanlarda zayıfladı ve ulusal gelir içindeki payları düşmeye başladı." OECD, *Economic Survey. United States 1999*, Paris 1999, s. 32 ve ayrıca Şekil 7.

İmalat sanayi kâr haddi yatay bir seyir izlerken şirket kârlarını geride bırakan hisse senedi fiyatları ABD ekonomi tarihinde görülmedik şekilde yükseldi. Daha 1995'te ABD borsası tarihi çıkışını yapmıştı. Çıkış aslında 1980'lerin başında Volcker dönemindeki daralmada başlamış, ancak 1987'deki borsa kriziyle sert biçimde sekteye uğramıştı. Fakat sadece ABD Merkez Bankası değil, Japon mali otoriteleri de hisse senedi fiyatlarındaki düşüşü önleyici yönde kararlı adımlar attığı için birçok yatırımcı borsanın çok fazla düşüşüne hiçbir zaman izin verilmeyeceğine inanmış ve borsadaki iyimser çıkış devam edebilmişti. 1990'da tekrar bir mini-çöküş oldu, ama 1990 ile 1993 arasında Merkez Bankası borçla-bunalmış şirketleri ve zor durumdaki bankaları kurtarmak için kısa-vadeli reel faizleri %5'ten sıfıra-yakın bir orana çekti. Böylece likiditenin muazzam genişlemesinin zemini oluşturuldu. Daralmadan yavaş yavaş çıkan ABD reel ekonomisinde kâr olanakları hâlâ sınırlıydı. Bu yüzden piyasalara dolan aşırı-ucuz paranın önemli bir bölümünün Doğu Asya ve Latin Amerika'ya akmasına izin verildi ve böylece 'yükselen pazarlar'ın temeli atılmış oldu. Ancak bu fonların çoğunluğu ABD'de kalıp borsaya akın ettiler ve bu yıllarda hisse senedi fiyatlarında yeni bir büyük çıkışı başlattılar.

Gerçek şu ki, 1995 sonunda bir düzine yıl boyunca hızla artarak gelmiş olsalar da hisse fiyatları henüz şirket kârlarındaki artışın önüne geçmemişti. Borsada bu noktaya kadar olan ani yükselmelerin esas itibariyle 1980'lerin başındaki daralmada çökmüş olan ABD ekonomisinin kârlılıkta gösterdiği ani iyileşmenin bir yansıması olduğunu söylemek abartı sayılmaz. 1980 ile 1995 arasında şirketlerin vergi sonrası kârları 4,25 katı artarken New York Menkul Kıymetler borsasında hisse senedi fiyat endeksi 4,275 kat artmıştı. 1995 sonunda 15,35 olan S&P (Standard & Poors) 500 endeksinin fiyat-kazanç oranı, aşağı yukarı 1985-90 arasındaki hatta tüm savaş-sonrası dönem ortalamasına eşitti. Ancak bu noktadan sonra hisse se-

nedi fiyatları ait oldukları şirketlerin kârlarıyla ilişkilerini kopardılar ve bir borsa balonu şişmeye başladı (bkz. Şekil 5.2).

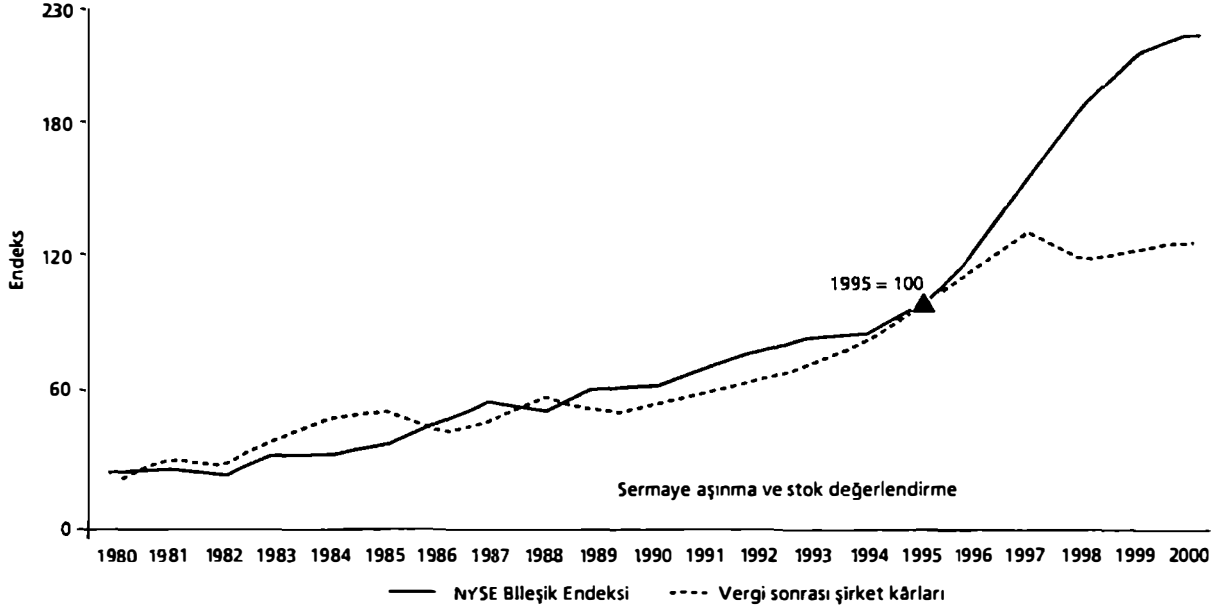
Hisse senedi fiyatlarının 1995'ten sonraki tarihi çıkışının zorunlu koşulunu, tartışmasız biçimde, kâr haddinde on yıl önce başlayan düzelme ve bunun sonucu yatırımcılarda doğan yüksek güven oluşturdu. Öte yandan bu çıkışı fiilen başlatan güçleri belirlemek daha zor. Yine de büyük ölçüde, mali koşullardaki ani dönüşüm ve 1995 yılı boyunca (ve hemen sonrasında) cereyan eden uluslararası para akımlarının sorumlu olduğu sonucuna varmamak elde değil.

Merkez Bankası, Mart 1995'te ABD'nin Meksika ekonomisi (ve Meksika tahvillerini ellerinde tutanları) kurtarma operasyonu sonrasında hem yurtiçinde hem de uluslararası ekonomide istikrar uğruna bir yıl önce başlattığı sıkı kredi uygulamasına son vermek zorunda kaldı ve Temmuz 1995'ten itibaren faiz oranlarını çabucak 0,75 puan indirdi. Faiz oranlarını tekrar çıkarmak için iki yıldan fazla ve bir sonraki artış için de yeniden iki yıl beklemesi gerekecekti. Fakat belki daha da önemlisi 'ters Plaza Anlaşması'nı uygulamak üzere alınan tedbirler oldu. Tedbirler yalnızca doları yukarı doğru pompalamak ve dolayısıyla uluslararası yönelimleri olan yatırımcılar için ABD varlıklarının (hisse senetleri de dahil) değerini büyütmeye başlamakla kalmadılar. Aynı zamanda, Japonya, Doğu Asya ve diğer bölgelerden genel olarak ABD mali piyasalarına akan para selini açığa çıkardılar ve bununla faiz oranlarını hızla rahatlatarak şirketlerin muhteşem borçlarla borsadan hisse senedi toplamalarının yolunu açmış oldular.

Nisan 1995'te Japon Merkez Bankası %1,75 gibi zaten düşük olan iskonto oranını %1'e indirdi ve Eylülden sonra bir büyük indirim daha yaparak %0,5'e çekti. İşte bu, yenin değerini düşürdü, hemen arkasından ihracatta canlanma, rekabet gücü artışı ve genel olarak ekonomide canlılık geldi. Fakat aşırı-düşük faiz oranları Japonya dışına sızan likiditenin önemli bölümünü oluşturan küresel kredi arzının şişmesi sonucunu doğurdu. ABD'li yatırımcılar Japonya'da ucuz yen ile borçlanıp bunu dolara çevirdikten sonra elde ettikleri fonu dünyanın

ŞEKİL 5.2

Faizler Düşüldükten Sonra Vergi Sonrası Net Şirket Kârları Endeksi ile NYSE Bileşik Endeksi, 1980-2000



başka bölgelerinde yatırım yapmak üzere kullandıkları 'arakazanç ticareti' (*carry trade*) denilen çok kârlı özel bir işlem icat ettiler. Elde edilen kazancın çoğu ABD borsasına döndü.[2]

Bu arada Japon otoriteleri ABD kamu kâğıtlarına ve dolara para pompalıyor ve Japon sigorta şirketlerini de aynısını yapmaları için teşvik ediyorken bunların olabilmesi için de yurtdışı yatırımlarla ilgili yasal düzenlemelerini gevşetiyordu. İhracat artışını sürdürebilmek için kendi paralarının değerini düşük tutmayı amaçlayan Doğu Asya ülkelerinin hükümetleri de aynı şeyi yaptılar ve başta 'aşırı riskli yatırım fonları' olmak üzere, dünyanın her tarafından özel sermaye yatırımcıları onları takip etti. Böylece 1995 yılında dünyanın geri kalanı bir önceki yılın ortalamasının iki buçuk katına karşılık gelen 197,2 milyar dolar tutarında ABD kamu kâğıdı satın aldı ve 1996 yılında 312 milyar dolar, 1997 yılında 189,6 milyar dolar olarak devam eden alımlar sonunda toplam tutar 0,7 trilyon dolara ulaştı. Bu alımların en büyük bölümünü Hazine kâğıtları oluşturuyordu; miktar, 1995'te 168,5 milyar dolar, 1996'da 270,7 milyar dolar ve 1997'de 139,7 milyar dolar oldu. Bu üç yılda yabancılar tarafından yapılan ve toplamı yarım trilyon dolardan daha fazla tutan ABD Hazine kâğıtları alımları sadece bu dönemde yapılan yeni borçlanma kâğıtlarını değil, daha önce ihraç edilmiş olan ve ABD vatandaşlarının elinde bulunan 266,2 milyar dolar tutarındaki ABD kamu borcunu da kapsıyordu.[3]

---

2 R.T. Murphy, "Japan's Economic Crisis", *New Left Review*, yeni seri, No 1, Ocak-Şubat 2000, s. 42-3; R. Bevacqua, "Whither the Japanese Model? The Asian Economic Crisis and the Continuation of Cold War Politics in the Pacific Rim", *Review of International Political Economy*, cilt v. Sonbahar 1998, s. 415.

3 Merkez Bankası Yönetim Kurulu, Flow of Funds Accounts of the United States. Flows and Outstandings [Bundan sonra MBYK, Flow of Funds], Tablo F.107, Dünyanın Geri Kalanı (akımlar), Tablo F.209, Hazine Tahvilleri (akımlar); OECD, *Economic Survey. United States 1995*, Paris 1995, s. 55-8; OECD, *Economic Survey. United States 1996*, Paris 1996, s. 49-51; OECD, *Economic Survey United States 1997*, Paris 1997, s. 73-5. Bu yıllarda toplam kamu kâğıdı alımlarıyla dünyanın geri kalanı tarafından yapılan toplam Hazine enstrümanları alımları arasındaki fark dünyanın geri kalanının satın aldığı FNMA, FHA vb. gibi ABD Hükümetinin Kefaleti Altındaki Teşebbüsler (US Government Sponsored Enterprises) tarafından ihraç edilen devlet aracılık menkullerinden (government agency securities) oluşmaktadır.

Bu denli muazzam alımlar ABD para piyasalarının zincirlerini aniden gevşetip faiz oranlarını daha da aşağıya itti ve ABD hisse senetlerinin satın alınması için kuvvetli bir likidite akışı yarattı. Otuz yıl vadeli hazine tahvillerinin faiz oranı 1994'teki tahvil piyasası sıkışıklığının ardından tepe yaptığı 1995 Ocak'ı ile 1996 Ocak ayı arasında %7,85'ten %6,05'e düştü. Özellikle 1995 yılında 1994'tekinin dört katı hızla büyüyen para arzı artışında yarattığı benzeri ani ivme düşünüldüğünde, 1995 yılı boyunca uzun-vadeli borçlanma maliyetindeki bu neredeyse %23'lük düşüş borsadaki yükselmeyi kışkırtan unsur olmalıydı (bkz. Şekil 5.3). Başlangıçta 1995 Mayıs ve Ağustos aylarında Japon ve Alman otoriteleriyle birlikte ABD otoritelerinin ortaklaşa yaptıkları ani alımlarla filizlenen sonra yabancıların yağmur gibi ABD kamu kâğıdı alımlarıyla ilerleyen doların yeni yükselme hamlesi de aynı yönde etki yaptı. 1995 Nisan'ı ile 1996 sonu arasındaki kısa zaman diliminde doların efektif döviz kuru %20 artacak ve ABD hisselerinin değerleri uluslararası paralar karşısında aynı derecede büyüyecekti.[4]

Borsanın hızlı yükselişinin başlangıcı olarak, genelde Yeni Ekonomi'nin, özel olarak bilişim teknolojisinin büyük vaadinin göstergesi sayılan Netscape'in 1995 Ağustos'unun başında borsadaki ilk ihraç işleminin getirdiği şaşırtıcı kârlara işaret etmek adettendir. Fakat belki de mali koşulların aniden kolaylaşmasını ve tam o sırada ters Plaza Anlaşması'nın ardından doların hızlı yükselişini işaret etmek daha geçerlidir. Şimdiye kadar hisse senetleri fiyatlarının artışı esas itibariyle şirketlerin kârlarındaki artışa bağlı olarak gelişiyordu. Bundan sonra kendi başına hareket edecekti.

Merkez Bankası balonu beslerken

Borçlanma maliyeti bu kadar hızlı düşerken ve dolar böylesine hızlı yükselirken borsa uçmak zorundaydı. NYSE ve S&P 500 endeksleri 1994 boyunca bir miktar düşüş kaydettikten

4 *Economic Report of the President 2000*, Washington, DC, 2000, s. 391, Tablo B-71; OECD, *Economic Survey. United States 1997*, s. 71-3.

ŞEKİL 5.3
ABD'de Para Arzı (M3) Artışı, 1985-2000



sonra 1995 yılında büyük bir hızla sırasıyla %31,3 ve %34 yükseldiler. Bu oranlar, hisse senedi fiyatlarının hızlı artışının Ekim ayındaki çöküşle son bulduğu 1987 yılından beri sergiledikleri en yüksek oranların da çok üstündeydi. 1996 yılında %20 daha fırladılar. Aynı yıl Aralık ayında Alan Greenspan harekete geçerek, borsanın 'akıldışı canlılığı' ifadesini kullandığı meşhur ihtarını yaptı. 1997 Şubat ve Mart aylarında Senato Bankacılık Komitesi önünde yaptığı konuşmada "hisse senedi fiyatlarında son iki yılda gözlenen hızlı artış... sürdürülebilirliği konusunda açıkça soru işaretleri doğurmuştur."[5] cümlesiyle bu uyarısını sürdürdü.

Buna rağmen borsa Greenspan'i görmezden geldi. 1997 yılında S&P 500 yukarıya doğru tekrar %30, NYSE de %27 daha yükseldi ve bu endeksler sonraki iki yıl boyunca da yükselmeye devam edecekti. Özetle, 1994 ile 1997 arasında S&P 500 şirketlerinin şirket kazançları %38,6 genişlerken vergi-sonrası şirket kârları (faizler çıktıktan sonra) %57 büyüdüler. Ancak bu kazançlar hisse senedi fiyatlarındaki artış karşısında cüceleştiler. NYSE endeksi %80 hızla dörtnala ilerlerken S&P 500 endeksi de aynı dönemde ikiye katlandı.

Hisseleri satın alanların Greenspan'in ihtarını neden önemsemediklerini anlamak zor değil. Greenspan alıp başını giden hisse senedi fiyatlarıyla ilgili endişe belirten hiçbir davranışta bulunmadı. Durum tam tersiydi. 1989 ile 1994 arasında para arzı (M3) artışı ortalama %1,3 (1994'te %1,7) oldu (bkz. yukarıda, s. 166, Şekil 5.3). Ancak para arzı, Merkez Bankası'nın kısa-vadeli faiz oranlarını düşürmesinden değil, 1995 yılında mali koşullarda meydana gelen dönüşüm sayesinde 1995 yılında %6,1 arttı ve 90'ların sonuna kadar da hızlanarak büyümeye devam etti. Para arzının 1994 ile 2000 arasındaki ortalama artış hızı %8,6 oldu.

Paranın bu denli, bollaşmasının temsil ettiği borçlanma hipertrofisinden başka hiçbir şey borsanın nefes kesen koşusuna daha uygun olamazdı. Temsil ettiği şey daha geniş ifadeyle,

5 Zikreden B. Woodward, *Greenspan's Fed and the American Boom*, New York, Simon and Schuster, 2000, s. 182.

ABD şirketlerinin giderek daha fazla miktarlarda kendi hisselerini geriye satın almak ve bu yolla şirketin değerini doğrudan yükseltmiş olmak amacıyla her zaman artan miktarlarda borç alabileceklerini zannetmeleri demekti. ABD'deki mali sektör-dışı şirketler, tarihsel bir borçlanma furyası sayesinde ABD hisse senedi piyasalarında en büyük alıcılar olma yolunda ilerliyor, kendi varlıklarının, hiç kuşkusuz, daha çok borçlanma, daha çok hisse satın alma ve daha çok kâr elde etme olanağı bulmaları sayesinde daha önce görülmedik biçimde değer kazanmasının meyvelerini topluyorlardı.

Alan Greenspan, hisse senedi piyasasındaki balonla ilgili endişelerini itiraf etmesine rağmen bu piyasaları sakinleştirmek için hiçbir şey yapmadı. Faiz oranlarını yeterince yükseltmedi veya bankaların munzam karşılık oranlarını arttırmadı. Ayrıca yetkisi dahilinde olduğu halde hisse senedi alımlarını düzenleyen yönetmelikte (*Regulation T*) yer alan teminat tutarlarını arttırabilecekken yapmadı.[6] Greenspan'in 1996 yılı boyunca oranları yükseltmeyi reddetmesinin nedeni, kesinlikle, bir yıl önce üçer aylık dönemler itibariyle bir hızlanıp bir yavaşlayan, yıl boyunca toparlanamamış ve değeri yükselen doların baskısı altındaki ekonomiye güvenmemesinden kaynaklanıyordu. 1997 Mart'ında ekonomik genişlemenin –artan hisse senedi fiyatlarının gerek şirketler gerekse hanehalkı üzerinde yarattığı servet etkisinin büyümesiyle daha da genişlemiş görünen– gerçekleştiği anlaşıldığında, Merkez Bankası, geleneksel türden 'anti-enflasyonist' kredi daraltma uygulamalarını başlattı, ama artık iş işten geçmişti. Bu kez faiz artışı, ileride yenilerinin gelmesi ihtimaliyle birlikte Tayland'daki tedirgin yatırımcıları telaşa düşürüp Doğu Asya'dan sermaye kaçışını başlattı. Aynı yılın Ağustos ve Eylül aylarında Doğu Asya ülkelerinin hükümetleri, bölgelerindeki kriz derinleşirken ellerindeki ABD Hazine kâğıtlarını büyük ölçüde satmaya başladılar. Bu yolla, güç duruma düşen kendi paralarını korumaya çalışırlarken ABD hisse senedi fiyatlarında

6 J.B. Judis, "Method Acting", *New Republic*, 22 Ocak 2001, Karşılaştırın. H.S. Reus, 'Blunderbuss or Rifle Shot?' *FOMC Alert*, cilt iii, 24 Ağustos 1999.

sert bir düşüşe yol açtılar. Buna cevap olarak, vaktiyle enflasyon tehdidi düşükken, borsadaki temel bir düzeltme hareketinin reel ekonomi üzerindeki etkisini test etmeyi göze alamayan, şimdi ise derinleşen uluslararası istikrarsızlıkla karşı karşıya olan Merkez Bankası, piyasalara güven verme çabası içinde faiz oranlarını arttırmayı planladığını ilan edince hisse senedi fiyatları yeniden alevlendi. Merkez Bankası'nın 1998 ve 1999 sonbahar aylarında aynı sonuçları doğuran, hisse senedi değerleri üzerinde daha da enflasyonist etki yapan yoğun müdahaleleri de gelecekti. Hatta Merkez Bankası'nın 1997 Mart ayında yaptığı Merkez Bankası Fon Faizindeki tek seferlik %0,25'lik artışın ardından, ABD'de hisse senedi piyasaları reel ekonomi üzerinde ciddi etkileri olacak tarihsel balonu yaparken bile dört yıldan daha uzun bir süre bir daha faiz artırmadığı –ve aslında hem 1998 sonunda hem de 1999 sonunda geçici olarak düşürdüğü– görüldü.

Greenspan'in harekete geçmemesi çoğunluk tarafından onun aşırı-hararetli borsayı zımnen onaylaması olarak yorumlandı. Aslında kısa süre sonra daha da ileri gitti. 1998 baharında hisse senetlerinin kopup giden fiyatlarını, belirgin biçimde, enflasyonu aşağıda tuttuğu ve yatırımcılara "olağandışı kâr artışını" beklentilerini "uzaktaki bir geleceğe taşıyabilme" güveni verdiğini düşündüğü "yeni Ekonomi"nin kazandırdığı verimlilik artışıyla rasyonalize edecekti. Ayrıca, değer patlamasına uğrayan varlıklardan kaynaklanan servet etkisi ile coşan ve balonu güçlendiren şirket yatırımları ve hanehalkı tüketim artışını hararetle desteklediğini de ifade edecekti. Enflasyonu düşük tutan şeyin, hem hisse senetlerinin fiyatlarını yukarıya çeken hem de kâr hadlerini aşağıya iten değerlenen dolar olduğu gerçeği de Greenspan'i endişelendirmedi. Hisse senedi fiyatlarındaki çıkışın *fiilen yaratılan kârlara değil kâr beklentilerinin* artışına bağlı olduğu gerçeğini ise umursamadı. Hisse senedi spekülatörleri, Merkez Bankası Başkanının, itiraf ettiği endişesine rağmen, hem heyecanlarını irrasyonel bulduğu, hem de mantıklı ve yararlı bulduğu sonucunu çıkardılarsa pek de kusurlu sayılmazlar (bkz. aşağıda, s. 205-208).

Şirketlerin hisse alımları hisse senedi fiyatlarını yukarıya çekiyor

Şayet hisse senedi piyasası balonunun genişlemesinin koşullarını yurtiçi ve uluslararası piyasalardaki mali koşullarda 1995 yılında meydana gelen dönüşüm hazırladıysa ve sonraki dört yıl boyunca Merkez Bankası'nın kredileri kolaylaştırması devam ettirdiyse, hisse fiyatları da doğrudan doğruya ve bilinçli olarak kendi şirketleri tarafından yukarıya çekilmiştir. Mali sektör-dışı şirketler, Merkez Bankası'nın mali piyasalara sağladığı rahat koşullar sayesinde –şirketlerine ait hisse senetlerinin artan fiyatlarının yol açtığı– devasa tutarlarda hisseler satın almak, ya şirket birleşmeleri ve satın almaları gerçekleştirmek ya da piyasadan kendilerine ait hisse senetlerini geriye almak (piyasadan çekmek) için borçlanma miktarlarını çok yukarılara çıkarabildiler. Bu süreçte şirketler başlıca net hisse senedi alıcıları ve 1990'ların ikinci yarısında borsa balonunu genişleten esas güç oldular.[7]

Savaş-sonrası dönemde 1980'lere kadar şirketlerin kendi hisselerini satın almaları minimal düzeyde kaldı. Fakat borçlanarak şirket satın alma (*leveraged buyout*) çılgınlığı esnasında firmalar şirket birleşmesi işlemlerinde bu tip alımları çok büyük ölçeklerde yapar oldular. ABD vergi yasasının sermaye kazançlarına (hissedarlara ödenen) temettülere kıyasla daha düşük vergi oranı öngörmesi ve işlemde kullanılan kredi faizinin tamamen gider yazılmasına olanak tanımasıyla bu işlemlerinin finansmanında, giderek-artan miktarlarda, üstlendikleri borçları kullandılar. Ayrıca borsada işlem gören hisselerini de, öyle anlaşılıyor ki, hisse fiyatını yukarıya çekmek için büyük çapta geri satın almaya başladılar. Bunun dikkat çekici sonucu ise 1983 ile 1990 arasında mali sektör-dışı şirketlerin yaptığı alım-

7 Mali sektör-dışı şirketlerin net hisse alımları piyasadan çekilen brüt hisse tutarlarından piyasaya arzedilen brüt hisse tutarlarının çıkarılmasıyla elde edilen rakkamdır. Piyasadan çekilen brüt hisse tutarı ise şirket birleşmesi yoluyla yapılan hisse alımları (nakit olarak yapılan) ile piyasada işlem gören şirket hisselerinin şirket kaynaklarıyla geriye satın alınması işlemlerinin toplamından oluşur.

ların ABD'de gerçekleşen toplam hisse alımlarının en az %72,5'ini oluşturmasıydı. Bu olgu dönem boyunca hisse senetleri fiyatlarının yükselişini kışkırtan temel unsur haline geldi. Şirket nakit akışları (faizler düşüldükten sonraki vergi-sonrası kârlar eksi temettüler artı amortisman) tüm mali sektör-dışı şirketlerin bu dönemde yaptıkları (sınırlı da olsa) sermaye harcamalarının tamamını değilse de tamamına yakınını karşılıyordu. Dolayısıyla şirketlerin bu dönemde yaptığı net hisse alımlarının *tamamı* artan borçlanmayla karşılanmıştı. Mali sektör-dışı şirketlerin bu dönemde yaptığı net hisse senedi alımları borçlanarak yaratılan fonların %50'sine, dağıtılmayan kârlarının (faizler düşüldükten sonra vergi-sonrası kârlar eksi temettüler) %125'ine ve nakit akışlarının %25'ine ulaşmıştı.[8]

1990'ların ilk üç yılında, şirket borçları krizi ertesinde, şirketler hem hisse alımına hem de borçlanmaya geniş ölçüde son verdiler (1990 ile 1993 arasında şirket borçları yılda ortalama ancak 15 milyar dolar arttı). Fakat 1994 başından itibaren, 1980'lerin şirket birleşmeleri ve satın almaları furyasına kaldıkları yerden devam ettiler. Yine büyük ölçekli hisse alımlarına ve bu alımları finanse etmek için daha derin borçlara gömülmeye başladılar. Alımların *tamamının* borçla finanse edilmesi gerekiyordu. 1980'lerde olduğu gibi bu alımların önemli kısmı şirket birleşmeleri ve satın almalarından oluşuyordu. Ancak 90'lı yıllar ilerlerken piyasadan çekilen hisse senedi miktarındaki artış daha ziyade sadece şirket üst düzey yöneticilerinin şirket hisse fiyatlarını yukarı çekme arzusuyla yapılan işlemler olma özelliği kazandı.

Böylece 1994 ile 1998 arasında mali sektör-dışı şirketlerin piyasadan çekilen brüt hisse senedi yıllık tutarları –şirket birleşmeleri nedeniyle yapılan alımlar ve şirketlerin piyasadan aldıkları kendi hisseleri bir arada– üçe katladı ve 1997, 1998, 1999 ve 2000 yıllarında o zamana dek işitilmemiş rakamlara ulaşarak sırasıyla 220,2 milyar dolar, 299,5 milyar dolar, 261,3 milyar dolar ve 246,4 milyar dolar oldu. Ancak şirketlerin sadece ken-

8 MBYK, *Flow of Funds*, Tablo F.102, Tarım-dışı, Mali sektör-dışı Şirketler (akımlar); Tablo F.213, Şirket hisseleri (akımlar).

di hisselerini geri almak için yaptıkları alımlar eğrisi daha da hızlı yükseldi. 1994 ile 1998 arasında yıllık tutarlar dörde katlanarak 1997'de 134,3 milyar dolar, 1998'de 169,1 milyar dolar, 1999'da 145,5 milyar dolar olurken bu üç yılda piyasadan yapılan toplam brüt hisse geri alımlarının %60'ına yaklaştı. 1990'dan önceki o güne kadarki en yüksek hisse geri alımlar toplamı 1989'daki 51,4 milyar dolar olmuştu (bkz. Şekil 5.4).[9]

Hisse senedi fiyatlarının hızla artması şirketlerin hisse senedi ihracı yoluyla yaratacakları fonları ucuzlatacağından mantıken, her şey aynı kalmak koşuluyla, şirketlerin finansman sağlamak amacıyla borçlanarak hisse satın almak yerine daha çok ihraç yoluyla hisse satmaları beklenirdi. Hisse senedi ihracı yoluyla doğrudan sağlanacak finansman borçla finansmana kıyasla daima daha az pahalıydı. ABD'deki mali sektör-dışı şirketlerin, tamamı bir arada ele alındığında, hisseleri geri satın almak için yeni hisse ihraç etmek yerine bu kadar kapsamlı şekilde daha pahalı yolu seçmiş olmaları, şirket üst düzey yöneticilerinin şirket gelirlerini yatırım yapmak, maliyetleri düşürmek, talebi karşılamak gibi eski usullerle maksimize etmek yerine doğrudan şirket hisselerinin fiyatlarını şişirerek hissedarların eline geçecek değeri (*shareholders' value*) maksimize etmenin peşinde olduklarını gösteriyor.[10]

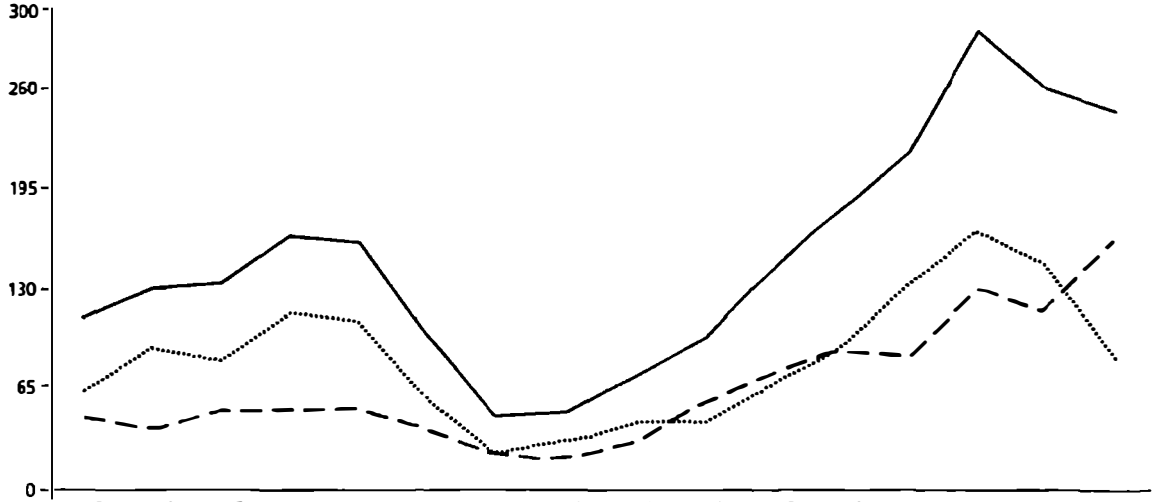
Şirketlerin bu yolu seçme arzuları hiç kuşkusuz genelde hissedarların mümkün olan en kısa zamanda mümkün olan en yüksek getiriyi sağlamaları için yöneticilere yaptıkları amansız baskıdan kaynaklanıyordu. Fakat daha özelde bu arzu, başta bilişim sektörü olmak üzere giderek daha çok sayıda çalışanın ücretlerinin bir bölümünü hisse opsiyonu şeklinde almalarında olduğu gibi maaşlarının büyük bölümünü hisse

9 Merkez Bankası Yönetim Kurulu'nun yayınlanmamış zaman serileri. Bu verileri bana iletme nezaketi gösterdiği için Nellie Liang'a teşekkür ederim.

10 A. Smithers ve S. Wright, *Valuing Wall Street. Protecting Wealth in Turbulent Markets*, New York, McGraw Hill, 2000, s. 152-3, burada özvarlıkla finansman karşısında görece daha yüksek olan borçlanma maliyet hesapları yeralmaktadır. Vurgulamak gerekir ki net alımlardaki büyük artış mali sektör-dışı kesimin tamamı için geçerlidir. Bu sektörün bazı kesimlerinin ve bazı şirketlerinin net hisse ihraççıları olmaları çelişki yaratmaz.

ŞEKİL 5.4

ABD Mali Sektör-dışı Şirketlerde Piyasadan Çekilen Hisselerin Gayrisafi Tutarları, 1985-2000



opsiyonlarıyla alan şirket tepe yöneticilerinin çıkarlarının da hisselerin değerinin artmasından yana olmasıyla açıklık kazanmakta. Ellerinde hisse opsiyonları olanların şirketten temettü almaları genellikle engellendiği için onlar şirket gelirlerinin, doğrudan hissedarlara dağıtılması yerine borsadan daha fazla hisse senedinin geri alınmasında kullanılmasını tercih etmekte haklıydılar.

ABD muhasebe mevzuatı şirketleri çalışan ve tepe yönetici maaşlarının bir bölümünü hisse opsiyonuyla yapmaya ayrıca teşvik ediyordu çünkü bu durumda hisse opsiyon maliyetlerini hissedar raporlarında belirtmek zorunda değillerdi. Ayrıca ABD vergi mevzuatı hisse opsiyon maliyetlerinin şirketin vergi matrahından indirilmesine izin veriyordu. ABD yasalarının hisse opsiyonunu ele alma biçimi, şirketleri Vergi İdaresine (Internal Revenue Service) yaptıkları gelir beyanlarını düşük gösterip halka açık gelir beyanlarını hissedarları lehine abartmaya teşvik ediyordu.[11] 1990'lar devam ederken şirketler yöneticilerine ve çalışanlarına hisse opsiyonu yoluyla yaptıkları ödemelerin durmadan artan maliyetlerini bildirmedikleri için şirket kazançlarını olduğundan fazla gösterdiler; fazla göstermenin, 90'ların son yıllarında %5 ile %30 arasında bir yerde olduğu tahmin edilmektedir.[12] Aynı zamanda belli ki şirketler

---

11 G. Morgenson, "Stock Options Are Not a Free Lunch", *Forbes*, 18 Mayıs 1998; G. Morgenson, "The Consequences of Corporate America's Growing Addiction to Stock Options", *New York Times*, 12 Haziran 2000; G. Morgenson, "Investors May Now Eye Costs of Stock Options", *New York Times*, 29 Ağustos 2000; R. McGough, "Stock Options Pad Cash Flow of Soaring Technology Issues", *Wall Street Journal*, 17 Temmuz 2000; S.J. Weisbenner, "Corporate Share Repurchases in the 1990's: What Role Do Stock Options Play?" Merkez Bankası Yönetim Kurulu Tebliğleri, Finance and Economic Discussion Series, Nisan 2000, MBYK (FRB) web-sitesi.

12 Morgenson, "Investors May Now Eye Costs of Stock Options" Bear ve Stern'in S&P 500 şirketleri üzerine yaptıkları kapsamlı çalışmaya göre, hisse opsiyonları gider yazılabilseydi 1999'daki gelirler ortalama %6 daha düşük olacaktı. Bu şirketlerin 122 tanesinin –endeksteki şirketlerin neredeyse dörtte birinin– gelirleri %10 daha düşük olacaktı. Belki daha da çarpıcı olan Yahoo, Broadcom, JDS Uniphase ve benzeri bir düzine yüksek-teknoloji şirketi hisse opsiyonlarını beyan etmek zorunda kalsalardı hiç gelirleri kalmayacaktı ve birçok başka şirkette de büyük zararlar kaydedilecekti.

hisse opsiyon maliyetlerini vergiden mahsup etmekle büyük faydalar elde ettiler; bu indirimler o kadar genişledi ki önde gelen şirketlerden bazıları bazı yıllar hiç vergi ödemediler, ünlü şirketlerden Cisco ve Microsoft 2000 mali yılı için buna örnek oldular.[13]

1994 ile 1998 arasında mali sektör-dışı şirketler net hisse alımları –yani şirket birleşmeleri sırasında ve şirketin borsada işlem gören hisselerinden satın alma yoluyla piyasadan çekilen hisseler eksi yeni ihraçlar– için 509,2 milyar dolar harcadılar. Bunun olabilmesi için şirketler tarihlerindeki en büyük borç yükümlülüğü altına girdiler. Borç patlaması mali sektör-dışı şirketlerin yıllık borçlanmalarının kendi yarattıkları ve olağanüstü hızla artan GSYİH artış oranı içindeki payının en yüksek noktaya çıkmasına sebep oldu. Böylece mali sektör-dışı şirketlerin net hisse alımına ayırdıkları 509,2 milyar dolar bu dönemde kullandıklar 1,035 trilyon dolar tutarındaki toplam kredinin %50'sini oluşturuyordu.[14] Bu rakamın aynı zamanda o yıllarda toplam ABD hisse senedi alımlarımn %37'sini oluşturması –1998'de ise şaşırtıcı biçimde %58'e çıkacaktı– şirket hisselerinin piyasadan toplanması işlemlerinin borsa balonunu yaratmadaki esas rolünü kanıtlamaktır.

Özet olarak, Merkez Bankası mali sektör-dışı şirketlerin apaçık finansal manipülasyonlar yapmalarına fırsat veren kredi olanakların: kolaylaştıran tutumunu sürdürdü. Mali sektör-dışı şirketler borçlanma olanaklarını kendi şirket hisselerini geriye almak kadar başka şirketlerin hisselerini de almak için yutarcasına kullanıyorlar ve bu yüzden hisse senedi fiyatlarının pervasızca yükselişine onayak oluyorlardı.

---

13 G. Morgenson. "The Consequences of Corporate America's Growing Addiction to Stock Options"

14 MBYK, *Flow of Funds*, Tablo F.102, Tarım–dışı, Mali Sektör-dışı Şirketler (akımlar); Tablo F.213, Şirket Özvarlıkları (akımlar). Bu alımların büyüklükleriyle ilgili daha fazla fikir vermek üzere bunların mali sektör-dışı şirketlerin bu yıllardaki dağıtılmayan kârların %80'ine ve nakit akışlarının %20'sine ulaştığını belirtmek gerekir.

Balon genişlemeyi büyütüyor

ABD hisse fiyatları balonunun 1995'teki genişlemesi böylece hızlanarak genişleyen ekonomiyi kısa sürede büyütüyordu. Hanehalkının mali sektör-dışı şirketlere hisse satışları (net olarak) ve bu şirketlerin söz konusu alımları borçlarla yapmaları sonucu oluşan sermaye kazançları yoluyla, hanehalkı satın alma gücü önemli ölçüde arttı. Bu arada, hisse fiyatlarının artması nedeniyle değerleri yükselen varlıklar hanehalkının servete kavuştuğu yanılsaması yarattığı için, borçlanmaya yol açmasının yanı sıra, daha önce olmadığı kadar hızla eriyip gitmesine zemin azırladı. Bir taraftan borçlanırken bir taraftа tasarrufları eritmek tüketim harcamalarını daha da artırdı. Hanehalkının önemli bölümü hisse fiyatlarındaki artışı, ekonominin sağlıklı olduğu şeklinde yorumlayıp kendilerini ekonomik açıdan daha güvende hissedip daha az tasarruf ederek, daha özgürce tüketmeye başladılar.[15] Sonuçta ortaya çıkan tüketim talep artışı, zaten imalat sektöründe kârlılık, rekabet gücü ve ihracatta gözlenen iyileşmenin harekete geçirdiği güçlü bir ekonomik genişlemeye esaslı bir katkı yaptı. Hisse senetlerinin fiyatları arttığı için –elbette borçlanarak piyasadan kendi hisselerini topladıkları için daha da artan– kâğıt üzerinde değerleri büyük ölçüde artan mali sektör-dışı şirketlerin bir yandan borçlarını daha da artırıp bir yandan da fiyatları yükselmiş hisse senetlerinin yenilerini ihraç ederek daha büyük fonlar yaratabilmeleri genişlemeyi ayrıca artırdı. Her iki işlem de o dönemde sıçrama yapan yatırım artışlarının büyümesine yardımcı oldu.

1996 ve 1997 yıllarında imalat sektörü hâlâ hızla büyürken ve imalat-dışı sektör kârlılık artışı yaşarken, ABD ekonomisi.n sonunda tüm gücüyle ilerlediği görüldü. Üstelik yaprak kıpırdamayan öteki gelişmiş kapitalist ekonomileri de 1990'la-

15 J.M. Poterba, "Stock Market Wealth and Consumption", Journal of Economic Perpectives, cilt xiv, Bahar 2000, s. 116-17; M.W. Otoo, "Consumer Sentiment and the Stock Market", Merkez Bankası Yönetim Kurulu Tebliğleri, Finance and Economic Discussion Series, Kasım 1999, MBYK (FRB) web-sitesi.

rın ilk yarısındaki daralmadan kurtardı. 1997, ortaya çıkan yeni uluslararası döngüsel iyileşmede kesinlikle tepe noktaydı.

Bununla beraber 1997'nin son zamanlarında ABD ekonomik canlanmasının ilk ve temel kaynağı (önceki on yılda imalat sektöründe rekabet gücünün, ihracatın ve kârlılığın artmış olması) hızla kurumaya başlamıştı. ABD hisse senedi piyasalarının yükselmesine katkıda bulunan daha değerli dolar ve bu yolla ortaya çıkan servet etkisinin canlandırdığı yatırım ve tüketim artışları eşzamanlı olarak imalat sanayi kârlılığını ve imalata-dayalı genişlemeyi baltalamaya başladı. Bu yüzden ABD ekonomisi 1995'in başında Asya'da bizzat patlattığı, şimdi ise uluslararası nitelik kazanan krize karşı korunmasız kalıyordu.

ALTINCI BÖLÜM

Zincirleme krizler

Hatırlanacağı üzere Japon ekonomisi 1994 yılında uzun süren derin döngüsel düşüşünden çıkmaya başlamış, fakat 1995'in ilk yarısında yenin ani yükselişiyle daralmaya geri dönmüştü (bkz. yukarıda s. 118). Fakat ters Plaza Anlaşması'ndan sonra yen, politika yapanların amaçladığı gibi, ciddi oranda düştü. Üstelik 1995'in ikinci yarısından itibaren Japon ekonomisi uzun süren kötüye gidişinden kesin biçimde kurtulmaya başladı. Japon ihracatı hızla hamle yaptı, kâr hadleri ve yatırım artışı da peşi sıra geldi. Japon ekonomisi sonraki iki yıl boyunca, 1985'ten sonraki, yenin on yıl süren yükselişinin sürüklediği durma noktasına gelmeden önceki eğrisine geri dönmüş gibiydi. Alman ekonomisi tıpkı Japon ekonomisi gibi düşen para biriminin getirdiği avantajla eşzamanlı olarak benzer bir gelişim gösterdi; Avrupa'daki çoğu ekonomi de aynı şekilde tepki verdi. Gerçekten de 1997 yılında gelişmiş kapitalist ekonomilerin tümü birden –ABD'nin dünya talebinde yarattığı büyük canlanma ve dolar karşısında düşen para birimleri sayesinde– 90'lar boyunca sergiledikleri en iyi performansa ulaştılar.

Fakat süreç burada bitmedi. Japon ekonomisini bizzat ileriye sevk etmiş olan dolar karşısında zayıflayan yen Doğu Asya'nın hızlı-gelişen ekonomilerinin felaketi oldu. Bu ekonomi-

lerin çoğu paralarının değişim değerini dolara bağlamışlardı. Yenin 1985 ile 1995 arasındaki istikrarlı yükselişi onları hep daha rekabetçi yapmış, gelişmelerine katkıda bulunmuştu. Ne var ki yen, 1995 ile 1997 arasında hızla düşünce, değerlenen dolarla birlikte para birimleri yükselen bu ekonomiler durma noktasına geldiler. İhracat genişlemeleri durdu ve onun yerine ihracatlarını durduran değerli dolar yüzünden hisse senedi, emlak ve inşaat piyasalarında balonlar oluştu. Ancak balonların ihracat düşüşleri ve imalat sanayilerindeki genişlemenin durması karşısında sürdürülebilir olmadığı anlaşıldığında savaş-sonrası dönemin en ciddi uluslararası ekonomik krizinin içine düştüler.

Gelişen zincirleme reaksiyon da hemen kontrol altına alınamadı. Japon ekonomisinin değerlenmiş yenin kalıcılığını kısmen telafi etmek üzere düşük teknoloji kullanan üretimi Doğu Asya'ya kaydırması Japonya'nın bölgedeki doğrudan yatırımları, ihracatı ve banka kredilerinin 1990'lar boyunca görkemli artışı ile sonuçlanmıştı. Fakat Japonya çok geçmeden, 1995'ten itibaren ters Plaza Anlaşması'nın getirdiği daralmadan kaçış çabasının bumerang etkisiyle felaketle sonuçlandığını gördü. Düşük yen Japon ihracatını canlandırıp ithalatını yavaşlatırken Doğu Asya'yı yere serdi; sonuçta Japonya doğrudan yurtdışı yatırımlarını, ihracatını ve banka kredilerini yönlendirdiği en iyi pazarını kaybederek tekrar daralma içine girdi.

ABD ekonomisi dahi sonunda içine girdi. Dolar 1995'ten itibaren baş döndürücü biçimde yükselirken, ABD'nin yeni yeni canlanan imalat sektörü etkileyici biçimde genişlemeye devam etti. Ancak daha önce bahsedildiği gibi, 1996 ve 1997'de yer çekimine-meydan okuyan dolar, imalat sanayinin on yıl önce başlayan ve uzun süre devam eden rekabet gücü ve verimlilik artışının sonunu getirerek ABD imalat sektörünün dinamizminin temellerini çürütmeye başladı. ABD ekonomisi 1998'de çöken Doğu Asya pazarı ve infilâk eden Doğu Asya ihracatı ile karşı karşıya kaldığında kendisi de savaş-sonrası dönemin en ciddi krizi ile yüz yüze gelmiş oldu.

Doğu Asya'da genişlemeden krize

Doğu Asya, 1985-95 arasındaki on yılda dünyada gerçek anlamda dinamik bir ekonomik büyüme görülen yegâne bölgeydi. İmalat sanayindeki, özellikle imalat sanayi ihracatındaki güçlü genişleme Doğu Asya ekonomilerine hamle yaptırdı. Gerçi olağanüstü büyüme eğrilerine sahip Kore ve Tayvan'ı, 1985'te ve bilhassa 1991'de güç toplayan ve Japon ekonomisini taklit etmekten çok onun tarafından yönlendirilen ASEAN ekonomilerinden ayırmak gerekiyor. Kore ve Tayvan'ın çeyrek yüzyıl önce başlayan gelişmelerinin kökleri Japon modelinin başarıyla uyarlanmasında yatıyor. Bununla beraber söz konusu on yılda bölgenin bir bütün olarak başardığı gerçekten daha önce görülmemiş ekonomik sıçrama, sonradan geçici oldukları anlaşılan birtakım koşulların bir araya gelmeleriyle mümkün olmuştur ki bunlar arasında en önemlisi yenin yukarıya doğru akıl almaz çıkışıdır.[1]

Japon imalat sanayicilerinin, daha önce de vurgulandığı gibi, 1985 Plaza Anlaşması'ndan beri değeri hızla artan yene karşı tepkileri, üretimi, sadece aynı vasıf için daha düşük-ücret ödendiği için değil, aynı zamanda yen yükselirken dolara bağlı para birimleri düştüğü için, Doğu Asya'ya kaydırmak oldu. 1990'ların başında Japon ekonomisi daralmaya girdiğinde ve yen daha da yükseldiğinde bu yöndeki hamlelerini hızlandırıp yurtdışındaki yan kuruluşları kanalıyla doğrudan yatırımlarını tedarikçi ağıyla birlikte daha önce görülmemiş bir süratte bölgeye yönlendirmişlerdi. 1991 ile 1995 arasında, Japon imalat sektörünün Doğu Asya'ya yaptığı doğrudan yatırımlar üç kat artarak 2,9 milyar dolardan 8,1 milyar dolara çıkmıştı. Japon ihracatçılar da bölgeye çok büyük miktarda sermaye ve ara malı ihraç etmiş bu kısa sürede bu ürünlerin Japonya'nın Doğu Asya'ya yapılan ihracatı içindeki payı %40-50'ye çıkmıştı. Ja-

---

1 Bundan sonraki bölüm için R. Bevacqua'a özellikle borçluyum, "Whither the Japanese Model? The Asian Economic Crisis and the Continuation of Cold War Politics in the Pacific Rim", *Review of International Political Economy*, cilt v, Ağustos 1998.

ponya'nın bölgeden yaptığı tüketim malı ithalatı da eşzamanlı olarak aynı hızla arttı. Japon bankalarının Doğu Asya'da hem Japon çokuluslu şirketlerine hem de yerel şirketlere açtığı büyük çaplı krediler kargaşa içinde ilerleyen kalkınma sürecinin daha uyumlu ve düzgün işlemesini sağladı.[2]

Tayvan ve Singapur (ve Çin) gibi belli istisnalar dışında Doğu Asya ekonomileri kendi açılarından 1980'lerin sonundan itibaren sadece sermaye girişini değil, aynı zamanda sermaye çıkışını da kolaylaştırmak üzere mali piyasalarında kısıtlamaları kaldırmış, kur istikrarı sağlamak üzere de para birimlerini dolara bağlamışlardı. Amaç banka kredilerini ve portföy yatırımı yapan sermayeyi bölgeye çekmekti. ASEAN ekonomileri bu yolda en önde gidenlerdi fakat kısa sürede Güney Kore de kısmen mali piyasalarını açması konusunda hem ABD'nin ardı arkası kesilmeyen ısrarını karşılamak üzere, hem de iç piyasadan kaynaklanan zorunlulukları, özellikle hükümetin aynı anda hem devlet müdahalesini azaltmak hem de büyük holdinglerin ihtiyaçlarını karşılamak arzusuna cevap olarak kervana katıldı. Holdingler, Güneydoğu Asya ve Çin'de (ve belki Meksika'da) düşük teknoloji ürünleri üreten rakipleri ile Japonya ve ABD'nin ileri teknoloji kullanan üreticileri arasındaki kavşakta giderek daha da kıstırılmış hissediyorlardı. Bu yüzden, kısa-vadeli kredileri daha ucuza, daha büyük miktarlarda ve ülkelerine kıyasla daha hafif koşullarla bulacakları dünya mali piyasalarına özgürce ulaşma veya uluslararası borç verenlere devlet-gözetimi altında dahil olma özlemi içindeydiler.[3]

---

2 W. Hatch ve K. Yamamura, *Asia in Japan's Embrace. Building a Regional Production Alliance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996; M. Bernard ve J. Ravenhill, "Beyond Product Cycles and Flying Geese: Regionalization, Hierarcy, and the Industrialization of East Asia", *World Politics*, c 't xlvii, Ocak 1995; OECD, *Economic Survey, Japan 1996*, Paris, 1996, s. 19, Tablo 3; s. 30. 32; s. 185 n.3; s. 229; OECD, *Economic Survey, Japan 1995*, Paris, 1995, s. 23-5

3 W. Bello, "East Asia: On the Eve of the Great Transformation", *Review of International Political Economy*, cilt v, Ağustos 1998, s. 427-8; W. Bello, "The Rise and Fall of South-east Asia's Economy", *The Ecologist*, cilt xxviii, Ocak-Şubat 1998, s. 10-11; S. Kim ve B. Cho, "The South Korean Economic Crisis: Contrasting Interpretations and an Alternative for Economic Reform", *Studies in Political Economy*, no. 60, Ağustos 1999; M. Bernard, "East Asia's Tumbling Do-

Bölgeye aşırı miktarda kısa-vadeli sermaye akımı, o dönemde uluslararası likidite genişlemesinin etkisiyle çok kabarık miktarlarda gerçekleşti. 1990'ların başında ABD Merkez Bankası'nın ekonomik daralmayla ve banka ve şirketlerin mali yapılarındaki kırılganlıkla baş etmek üzere kısa vadeli faiz oranlarında indirime gitmesiyle birlikte dünya ölçeğinde nakit bolluğu hızla arttı. O sırada hâlâ daralma etkisinde olan ABD üretken ekonomisinde sağlanan paranın göreli olarak çok küçük bir kısmı yatırımlar için talep edildiğinden büyük kısmı ABD hisse senedi piyasasının yanı sıra Doğu Asya'ya doğru serbestçe akıtıldı. Borsa balonunun sönmesinin ardından Japon hükümetinin ülke ekonomisini tekrar canlandırmaya çalışması likidite artışını bir kez daha yükseltti. Daha önce ABD'de olduğu gibi, ortaya çıkan ucuz para nehirleri yurt ekonomisini by-pass edip, 'arakazanç ticareti' işlemleri vasıtasıyla yeniden Doğu Asya'ya veya ABD'ye döndüler. 1990'ların ilk yarısı 'yükselen piyasalar' çılgınlığının başlangıç günleridir. IMF verilerine göre 1990 ile 1995 arasında AGÜ'lere giden toplam portföy yatırım sermayesi 350 milyar dolar oldu; bu miktarın 261 milyar dolar veya %74,5 gibi şaşırtıcı bölümü Doğu Asya'ya gitti.[4]

Bütün bölge ekonomilerinde genişlemeye yol açan, şok edici bir imalat sanayi ihracat büyümesi ortaya çıktı. 1990 yılında ABD ve Asya (Japonya hariç) ihracatının dünya ihraç pazarından aldıkları pay, sırasıyla %11,2 ve %11,7 ile birbirlerine çok yakındı. Ancak 1995 geldiğinde ABD'nin payı hafifçe düşerek %11 olurken Asya'nın payı yarısı kadar artarak %16,4'e fırladı. 1996 yılında toplam sermaye oluşumu (özel sektör ve kamu yatırımları ile konut imalatı toplamı) Doğu Asya'da (Japonya

---

minoes: Financial Crises and the Myth of the Regional Model", içince L. Panitch ve C. Leys, (ed.), *The Socialist Register 1999*, New York, Monthly Review, 1999, s. 197-8.

4 S. Griffith-Jones, *Global Capital Flows. Should They be Regulated?*, New York, St. Martin's Press, 1998, s. 29, Tablo 2.2. Doğu Asya'ya doğrudan yabancı sermaye yatırım akışı anlamlı ölçüde daha yavaştı, gerçi yine de söz konusu beş yıl içinde AGÜ'lere giden toplam 203,3 milyar doların 79,6 milyar doları ya da %39'u Doğu Asya bölgesine gitmişti.

hariç) 1990'daki seviyesinin %300 üzerine çıktı; oysa aynı dönemde toplam sermaye oluşumu Japonya ve ABD'de %40'tan biraz fazla ve Avrupa'da sadece %10 arttı. Aynı yıl Doğu Asya'daki yatırımların bu dört bölge toplamının içindeki payı altı yıl önceki payı üç katı artarak %18'den fazla oldu.[5] Ancak, artık, Doğu Asya'daki genişlemenin temellerı bölge paralarının dolara bağlı olarak hızla değerlenmeleri kadar imalat sektöründe 1990'ların ilk yarısında ortaya çıkan uluslararası aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununun (ki Doğu Asya'nın da buna kayda değer ölçüde katkısı olmuştur) ağırlaşması nedeniyle de sarsılıyordu.

1995 Nisan ayı ile 1997 Nisan ayı arasında yen dolar karşısında %60 (1995 ile 1997 arasında yıllık olarak %27) değer kaybetti. Yenin bu sert düşüşü 1994'te Çin hükümetinin yuanı %50 devalüe etmesinin peşi sıra gelmiş oldu. Bu arada Meksika'daki ciddi mali ve ekonomik kriz sonrası 1994 ile 1996 arasında pezo kuru dolar karşısında %57 değer kaybetmişti. Çoğunun paraları dolara bağlı olan Doğu Asya ekonomileri şimdi Meksika ve Çin'den düşük teknoloji ve vasıt-teknoloji malları rekabeti ile Japonya'dan gelen yüksek teknoloji ürünleri rekabeti arasında kıskaç içinde kaldılar. Hiç kuşkusuz, Doğu Asya otoritelerinin, imalat sektörünün rekabet gücünü korumak için dolarla bağlarını derhal koparma seçenekleri vardı. Ancak görüldüğü kadarıyla bitmeyen bir ucuz kısa-vadeli kredi cömertliğine bağımlı hale geldikleri için, bunu yapmamakta direndiler ve paralarının değeri dolarla birlikte yükseldi. İmalat sektöründe dünya ölçeğinde yığınlaşan aşırı-kapasite kadar bölgenin değerlenen paralarının da yarattığı baskı altında, bölgenin makine teçhizatına daha önceki yıllarda yapılan, o sırada genellikle kârlı olan devasa eklemeler, aniden büyük-ölçekli aşırı-sermaye-birikimi olarak ortaya çıktı. Aşırı-arz ile başı dertte olan küreselleşmiş bir imalat sektöründe pazar mücadelesi, kazanan ve kaybedenlerin büyük ölçüde döviz kuru hareketleriyle belirlendiği bir sıfır-toplam mücadelesine dönüşmeyi sürdürdü.

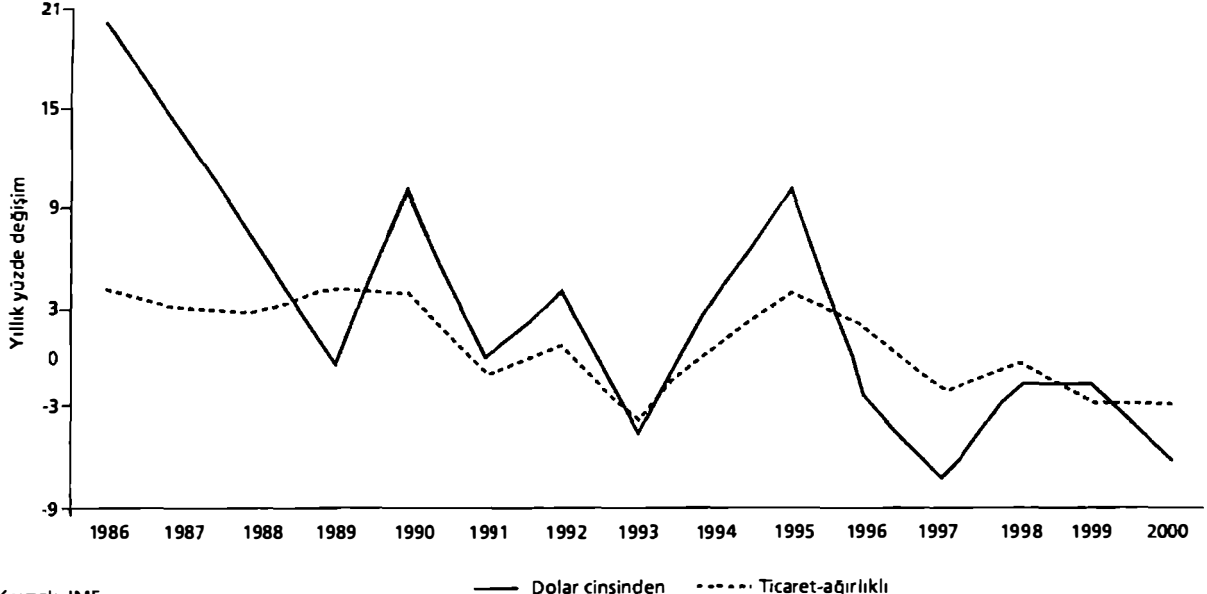
5 OECD, *Economic Outlook*, no. 66, Paris, Aralık 1991, Tablo A46; Bevacqua, "Whither the Japanese Model?", s. 414.

Doğu Asya'daki ekonomik odakların çoğu, şiddetlenen uluslararası rekabetin getirdiği meydan okumaya yurtdışı satışları zorlayarak cevap verme yolunu seçti. Bu tavır, paradoksal görünmesine karşın, kısa vadede kârlı bir şekilde iç pazara dönmelerinin olanaksızlığı göz önüne alındığında, bölgedeki imalat sanayicilerinin sorunlarından kurtulmak için tek çıkar yollarının ihracat olduğu anlaşılıyor. 1996 yılında Doğu Asya ekonomilerinin çoğunda ihracat *hacimleri* bu yüzden eskisi gibi nefes kesen bir hızla olmasa da, artmaya devam etti. Ancak ihracat *değer* olarak uluslararası piyasadaki aşırı-kapasite ve değerlenen para birimlerinden kaynaklanan çift yönlü baskıya teslim oldu ve bu üçlü olgu, fiyatlar üzerinde aşağıya doğru çok şiddetli baskı yaptı. Dünya ihracatı 1994 ve 1995 yılında (dolarla hesaplanmış) değer olarak yıllık ortalama %17 büyümüştü, fakat 1996 yılında hem Doğu Asya ihracat hacminin devam eden artışını hem de o yıl rekabet gücü artan ABD ekonomisinden yapılan ithalatın olağandışı yavaş büyümesini yansıtır şekilde sadece %4 artabildi. Bunun nedeni, dünya imalat sanayindeki dolar cinsinden fiyatların 1994-95'te yıllık ortalama %6,6 artmışken, 1996'da %2,7 ve 1997'de bir kez daha %7,3 düşmesiydi (bkz. Şekil 6.1). Buna paralel biçimde tüm Doğu Asya'da (Japonya hariç) ihracat artışı, değer olarak 1995'in başlarında tepe noktası olan %30 iken 1996'nın ortasında sıfıra düştü.[6]

Fiyatları aşağıya doğru çeken güçler kârlılık üzerinde bariz şekilde dayanılmaz baskı uyguluyordu. 1992 ile 1995 arasında para birimi (dolarla birlikte) yen karşısında neredeyse %25 değer kaybeden bölgenin lider ekonomisi Kore'nin yıllık ihracatı hacim olarak üçte iki, değer olarak da %53 arttı. Ancak 1996 yılında para birimi won, yen karşısında %15 değer kazandığında ihraç miktarları %20 artmasına rağmen ihracat değeri

6 S. Radalet ve J.D. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects". Brookings Papers on Economic Activity, no. 1, 1998, s. 31-5; Bevacqua, "Whither the Japanese Model?"; Dünya imalat sanayi fiyat serileri IMF'nin izniyledir. Bu bilgileri bana ilettiği için Cathy Wright'a teşekkür etmek isterim. Ms. Wright'in görüşüne gore bu rakamlar daha ziyade gelişmiş kapitalist ekonomilerdeki fiyat eğilimlerini yansıtmaktalar.

ŞEKİL 6.1
Dünya İmalat Sanayi İhracat Fiyatları, 1986-2000



Kaynak: IMF.

ancak %10 artıı; 1997 yılında ise ihraç miktarları %25 daha artarken ihracat değeri %1 düştü. 1994-95'te Kore imalat sanayi kâr haddi (kârlar bölü toplam varlıklar) 1988'den sonraki en yüksek noktasına çıktı; ortalama olarak 1991-93 dönemi ortalamasının iki katı oldu. Fakat 1996 yılında aniden %75 oranında düştü ve 1997 ile 1998 yıllarında eksilere indi (bkz. Şekil 6.2).[7]

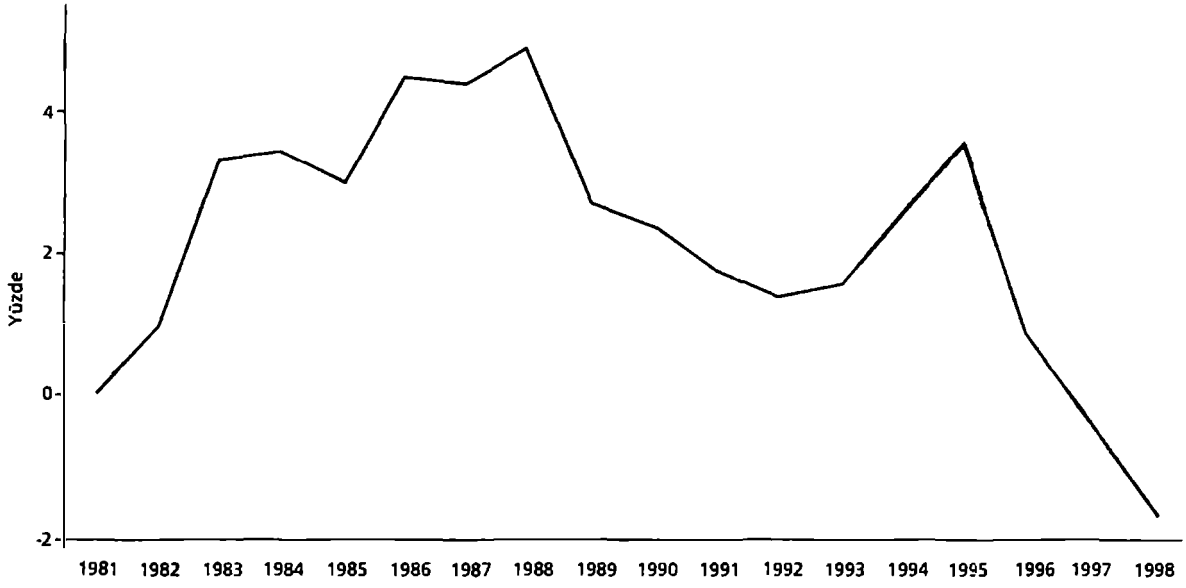
Doğu Asya ihracatının getirisi azalmaya başlamış olsa da, Doğu Asya'ya giden, özellikle bölge paralarının değerlenmesinin sürüklediği, spekülatif akımlar birikmeye devam etti. Japon otoritelerinin, 1995 yılında yenin değerini yerle bir eden ve Doğu Asya'nın ihracat umutlarını söndüren kredi musluğunu gevşetme politikası eşzamanlı olarak, değerleri artan yerel para birimlerinin yukarıya doğru seyrinden yararlanmak amacıyla, çoğu Japonya'dan olmak üzere paranın bölgeye sel gibi akmasına yol açtı. Bunun sonucunda ortaya çıkan aşırı hararet yerel otoritelerin 1995'ten sonra yerel para birimlerinin sermaye akımları etkisiyle daha da değerlenmelerinin önüne geçmek üzere kredileri serbest bırakmalarıyla daha da kötüleşti. Kaçınılmaz olarak, çok büyük borsa, emlak ve inşaat çılgınlıkları yaşandı. Aslında Japonya'nın balonu –dünyanın dört bir tarafında 'yükselen pazarlara' yatırım yapanların desteği ile– doksanların ortalarında bu kez Doğu Asya'da hortlatılmış oldu. 1995'ten sonra ABD'de hisse senedi fiyat balonu ortaya çıktığında hemen yanı başında bir Doğu Asya balonu patladı. Üstelik Doğu Asya balonunun ortaya çıkışı bölge ekonomisinin imalat sektörü ihracatına dayalı zemininin döviz kurlarında gözlenen ani ters dönüşle sarsıldığı bir zamana denk gelmişti.[8]

---

7 Burada kullanılan kâr haddi serileri Seul National University'den Profesör Soohaeng Kim tarafından Kore Merkez Bankası verileri kullanılarak hazırlanmıştır, bana iletmiş olduğu bu bilgiler için kendisine şükranlarımı bildirmek isterim. Kendisinin de vurguladığı gibi verilere bir miktar tedbirli yaklaşmak gerekir. Bu serilere oldukça parallel bir başka imalat sanayi (Net katma değer/ toplam varlıklar şeklinde ifade edilen) kâr haddi serisi çok yakın sonuçlar vermekte ve bu bakımdan aynı genel eğilimi teyit etmekteler, bkz. OECD, *Economic Survey. Korea 1999*, Paris, 1999, s. 28, Şekil 3B.

8 Bevacqua, "Whither the Japanese Model?"

ŞEKİL 6.2
Kore İmalat Sanayi Kâr Haddi, 1981-98 (cari kârlar/toplam varlıklar)



İhracat gelirleri hızla düşerken Doğu Asyalı üreticiler kredilerini geri ödemekte her geçen gün daha da zorlandılar ve bölgenin büyüme ihtimali bariz biçimde zayıfladı. 1997 yılı başından itibaren Kore'nin belli başlı *chaebol*'ları durumun ciddiyetini kanıtlarcasına ardı ardına iflas etti. Geri ödenmeyen krediler yığılırken, fonlar bölgeyi –gelişlerinden daha hızlı biçimde– terk etti. Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements) verilerine göre yabancı bankalar Nisan-Haziran 1997 arasındaki üç ay içinde bölgeye kullandırdıkları kredilerin %30'unu çoktan geri çekmişlerdi. Hızla düşmeye başlayan hisse senedi fiyatları sermaye kaçışını hızlandırıp, yerel paralar üzerinde önce aşağıya doğru baskıya, sonra da spekülasyona yol açtı. Merkez bankaları sermaye kaçışını durdurmak ve ulusal paraların çöküşünü önlemek için kısa-vadeli faiz oranlarını yükseltttiler, fakat bu, mali kuruluşların iflas etmesine, varlık fiyatlarının ve borsanın daha da çökmesine ve dolayısıyla daha çok sermayenin kaçmasına yol açtı. 1997 boyunca Doğu Asya sermaye girişlerindeki net düşüş 105 milyar dolar (93 milyar dolar sermaye girişinden 12 milyar dolar sermaye çıkışına) oldu.[9]

Doğu Asya, tipik bir borsa paniğinde yaşandığı üzere, aşağıya doğru inen helezonik bir hareket sonucunda güç duruma düşmüştü. Her bir yabancı borç veren, ötekilerin paralarını çekeceklerinden korktuğu için, mümkün olan en kısa zamanda kaçmanın yollarını aradı. Sonuçta üreticilerin yükümlülüklerini alışık oldukları üzere yeniden borçlanarak yerine getirmelerine olanak sağlayan yurtdışı kredi yığını, bölge ekonomisinden kendiliğinden çekildi. Asyalı borçluların yurtdışından aldıkları kredileri değer yitirmiş ulusal paraları ile ödemek zorunda olmaları gerçeği durumu daha da kötü hale soktu ve bölgenin tamamında aşırı derecede yüksek borç-özvarlık oranlarını yaygınlaştırdı.[10]

---

9 *A.g.e.*, s. 416-18; Kim ve Cho, "The South Korean Economic Crisis", s. 15-16; Radelet ve Sachs, "The East Asian Financial Crisis", s. 2.

10 Radelet ve Sachs, 'The East Asian Financial Crisis', s. 43-9; R. Wade ve F. Veneroso, "The Asian Crisis: The High Debt Model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex", *New Left Review*, no. 228, Mart-Nisan 1998.

Bu noktada ABD Hazinesi'nin yönlendirmesi ile IMF devreye girdi. IMF kredilerin panikle geri çekilmesinin yarattığı olumsuzluğu telafi etmek üzere Asya'ya para akıtmaları konusunda uluslararası bankaların mutabakatını almaya gayret etmiş olabilir; ne de olsa para akıtmak bir likidite krizinin olağan çözümüdür: ABD Merkez Bankası'nın 1987 borsa çöküşündeki tavrını hatırlayalım. Asya firmalarının asıl sorunlarının üretimlerinin verimsizliği ve (olmayan) kamu açıklarına bağımlı olmalarından ziyade uluslararası talep yetersizliğinden kaynaklandığı göz önüne alındığında tedbir olarak bunları öne sürmek mantıklı görünüyor. Fakat IMF'nin asıl derdi, daha önce Latin Amerika borç krizinde olduğu gibi, ABD, Avrupa ve Japon bankalarının alacaklarının tamamının ödenmesini sağlamak oldu. ABD dış ekonomi politikasının bir aracı gibi davranıp bu fırsatı, bölge ekonomilerini işleyişlerinin liberalize edilmesi ve ekonomilerini yabancı yayılmacılığına açmaları konusunda zorlamak için kullandı. Bu ekonomilere sağlanan köprü, finansman avansının bir koşulu olarak, sıkı kredi uygulamaları ve mali kemer sıkma politikaları talep etti; böylece ülke ekonomilerini ve borç krizlerini radikal biçimde zora sokarak ekonomik çöküntüye davetiye çıkardı. Kesinlikle emperyalist oldukları söylenebilecek tedbir paketlerinin bir parçası olarak, yerel otoritelerden, yabancı sermaye girişini kolaylaştırmak amacıyla ekonomilerini Anglo-Sakson çizgide yeniden düzenleyecekleri geniş kapsamlı planları içeren anlaşmalar imzalattılar. Bunlar içinde en çarpıcı olanı, Kore'yle yapılan anlaşmaydı.

1997 yazında Doğu Asya'da patlayan kriz bir sonraki yıl boyunca sürekli kötüye gitti. 1998'in önemli bölümünde para bölgeyi terk ederken ve para birimleri sürünürken, borsalar dünyanın geri kalanı üzerinde doğrudan ya da dolaylı büyük bir baskı yaratarak düşmeye devam etti. Kriz 1998 yazında az gelişmiş dünyaya sıçradı. Ağustos'ta Rusya ülke borcunda temerrüde düştü. Kısa süre sonra Brezilya çözülmeye başladı. Artık kapitalist dünya sisteminin çekirdeği tehdit altındaydı. Tehdit sadece ekonomik daralmadan belli belirsiz çıkmakta

olan Japon ekonomisini değil, gayet istikrarsız bir büyük genişleme içinde olan ABD ekonomisini de hedef alıyordu.

Japonya'nın başarısız canlanması

1995'in ikinci yarısında ters Plaza Anlaşması'nın yarattığı esaslı yen düşüşüne, hızlı sayılabilecek bir tepki olarak, Japon ihracat artışı hızla yükseldi ve hükümetin bir dizi kamu açığı verme politikalarından biri sayesinde Japon ekonomisini epeydir süren daralmadan çekip çıkardı. 1995 ile 1997 arasında, 1991 ile 1995 arasında fiilen bir miktar düşmüş olan Japon ihracatı, değer cinsinden %23 arttı. Kârlılık ve sermaye birikimi, bunu destekler biçimde arttı (bkz. yukarıda, s. 55, Şekil 1.3 ve s. 116, Şekil 3.1). 1992'de %15,6, 1993'te tekrar %18,3 ve 1994'te bir %9,2 daha düşen imalat sanayi yatırımları birden canlanarak 1995'te %12,2, 1996'da %11,9 ve 1997'de %11,1 arttılar.[11] 1996 yılında GSYİH artışı %5,1'e fırladı, ekonomi sağlığına kavuşuyor görüldü.

Yine de iyileşme sürdürülemedi. Canlanmanın gücünü abartılı yorumlayan Japon otoriteleri, on yıl boyunca, ağır bütçe açığı harcamaları nedeniyle alarm vermiş olan bütçeyi toparlama telaşına düşerek, kamu harcamaları artışını çok ani şekilde kesmekle kalmayıp bir de 1997 Martında oldukça ağır yeni bir katma değer vergisini de uygulamaya soktular. Bunun talep üzerinde yarattığı şok büyümenin önemli ölçüde yavaşlamasına yol açtı; bu şok, artan vergiler ve azalan kamu harcamaları etkisiyle GSYİH'yı %2 oranında düşürdü. Bu yavaşlama hükümetin daralmaya geri dönen ekonomiyi tekrar rayına sokacak yeni kamu açıkları yaratmaktan kaçınması sonucunda daha da kötüye gitti. Hükümet ekonominin çarklarını döndürmek için mali teşviklere yönelmek yerine faiz indirimine başvurduğunda, miktarı hızla artan krediler yurtiçinde yeni yatırımların finansmanına gideceğine, ülkeden çıkan para akımlarının ABD Hazine tahvillerine ve ABD hisselerine akışı-

11 OECD, *Economic Survey. Japan 1998*, Paris 1998 s. 15-1, Şekil 32; OECD, *Economic Survey: Japan 1999*, Paris 1999 s. 33.

nı hızlandırdı.[12] Ucuzlayan borçlanma maliyetleri çok az yeni yatırım getirdi, çünkü kâr haddi çok düşmüştü. Kâr haddinin düşüşü, durgunlukla geçen on yıl boyunca, özellikle çok geri kalan ihracat karşısında oluşan büyük kapasite fazlası birikiminin bir ifadesidir. 1980'ler balonunun son yıllarındaki yatırım balonu zaten arkasında çok fazla atıl üretken güç bırakmıştı. Bundan daha az olmakla birlikte 1993 ile 1997 arasındaki başarısız iyileşmelerde de böyle oldu. Fakat işçi çıkarma ve küçülme konusunda yasal kısıtlamalara tabi olan Japon firmaları emek veya sermaye stoklarını zayıflayan talebe uyumlu şekilde azaltmak için pek bir şey yapmadılar.

İşten çıkarmaya nadiren başvuruldu. Sonuç olarak 1998 yılında işgücünün en az %3,5'u (hükümetin tahmini) ve anlaşıldığı kadarıyla, müdürler, vasıfsız büro işçileri ve inşaat alım satımıyla uğraşanlarla birlikte %11,5'lik kısmı (özel sektör şirketlerinin tahmini) işgücü fazlasıydı. Buna paralel biçimde makine teçhizat fazlası da bariz olarak savaş sonrası dönemin en üst noktasındaydı; imalat sanayi kapasite kullanım oranı, önceki otuz yılın ortalamasının iki standart sapma altında gerçekleşmişti. Ticaret ve Sanayi Bakanlığı tahminlerine göre çelik sanayi, kapasitesinin ancak %75-80'ini kullanıyordu, otomotiv sanayinde de oran bundan fazla değildi. Son olarak, sanayideki aşırı-kapasitenin görünen yüzünde uzun-vadeli borçlarla başı dertte olan firmalar vardı; borçların çoğu balonun tepe noktasında alınmış ve bir türlü azaltılamamıştı. Neticede 1998'de %2 olan ortalama özvarlık getiri oranı 1991'den önceki on beş yıla ait rakamın yarısından daha düşüktü. OECD tahminine göre getiri oranını bu düzeye tekrar çıkarmak için Japonya'daki varlıkların %47 oranında azaltılması gerekiyordu.[13]

---

12 OECD, *Economic Survey Japan 1998*, Paris 1998 s. 2-5,36-45; R.T. Murphy, 'Japan's Economic Crisis', *New Left Review*, yeni seri no. 1, Ocak-Şubat 2000, s. 37ff; Bevacqua, 'Whither the Japanese Model?'

13 OECD, *Economic Survey. Japan 1999*, s. 47-58. 'Hayal kırıklığı yaratan satış ve kâr sonuçlarına tepki olarak firmaların yıllar önceden bir dizi ciddi maliyet kısıtlamalarına gitmiş olmaları şaşırtıcı olmazdı. Fakat bu gerçekleşmedi... Aksine hem personel ve satış hem de yönetim masraflarının satışlar içindeki payları amansız biçimde artarak sürdü. Bunun sonucu kârların balon sonrası daral-

Sermaye birikiminde sıçramayı teşvik etmekte başarılı olamayan düşük faiz oranları, yen üzerinde sonunda Japon borsasına zarar verecek şekilde aşağıya doğru daha büyük bir baskı yaptı. 1997 sonbaharında ülkenin önde gelen mali kurumlarının birkaçı iş dünyasına ve tüketici güvenine yıkıcı darbeler vurarak çöktü; Japonya'nın onuncu büyük bankası Hokkaido Takushoku Bank ve en büyük dört menkul kıymet şirketinden biri olan Yamaichi bunlar arasındaydı. Son ama bir o kadar da önemlisi, yurtdışı satışlarda sıçrama yaparak kurtulma yolunun kapalı olmasıydı. Buna rağmen 1997 yılı boyunca Japonya'nın toplam ihracatı canlı biçimde genişlemeye devam ederken, artık en büyük pazarı olan Doğu Asya'ya yaptığı ihracat, yılın ortasından itibaren derinleşen bölgesel kötüye gidişin etkisiyle düşüşe geçti.

Geçmişte yenin değer yitirmesi, canlanma başlatmak için özellikle Japon ihraç ürünlerinin devasa ABD pazarında daha büyük pay kapmasına imkân verdiği için genellikle yeterli oluyordu. Fakat geçmiş on yılda Japon ekonomisi kendisini, sürekli değerlenen yenle birlikte gelen durgunluk eğiliminden kurtarmak için titizlikle ABD'ye bağımlılığını azaltıp, yatırımlarını, ticaretini ve banka kredilerini Doğu Asya'ya yönlendirme yolunu seçmişti. 1985 yılında ihracatının %40'ını ABD'ye yapan Japonya 1996'da ancak %29'unu yapabiliyordu. Aynı dönemde Japonya'nın Doğu Asya'ya yaptığı ihracatın toplam ihracat içindeki payı %19'dan %37'ye çıktı.[14] Böylece Japon otoriteleri 1995 yılında, ABD hükümetinin de desteğiyle, yenin yıllarca sürecek yoğun devalüasyonunu başlattıklarında ekonomik canlanmaya giden yolu kesmekten başka bir şey yapmamış oldular. Taktikleri, 1980'ler ve 1990'lar boyunca dünya pazarı için sürdürülen mücadeleye giderek daha fazla hâkim olan sıfır-toplam oyunu karşısında feci halde ters tepmiş oldu.

---

madan çıkıldığı kısa canlanma esnasında oluşan artışı yutarak her seferinde daha da küçülerek tekrar etmesi oldu' (s. 55).

14 OECD, *Economic Survey. Japan 1996*, Paris 1996 s. 181, Tablo L; OECD, *Economic Survey. Japan 1997*, Paris 1997 s. 229, Tablo L.

Değeri düşen yen Japon ihracatına rekabet gücü kazandırdığı ve yeniden büyüme umutlarını yeşerttiği anda, Doğu Asya'da krizi hızlandırarak ekonomik canlanmanın temelini yıkmış oluyordu. Japon ihracatçıları düşük değerli yenden aldıkları kritik destekle dünya pazarlarında Doğu Asyalı ihracatçıların önünü kestiler, Japon sanayiciler Doğu Asyalı ithalatçıları Japon iç pazarında boğdular ve Japon bankaları 1997 baharından itibaren, bölgeden paralarını iki yıl önce gelirken gösterdikleri hızda geri çektiler. Bekleneceği gibi bu sürecin etkisiyle Japonya'nın en önemli pazarı Doğu Asya dağıldı, 1998 yılında Japonya'nın bölgeye yaptığı ihracat toplam ihracat artışının eksiye geçmesine sebep olacak şekilde %30 oranında düştü. Kârlılık, kapasite kullanımı ve yatırım artışı hep birlikte hızla düştü. GSYİH artışının 1998'deki %2,8'lik düşüşüyle birlikte Japon ekonomisi savaş-sonrası dönemin en kötü daralmasının içine girmiş oldu. Bu esnada Doğu Asya'nın yalpalayan ekonomilerine, dolayısıyla Japon ekonomisinin kendisine de, son bir sakatlayıcı darbe vurmuş oldu.[15]

ABD korunmasız olduğunu kanıtlarken

1997 sonbaharında Doğu Asya krizi yeni yeni patladığı sırada, ABD ekonomisi, imalat sektörünün başı çektiği canlanmanın zirvesindeydi. İmalat sanayinin artan kârlılık, rekabet gücü ve ihracatı 1993 sonundan itibaren ekonomik genişlemeye önemli bir ivme kazandırmış, 1995 yılında Greenspan'in bir yıl önceki kredi musluğunu kısma uygulamalarıyla yavaşlamış olsa da, genişleme 1996 ve 1997 yıllarında tekrar rayına oturmuştu. Üstelik güçlenen genişleme 1995'ten sonra borsanın desteğiyle artan yatırım ve tüketim harcamalarıyla daha da körüklenmişti.

Yine de ABD imalat sanayicileri bu kavşak noktasında bile giderek daha korunmasız hale geliyorlardı. Japonya, Almanya veya Avrupa'nın diğer ekonomilerinde faaliyet gösteren ve ters Plaza Anlaşması'nın etkileri sonucunda paralarının değeri dü-

15 OECD, *Economic Survey. Japan 1998*, s. 41, 43;OECD, *Economic Survey. Japan 1999*, s. 9,33,38,52.

şen önemli rakiplerinin daha güçlü rekabetiyle baş etmek zorundaydılar. Değeri artan dolar, aynı şekilde, kâr hadleri üzerinde çoktan baskı kurmuştu (bkz. yukarıda, s. 134-7). Dolayısıyla 1997 sonuyla 1998 başında Asya krizi patladığında ABD'li üreticiler sadece rakiplerinin artan saldırılarına değil, ayrıca o zamana dek dinamik ihraç pazarları olan Doğu Asya'nın küçülmesine ve ABD yurtiçi pazarının Doğu Asya mallarıyla işgaline göğüs germek zorunda kaldılar. Doğu Asya ülkelerinin paralarının değeri hızla düştüğü için ürünler daha da ucuzlamıştı.

1998 boyunca ABD genişlemesinin esas motorunu oluşturan ihracat artışı neredeyse durdu; reel mal ihracatı 1997'de %14 artmışken 1998'de %2 arttı, 1997'nin üçüncü çeyreğinde %17,4 olan yıllık artış 1998'in ikinci ve üçüncü çeyreklerinde -%0,5 oldu. Bu arada 1997'de %14,2 artan ABD reel mal ithalatı 1998'de %11,8'le artmayı sürdürdü. 1998 yılında ihraç ürünleri fiyatlarıyla ithal ürün fiyatları, sırasıyla %3,1 ve %5,9 düşerken ABD imalat sektörü şirketlerinde kâr haddi çarpıcı biçimde düşmeye zorlandı ve sadece o yıl 1997'ye kıyasla %14 daha düşük gerçekleşti.[16]

İmalat sanayi anonim şirketleri kârlarının (faizler ödendikten sonra) 1998'in ilk yarısında aniden 1997'nin ikinci yarısına kıyasla %20 azalması hisse senedi piyasalarını ciddi biçimde sarstı. Daha küçükçe şirketlerin listelendiği Russell 2000 endeksindeki şirketler en riskli olanlarıydı ve hisse fiyatları Nisan ayıyla Ağustosun ilk haftası arasında %20 değer kaybetti. O sırada prestijli şirketlerin yer aldığı S&P 500 de Temmuz'daki tepe noktasının %10 altına inerek düşmeye başlamıştı.[17] Birkaç hafta sonra ilan edilen Rusya'nın temerrüdü er-

16 Burada zikredilen veriler imalat sektörünün tamamını değil imalat sektöründe faaliyet gösteren anonim şirketleri kapsamakta çünkü 1998, 1999 ve 2000 yıllarına ait düzeltilmiş veriler anonim şirketlere ait, diğer grubun verileri elde edilememiştir. Aslında her iki grup da neredeyse özdeştir - birbirlerinin yerine kullanılabilir ve burada öyle yapılacak, çünkü imalat sektöründeki firmaların çoğunluğu anonim şirket statüsündedir. Bkz. sondaki eklerde yeralan Kâr Hadleri maddesi.

17 P. Coggan ve J. Authers, "Wall Street's Ebb Tide?", *Financial Times*, 6 Ağustos 1998; J. Fuerbringer, "Different Focus, Different Profit Figures", *New York Times*, 21 Ağustos 1998.

tesinde, S&P 500 bir kez daha %10 geriledi. Borsanın düşüşü iş dünyasındı güven kaybına yol açarak ve servet etkisiyle yükselen ve ihracatın çökmesi sonrasında birden bire genişlemenin asıl dayanağı haline gelen yatırım ve tüketim harcamaları akımını tersine çevirerek, ABD genişlemesinin sonunu hızla getirecek bir tehdit oldu. Öte yandan ABD'deki genişleme, bir kısmı daha şimdiden kriz içinde olan uluslararası ekonominin temel sürükleyicisi olduğundan, ABD'de ortaya çıkacak bir daralma dünyanın geri kalanını ekonomik çöküntüye sokma tehdit taşıyordu.

Böylece ABD ekonomisi döngüyü tamamlamış oldu. 1985 yılında rekor düzeyde artmış faiz oranları ve değerlenen dolar yüzünden yabalayan ABD imalat sanayini yıkımdan kurtarmak için Plaza Anlaşması'nın imzalanması gerekmişti. Daha sonra imalat sektörü kâr haddi dikkate değer bir iyileşme kaydederek ABD ekonomisinin bir bütün olarak canlanmasını sağladı ve ekonomi 1993'ten itibaren olağanüstü biçimde büyüdü. Bununla beraber söz konusu gelişme, uluslararası ekonominin uluslararası imalat sektöründeki aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununun kaynaklanan bir durgunluğa girdiği sırada oldu. Bunun sonucunda, ABD imalat sanayinde sıfır reel ücret artışı ve değeri düşen dolara bağımlı kârlılığının canlanması, savaş-sonrası dönemin en ağır daralmasını yaşayan, 1990'ların ilk yarısında dip noktaya inmiş olan Japonya, Almanya ve diğer Avrupa ekonomilerinde karşılığını buldu. Bunun çaresi olarak, Japonya imalat sanayini kurtarmak için ters Plaza Anlaşması'nı yapmak kaçınılmaz hale geldi ve 1995'ten itibaren iki yıl boyunca, yen ile mark değer kaybettikçe Japonya, Almanya ve Batı Avrupa tekrar canlanma sürecine girdi. Fakat dolar yükselince ABD ve bilhassa Doğu Asya imalat sanayileri bir kez daha zorlandı; Doğu Asya kısa sürede derin bir krize girdi; kriz zamanla önce Japonya'yı ve nihayetinde ABD'yi de içine aldı.

1998 geldiğinde, ihracat yapması gittikçe zorlaşan ve imalat sanayi kâr hadleri sürekli aşağıya doğru baskı altında olan ABD, bir bakıma 1980'lerin ilk yarısındaki koşullara geri dön-

müş oldu. ABD ve Doğu Asya imalat sanayilerinde soruna yol açan değerlenmiş dolar şimdi de ABD tarihinin en büyük hisse senedi fiyat artışlarını alevlendiriyordu. Böylece ABD imalat sektörünün rekabet gücü, uluslararası satışları ve her şeyden önemlisi kârlılığı düşerken, balonun yarattığı servet etkisi ABD ekonomisini ileriye doğru kamçılamaya devam etti. Artık borsadaki genişleme hem ABD'de hem de uluslararası alanda refahın tartışma götürmeyen anahtarı olmuştu. Peki bu, sürdürülebilir miydi?

YEDİNCİ BÖLÜM

Merkez Bankası kurtarmaya geliyor

1998 Eylül'ünün son günlerinde ABD'de esaslı bir kriz yaşanmaya başladı. Tahvil piyasasında, göreli olarak daha düşük riskli olan ABD Hazine tahvillerine ödenen faiz oranıyla daha riskli AGÜ devlet borçlarını ihtiva eden kurum tahvillerine veya bazı Avrupa ülkelerinin ihraç ettikleri kamu kâğıtlarına ödenen faiz oranları arasındaki fark büyüdükçe, Rusya'nın temerrüdü nitelikli tahvillere doğru bir hareket başlattı. Bu arada ticarî bankaların hisseleri, yükselen pazarlara kullandırdıkları kredilerden büyük kayıpları olacağı korkusuyla, birdenbire değer kaybetti. Fakat en büyük zararlara topluca Highly Leveraged Financial Institutions (HLFI) olarak adlandırılan 'aşırı riskli yatırım fonları' ile ticarî ve yatırım bankalarının mülkiyetleri altındaki menkul kıymetlerin alım satımını yapan birimleri uğradılar. Bu kuruluşlar, güvenilir olduğu düşünülen gelişmiş ülke devlet tahvillerindeki açık pozisyonlarıyla dengelenen yüksek-riskli, düşük-vasıflı, yüksek-getirili borç enstrümanlarında birikmiş pozisyon fazlaları sonucu, tamamının ne kadar olduğu bilinmeyen milyarlarca dolar kaybettiler.[1]

1 1998 sonbaharında baş gösteren mali krizle ilgili olarak bkz. P. Warburton, *Debt and Delusion. Central Bank Follies That Threaten economic Disaster*, Londra, 2000, s. 263-6, aynı zamanda OECD, *Economic Survey. United States 1999*, Paris 1999, s. 43-55.

Borsa Keynesciliği

Dönüm noktası, Long-Term Capital Management (LTCM) hedge fonu yönetiminin otoritelere başvurup çok büyük zararla karşı karşıya olduğunu beyan ettiği 20 Eylül'de yaşandı. Bu noktada Merkez Bankası kavgaya dahil oldu ve LTCM'yi kurtarmak üzere yanında on dört tane Wall Street banka ve aracı kurumundan oluşan bir konsorsiyumu 3,6 milyar dolarlık finansmanla birlikte getirdi. Merkez Bankası, banka olmayan bir birimin kurtarılması operasyonunun gerekçesi olarak, harekete geçmemeleri halinde, LTCM ile işlem yapanların ve onlara kredi sağlayanların sistemden çıkmasının yaratacağı telaşla, uluslararası mali sistemin ödeme yeteneğinin tehlikeye düşeceğini ileri sürdü. Kurtarma operasyonunun orkestra şefliğini yürüten New York Bölge Merkez Bankası Başkanı William McDonough'un kelimeleriyle:

> Birtakım kredi ve faiz oranı piyasalarında aşırı fiyat hareketlerinin ortaya çıkması ve işlemlerin muhtemelen bir veya birkaç gün belki daha uzun süre durma ihtimali vardı. Bu bir kısır döngüye yol açabilirdi: Yatırımcılarda güven kaybı, bireysel kredi vermekten kaçınmaya, bu da kredi komisyonlarının daha da artmasına ve bu da, pozisyonların çözülerek nakde dönülmesine yol açabilir; durum böyle sürüp gidebilirdi.[2]

Alan Greenspan daha sonraki bir tarihte *Washington Post* muhabiri Bob Woodward'a verdiği bir demeçte McDonough'nun Merkez Bankası'nı bu kadar açıktan ve sarih biçimde ilişkilendirmesini beğenmediğini belirtti. Fakat kendisinin konuyla ilgili yapabildiği en iyi yorum şu oldu: "LTCM'nin çöküşünün dünya mali sisteminin bütününde çözülme yaratma

2 "New York Bölge Merkez Bankası Başkanı William McDonough'un ABD Temsilciler Meclisi Bankacılık ve Malı Hizmetler Komitesine Yaptığı Konuşma, 1 Ekim 1998" Cf. 'Başkan Alan Greenspan'in ABD Temsilciler Meclisi Bankacılık ve Mali Hizmetler Komitesine Büyük Hedge Fonu Long Term Capital Management Borçlarının Özel Sektör Tarafından Yeniden Yapılandırılması Konusundaki İfadesi' 1 Ekim 1998. Her iki konuşma metni Merkez Bankası Başkanlar Kurulu (FRB) web-sitesinden.

olasılığı, kesinlikle %50'nin altındaydı."[3] Bundan yola çıkarak, operasyonun Greenspan'in canını gerçekten bu kadar sıktığına inanmak zor.

Sonra Merkez Bankası meşhur arka arkaya 'üç faiz indirimi'ni yaptı, bu indirimlerin en yükseği ise, iki toplantı arasında yapıldı. Merkez Bankası aynı zamanda ABD Hükümetinin Kefaleti Altındaki Teşebbüsleri –FNMA, GNMA, FHLMC ve FHA gibi– tarihlerinde hiçbir zaman olmadığı kadar çok sayıda borç verme (ve borç alına) işlemi yapmaları konusunda teşvik etti. Bunun öncelikli amacı mali piyasaların durmasının önüne geçmekti. Ancak daha geniş hedefi, başından beri, hisse senedi fiyatlarını canlandırmak ve piyasa iyimserliğinin uzun süre devam etmesini sağlamaktı. Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin bir dönüm noktası oluşturmasının nedeni, borçlanma maliyetinin düşmesi değil, yatırımcılara krize doğru koşan ülke ekonomisi ve uluslararası ekonominin istikrara kavuşabilmesi için Merkez Bankası'nın hisse değerlerinin yükselmesini istediği yolunda güçlü bir olumlu sinyal vermesiydi.

Greenspan faiz indirimlerinin varlık fiyatlarının desteklenmesi için yapıldığı iddialarını ısrarla reddetti. Ancak Greenspan'in o sıradaki müdahalesinin para sahipleri ve şirketler için yaptığı kurtarma operasyonlarından ilki olmadığını yatırımcılara hatırlatmaya gerek yoktu. 1987 Ekiminde borsanın çöküşünü önlemek için müdahale etmişti, 1989 ile 1993 arasında da S&L ve ticari bankaların krizleri ile borçlanarak yapılan şirket birleştirme ve satın alma işlemleri fiyaskosu sonrasında zor duruma düşen bankalarla aşırı borçlu şirketleri kurtarmak üzere kısa-vadeli faiz oranlarını %5'ten sıfıra indirmişti. Ayrıca ABD Hazinesi'nin ve Merkez Bankası'nın, 1982'deki Latin Amerika borç krizi esnasında belli başlı uluslararası bankaları, Meksika'nın 1994-95'teki borç krizi sırasında çok büyük zararlar edebilecek yatırımcıları ve 1997-98 Asya krizi vesilesiyle bir kez

3 Zikreden B. Woodward, *Maestro Greenspan's Fed and the American Boom*, New York, Simon and Schuster, 2000, s. 206. Üst düzey mali çevreleri sarmalayan panik dalgası hakkında bir fikir edinmek için meseleyi içerden biris. olarak anlatan M. Mayer'in kitabına bkz. *The Fed*, New York, Free Press, 2001, s. 4-14.

daha uluslararası bankaları, normal seyrin dışına çıkarak korumuş olmaları da yatırımcıların dikkatlerinden kaçmamıştı.

Fakat meselenin en can alıcı noktası, kendisinin iki yıl önceki 'akıldışı canlılık' yorumuna rağmen, genişleyen borsa balonunu patlatmakla tehdit etmek bir yana yavaşlatmak için bile hiçbir şey yapmamış olmasıdır. Greenspan –1995 başından itibaren– dört yıl boyunca faiz oranlarını bir kere, yalnızca 0.25 puan yükseltti. Oysa bu sürede borsa, Merkez Bankası'nın sağladığı kolay para ile rekor düzeyde borçlanarak borsadan kendi hisselerini rekor miktarlarda alan şirketler yüzünden sürekli yükseldi. Uluslararası ekonomik istikrar ABD'deki genişlemenin devamına bağlı olduğu sürece, hemen hiç kimse Merkez Bankası'nın birdenbire tutum değiştirip piyasaları kendi hallerine bırakacağını düşünmüyordu. Bazı yorumcular tarafından, 'Greenspan kuralı' olarak adlandırılan tavır –Greenspan'in piyasaların belli bir noktanın altına inmemesi için müdahale edeceği varsayımı– mali piyasalardaki işleyişin temel önermesi haline gelmişti. Deutsche Bank Menkul Kıymetler baş yatırım uzmanı Ed Yardeni çok geçmeden şunları belirtmişti: "Yatırımcılar sert bir inişten endişe duyuyorlar. Ben buna çok aldırmıyorum çünkü Merkez Bankası'nın bizden yana olduğuna inanıyorum."[4]

1998 sonbaharındaki koşullarda Greenspan'in seçenekleri sınırlıydı. ABD'deki genişlemenin asıl nedeni olan imalat sanayi kârlılığının artan rekabet gücü ve ihracatın canlılığı esasına dayalı düzelmesi, doların değer kazanması ve Asya krizinin hem sebebi hem de sonucu olan dünyadaki aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununun artmasıyla yerle bir olmuştu. Yakın gelecekte imalat sanayi kârlılığının da imalat malları ihracatının artması da beklenmiyordu. Hatta her ikisinin durumu da, 1998'deki kötü performanslarının ardından 1999'da düzelme göstermemişti; imalat sektörü şirketlerinin kâr haddi esas itibariyle de-

4 P. Despeignes, "'Greenspan's Put' Could Be Encouraging Complacency", *Financial Times*, 8 Aralık 2000. Ayrıca bkz. M. Miller, P. Weller ve L. Zhang, "Moral Hazards and the US Stock Market: Has Mr. Greenspan Created a Bubble?" Ekonomi Bölümü, Warwick Üniversitesi, Aralık 1999.

gişmeden kalmış, reel mal ihracatı ise sadece %2 artmıştı. 1986 ile 1997 arasında kalan önceki on yılda imalat sektörü şirketlerinin kârlılığı %61 artmış; millî gelir hesapları bakımından toplam GSYİH artışının üçte biri ihracat artışından kaynaklanmış; imalat sektörü ihracatının imalat sektörü GSYİH'na oranı tam ikiye katlanmıştı. Öte yandan 1997'ye kıyasla, 1998 ve 1999 yıllarında imalat sektörü şirketlerinin kârlılığı sırasıyla %13,8 ve %1 azaldı; ihracat artışının toplam ihracat artışına katkısı ancak %7 olabildi; imalat sektörü ihracatının imalat sektörü GSYİH'na oranı %5 düştü; imalat sektörü dış ticaret açığının imalat sektörü GSYİH'na oranı ikiye katlandı. Sonunda, imalat sektörü şirketlerinin kâr haddindeki düşüş imalat-dışı sektör şirketler bütününün kâr haddini aşağıya çekti. İmalat-dışı sektörün kâr haddi 1997 ile 1999 arasında toplam %7 azaldı (bkz. aşağıda, s. 247, Şekil 8.9 ve s. 300, Şekil 10.1).[5]

ABD genişlemenin ana motorunu kaybederken, dünya ekonomisinin çoğunluğunun da küçülüyor olması ve ABD dışında hiçbir ekonominin gidişe dur diyecek halde olmaması işleri daha da zorlaştırıyordu. Batı Avrupa gibi o güne dek krizden sakınabilmiş bölgeler de genişleyebilmek için ABD ithalat pazarının kritik desteğine bağımlıydılar.[6] Dünya ekonomisinin ciddi bir krizden korunması için ABD ekonomisinin çarklarının dönmesi gerekiyordu.

Öte yandan borsa balonunun yarattığı servet etkisi, imalat sektörü canlılığının sürdüğü 1995 ile 1997 arasındaki döngüsel genişlemenin daha da büyümesinde temel bir rol oynamıştı. Ancak 1998'de sadece imalat sektörünün rekabet gücünde, ihracatında ve kârlılığındaki hızlı düşüş değil, aynı zamanda talepteki açığı kapatmak için eskiden olduğu gibi medet umulabilecek kamu açıklarının ortadan kalkması da ekonominin

5 "US Exports Dropped in 1998: Trade Deficit Highest in History", *Los Angeles Times*, 20 Şubat 1999; *Economic Report of the President 2000*, Washington, DC., 2000, Tablo B-5.

6 ABD pazarının Avrupa'nın döngüsel iyiye gidişinde oynadığı olağanüstü geniş rol için, bkz. G. Koretz, 'Anreca's Edge in Capital Goods', *Business Week*, 22 Eylül 1997; G. Koretz, 'All Eyes on the US Economy', *Business Week*, 29 Eylül 1997.

canlılığından çok şey götürdü. Aslında o yıl, 1960'ların sonlarından itibaren ilk kez genel bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı %0,3 ile pozitif bir değer oldu.[7] Sonuç olarak, ekonominin itici gücü olarak servet etkisiyle yükselen hisse senedi fiyatlarından başka seçenek kalmamıştı.

ABD Merkez Bankası'nın, hem ABD'yi hem de dünyayı ciddi bir ekonomik aksaklıktan korumak için, ABD'de yurtiçi tüketim ve yatırımların hızlanarak artmasını sağlayan borsanın süregiden yükselişine bel bağlamaktan başka pek bir seçeneği kalmamıştı. Aslında Merkez Bankası hem şirketler hem de tüketiciler açısından *özel* sektörün artan borçları yoluyla suni bir talep uyaranını yaratmayı sürdürüyordu. Söz konusu uyaran kamu açıklarına dayalı eski Keynesyen formüller yerine, hisse senetleri fiyat artışlarının yarattığı servet etkisine dayanıyordu. Devam eden genişleme kamu alımları ile kamu gelirleri arasındaki açıkla değil, hanehalkı ve şirket harcamaları ile hanehalkı ve şirket gelirleri arasındaki büyüyen açıkla –hanehalkı ve şirketlerin artan açıkları yükselen hisse senedi fiyatlarıyla mümkündü– elde edilebilirdi. Kamu sektörü ya da genel bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı 1991'de %5,9'luk açıktan, 1998'de ufak bir fazlaya geçilirken –hanehalkı ve şirketlerin harcamalarını karşılamak için aldıkları kredilerin kapsamına işaret eden– özel sektör açığı, kamu açığındaki değişimden daha büyük oranda artarak %11 büyüdü. Özel sektör bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı 1990'da %5 fazla verirken 2000 yılında tarihte görülmemiş bir orana çıkarak GSYİH'nın %6'sı kadar açık verdi.[8] Kabaca söylemek gerekirse, artan hisse senedi

7 OECD, *Economic Outlook*, no. 68, Aralık 2000, s. 238, Tablo 30. *Economic Report of the President 2001*, Washington, DC, 2001, s. 371, Tablo B-82. 1973 ve 1979 yıllarında münferiden bütçe fazlaları oluşmuştu.

8 W. Godley, *Seven Unsustainable Processes*, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Special Report, 1999; W. Godley, "Drowning in Debt", Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Policy Notes, 2000; "What a Peculiar Cycle", *The Economist*, 10 Mart 2001. Özel sektör dengesinin GSYİH'ya oranı 1960 ile 1992 arasında ortalama olarak %1,1 fazla vermiştir; açık verdiğinde ise açık hiçbir zaman %1,2'yi geçmediği gibi bir buçuk yıldan uzun sürmemiştir. W. Godley, "The US Economy: An Impossible Balancing Act", *Financial Times*, 19 Şubat 1999.

fiyatları ABD ekonomik büyümesinin genişlemek için artık durmadan büyüyen ABD özel sektör borçlanmasının artışına bağımlı hale gelmesine yol açıyordu.

Sonuç olarak, her şey umulduğu gibi olsaydı artık kamudan ziyade özel sektörde gözlenen ABD borç artışı, ABD ekonomisini daha hızlı biçimde ithalata gömüp, ABD cari işlem açığını genişletir ve uluslararası ekonominin çarklarını döndürebilirdi. Bir başka deyişle, ABD'nin açığa-dayalı uyaranı 1970'lerin ortalarında ve 1980'lerin başlarında yaptığı gibi dünyayı ekonomik daralmadan çekip çıkaracaktı, ancak bu kez açığın kaynağı kamu yerine özel sektörün hızla artan borçluluğu olacaktı. Üstelik özel sektörün borçlanma kapasitesi de esas itibariyle hisse senetleri fiyatlarının durmadan artışına dayalıydı.

1998 sonbaharında Greenspan'in borsayı ayakta tutmak için müdahale etmekten başka pek seçeneği olmamasına rağmen bunu yapmamış olması, hisse değerlerini korumak için tedbir almaya yanaşmadığı şeklinde yorumlanmamalı. Durum hiç de öyle değildi, çünkü borsanın meteor hızıyla yükselişinin mantığını sorgulamak gibi bir niyeti yoktu. Üstelik bir önceki yılın baharından beri kamuoyunda ABD genişlemesinin 'Yeni Ekonomi' çerçevesinde bir analizini yayıyordu. Öyle ki bu analizde borsanın yükselmesi sadece haklı çıkarılmıyor, aynı zamanda ayrılmaz ve kaçınılmaz bir rol üstleniyordu.

Greenspan'in 1998 Haziran ve Temmuz aylarında Kongre'de ardı ardına yaptığı konuşmalarda açıkladığı gibi ekonominin artan dinamizminin ve enflasyonun baskı altında tutulmasının can alıcı noktası yüksek-teknoloji makine teçhizat harcamaları başta olmak üzere, 1993'ten beri gözlenen yatırım artışındaki hızlı büyümenin yarattığı verimlilik artışının vardığı yeni aşamaydı. Yükselen verimlilik artışı Greenspan'in ısrarla tanımladığı şekliyle bir 'olumluluk döngüsü'* ortaya çıkara-

(*) 'Virtuous cycle' deyimi ABD'de iktisat ve mali alanda 1950'lerden beri kullanılan bir deyim. Olumlu bir koşulun veya sonucun bir başka olumluluk yaratması ve onun da ilk olumluluğu desteklemesi ve yine başka olumluluklara imkân vermesi şeklinde birbirini besleyen olumluluk durumları olarak tanımlanabilir. Deyimin, kısır döngü (vicious cycle)'den ilham alınarak geliştirildiği belirtilmekte – ç.n.

rak genişlemeyi devam ettirdi. Onun görüşüyle kökleri Yeni Ekonomi'nin teknolojik buluşlarında yatan hızlanarak artan verimliliğin devam edeceği beklentisi 'kârların... uzak gelecekte olağanüstü artacağı' beklentisine zemin oluşturuyordu. 'Hisse senedi fiyatlarındaki artışı körüklüyor' şeklindeki ikinci beklenti de, biraraya geldiklerinde verimlilik-arttıran sermaye yatırımlarını güdülüyordu. Basit biçimde söylemek gerekirse, Yeni Ekonomi hisse senetlerinin durdurulamayan fiyat artışlarında ifadesini bulduğu üzere, her zaman daha yüksek kâr beklentilerine zemin oluşturdu; bu da hisse senetlerinin artan fiyatlarının servet etkisi mekanizmasıyla daima daha yüksek tüketim ve yatırım artışını kışkırtmasına neden oldu; bunun sonucunda Yeni Ekonomi'nin daha yüksek kâr beklentilerini haklı çıkaracak şekilde teknolojik atılımlarını sürdürdü ve böylece sürüp gitti.[9]

Greenspan, ABD reel ekonomisinin aslında uluslararası arenada 1997 sonundan itibaren ortaya çıkan gelişmelerden olumsuz etkilendiğini kabul etmiştir. Doların değerinin artmasının ve Doğu Asya ekonomilerinin çöküntüye girmesinin ABD ödemeler dengesini keskin biçimde gerilettiğini belirtmiştir. 1998'in ilk çeyreğinde mal ve hizmet ithalatı çok büyük bir hızla artarken, mal ve hizmet ihracatı reel olarak fiilen küçülmüştü ve bu, dört yıldır ilk kez oluyordu. Greenspan'e göre bu gelişmeler GSYİH'mn yıllık artışından 2,5 puanı götürüyordu. Ancak yine Grenspan'in muzaffer bir edayla belirttiği üzere, onun olumluluk döngüsü sayesinde ABD ekonomisi yıllık %5,5'lik hızla büyüyen GSYİH ile her şeye rağmen "bek-

9 "Ekonomimiz olumluluk döngüsünü sürdürmeye devam etti. Verimlilik artışının hızlandığına dair kanıtlar şirketlerin gelecekteki kazanç beklentilerini güçlendirmiş ve bu yolla hisse senetleri fiyatlarının daha da artmasını alevlendirmiştir... artan hisse değerleri harcamalar ve dolayısıyla üretim, istihdam ve verimlilik-arttıran sermaye yatırımlarının genişlemesi üzerinde dürtü oluşturmuştur." Başkan Alan Greenspan'in ABD Senatosu Bankacılık, Konut ve Kentleşme Komitesinde yaptığı konuşma, Merkez Bankası'nın altı ayda bir yayınlanan Para Politikası raporu, 21 Temmuz 1998 ve Başkan Alan Greenspan'in ABD Kongresinde Ortak Ekonomi Komitesinde yaptığı konuşma, 'An Update on Economic Conditions in the US', 10 Haziran 1998, her ikisi de Merkez Bankası Başkanlar Komitesi (*FRB*) web-sitesinde.

lenmedik ölçüde güçlü olduğunu kanıtlıyordu."[10]

Greenspan kendi analizinin genel olarak şirketler, aracı kurumlar ve yatırım bankaları tarafından bıkmadan usanmadan propagandası yapılan borsa ideolojisinin bir kopyası olmasına aldırmıyordu.[11] Kendisinin övündüğü Yeni Ekonomi şirketlerinde bile varlık değerlerindeki artışın kâr artışlarını bu denli geride bırakmış olması gerçeği onu endişelendirmiyordu. Greenspan'in belirttiğine göre "[D]aha uzun vadede gelir artışı *beklentisi* 1995 yılından beri menkul kıymet analistleri tarafından devamlı olarak yukarıya çekildi. Yükselmiş beklentiler de sonuçta hisse senedi fiyatlarını hızla yukarı çekti."[12] Fakat Greenspan'in belirtmekten kaçındığı gibi teknoloji, medya ve telekomünikasyon (TMT) –Yeni Ekonomi'nin kalbi– sektöründeki hisse senedi fiyatları 1995 Martı ile onun bu yorumları yaptığı 1998 Haziran-Temmuzu arasında %126 artarken, bu sektörün aynı dönemdeki gelir artışı ancak %22 olmuştu. Aslında bir önceki yılda TMT sektörü hisse senedi fiyatları %41 artmış olmasına rağmen gelirler *hiç* artmamıştı.[13]

Hisse senetleri fiyatlarıyla kârlar arasındaki bu çok büyük ve giderek açılan uçurum borsada cereyan eden şeyin reel ekonomideki iyileşmeyi yansıtmaktan çok, bir mali balon olma olasılığını gündeme getirdi. Bu durumda, hisse senedi fiyatlarındaki aşırı artışı ve bunun sonucu ortaya çıkan yatırım ve tüketim artışlarındaki büyümeyi açıklayan şey Greenspan'in olumluluk döngüsünde olduğu gibi düşük enflasyonun ve patlayan kârların temelini oluşturan Yeni Ekonomi'ye-dayalı verimlilik artışından ziyade borca-dayalı spekülasyonla alevle-

10 "Başkan Alan Greenspan'in Konuşması", 10 Haziran 1998 ve 21 Temmuz 1998.

11 Örneğin bkz. R. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

12 "Başkan Alan Greenspan'in Konuşması", 10 Haziran 1998 ve 21 Temmuz 1998 (vurgu eklenmiştir).

13 Bank for International Settlements (Uluslararası Mutabakat Bankası), *71st Annual Report. 1 April 2000-31 March 2001*, Basel, 11 Haziran 2001, s. 103, Tablo VI.1, ayrıca bu konularda Datastream'dan gelen verilere dayanarak Uluslararası Mutabakat Bankası'nca hazırlanan aylık tablolar. Bana bu bilgileri gönderdiği için Uluslararası Mutabakat Bankası'ndan Angelika Donbauer'e teşekkür ederim.

nen hisse senedi fiyat artışlarının yatırım artışının sıçramasına, verimlilik artışının yükselmesine ve düşük enflasyona yol açmasıydı, ama bunların yanında yeterli miktarda kâr gelmediği için hepsi bir arada sürdürülemez –hatta daha kötü– durumdaydı. Ancak Greenspan'in defalarca tekrarlayacağı gibi "Baştan bir balon tespitinde bulunmak yüz binlerce bilgilenmiş yatırımcının hepsinin yanıldığı yargısını gerektirir. Piyasaların tersini iddia etmek genellikle, en hafif şekliyle, tehlikelidir."[14]

Başkan Greenspan'e göre Yeni Ekonomi'nin yükselişi göz önüne alındığında balon ekonomi iddiası en azından abesti. Onun ısrarla belirteceği gibi,

> Amerikan ekonomisine özel bir şey oldu.... Mikroişlemci, lazer, fiber-optik ve uydu teknolojilerinde biriken sinerjiler bu yeni teknolojileri kullanan veya barındıran tüm teçhizat türlerinde potansiyel kâr hadlerini çarpıcı biçimde arttırdılar. Bunun ötesinde, bilişim teknolojisinde –BT denilen– ortaya çıkan yenilikler, iş yapma ve değer yaratma yöntemlerimizi beş yıl önce bile öngöremeyeceğimiz şekilde değiştirdi.

Böylece, "son yıllarda sermaye kazançlarında gözlenen olağanüstü artışlar enflasyon beklentilerindeki ve buna bağlı olarak risk primlerindeki çarpıcı düşüşten ve çok farklı teknoloji alanlarına yayılmış gelişmelerin 1990'lar boyunca yarattıkları kritik sinerjilerden kaynaklandı."[15] Greenspan'e kalırsa, artan gelirleri (kârlar da dahil olmak üzere) ve dolayısıyla artan hisse senedi değerlerini yaratan şey, gayet açık bir şekilde Yeni Ekonomi'nin sağladığı verimlilik kazançlarıydı; tersi mümkün değildi.

---

14 "Başkan Alan Greenspan'in Ortak Ekonomik Komitede yaptığı Konuşma, ABD Kongresi: Monetary Policy and the Economic Outlook", 17 Haziran 1999, MBYK web-sitesi.

15 "Başkan Alan Greenspan'in Ortak Ekonomik Komitedeki Konuşması, ABD Kongresi: High-Tech Industry in the US Economy", 14 Haziran 1999, MBYK web-sitesi; "Başkan Alan Greenspan'in Yöntemler ve Araçlar Komitesindeki Konuşması, ABD Temsilciler Meclisi: State of the Economy", 20 Ocak 1999, MBYK (FRB) web-sitesi. Karşılaştırın, "[sermaye stokumuzun] bu artan değerinin *farkına varma* süreci hisse senedi piyasalarında sermaye kazançları dogmasına yol açmıştır" (vurgu eklenmiştir).

Hisse senedi fiyatları zirve yapıyor

Özellikle Greenspan'in Yeni Ekonomi çerçevesinde hisse senedi fiyatlarındaki hızlı çıkışı onaylamasının ışığında Merkez Bankası'nın hisse senedi ve kredi piyasalarına 1998 sonbaharkış aylarındaki kesin müdahalesi doğal olarak yatırımcı güveninde çok kuvvetli bir etki yaptı. Bu, borsanın önceki yaz sergilediği herkesi korkutan buz dansına son vermekle kalmadı, hisse senedi fiyatları balonunun en şiddetli aşaması olacak bir dönemi başlattı, öyle ki hisse fiyatları artışı bir süre, kâr artışlarıyla hiçbir bağları yokmuş izlenimi verdi ve ileri teknoloji hisseleri o zamana dek görülmedik zirveler yaptı. 1998-99 yıllarında vergi sonrası şirket kârları (faizler düştükten sonra) büyümedi, 1998'de %6,6 düşüp sonra 1999'da %5,5 artış kaydetti. Buna rağmen bu yıllarda NYSE Endeksi sırasıyla %20,5 ve %12,5 oranlarıyla ok gibi fırlamayı becerdi. Daha seçkin şirketlerin listelendiği S&P 500 endeksi ise biraz daha başarılıydı. Kaydettiği gelir kazançları 1998 ve 1999 yılları için sırasıyla %0 ve %17 olurken, hisse senedi fiyatları aynı yıllar için sırasıyla %27 ve %22 arttı. Bu süreçte, Yeni Ekonomi hisse senetlerinin fiyatları, artık Merkez Bankası aşkanının zımni onayını da almış olarak, görülmedik hızlarla yükselerek akıl almaz düzeylere çıktı.

1999'un son bölümünde Merkez Bankası yeni bir vesileyle mali piyasaların endişelerini gidermek üzere müdahil oldu. Greenspan, Ekim ve Kasım aylarında önceki kış yaptığı faiz indiriminin etkisini ortadan kaldıracak şekilde bir dizi çeyrek puanlık faiz artırımına devam ettiği gibi, bankaları da kullandırdıkları kredilerin teminatı olan (aşırı-değerlenmiş) hisse senetleriyle riske maruz kalabilecekleri konusunda uyararak yatırımcıları ürküttü.[16] Fakat 2000 yılı başında bilgisayarlarda ortaya çıkabilecek bir çöküntü endişesine karşı aldığı tedbirlerle

16 T.S. Mulligan, "Greenspan, Gust of Inflation Pummel Stocks, Spiking Fears", *Los Angeles Times*, 16 Ekim 1999; "Greenspan and the Markets", *Financial Times*, 16 Ekim 1999; G. Baker, "Fed Seeks to Reduce the Speed Limit", *Financial Times*, 17 Kasım 1999.

önceki tedbirlerinin etkilerini bertaraf etmekte ileri gitti. Yılın son çeyreğinde, bankacılık sistemine Merkez Bankası Fon Faizlerini (Federal Funds Rate) aniden %5,5'ten %4'e düşürmeye –hedef orandan dokuz yıl boyunca gözlenen en büyük sapma– yetecek kadar likidite pompaladı. Böylece 2000 yılının ilk çeyreğinde, hisse senedi piyasalarında gözlenen, çılgına dönmüşçesine ve rekor-düzeyde bozgun yaratacak yukarı doğru son hamlenin önünü açmış oldu. Bu arada yılın ilk üççeyreğinde yıllık %1,6 oranıyla yerinde sayan banka kredileri 1999'un son çeyreğinde yıllık %19,4 hızla atılım yaptılar. Bununla eşzamanlı olarak, para arzı Merkez Bankası'nın krizi sakinleştirmek üzere hamleler yaptığı önceki sonbaharın ardından sergilediği hızdan daha büyük bir hızla, %14,3 ile sıçrama yaptı.[17]

Merkez Bankası'nın bu bir dizi müdahale, güven verme ve rasyonalize etme hamlelerinin yardımıyla S&P 500 endeksi 1998 yazında beşte bir oranında düşmüşken, Greenspan'in Ekim-Kasım 1998 ile Mart 2000 hamleleri arasında tekrar neredeyse %50 fırladı. Aynı dönemde Greenspan'in ekonominin kâr etme potansiyelini dönüştürdüklerini iddia ederek övdüğü teknoloji ve internet hisseleri aşırı biçimde patladı; hisselerin değerleri iki katının üstüne çıkarken Dow Jones E-Ticaret Endeksi dört kat arttı. Kuşkusuz bütün bu gelişim en çarpıcı şekilde teknoloji ve internet-ağırlıklı NASDAQ Endeksine yansıyordu: 1998 Temmuz'undan Ekim ayına kadar %30 düşen endeks Merkez Bankası'nın Ekim ve Kasım aylarındaki ardı ardına üç faiz indirimi sonrasında havalanarak Mayıs 1999'da neredeyse ikiye katlandı, sonra yaz sonuna kadar durgun seyretti ve Merkez Bankası'nın yılın dördüncü çeyreğinde uyguladığı kredileri gevşetme politikasıyla bağlantılı olarak tekrar hızla yukarı yöneldi. Ekim 1999'da 2736 olan endeks Mart 2000'de 5000'ni biraz aşmıştı.

Etkileyici biçimde, Merkez Bankası'nın 1998'in sonbahar-kış aylarındaki mali krizin önünü kesmek üzere müdahale et-

17 IMF, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington, DC, Eylül 2000, s. 12; OECD, *Economic Survey. United States 2000*, Paris, 2000, s. 69, Tablo 11.

tiği andan itibaren, Yeni Ekonomi hisseleri dışındaki hisselerde fiyat artışları durdu ve bundan sonra esas itibariyle yatay bir seyir gözlendi. Balonun son ve en hararetli aşamasında, Kasım 1998'den Mart 2000'e kadar olan sürede, hisse senedi piyasasının yükselmesi tamamen TMT hisselerindeki artışla açıklandı. Balonu Alan Greenspan'in Yeni Ekonomi'ye yaptığı övgüler doğrultusunda doruk noktasına taşıyan da sadece TMT hisseleri oldu (bkz. aşağıda, s. 217, Şekil 7.3).[18]

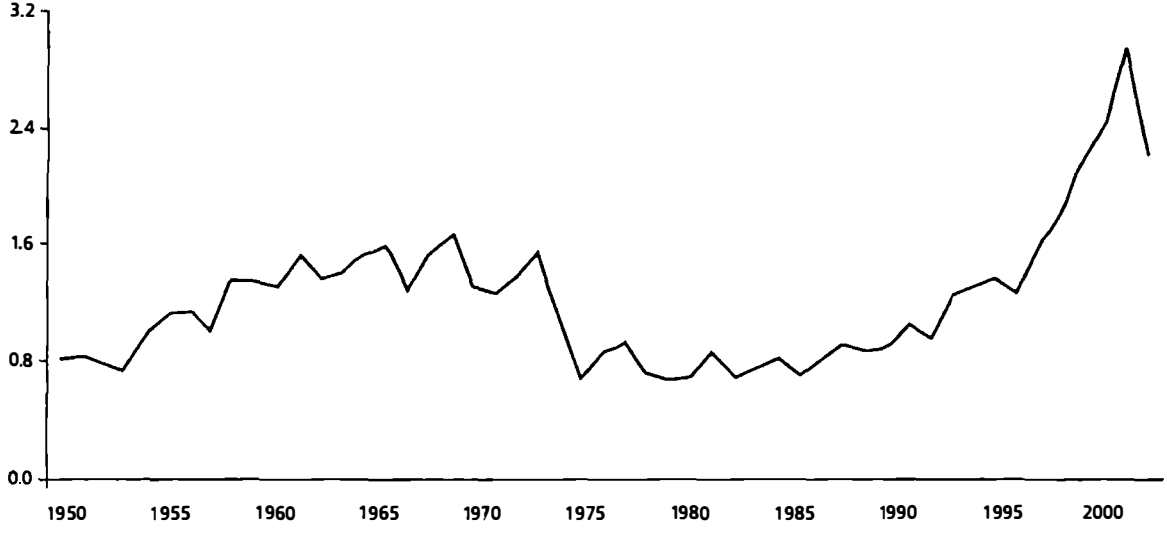
1994 yılında 4,8 trilyon dolar olan ABD mali sektör-dışı şirket hisselerinin toplam piyasa değeri 2000 yılının ilk çeyreğinde çoktan 15,6 trilyon dolara ulaşmıştı. Bu rakamın ve bu artışın uygunsuzluğu birçok açıdanortadaydı. En kesin olanı, hiç kuşkusuz, kâğıt üzerindeki servetlerin yükselişi ile bunların temellendiği ekonomideki fiilî üretim ve özellikle fiilî kâr artışları arasındaki anlamsız kopukluktu. Dolayısıyla görünürdeki servet fiilî mal ve hizmet üretimiyle hiçbir ilişkisi olmadan havalanıp gidiyordu. 1994 ile 2000 yılının ilk ayları arasında, mali sektör-dışı şirketlerin piyasa değerlerinin, mali sektör-dışı şirketlerin yarattığı GSYİH'ya oranı 1,3'ten 3'e çıktı, bu artış savaş-sonrası dönemde daha önce ulaşılan en yüksek değerden %75 daha fazlaydı (1968'de 1,7); bu, söz konusu altı yıl içinde mali sektör-dışı şirketlerin vergi sonrası kârları (faizler düştükten sonra) sadece %41,2 oranında artmışken oluyordu. Bir karşılaştırma olmak üzere, mali sektör-dışı şirketlerin piyasa değerlerinin, yarattıkları GSYİH'ya oranının 1980 ile 1994 arasında 0,9'dan 1,3'e çıkması için on dört yıl geçmesi gerektiğini ve bu dönemde kâr artışlarının da %160 olduğunu hatırlatmakta yarar var (bkz. Şekil 7.1)[19]

---

18 IMF, *World Economic Outlook. Fiscal Policy and Macroeconomic Stability*, Washington, DC, Mayıs 2001, s. 59. Öte yandan teknoloji hisseleri dışındaki hisse senetlerinin fiyat-kazanç oranları Mart 2000'de hâlâ 23:1 ile çok yüksekti. Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlement), *70th Annual Report, 1 April 1999-31 March 2000*, s. 107.

19 Merkez Bankası Yönetim Kurulu (Board of Governors of the Federal Reserve System), *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings* [bundan sonra MBYK, Flow of Funds], Tablo L.213, Şirket varlıkları (seviyeleri); M. Wolf, 'Risking a Hard Landing', *Financial Times*, 6 Aralık 2000.

ŞEKİL 7.1
Mali Sektör-dışı Şirket Hisselerinin Mali Sektör-dışı Şirketlerin GSYİH'na Oranı, 1950-2000

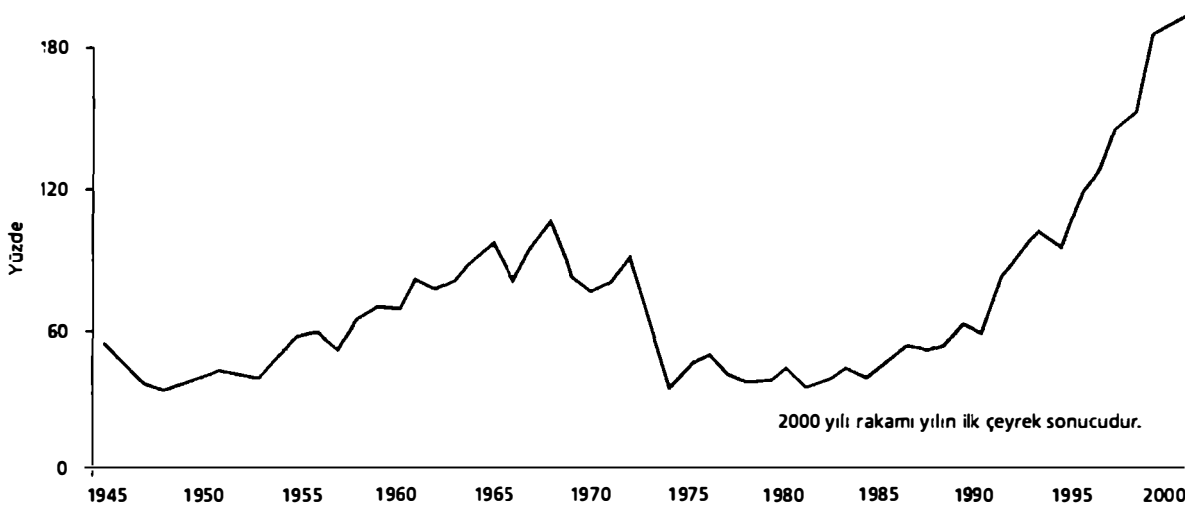


Aynı ölçüde gösterge olabilecek bir başka konu da piyasada işlem gören şirket hisselerinin değerleriyle bu şirketlerin makine teçhizat ve mali sermayelerinin yeniden tesis edilmesi halinde yapılacak harcama tutarı arasındaki oranın ulaştığı olağanüstü seviyedir. Tobin-*q* olarak tanımlanan bu oran mali sektör-dışı şirketlerde, 2000 yılının ilk çeyreğinde, tüm zamanların en üst değeri olan 2,06'ya ulaştı; karşılaştırırsak, bu oran 1995'te 1,14, 1986'da 0,46 ve 20. yüzyılın tamamında ortalama 0,65 idi (bkz. Şekil 7.2). Dolayısıyla Tobin-*q* oranı 2000 yılının ilk çeyreğinde daha önceki tarihi tepe noktalarının bile %50 üstündeydi, söz konusu tepe noktalara, sürpriz olmayacak biçimde, 1929 (1,3 olarak) ve 1969 (1,2 olarak) yıllarında ilgili dönemlerin borsa çıkışlarının sonlandığı tarihlerde ulaşılmıştı. Şirketlerin hisseleri fiilen ellerinde tuttukları üretim araçları ve net mali varlıkların bedellerinden daha fazla iken yatırımcıların sermayelerini hisse senedi almak yerine yeni makine teçhizat vb. varlılara tahsis etmeleri ancak sağduyuyla mümkündü. Genellikle bunun tam tersini yapmış olmaları balonun onların gözlerini bağladığının açık bir kanıtıydı.[20]

Son olarak, Mart 2000'de S&P 500 endeksinde yer alan şirketlerin fiyat-kazanç oranı –bir hisse almak için ödenen ortalama fiyatın o şirketin yıllık kazançlarından (kârından) söz konusu hisseye düşen miktara oranı– 32'ye çıktı. Hisse senedi fiyat artışlarının kâr artışlarından ne denli kopuk olduğu göz önüne alındığında bu oranın da yine bir rekor –bu oranın 20. yüzyıldaki en yüksek değerinden üçte bir daha fazla ve tarihsel ortalaması olan 13,2'nin iki buçuk katı fazla– olmasına şaşmamalı. Bu durumda hisse senetlerinin yıllık getiri oranı –kısaca 'getiri' denilen, fiyat-kazanç oranının tersine tekabül eden değer– nispi olarak yaklaşık %3 gibi aşırı ölçüde düşük bir seviyedeydi; oysa tarihsel ortalaması %7,7 olmuştu. Bu durumda hisse senetlerinin giderek daha kötü bir yatırım sayılmaları

20 *Flow of Funds*, Tablo B.102, Tarım-dışı, Mali sektör-dışı Şirketlerin Bilançosu, Satır 37; A. Smithers ve S. Wright, *Valuing Wall Street. Protecting Wealth in Turbulent Markets*, New York, McGraw Hill, 2000, s. 10, Tablo 2.1 ve s. 146-54,257.

ŞEKİL 7.2
ABD Mali Sektör-dışı Şirketlerin Hisseleri/Özvarlıklar İçin Hesaplanmış Tobin-q Oranı, 1945-2000



beklenebilirdi.[21] Gerçeğin bundan çok farklı olması, yine hisse senetlerinin şirketlerin getiri oranları ne olursa olsun çoğunlukla, tamamen ve sadece fiyatlarının ileride daha fazla artacağı beklentisiyle satın alındıklarını gösteriyordu, bu da balon dinamiğinin bir başka işaretiydi.[22]

Yüksek-teknoloji şirketlerinin ve özellikle internet firmalarının borsa değerleri hiç kuşkusuz daha anlaşılmaz bir konumdaydı. Ekonominin geneli içinde işgal ettikleri çok küçük yere kıyasla internet şirketlerinin borsa değerleri toplamın %8'ine çıkmıştı. Gerçekte bu şirketlerin çoğu sadece zarar ediyordu ve kâr eden birkaç tanesi ise akıl almaz derecede yüksek fiyat-kazanç oranlarıyla işlem görüyordu. OECD tarafından yapılan bir incelemenin 242 internet şirketinden oluşan örnekleminde sadece 37 şirket 1999'un üçüncü çeyreğinde kâr edebilmiş ve bunlar ortalama 190'lık fiyat-kazanç oranıyla işlem görmüştü. Otuz-yedi şirketin yaptığı kâr toplamının %60'ı bu şirketlerden sadece *ikisine* aitti! Diğer otuz-beş şirket 270'lik ortalama fiyat-kazanç oranıyla işlem görmüştü. Geriye kalan 205 şirket zarar etmişti. Bunlar arasında veri elde edilebilen 168 tanesinin üçüncü çeyrekte kaydettiği miktar 12,5 milyar dolardı (yıllık olarak). Ancak bu durum onların piyasa değerlerinin 621 milyar dolara çıkmasını engellememişti.[23] Beklendiği gibi 2000 baharı geldiğinde 'e-ticaret' denilen bu şirketlerin çoğunun paraları tükenmişti. Borsada gerçeğe dönüş gününün gelmesi yakındı.[24]

Yeni Ekonomi'nin çekirdeğini oluşturan ve borsayla yakın ilişkide bulunan teknoloji, medya ve telekomünikasyon (TMT)

---

21 Smithers ve Wright, *Valuing Wall Street*, s. 226 ve 227, özellikle Tablo 22.1.

22 2000 yılının başlarında ekonomi analistleri arasında, azınlık görüşü olmakla birlikte, bu bahsedilen standart, sağduyuya dayalı tartışmalar oldukça yaygındı. Örneğin bkz. *a.g.e.*; Shiller, *Irrational Exuberance*, Warburton, *Debt and Delusions*; S. King, *Bubble Trouble. The US Bubble and How it Will Burst*, Londra, HSBC Economics and Investment Strategy, 1999.

23 OECD, *Economic Survey. United States 2000*, s. 50-2.

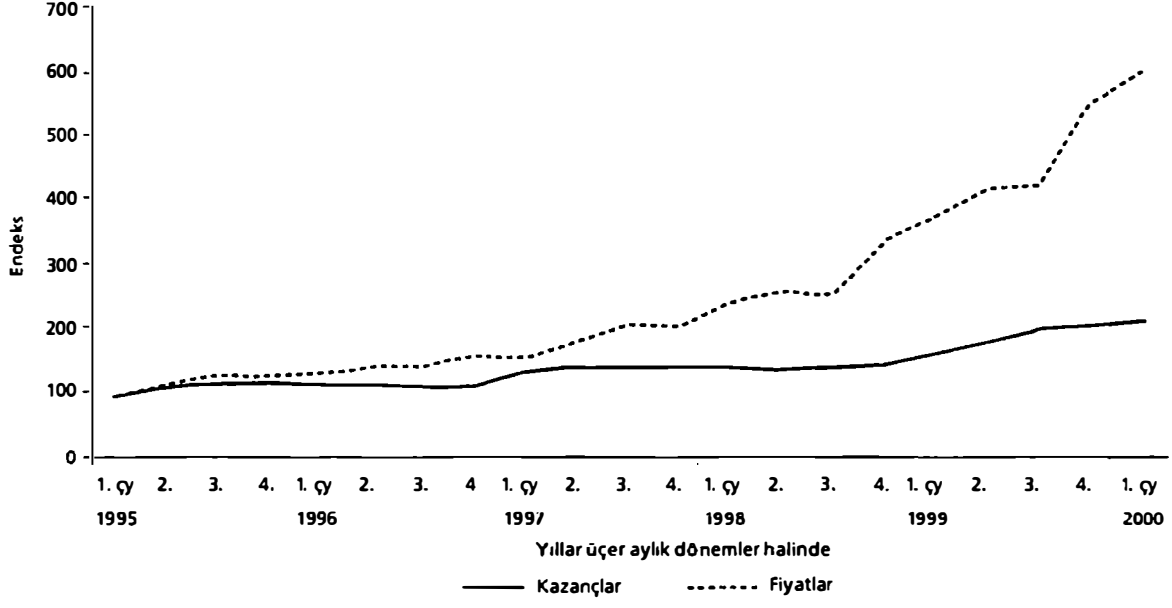
24 J. Willoughby, "Burning Up. Warning: internet Companies are Running out of Cash", *Barron's*, 20 Mart 2000; J. Willoughby, "Up In Smoke. Dot.coms are Still Burning Cash, but the Markets has Forced Big Changes", *Barron's*, 19 Haziran 2000.

şirketleri, o güne dek görülmemiş heyecana ve Merkez Bankası Başkanının kişisel onayına rağmen, gerektiği kadar başarılı olamadılar. Mart 1999 ile Mart 2000 arasında TMT hisselerinin değerleri 6,1 katı, kazançları 2,2 katı arttı. Hisse senedi fiyat artışlarının –ve ABD ekonomik genişlemesinin– son ve en hareketli aşamasında Kasım 1998 ile Mart 2000 arasında ise kazançlan %47 artarken TMT hisselerinin değerleri ikiye katlandı.[25] Bilişim teknolojisini temsil eden hisse senetleriyle kuvvetlenen borsa balonu, ekonomiyi de peşi sıra çekerek havalanmıştı, ama kârları arkada bırakmıştı (bkz. Şekil 7.3).

25 Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *71st Annual Report*, s. 103, Tablo VI.1, aynı zamanda Uluslararası Mutabakat Bankasının sağladığı veriler.

ŞEKİL 7.3

Teknoloji, Medya ve Telekomünikasyon: Hisse Senedi Fiyatları ve Kârlar, Mart 1995-Mart 2000



SEKİZİNCİ BÖLÜM

Servet etkisi ve sınırları

1997 sonundan itibaren, borsanın reel ekonomi üzerindeki etkisi bir anlamda, reel ekonominin borsa üzerindeki etkisini geride bırakmaya başladı. Önceki iki yıl boyunca durgunlaşan imalat sanayi kâr haddi, değerlenen dolar ve özellikle Asya kriziyle daha da olumsuzlaşan artan uluslararası rekabet etkisiyle 1998 ve 1999 yıllarında hızla düştü. Mali sektör-dışı şirketlerde kâr haddi ise 1996 ve 1997 yıllarında artmışken –97'de doruğa ulaştı– sonraki iki yılda ciddi biçimde düştü. Bununla beraber, 1998'den 2000 yılının ortalarına kadar ekonomi, önceki döneme kıyasla daha büyük bir dinamizm sergiledi. Bu durum ancak, hisse senedi fiyatlarının arkasındaki kârları unutarak, yukarıya doğru seyirlerini sürdürme eğilimleriyle ve bunu Merkez Bankası ile şirketlerden yoğun destek görerek yapabilme kapasiteleriyle açıklanabilir. ABD'nin ekonomik genişlemesi borsa balonunun yarattığı servet etkisinin hem tüketim hem de yatırım artışına yaptığı dürtü ile yeniden hayata döndü ve dünyanın geri kalanını peşinden sürükledi. Ancak ekonomi fiilî yatırım getirilerinin yerçekimsel etkisine uzun süre direnemezdi.

Genişleme hız kazanırken

Hisse Senedi fiyatlarının tarihsel tırmanışı hem hanehalkını, hem de şirketleri daha önce olmadığı kadar kolay yoldan nakde kavuşturdu. Şirket değerlerinin ve hanehalkı servetlerinin kâğıt üzerinde aşırı derecede artması, her iki grubun görünürdeki teminatlarında büyük artışlara yol açtı. Bu şekilde şişkinleşen teminatlar ABD tarihindeki en büyük tasarruftan kaçma furyasının temelini oluştururken, gerek şirketler gerekse hanehalkı birkaç soru sorarak kredi vermeye razı borç verenlerden hizmet alıyorlardı. Bu arada sermaye ihtiyacı içinde olan şirketler de bunu, hevesleri sürekli artan yatırımcılara süper-şişkin fiyatlarla hisse senedi ihraç ederek görülmedik ölçüde ucuz bir şekilde karşılıyorlardı. Bunun sonucu ortaya çıkan yatırım ve tüketim patlaması ABD ekonomisini ve uluslararası ekonomiyi füze gibi ileriye fırlattı.

Yükselen varlık değerlerinden kolay borçlanma ve ucuz sermayeye: Hanehalkı, şirketler, mali kuruluşlar

Hanehalkı

Hanehalkının elinde bulundurduğu hisse senetlerinin piyasa değerleri 1994 ile 2000'nin ilk çeyreği arasında çığ gibi büyüyerek 4 trilyon dolardan 12,2 trilyon dolara yükseldi.[1] Bunun sonucu, 1980 ile 1994 arasındaki on dört yılda ancak %9 artmış olan hanehalkı net varlıklarının harcanabilir kişisel gelirlere oranı 1994 ile 2000'in ilk çeyreği arasında birden bire %32 arttı.[2] Hanehalkı, ellerinde tuttukları varlıkların borsayla

1 Merkez Bankası Yönetim Kurulu (Board of Governors of the Federal System), *Flow of Funds. Accounts of the United States. Flow and Outstanding* [Bundan sonra MBYK, *Flow of Funds*], Tablo L.100, Hanehalkı ve Kâr Amacı Gütmeyen Kuruluşlar (seviyeler): Satır 32, Şirket Özvarlıkları ve Satır 33, Yatırım Fonları Hisseleri (Mutual Fund Shares).

2 *A.g.e.*, Tablo B.100, Hanehalkı ve Kâr Amacı Gütmeyen Kuruluşların Bilançosu: Satır 50, Harcanabilir Kişisel Gelirin bir yüzdesi olarak Hanehalkı Net Varlıkları (seviyeler).

birlikte olağanüstü değerlenmesine bakarak, tasarruflarını azaltıp daha önce akıllarından geçemeyecek ölçüde borçlanabilecekleri paraya kavuştukları sonucunu çıkardılar. 1950 ile 1992 arasında, üç belli yıl dışında, kişisel tasarruf oranı hiçbir zaman %10,9'un üstüne çıkmamış ve hiçbir zaman da %7,5'in altına düşmemişti. Fakat 1992 ile 2000 arasında %8,7'den -%0,12'ye pike yaptı (bkz. Şekil 8.1).[3]

ABD kişisel tasarruf oranının, hisse senedi fiyatlarındaki hızlı artışa bağlı olarak 1990'lardaki büyük düşüşünden sorumlu hanehalkının tamamen zenginler arasından çıktığını eklemeye gerek yok. Bu sonuca –hisselerin ABD hanehalkının geniş kesimine yayıldığı efsanesinin tersine– hisse senetlerinin mülkiyetinin, dolayısıyla değerlenmelerinin yarattığı kazançların belli ellerde toplanmış olmasıyla varılabilir. Hisse senedi sahiplerinin en üst %20'si hisse senedi şeklindeki tüm varlıkların %96 ile %98'ini (fark, emeklilik fonlarının sayılıp sayılmamasından kaynaklanıyor) ellerinde bulunduruyor.[4] Merkez Bankası araştırmacıları artık *açıkça* ortaya koydular: Birinci olarak, gelirin en üst dilimindeki %20 1990'lar boyunca net varlıkların harcanabilir gelire oranında gözlenen toplam artışın %79'unu aldılar; ikinci olarak, aynı %20 bu dönemde ABD toplam tasarruf oranındaki düşüşün %100'e yakınından sorumlu; üçüncü ve bunlarla bağlantılı olarak, nüfusun geriye kalan %80'inin tasarruf oranı etkin biçimde hiç düşmedi; hatta alttaki %60'lık dilimde tasarruf oranı bir parça yükseldi. Servet etkisinin böyle birden fazla sonucu oldu.[5]

Hanehalkının yıllık borçlanması da doğal olarak paralel bir eğri izledi, gerçi harcanabilir gelire oranı açısından 1980'lerde-

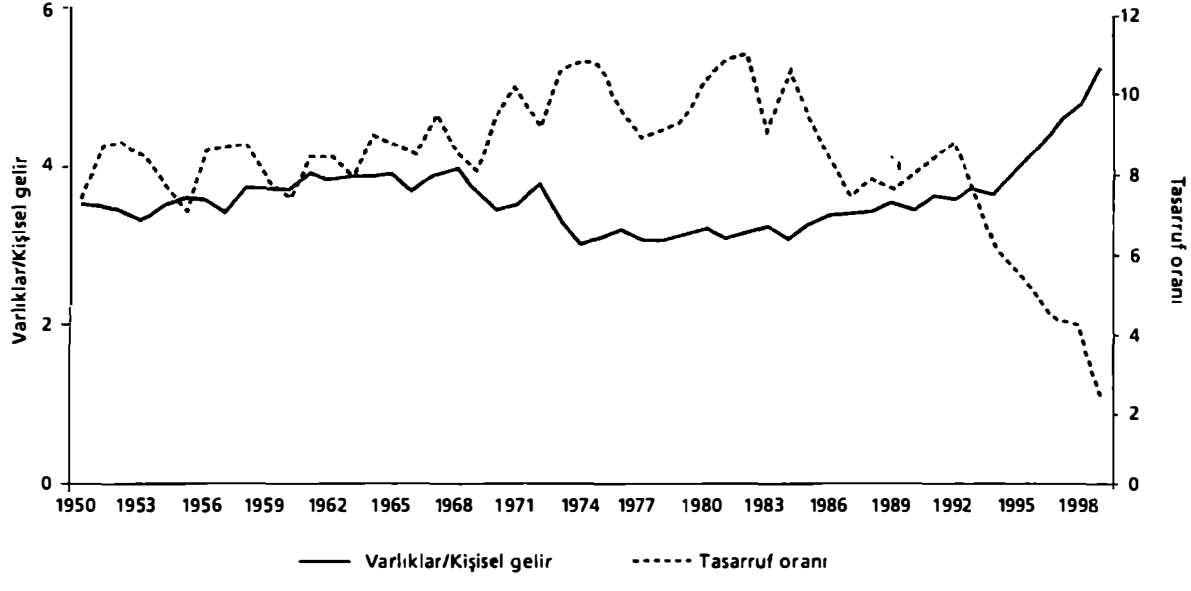
---

3 ABD Ulusal Gelir ve Üretim Hesaplarında son yıllarda yapılan düzeltmeyle savaş-sonrası dönemin tasarruf oranı bir miktar arttı fakat bu son dönemdeki aşağı iniş eğrisinin eğimini etkilemedi. Düzeltilmiş veriler için bkz. Ekonomik Analiz Bürosu'nun (bundan böyle EAB) web-sitesi.

4 L. Mishel, J. Bernstein ve J. Schmitt, *The State of Working America 2000/2001*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 2001, s. 265, Tablo 4.6.

5 D.M. Maki ve M.G. Palumbo, "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s", Federal Reserve Finance and Discussion Series, Nisan 2001 (Merkez Bankası (FRB) web-sitesi).

ŞEKİL 8.1
ABD Hanehalkı Mali Varlıklar / Harcanabilir Kişisel Gelir ve ABD Tasarruf Oranı, 1950-99



ki rekor seviyelere tam ulaşamadı. Bunun nedeni, muhtemelen işçi-sınıfı ailelerinin düşen gelirlerini telafi etmek üzere borçlanmalarının 1990'ların sonlarında, önceki dönemlere kıyasla o kadar da yaygın olmamasıydı. Yine de 2000 yılı geldiğinde hanehalkının harcanabilir kişisel gelirin bir bölümü niteliğindeki ödenmemiş borçları tüm zamanların en yüksek oranı olan %97'ye ulaştı, bu oran 1980'lerin ikinci yarısında ortalama %80 idi.[6]

Şirketler

Merkez Bankası'nın sağladığı kredilerin koşullarını gevşetmiş olması, daha önce belirtildiği gibi, başlangıçta, hisse senedi fiyatlarını yukarıya doğru hareketlendirmede önemli bir rol oynayan büyük-çaplı hisse alımları yapabilmeleri için şirket borçlanmalarını teşvik etti. Daha sonra, artan hisse senedi fiyatları borç verenlerin daha fazla kredi için öngördükleri ilave varlık değerini yaratarak, şirket borçlanmasının daha da genişlemesini mümkün kıldı. Hisse senedi fiyat artışları, aynı zamanda, şirketlere şişkin fiyatlarla yeni hisse ihracı yoluyla görülmedik ölçüde ucuz –ve görülmedik boyutlarda– fon sağlama yolunu açtı.[7]

ABD mali sektör-dışı şirketlerin işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri 1994 ile 2000 yılının ilk çeyreği arasında 1984 ile 1994 arsında kaydettikleri hızın iki kat hızda artarak 4,8 trilyon dolardan 15,7 trilyon dolara sıçradı.[8] Mali sektördışı şirket varlıklarının bu kadar büyük ölçüde yeniden değerlenmesi bu sektörde o zamana dek görülmüş en büyük borçlanma genişlemesinin yolunu açtı. Mali sektör-dışı şirketlerin

6 *Flow of Funds*, Tablo D3. Sektörler itibarıyle Borçlar (seviyeler); *Economic Report of the President 2000*, Washington, DC, 2000.

7 Bu tez OECD, Economic Survey. United States 2000, Paris, 2000, s. 48-9,'da etraflıca yer alır. Söz konusu metinde 'şirketlerin toplam borçlulukları 1998'e kadar net varlıkları [nın borsa değeri] veya toplam varlıklarından bir miktar daha hızlı artmış' olmasaydı şirketlerin borçlanma eğiliminin sürdürülemeyeceği izah edilmektedir.

8 MBYK (FRB), *Flow of Funds*, Tablo L.213, Şirket Özvarlıkları (seviyeler).

kendi yarattıkları GSYİH'nın bir oranı olarak yıllık borçlanmaları 1994'te %3,4 ve 1996'da %3,7'lerde dolaşırken 2000 yılının ilk yarısında daha önce hiç rastlanmadık bir orana, %9,9'a fırladı; bu dönemde mali sektör-dışı şirketlerin GSYİH'sı (nominal) yıllık ortalama %5,7 ile büyüyordu. Sonuç olarak, 2000 yılının ilk yarısına gelindiğinde, mali sektör-dışı şirketlerin borçlanmaları yıllık bazda 1994'e kıyasla dört kat artmış, borçlarının yarattıkları GSYİH'ya oranı %85'e çıkmıştı, bu, o zamana dek ulaşılan en yüksek değerdi; aynı oran 1994'te ise %72,2 idi (bkz. Şekil 8.2).[9]

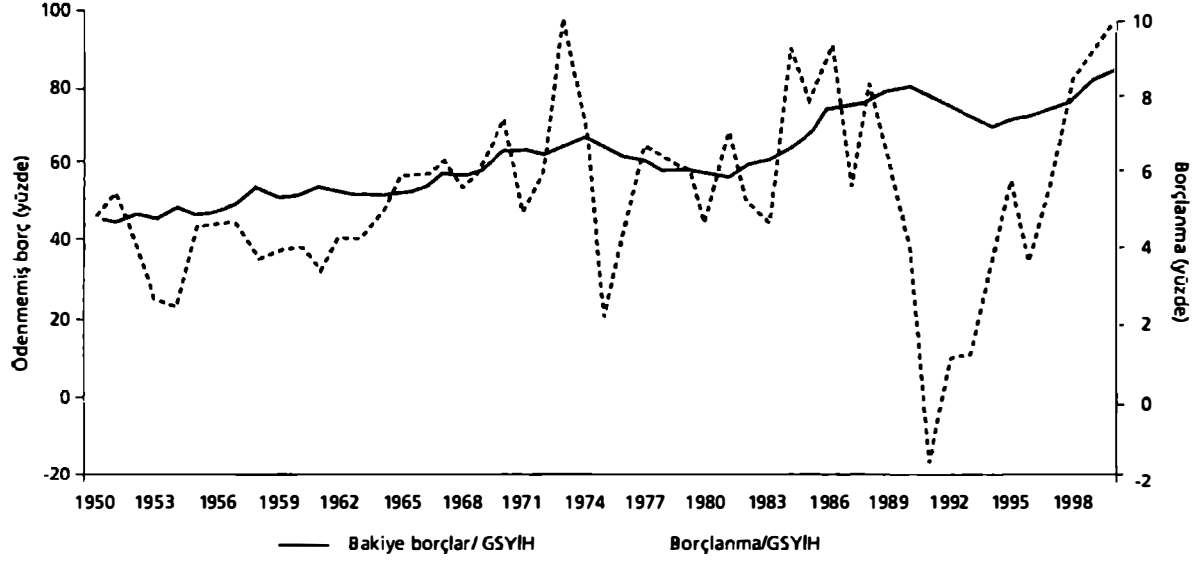
Borçlanmada gözlenen patlama sadece mali sektör-dışı şirketlerin, hisse senedi balonunu doruk noktasına ve şirket borç-özvarlık oranlarını yeni rekorlara[10] doğru kovalarken, piyasadan kendi hisselerini satın almaya devam etmelerine olanak sağlamakla kalmadı; aynı zamanda mali sektör-dışı şirketlerin (dağıtılmamış kârlar yerine) borç yoluyla yaptıkları sermaye harcamalarını daha önce herhangi bir ekonomik genişleme döneminde görülmedik düzeylere çıkarmalarına ve bu yolla zaten güçlü şekilde hissedilen yatırım patlamasının daha da büyümesine olanak sağladı (bkz. aşağıda, s. 233, Şekil 8.5).

ABD şirketleri, tarihsel olarak, yeni makine ve teçhizat harcamalarını şirket fonlarıyla –yani, kârlar eksi vergiler, net faiz ve temettü ödemeleri artı amortismanlar– karşılama eğiliminde olmuşlardı ve her ne kadar sermaye harcamaları için borçlanma 1990'ların son yıllarında bariz şekilde artmış olsa da, bu durum, (bu konuya tekrar dönmek gerekecek) günümüze dek devam etti. Mali sektör-dışı şirketler, sermaye harcamalarının 1950 ile 1973 arasında %93'ünü, 1973 ile 1995 arasında

9 *A.g.e.*, Tablo F.3 ve Tablo L.3, Mali Sektör-dışı Kesimin Kredi Piyasasından Borçlanması (akımlar ve seviyeler); 'Industry Analytical Ratios for Non-Financial Corporations', İşgücü İstatistik Bürosunun (Bureau of Labor Statistics) Verimlilik Araştırma Bölümünün (Division of Productivity Research) hazırladığı dosya.

10 S&P 500 şirketlerinin borç-özvarlık oranı 1999'a %116'ya ulaşmıştı, bu oran şirket borçları krizinin bankaları ve şirketleri felç ettiği ve daralmayı derinleştirip uzattığı 1980'lerin sonunda %84 idi (D. Bogler ve G. Silverman, 'US Risky Debt Threat to Banks', Financial Times, 22 Şubat 2000).

ŞEKİL 8.2
ABD Mali Sektör-dışı Şirketlerce Yaratılan GSYİH'nin Yüzdesi Olarak Mali Sektör-dışı Şirketlerde Borçlanma ve Borç Bakiyesi, 1950-2000



%87'sini şirket fonlarıyla yaptılar. Fon sağlama açısından yeni hisse ihracı, mali sektör-dışı şirketlerin hiçbirinde önemli bir yer işgal etmedi ve birçok kere vurgulandığı gibi, 1980'den sonra mali sektör-dışı şirketlerin tamamı genel olarak, hisse satmak yerine *hisse satın aldı ve hisseleri piyasadan çekti.*

Yine de, 1990'lar boyunca özellikle ikinci yarısında, borsa göğe doğru tırmanırken, geçmiş uygulamalardan çok şaşırtıcı kopuşlar olduğu da unutulmamalı. Mali sektör-dışı şirketler bir bütün olarak net hisse senedi *alıcıları* –bunu tarihsel olarak görülmemiş ölçüde yaptılar– olarak kalsa da, bu sektör içindeki bazı firmalar ve bölümler çok büyük ölçüde net hisse ihraççıları oldular. Hızla büyüme azmi içinde olan yeni kurulmuş firmalar ve nakit sıkıntısı çeken şirketler hisse senedi satışı yoluyla daha önce görülmemiş miktarlarda para elde etmek için hisse senetlerinin astronomik fiyatlarını istismar etmekten kendilerini alıkoyamadılar. Bu özellikle, Kasım 1998 ile 2000 baharı arasındaki dönemde, borsa balonunun son ve en hararetli aşamasına damgasını vuran teknoloji, medya ve telekomünikasyon firmaları için geçerliydi. Bu şirketlerin çoğu tahvil piyasalarına veya banka finansmanına ulaşamadıklarından dolayı, hisselerinin değerindeki artışlar onlara fonlama –ve sonra da yatırım– kanalının yolunu açtı.[11]

1994 ile 2000 arasında, mali sektör-dışı şirketlerin hisse senedi fiyatları o zamana dek hayal edilemeyecek seviyelere çıktığında, hisse ihraçları da aynı seviyede artmıştı. Henüz 1990'ların başında, mali sektör-dışı şirketlerin hisse ihracı yoluyla topladıkları paralar daha önce ulaştıkları (kaydedilmiş olanlar) tarihsel doruğun %80 üstündeydi. 1994 ile 2000 arasında, bu ihraçlar her yıl artarak dönem sonunda üç katına çıktı. 1999 ve 2000 yıllarında borsa balonunun bilişim teknolojisi şirketlerinin tahakkümü altında olduğu son aşamasında, mali sektör-dışı şirketlerin hisse senedi ihraçları hızla artarak tüm zamanların en yüksek düzeyi olan 284 milyar dolara ulaştı; bu seviye, 1980'de vardığı tepe noktasının dört katı idi

11 IMF, *World Economic Outlook. Fiscal Policy and Macroeconomic Stability*, Mayıs 2000, s. 63-4.

(bkz. Şekil 8.3). Alan Greenspan'in 'olumluluk döngüsü', gücünün doruk noktasındaydı.[12]

Yeni kurulan şirketler açısından hisse satışları kuşkusuz kritik öneme sahipti ve ilk ihraçlardan elde edilen gayrisafi hâsılat genel hisse ihraçlarına benzer bir eğri izledi, fakat bilişim teknolojileri balonunun doruğa çıktığı dönemde onlar da hızla yukarıya fırladı. 1980 ile 1994 arasında yılda ortalama 3 milyar dolardan daha az ilk ihraç yapılırken, 1994 ile 1998 arasında ilk ihraçlardan elde edilen yıllık ortalama gayrisafi hâsılat 30 milyar dolara sıçramıştı. Sonra 1999-2000'de yıllık hâsılat ikiye katlanarak 60 milyar dolar oldu. Bu, başka koşullarda hiçbir destek bulamayacak sayısız yeni kurulmuş Yeni Ekonomi şirketine finansman bolluğu sağladı (bkz. Şekil 8.4).[13] Borsa, mali sektör-dışı şirketlerin finansmanında ve dolayısıyla sermaye harcamaları artışı yoluyla da reel ekonomi üzerinde, ABD tarihinde daha önce hiç bu kadar doğrudan ve belirleyici bir rol oynamamıştı. Daha önceki hiçbir ekonomik genişleme borsanın yükselmesine bu denli bağımlı olmamıştı.

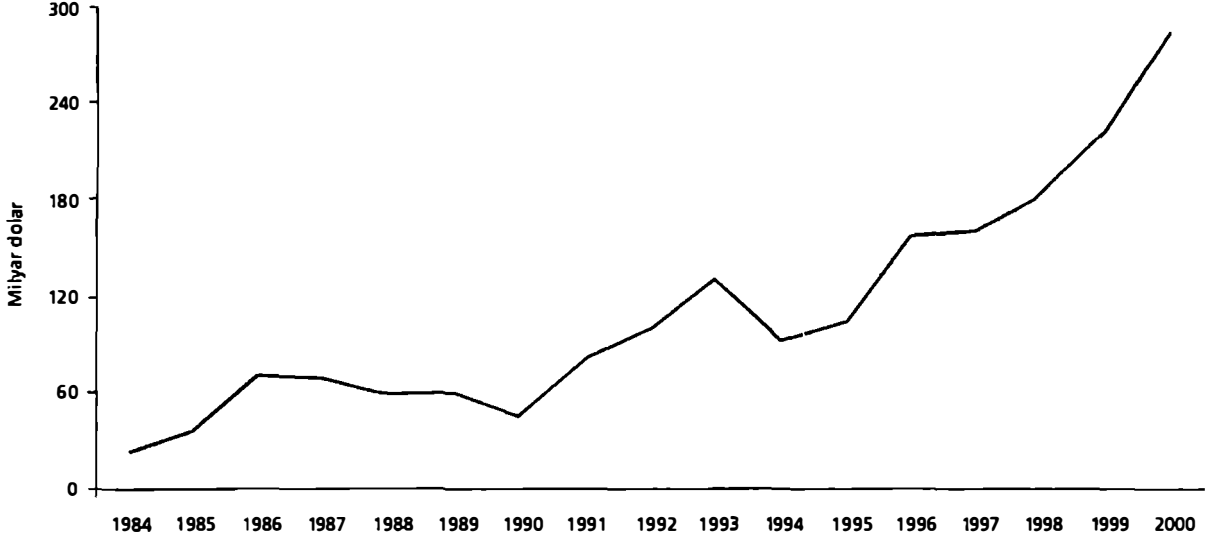
Mali kuruluşlar

Mali kuruluşlar, şirketlerin ve hanehalkının doymak bilmeyen kredi talebini karşılamak üzere kendi borçlanmalarını büyük ölçüde arttırdılar. 1995 ile 1999 arasında, mali sektör borçlanması iki buçuk kat arttı ve bir önceki on yılda (1985-95) ulaştığı ortalama düzeyin iki katını geçip ortalama olarak GSYİH'nın yaklaşık %10'una denk hale geldi/1998-99 yıllarında, Merkez Bankası'nın üç faiz indirimi ve 2000 yılı bilgisayar krizi nedeniyle kredi musluğunu gevşetmesinden aldıkları

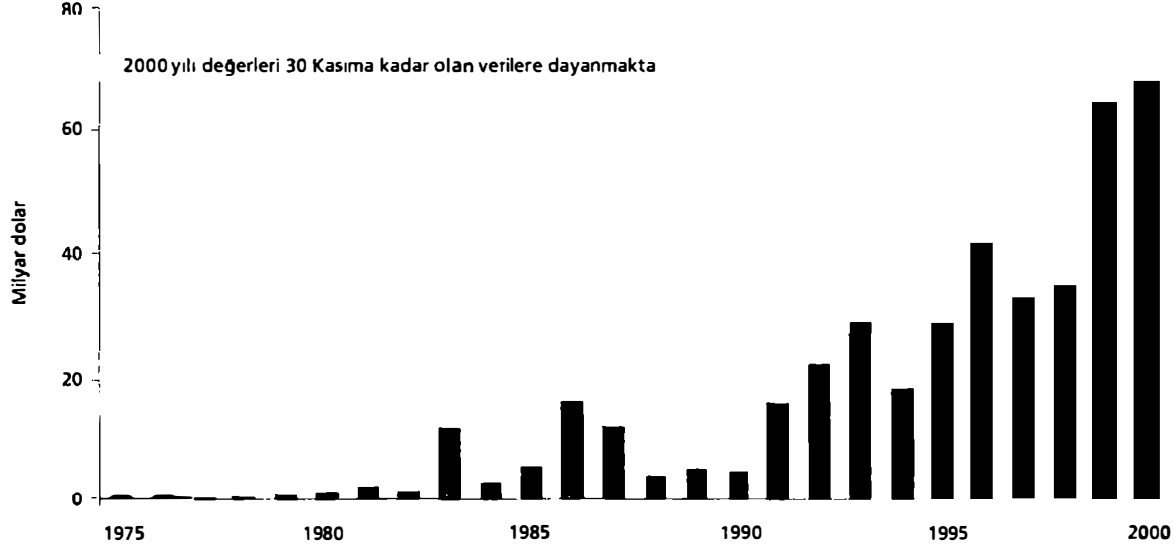
12 Mali sektör-dışı şirketlerin gayrisafi hisse ihraçları, 1984-2000, ABD Merkez Bankası yayınlanmamış zaman serileri. Bu verileri bana ilettiği için Nellie Liang'a teşekkür ederim. Burada vurgulamak gerekir ki, 1984'e kadar giden bu veriler, mali sektör-dışı şirketler içinde hem kamu hem de özel sektör ihraçlarını kapsamakta o nedenle mali sektör-dışı şirketlerin net alıcı oldukları verilerle doğrudan doğruya karşılaştırılamazlar.

13 "Annual Report of the Council of Economic Advisers", içinde *Economic Report of the President 2001*, Washington, DC, s. 108-10.

ŞEKİL 8.3
Mali Sektör-dışı Şirketler Tarafından Halka Arzedilen ve Özel Kesime Satılan Toplam Gayri safi Hisse Senedi İhracı, 1984-2000



ŞEKİL 8.4
İlk İhraç İşlemlerinden Elde Edilen Gayri safi Hâsılat, 1975-2000



destekle mali sektör borçları GSYİH'nın ortalama %12'si oldu ki bu oran, kayıtlardaki herhangi bir yılın ortalamasının %75 üstündeydi. Yine bu iki yılda, devasa borçlanma curcunasını destekleyecek, borsanın düşmemesini sağlayacak ve ekonominin genişlemesini sürdürmeye yetecek likiditeyi garantilemek için hükümet, konut satışları ve benzeri işler için Hükümet Kefaleti Altındaki Teşebbüsler* (Government Sponsored Enterprises) aracılığıyla piyasaya 0,6 trilyon dolar sürererek bir jest yaptı. Bunlar olurken bu şirketlerin borç yükü mali sektörün bu yıllardaki toplam borçlarının %30'una ulaştı.[14] 2000 yılının ilk yarısında şirketler, hanehalkı ve mali sektör borçlarının GSYİH'ya oranlarının her biri ABD savaş-sonrası tarihinin en yüksek noktalarına varmıştı.

Finansmana ulaşma kolaylığından tüketim ve yatırımda aşırılığa

Tüketim artışı

Borsanın aşırı derecede yükselmesi hanehalkının borçlanmasındaki hızlı artışa ve tasarruflarda sert düşüşe olanak sağlayarak kişisel tüketimde temel bir büyümeye ve bu yolla, imalat sanayi kârlılığının, rekabet gücünün ve ihracatının ters döndüğü bir zamanda ekonomik genişlemenin artmasına yol açtı. 1985 ile 1995 arasında kişisel tüketim harcamaları yıllık ortalama %2,9 arttı ve GSYİH artışının %67'sini yarattı. Fakat 1995'ten 2000 yılının ilk yarısına kadar kişisel tüketim harca-

(*) ABD Kongresi tarafından kurulan bir grup hizmet şirketi olan bu teşebbüsler, başta konut finansmanı olmak üzere ABD halkının finansman ihtiyacını karşılamak üzere daha çok birincil piyasalardaki borçlanma kâğıtları için ikincil piyasa işlevi görerek piyasaya likidite sağlarlar. – ç.n.

14 MBYK (FRB), *Flow of Funds*, Tablo F.3, Mali Sektörün Kredi Piyasasından Aldığı Borçlar (akımlar); Tablo F.24, Hükümet-Destekli Kuruluşlar (akımlar). Karşılaştırınız, "The Bulls' Last Chance?" *Economist*, 19 Mart 1999; D. Noland, "Capital Markets as Reckles Creators of Money and Credit", *PrudentBear.com*, 7 Nisan 2000 (çevrim-içi); P. Kasriel, "The Kindest Cut of All: Kasriel Articulates the Consensus View?" *Northern Trust. Daily Economic Commetary*, 10 Nisan 2000 (çevrim-içi).

maları yıllık ortalama %4,3 ile artıtı ve GSYİH artışının %73'üne yol açtı. Üstelik Merkez Bankası ve Hazine'nin, 1997 ile 2000'in ilk yarısı arasında kişisel tüketim harcamaları artışının, bu dönemde yurtdışı satış artışının çökmesini telafi edip fazlasını yaratacak şekilde hızlanmasını umduklarını tahmin edebiliriz: Kişisel tüketim harcamaları yıllık ortalama %5 gibi çok yüksek bir oran ile artıtı ve GSYİH artışının %82'sini yarattı.[15]

1990'larda ortaya çıkan tasarrufları harcama (*dis-saving*) tutumunun neredeyse tamamını sergileyen, hanehalkı mali servet kazançlarının %80'ini ellerine geçiren en zengin Amerikalıların, bu yıllarda gözlenen toplam hanehalkı tüketim eğilimi artışının aslında tamamından da sorumlu olduklarını gözden kaçırmamak gerekiyor.[16] Büyük uzmanlardan birinin çarpıtarak söylediği gibi, 1990'ların sonundaki patlama ABD tarihinin yappilerin harcamalarıyla sürüklendiği ilk patlaması oldu.

Yatırım artışı

Genişleyen hisse senedi fiyat balonu sadece tüketimi hızlandırmakla kalmadı, aynı zamanda –hem daha önce belirtilen görülmemiş düzeydeki şirket borçlanmalarını hem de hisse ihracı yoluyla sermaye maliyetlerinde radikal düşüşü mümkün kılarak– öncelikle kârlılığın toparlanmasıyla ortaya çıkmış olan ve devam eden yatırım patlamasını da güçlendirdi. Yatırım artışındaki büyük sıçrama aslında 1990'ların ortasındaki genişlemenin odak noktasıydı. 1982 ile 1992 arasında, özel sektörün konut-dışı reel yatırımları her yıl, ancak yıllık ortalama %4 ile artmış ve toplam GSYİH artışının sadece %12,4'ünü sağlamıştı. Fakat 1992 ile 1999 arasında, kâr hadleri (vergi sonrası) 1960'lar düzeyine çıktığında, her yıl yıllık ortalama %10,3 ile artarak GSYİH artışının %31,6'sını gerçekleştirir oldu. Yatırım artışı da kişisel tüketim harcamaları gibi, ekonomik genişleme-

15 *Economic Report of the President 2000*, Tablo B-5; EAB (BEA), "Gross Domestic Product: Second Quarter 2000 (Final) [ve] Corporate Profits: Second Quarter 2000 (Düzeltilmiş)", 28 Eylül 2000 (Basın Bülteni, EAB (BEA) web-sitesi).

16 Maki ve Palumbo, "Disentangling the Wealth Effect".

ye en büyük katkısını hisse senedi fiyat balonunun yukarı doğru yaptığı en son patlamada gerçekleştirdi. 1997 ile 2000 yılının ilk yarısı arasındaki iki buçuk yılda özel sektörün yıllık konut-dışı yatırım artışı ortalama olarak %13,6'dan az bir düzeyde kalmadı ve GSYİH artışının %37'sini sağladı.

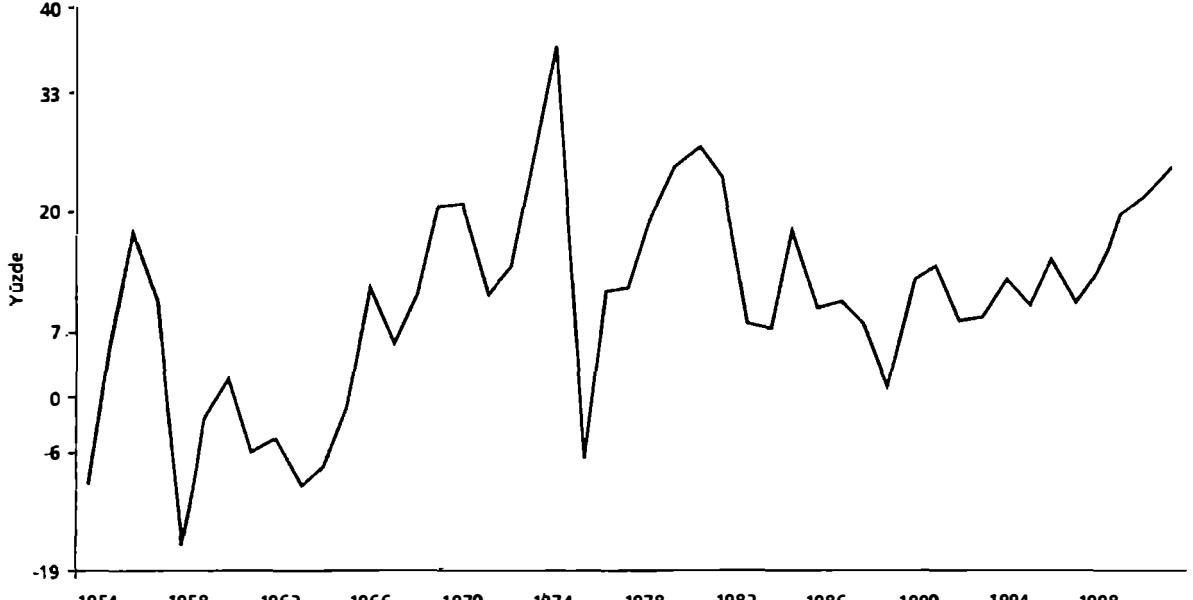
Mali sektör-dışı şirketlerin borsa balonu doruk noktasındayken yatırımları bu denli hızla artırabilmelerinin nedeni, hiç kuşkusuz, bu dönemde sermayeye gerek borçlanarak gerekse hisse ihraç ederek olağanüstü kolaylıkla ulaşmalarıydı. Mali sektör-dışı şirketler 1997 ile 2000 arasında sermaye giderlerinin tam %22'sini borçla karşıladılar. Bu, mali sektör-dışı şirketlerin Kore Savaşı'ndan (şirket içi fonların küçülmüş olmasıyla açıklanan 1969-70, 1973-74 ve 1979-81 yıllarındaki daralma döneminin yüksek oranları bir kenara bırakılırsa) bu yana borçla finanse ettikleri en yüksek yatırım oranıydı. Oysa sermaye giderlerinin borçla karşılanan kısmı 1973 ile 1990 arasında %13,3; 1953 ile 1973 arasında %5,1 idi. Mali sektör-dışı şirketler, kredilere bu ölçüde yaslanabilmek için 1997 ile 2000 arasında borçlarının mali sektör-dışı şirket GSYİH'na oranını %6'dan %10'a yükseltmek ve bu yıllardaki toplam borçlarının %50'sini sermaye giderlerine ayırmak zorunda kaldılar. (Bir karşılaştırma olması açısından, aynı dönemde, bu borçların %45'ini borsadan yaptıkları net hisse alımlarına tahsis ettiklerini belirtelim.) Borca bağımlılıklarını bu denli artırabilmeleri, şirketlerin borsa değerlerinin şok edici biçimde artmasından dolayı kreditörler nezdinde güvenilir görünmelerine bağlanabilir (bkz. Şekil 8.5).[17]

Bu arada, hiç kuşkusuz, mali sektör-dışı şirketlerin gayrisafi hisse senedi ihraçları tüm zamanların en yüksek tutarlarına ulaşıyor ve ilk ihraçlardan sağlanan hâsılat önlenemez biçimde artıyordu. Böylece borsa, üstelik sadece sağlam, kredilendirile-

17 MBYK (FRB), Flow of Funds, Tablo F.102, Tarım-dışı, Mali sektör-dışı Şirketler: Satır 58, Finansman Açığı ve Satır 5 ve 7, Şirket Fonları Artı Stok Değerleme Düzeltmesi. Finansman açığı eşittir sermaye giderleri eksi stok değerlendirmesiyle düzeltilmiş şirket fonları. Dolayısıyla, finansman açığı sermaye harcamalarını karşılamak üzere borçlanmayla (veya başka yollarla) sağlanacak para miktarını gösterir.

ŞEKİL 8.5

ABD'deki Mali Sektör-dışı Şirketlerin Borçlanmayla Yaptıkları Sermaye Harcamaları Oranı, 1954-2000



bilir şirketler değil ama başka koşullarda borç alamayacakları için harcama yapma kapasiteleri olmayan şirketlerin de makine teçhizat harcamalarında büyük artışlar kaydedilmesine olanak sağlamış ve yatırım patlamasını bir o kadar hızlandırmış oluyordu.

İmalat sanayi

En son ve en spekülatif aşamasında balondan aldığı destekle güçlü biçimde hızlanan tüketim ve yatırım artışı nedeniyle ABD imalat sanayi krize girmek bir tarafa, hissedilebilir bir yavaşlama bile yaşamadı. Oysa imalat sanayi rekabet gücü 1995'ten itibaren hızla düşmüş, kâr haddi 1995'ten 1997'ye kadar düz bir eğri izlemiş, 1997'den sonra ihracat artışı çökmüş ve 1998 ile 1999'da kâr haddinde keskin bir düşüş olmuştu. Kişisel imalat sanayi dayanıklı mallar tüketimi 1992 ile 1997 arasında yıllık ortalama %6,5 artmışken, 1997 ile 2000 arasında alev almışçasına yılda ortalama %12 arttı. Bu yüzden 1998 ve 1999 yıllarında imalat sanayi üretim artışı 1993 ile 1997 arasındaki ortalama değer olan %4,35'i geçerek %5'le atılım yaptı. İmalat sanayi yatırım artışı da islim alarak 1998 ve 1999 yıllarında ortalama %11 oldu ve 1993 ile 1997 arasında %2,4 olan yıllık ortalama sermaye stok artışını %3,3'e yükseltti. Sonuç olarak, imalat sanayi verimlilik artışı 1993 ile 1997 arasında ortalama %4,4 ile sağlam bir seyirdeyken 1997 ile 2000'in ilk yarısında 1970'ten bu yana sergilediği en yüksek hıza, neredeyse %6'ya sıçradı. İmalat sektörü balon sayesinde, geçici de olsa, 1986 ile 1995 arasında güçlükle elde ettiği canlanmanın temellerinin çöktüğü gerçeğiyle yüzleşmesini erteledi.

İmalat-dışı sektör

Hisse fiyatları balonunun hüküm sürdüğü yıllardaki koşullardan hiç şüphesiz en çok, imalat-dışı sektör yararlandı. Savaş-sonrası dönemin en kötü günlerini 1980'lerin ortalarından 1990'ların başlarına kadar yaşayan sektör, 1993'ten itibaren

hızla büyüyen imalat sektöründen kaynaklanan talep sıçramasından yararlandı. Üstelik üretimi çoğunlukla ticarete konu olmayan mallardan oluştuğu için, 1995'ten sonra değerlenen doların ucuzlattığı ithalat bu sektörü olumsuz etkilemediği gibi –1985 ile 1995 arasında doların düşük olduğu dönemde olanların tersine– ona ucuz girdiler sağlayarak kârlarının şişmesine yol açtı. Son olarak, tabiî ki, yükselen hisse senedi fiyatlarının yarattığı servet etkisi 1995'ten sonra bu sektörde güçlü bir hareket itkisi yarattı. İmalat-dışı sektörün üretimi 1995'ten 1999'un sonuna kadar her yıl özel sektör ekonomisi bütününden daha hızlı (aslında hafifçe) arttı. İmalat-dışı sektörün sermaye birikimi de özel sektör ekonomisinin bütününden daha hızlıydı. Balon doruk noktasına çıktığında imalat-dışı sektörün yatırım artışı da olağanüstü bir hızla öne geçti ve 1997 ile 2000 yılının ilk yarısında yıllık ortalama %14'e yaklaştı; sonuçta imalat-dışı sektörün sermaye stoku artışını %4,5'un üstüne çekti.

Kısaca söylemek gerekirse, 1993 ile 1999 arasında GSYİH yıllık ortalama %3,9 büyüdü. 1997 ile 2000'in ilk yarısında ise büyüme yıllık %4,6'ya ulaştı. Alan Greenspan ve ABD Merkez Bankası'na göre 1995 yılından sonraki toplam GSYİH artışının yaklaşık %25'i veya yıllık artışın 1 puanı 'servet etkisine', yani yükselen hisse fiyatlarının tüketim ve yatırım artışına yaptığı etkiye atfedilebilir. Bir başka şekilde söylemek gerekirse, hisse senedi fiyatlarındaki aşırı artışa atfedilen yatırım ve tüketim artışı GSYİH büyümesini üçte bir kadar arttırmıştır.[18] GSYİH artışı hızlanarak sürerken reel ücret artışı da sonunda önemli ölçüde artmaya başladı. 1986 ile 1996 arasında yılda ortalama %0,3 olan reel ücret artışı 1998 ve 1999 yıllarında yıllık ortalama %3,3 oldu ve bu yıllardaki tüketim artışına daha da hız verdi.

---

18 "Başkan Alan Greenspan'in Bankacılık ve Mali Hizmetler Komitesinde Yaptığı Konuşma, ABD Temsilciler Meclisi: The Federal Reserve's Semi-Annual Report on the Economy and Monetary Policy", 17 Şubat 2000, MBYK (FRB) web-sitesi. Alan Greenspan'e göre, 'borsa servetindeki her ilave bir doların üç veya dört centi sonunda tüketicinin yaptığı artan alımlara yansımışur', öyle ki 'sermaye kazançlarının yol açtığı sermaye giderleri gayrisafi yurtiçi alımların yıllık artışına geçmiş beş yılda ortalama olarak yüzde bir puan eklemiştir.'

ABD genişlemesinden uluslararası canlanmaya

Geniş ölçüde hisse senedi piyasalarındaki çılgınlıkla sübvanseye olan ABD talebinin volkan gibi patlaması, 1995 sonundan itibaren gözlenen ABD ekonomik genişlemesini, üstelik 1997 sonundan 2000'nin ilk yarısına kadar resmen tek başına sürdürerek, hızlandırmakla kalmadı, aynı zamanda uluslararası ekonomiyi de 1995 ile 1997 arasında kısa-ömürlü bir genişlemeye yönlendirdi ve sonra da 1997-98'deki ciddi düşüşten –başta Doğu Asya bölgesi olmak üzere– kendi başlarına çıkmalarını olanaklı kıldı.

Özellikle dolar döviz kuru 1995 ortalamalarından itibaren çok hızlı zıp, sonraki beş yılda ticaret-ağırlıklı olarak yılda ortalama %4,0'le tırmandığı için, ABD'de yurtiçi talep, yurtiçi arzın (GSYİH) üstüne çıktı ve sürekli arttı. Gerçekten de 1998 ve 1999 yıllarında gayrisafi yurtiçi alımlardaki artış, gayrisafi yurtiçi hâsılanın %25 üstüne çıktı. Aradaki farkı kapatmak için yurtdışında üretilen mal alımlarının artması gerekmişti. 1993 ile 1997 arasında reel mal ithalatı yıllık ortalama %11,5 ile hızla artı; bu oran 1985 ile 1995 arasında yıllık ortalama %5,7'di. Fakat ithalat 1997 ile 2000'nin ilk yarısında balonun en olgunlaştığı dönemde daha da hızlı genişledi; yıllık ortalama artış hızı %13,6 oldu. Söz konusu iki yılda imalat sanayi ithalatının imalat sanayi katma değerine oranı %20 büyüdü.

İthalat artışı doruk noktasına çıkan, hisse senedi fiyatları ve servet etkisi son sıçramalarını yapan ve telaşla yükselen dolar yüzünden ihracatı geri kalan ABD balon ekonomisini son aşamasında dünya ekonomisini ve özellikle Doğu Asya'yı 1997-98 krizinden çekip çıkarmayı başardı. 1997 ile 2000'in ilk yarısında ABD imalat sanayinin dış ticaret açığı iki buçuk kat artarak patlama yaptı; ABD'nin yüksek-teknoloji sermaye harcamalarının 1998 sonu ile 2000'in ilk yarısında yukarı fırlamış olması bu süreçte kritik bir rol oynadı. Bu dönemde ABD'nin yatırım malları ithalat talebi tüketim malları ithalat talebinden dört kat daha hızla, neredeyse yılda ortalama %20 arttı. Tayvan, Kore ve Singapur başta olmak üzere Doğu Asyalı TMT

üreticileri bu talebin önemli bölümünü karşılayabildiler; Haziran 2000'de ABD'ye yaptıkları son on iki aylık telekomünikasyon ve yedek parça ihracatı sırasıyla %43 ve %22 oranında arttı. Bu ülkeler işte bu sayede derin ekonomik daralmalarını başka koşullarda imkânsız sayılacak bir hızda aşabildiler. Ve tabiî ki sadece genişleyen ABD pazarının değil, özellikle hızlı genişleyen, ama aslında gücünü yine ABD pazarından alan Doğu Asya pazarının da desteğiyle Japonya da durgunluktan çıkabildi.[19]

Tabiî ki avro ekonomilerinin, Doğu Asya ve Japonya'daki emsallerine kıyasla ABD pazarına doğrudan bağımlılıkları daha azdı. Ancak ABD'deki gelişmelerden bütünüyle bağımsız olduklarını söylemek aşırı iyimserlik olur. Avro ekonomileri GSYİH'nın üçte birini üreten Alman ekonomisi hâlâ kıtanın dinamosudur. Ve o da Asya kriziyle birlikte baş gösteren yavaşlamadan kurtulmak için büyük ölçüde ABD pazarına yaptığı ihracata, özellikle otomobiller ve makine takımları ihracatına bel bağladı. Aslında İtalya da öyle yaptı. Bu iki lokomotif ülkenin gücü olmasa avro ekonomilerinin tamamı zayıf düşerdi. Üstelik bu ekonomiler ABD'li rakipleri karşısında, özellikle üçüncü dünya pazarlarında rekabet güçlerini önemli ölçüde artıracak olan avronun o yıllarda dolar karşısındaki büyük devalüasyonundan da kaçınılmaz olarak güç aldılar.[20]

Bununla birlikte her geçen gün daha fazla ithalat yapmak, ister istemez beraberinde önce büyüyen, sonra aşırı büyüyen dış ticaret ve cari işlem açıklarını getirdi. 1990'ların ilk yıllarında ABD cari işlem açığı, 1980'lerin ortalarında GSYİH'ya olan oranının ulaştığı tepe noktadan bir miktar düşerek gerilemişti. Bunu ithalatı baskılayarak ihracatı teşvik eden düşük değerli dolara olduğu kadar, 90'ların başındaki daralmadan kaynaklanan talep düşüklüğüne ve büyümeye geçişin yavaşlı-

19 UBS Warburg, *Global Economic Perspectives*, Londra, 19 Nisan 2001; Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *71st Annual Report*, s. 13,43.

20 UBS Warburg, *US Hard Landing - European Outperformance?*, Londra, Temmuz 2000; Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *71st Annual Report*, s. 12.

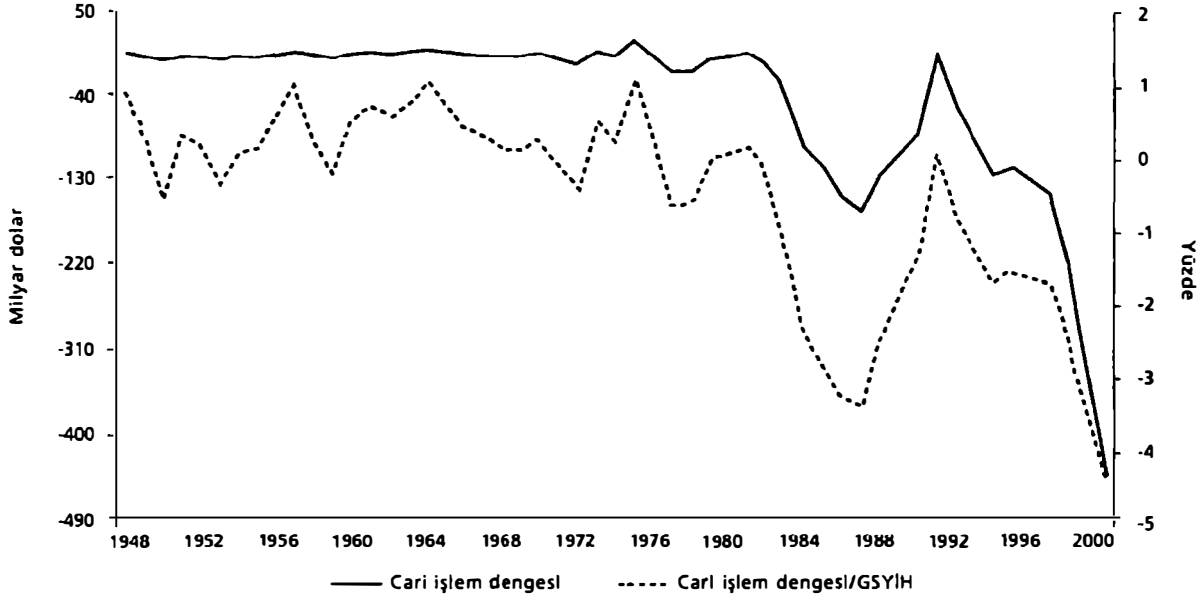
ğına da borçluydu. Fakat 1994-95 yıllarından itibaren ekonomi genişlemeye başladığında hem dış ticaret hem de cari işlem açıkları bir kez daha hızla büyümeye başladı. Bu durum ABD ekonomisinde gelir karşısında marjinal ithalat eğiliminin, özellikle yükselen doların gölgesinde iken yüksek olduğunu göstermektedir. 1997 sonunda ihracat artışı hızını kaybettiğinde ve yatırım ile tüketim artışı birdenbire hız kazandığında, dış ticaret ve cari işlem açıkları patladı ve önce 1999, sonra da 2000 yılında her iki açık da GSYİH'nın yüzdesi açısından yeni rekorlar kırdı (bkz. Şekil 8.6).

Yurtdışı yatırımcılara bağımlılığın artması

Hiç şüphesiz, ABD'nin büyüyen cari işlem açığını finanse etmek için, özellikle 1994-95'ten sonra, yurtdışı alıcılara karşı yükümlülüklerini arttırmaktan başka pek bir seçeneği yoktu. Ancak yabancı yatırımcıların ABD varlıklarını satın almak için tatlı sözlerle kandırılmaları gerekmedi. 1995'ten 2000 yılının ortalarına kadar genişleyen balondan pay kapmak üzere durmadan daha çok alım yaparak hücum ettiler ve ABD mali varlıklarının değerlerinin şişmesine önemli bir katkıları oldu (bkz. Tablo 8.1).

Süreç 1995 yılında, daha önce bahsedildiği gibi, Japon ve diğer Doğu Asya hükümetlerinin ihracatta rekabeti sürdürebilmek için kendi kurlarını aşağıya çekmeye çalıştıkları sırada, yabancıların satın aldıkları ABD kamu menkul kıymetlerinin değerlerinin olağanüstü kabarmasıyla ve arkasından özel sektördeki yatırımcıların özellikle değeri artan dolardan istifade etmek üzere gelmeleriyle başladı. Asya'da krizin patlak verdiği 1997 ortalarında, bölge hükümetlerinin olayın yönünü tersine çevirmek ve tepe üstü düşen paralarını desteklemek için ellerindeki dolar cinsi varlıkları bozdurmalarıyla, yurtdışı yatırımcıların ABD'de satın aldıkları varlıkların kompozisyonu kayda değer biçimde değişti. Öte yandan, aynı zamanda dünya ekonomisinin giderek daha büyük bölümü krizin içine çekilirken, yurtdışındaki özel sektör yatırımcıları ABD'yi gide-

ŞEKİL 8.6
ABD Cari İşlem Dengesi ve GSYİH'ya Oranı, 1948-2000



TABLO 8.1
Dünyanın Geri Kalanındaki Özel Kesimin Satın Aldığı ABD Varlıkları (milyar $), 1996-2000

	Kamu menkul kıymetleri	*Şirket tahvilleri*	*Şirket hisseleri*	*Doğrudan yatırım*	*Toplam*
1996	191.7	83.7	11.1	89.0	375.5
1997	191.7	84.0	66.8	109.3	451.8
1998	94.5	122.4	43.8	193.4	454.1
1999	51.9	158.9	94.3	282.5	587.6
2000	60.2	175.3	176.35	257.3	669.15
Toplam	590.0	624.3	392.35	931.5	2538.15

Not: 2000 yılı verileri yılın ilk yarısı esa alınarak yıllık hale getirilmiştir.
Kaynak: Merkez Bankası Yönetim Kurulu, *Flow of Funds Accounts of the United States. Flows and Outstandings*, Tablo F. 107, Dünyanın gerikalanı (akımlar).

rek daha güvenli bir saha olarak görmeye başladılar. ABD ekonomisindeki tüketim patlamasından ve iş yapma olanaklarının olumlu yönde gelişmiş olmasından yararlanmak üzere doğrudan yatırımlarını artırdılar. Fakat daha önemlisi, bu yatırımcılar ABD hisse senedi ve şirket tahvilleri piyasalarında asıl oyuncular oldular. 2000 yılının ortasına gelindiğinde satın alınan şirket hisse senetleri toplamının %52'si –1999'da %25,5'u, 1998'de %8'i ve 1995'te %4'ü– şirket tahvilleri toplamının %44'ü –1999'da %33'ü, 1998'de %20'si, 1995'te %17'si– onların olmuştu.[21]

Yabancı yatırımcıların artan katılımı ABD varlıklarının genişlemesine önemli ölçüde katkı sağladı ve onların piyasadaki taahhütlerinin daha da artmasını teşvik etti. Bunun sonucunda, yurtdışından gelip borç verenler ABD'de artan borçluluğu ve tüketimi doğrudan ya da dolaylı şekilde desteklerken, öbür tarafta ABD'de büyüyen talep de söz konusu yatırımcıların ülkelerinden yapılan ihracatı garantilemiş oluyordu. Öte yandan dünyanın geri kalanının ABD'den satın aldığı varlıkların büyük bölümünün nispeten kolayca nakde dönüştürülebilecek varlıklardan oluştuğu gerçeği de unutulmamalıydı. 1995 ile

21 MBYK (FRB); *Flow of Funds*, Tablo F.213, Şirket Hisseleri (akımlar) ve Tablo F.212, Şirketlerin ve Yabancıların İhraç ettiği Tahviller (akımlar).

2000 yılının ilk yarısı arasında ABD'ye yapılan doğrudan yatırımlar 900 milyar dolar iken, özel sektör yatırımcılarının satın aldıkları ABD Hazine kâğıtları, şirket tahvilleri ve şirket hisseleri toplamı 1,6 trilyon dolara yaklaşmıştı. 2000 yılının ilk yarısında dünyanın geri kalanının elinde bulunan gayrisafi ABD varlıkları 6,7 trilyon dolara, veya ABD GSYİH'nın %78'ine ulaşmıştı; bu değerler 1995'te 3,4 trilyon dolar, veya GSYİH'nın %46'sı idi (bkz. Şekil 8.7). Bunlar içinde 3,49 trilyon dolarlık kısım özel sektörün elinde bulunan ABD Hazine kâğıtları, şirket tahvilleri ve şirket hisselerinden oluşuyordu; buna karşılık doğrudan yatırımlar 1,2 trilyon dolar idi.[22] ABD balonunun, ABD genişlemesinin ve dolayısıyla yabancıların görülmemiş ölçülerde ABD varlığı satın almalarıyla ortaya çıkan yeni küresel ekonomik genişlemenin birbirlerine bağımlılığı bundan daha aşikâr olamazdı. Ayrıca ABD ekonomisinin bu varlıkların çabucak elden çıkarılabilmeleri karşısındaki kırılganlığı da daha açıkça görülemezdi.

Ekonominin aşil topuğu

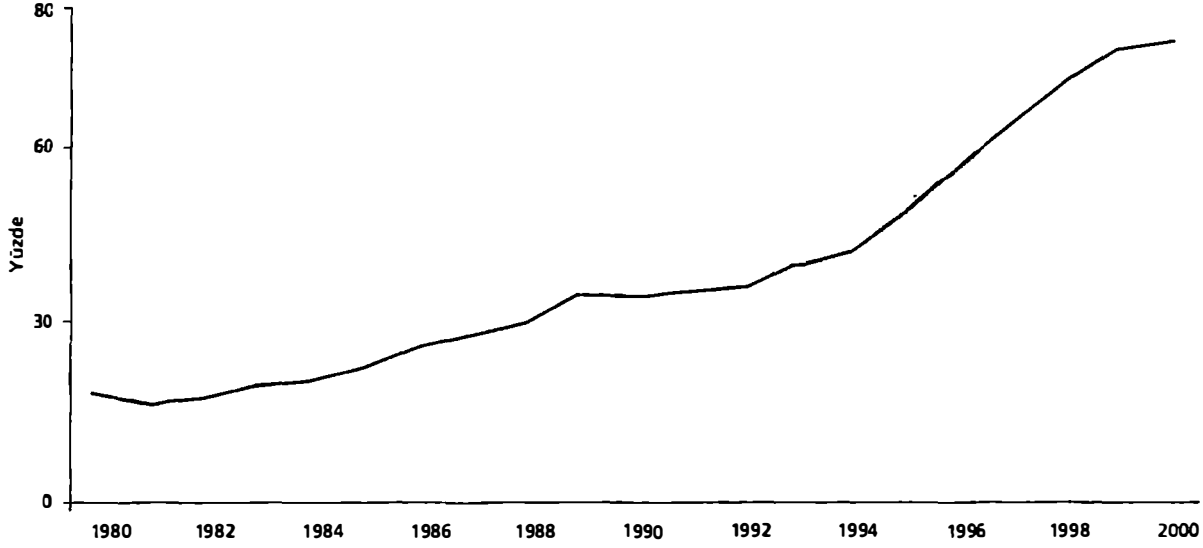
Bu arada, ABD ekonomisinin 1990'ların son yıllarında her yönde artan dinamizmini gösterir genel fotoğrafa uymayan temel bir eğilim gözlenmekteydi. 1997 ile 2000 arasında imalat sektörü şirketlerinin kâr haddi %20 düştü. Söz konusu üç yıl içinde mali sektör-dışı şirketlerin bütününde kâr haddi yaklaşık %10 düştü.[23]

---

22 *A.g.e.*, Tablo L.107, Dünyanın Geri Kalanı (seviyeler). Dünyanın geri kalanının elinde bulunan net ABD varlıkları 1995 ile 2000 yılı arasında geçen beş yıllık sürede ikiye katlanarak 0,7 trilyon dolardan veya GSYİH'nın %9,4'ünden 1,4 trilyon dolara veya GSYİH'nın %14,2'sine çıktı. Burada, net varlıklar deyimi, edünyanın geri kalanının elinde bulunan gayrisafi varlıklar eksi dünyanın geri kalanının ABD'deki birimlere olan yükümlülüklerini (ABD'de yaşayanların ellerinde bulunan yabancı hisselerin piyasa değerleri de dahil) ifade etmektedir.

23 Özel sektörün tamamı yerine anonim şirketlerin kâr hadlerinden bahsetmek gerektiğini bir kez daha hatırlatmalıyız. Çünkü kârlarla ilgili düzeltilmiş bilgiler veya kârları hesaplamak için gereken en yakın tarihli veriler şimdilik sadece anonim şirketlere ait. Bkz. Yukarıda, s. 169, dipnot 16. Bundan sonraki pa-

ŞEKİL 8.7
Dünyanın Geri Kalanının Elinde Bulunan ABD Mali Varlıkları ve Bunların GSYİH'ya Oranı, 1980-2000



Bu azalmalar başka koşullar altında da önemli olabilirlerdi. Fakat onları özellikle şaşırtıcı kılan –ve özellikle problematik hale getiren– ABD'nin güçlü şekilde genişlediği ve genişlemenin kârlılık düşerken daha da kuvvetlendiği bir dönemde gözlenmiş olmalarıydı. Burada kendiliğinden ortaya çıkan soru, 1990'ların sonunda talep olağanüstü biçimde genişlerken ve eşzamanlı olarak hızlanan yatırım artışının yarattığı etkileyici bir verimlilik artışı gözlenirken, ekonominin bütün bu gelişmeleri neden, daha iyi kâr hadlerine dönüştüremediğidir. Açıkçası bu konu, özellikle hem yatırım hem de tüketim artışının aşırı büyüyen borsaya yüksek bağımlılıkları çerçevesinde anlam kazanıyor. Eğer kârlılık zaten zayıflıyorsa, borsada kaçınılmaz bir "düzeltme" hareketinin yıkıcı sonuçları olmak zorunda.

Bu soruya verilecek cevabın başlangıcı üretim ve fiyat artışlarının doksanlar boyunca sergilediği anormal davranışlarda yatmakta. 1990'ların ekonomik genişleme sürecince ekonominin genelinde reel gayrisafi yurtiçi alımlar artış hızı yıldan yıla aşağı yukarı istikrarlı biçimde hep arttı ve 1998-2000'de doruk noktaya ulaştı. Mali sektör-dışı kesimde reel üretim artışı da hemen hemen aynı biçimde davranarak 1960'tan beri aşılmamış yıllık ortalama bir hızla ilerledi. Fakat dikkat çekici olan, hızlanarak artan talebin ve üretim artışının pençesine düşmüş olan mali sektör-dışı kesimin yıllık ürün fiyat artışlarının tarihsel olarak alışık olmadık ölçüde düşüklüğü ve 1995'ten sonra da hızla düşmeye devam ederek 1998-2000'de en düşük noktaya inmeleriydi (bkz. Şekil 8.8).[24]

1997 sonuna kadar mali sektör-dışı şirketlerde ve aslında özel sektörün tamamında kârlılık istikrarlı biçimde güçlendi. Bu, sıçrama gösteren verimlilik artışının aşırı derecede düşük nominal (ve reel) ücret artışlarıyla birleşmesiyle ortaya çıkan

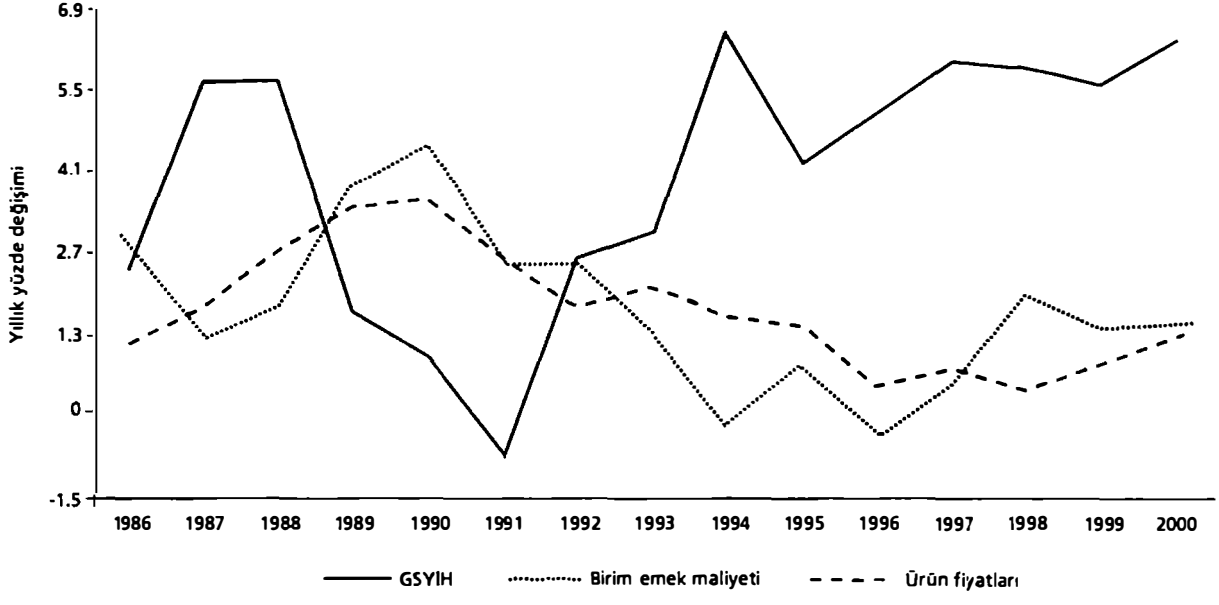
---

ragrafta yer alan mali sektör-dışı şirketlerle ilgili veriler için bkz. "Industry Analytical Ratios for Non-financial Corporations".

24 Mali sektör-dışı kesimde ürün fiyatlarının yıllık ortalama artışı 1993 ile 2000 arasında %0,9 iken, 1982 ile 1990 arsındaki ekonomik genişlemede %2.3 olmuştu.

ŞEKİL 8.8

ABD Mali Sektör-dışı Şirketler: GSYİH, Birim Emek Maliyetleri ve Ürün Fiyatları, 1986-2000



birim emek maliyet artışlarının zaten düşük olan ve düşmeye devam eden ürün fiyat artışlarının daha altında olması yüzündendi. Fakat mali sektör-dışı şirketler, 1998'den itibaren ekonomik performanslarının düzelmesine rağmen kâr hadlerinin dikkat çekici biçimde düşmesinin önüne geçemediler. 1998-2000 arasında bu sektörün %3,4 olan yıllık ortalama verimlilik artışı doksanlar boyunca o zamana dek ulaştıkları en üst noktaya, hatta 1960'tan sonraki bir üç yıllık dönemler açısından en üst seviyesine varmıştı. Bununla beraber, nominal ücret artışları nihayet ivme kazandığından dolayı, birim emek maliyetleri bir parça hızlandı. Böyle olsa da birim emek maliyetlerin yıllık ortalama artışı 1998-2000 arasında, 1982 ile 1990 arasındakinin üçte biri oranında yavaş kaldı (ve yıllık ortalama nominal ücret artışı da o dönemdekinden fazla olmadı). Sorun şuydu, söz konusu üç yıl içinde, mali sektör-dışı şirketlerin %0,8 olan yıllık ortalama ürün fiyat artışları otuz yıldan daha uzun bir süredir ilk defa bu kadar düşüktü ve 1982 ile 1990 arasında kaydedilen ortalama %2,4 seviyesinin üçte birine inmişti. Başka bir şekilde söylemek gerekirse, ürün fiyat artışları o kadar zayıftı ki (nominal ücretlerin ürün fiyatlarıyla düşürülmüş hali), nominal ücret artışının yüksek tutulmasının söz konusu olmadığı (gerçi 1998-2000 arasında baskı altında tutuldukları önceki birkaç yıla kıyasla önemli ölçüde artmıştı) ve çok kuvvetli bir verimlilik artışının gerçekleştiği bir sırada ürün ücret artışları verimlilik artışının üstüne çıkıyordu. İşte bu nedenle 2000 yılında mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddi 1997'deki seviyesinin %10 altına inmişti (bkz. yukarıda s. 91, Şekil 2.11 ve aşağıda s. 300, Şekil 10.1).

Mali sektör-dışı şirketlerde kâr haddi düşüşüne yol açan kuvvetler *tamamıyla* o sektörün imalat sanayi kesiminde yoğunlaşmıştı. Doların değer kazanmaya başladığı 1995'ten sonra ABD imalat sektörü dünya pazarından gelen acımasız fiyat baskılarına maruz kalmış ve bu baskılar 1996 ve 1997 yıllarında sektörün, hız kazanan verimlilik artışını kârlılık artışına dönüştürmesini engellemişti. İmalat sanayicilerinin nominal ve reel ücretleri bastırmak konusunda sergiledikleri olağanüs-

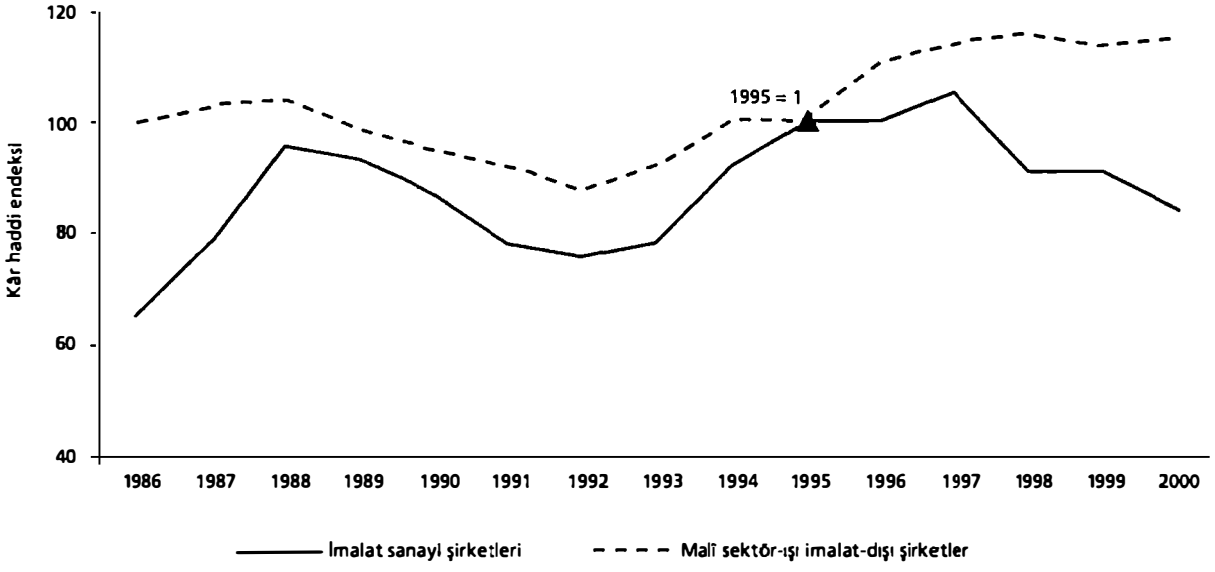
tü başarı olmasa, zaten düşük olan ve düşmeye devam eden fiyatların etkisiyle imalat sektörü kârlılığının, daha o yıllarda azalmaya başlayacağı bir gerçektir (bkz. yukarıda s. 157). Asya krizi patladığında, ihraç malları fiyatları 1998 ve 2000 arasında yıllık ortalama %0 artarken (1995 ile 2000 arasında -%1,2) bu sendrom sadece süresi bakımından vurgulanmış oldu (bkz. yukarıda, s. 159, Şekil 5.1). İmalat sektörü yıllık ortalama verimlilik artışı, 1998, 1999 ve 2000 yıllarında 1960'lardan beri en yüksek üç-yıllık seviyesi olan yaklaşık %5,5'e çıktı. Buna rağmen aynı dönemde imalat sektörü şirketlerinin kârlılığı %20 düştü; nedeni ise konuyla ilişkiliydi. Sorun, imalat-dışı sektördeki paralel gelişmelere bakılarak hemen görülebileceği üzere, gene imalat sanayicilerinin fiyatlarını maliyetleri kapatacak şekilde artıramamalarında yatıyordu.

1997 ile 2000 arasında mali sektör-dışı ve imalat-dışı sektörde %3 olan verimlilik artışı imalat sektöründeki artışın hemen hemen yarısıydı ve nominal ücret artışı biraz daha yüksekti. Bununla beraber söz konusu bu üç yılda mali olmayan imalat-dışı sektörün kâr haddi 1995'te başlayan yükselme eğrisini üç yıl daha uzatarak fiilen bir miktar *artttı*. Bu, o yıllarda mali sektör-dışı şirketlerde gözlenen kâr haddi azalmasından bütünüyle, imalat sektörü şirketlerinin kâr haddindeki düşüşün sorumlu olduğu anlamına geliyordu. İmalat sektörü şirketleriyle mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddi eğrileri arasındaki uzaklaşmanın altında neyin yattığı ise gayet açıktı. Ürün fiyatları dünya pazarından hiçbir şekilde etkilenmeyen, mali olmayan imalat-dışı sektör üreticileri, 1995 ile 1997 arasında yaptıkları gibi, kâr hadlerini korumak veya arttırmak için fiyatlarını maliyetlerin üzerine çıkarmayı sürdürebildiler; fakat yoğun uluslararası rekabete maruz kalan imalat sektörü üreticileri büyük ölçüde az olan maliyet artışlarını içselleştirseler de, fiyatlarını artıramadılar (bkz. Şekil 8.9). İşte bu nedenle, 1997 ile 2000 arasında, imalat sektörü şirketlerinin kâr haddi ve buna bağlı olarak mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddi düştü.

Uluslararası imalat sektöründe aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunu, 1997-98'de Doğu Asya'dan yayılan dünya ekonomik

ŞEKİL 8.9

ABD İmalat Sanayi Şirketleri ve ABD Mali Sektör-dışı İmalat-dışı Şirketlerde Net Kâr Hadleri, 1986-2000 Endeksleri



krizinin bir sonucu olarak, 1997 ile 2000 arasında daha da kötüleşti. Dolar eşzamanlı olarak ciddi biçimde arttı, doların reel efektif kuru yılda ortalama %3,5'luk ve 1995 ile 2000 arasında da yılda %5'lik oranlarda hızla tırmandı. ABD'li üreticiler sadece kendi paralarının değerlenmiş olmasından değil, aynı zamanda Doğu Asya'nın zor duruma düşmesi nedeniyle oradaki pazarlara girememe ve uluslararası ekonominin içine düştüğü genel yavaşlamanın getirdiği doğal darbeler arasında sıkışmış kalmışlardı. Dünya pazarının üzerlerine yaptığı baskıyı göstermek açısından, 1995 ile 2000 yılları arasında dünya imalat sanayi dolar cinsinden fiyatları, yıllık ortalama %4'lük hızla düştü. Bu da, kâr hadlerinde herhangi bir düşüşü önlemek için imalat sanayicilerinin söz konusu beş-yıllık dönemde maliyetlerini aynı oranda düşürmeleri demekti (bkz. yukarıda, s. 186, Şekil 6.1).

Yine de uluslararası imalat sanayinin çok eski sorunlarının şiddetlenmesi kadar dikkat çekici bir başka konu da, borsanın serbest bıraktığı büyük yurtiçi yatırım ve tüketim artışının değeri yükselmiş dolar ve dünya pazarlarındaki aşırı-arzın etkilerini hafifletmekte yetersiz kalmasıydı. 1997 ile 2000 arasında, ABD'de reel dayanıklı mal tüketimi yıllık ortalama %11'lik hızla şaşırtıcı biçimde arttı. Aynı zamanda, biraz önce belirtildiği gibi, yükselen yatırım artışı, imalat sanayinde verimlilik artışını son otuz küsur yılın en yüksek seviyesine çıkardı. Fakat açıkça görülüyor ki ABD imalat sanayi yurtiçi talebinin yukarıya yaptığı büyük sıçrama bütünüyle yurtiçi üretim kapasitesi ve yurtiçi arzı tarafından karşılandığı için ABD rekabet gücündeki keskin gerilemeyi ve uluslararası pazarlardaki aşırı-arz sorununu telafi edemedi. Dolayısıyla, imalat sanayi şirketlerinin ve buna bağlı olarak mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddinin düşmesini –o sırada verimlilik artışının olgunluk evresinde olmasına rağmen– önlemekte etkili olamadı.

Özet olarak, imalat sektörünün, 1995'ten sonra değerlenen dolar ve 1997-98 Asya krizinin yarattığı baskılarla rekabet gücünü ve ihracatı arttıramayıp ekonomiyi ileriye taşıyamadığı noktada borsanın yükselişi, yarattığı servet etkisiyle ABD'nin

1990'lardaki genişlemesini fazlasıyla uzatmayı başardı. Ancak genişlemeyi ileriye taşıyan hisse senedi fiyat balonu, bu sürece dayanıklı bir temel sunmayı da kesinlikle beceremedi. Hisse fiyatlarının doruk yaptığı 1998, 1999 ve 2000 yıllarına yıllık *ortalama* kârların (faizler düştükten sonra) 1997'ye kıyasla mali sektör-dışı şirketlerde %7,5, imalat sektöründe ise %18'e yakın oranda düştüğünü söylemek aşırı bir vurgulama olmaz (bkz. aşağıda s. 311, Şekil 11.1). Kuşkusuz bu noktada ekonomiyi ileriye doğru iten, hızla yükselen hisse senedi fiyatlarının olağanüstü şişirdiği varlık değerlerinin zaten hızlanmış olan yatırım artışına kattığı ivme olmuştur. Fakat yatırımlarda gözlenen bu boyuttaki artışın fiilen gerçekleşen veya gerçekleşmesi muhtemel kârlarla açıklanması mümkün olmadığı için yatırımların büyük bölümü aşırı-yatırım niteliğine büründü. Aşırı-yatırım gerçeği kendini şaşırtıcı biçimde, 1999 ve 2000 yılının ilk yarısında, ekonomik genişleme doruğa çıktığında dahi imalat sanayi kapasite kullanım oranının 1994'ten sonraki en düşük seviyesine inmiş olması geçeğinde gösterdi. Balon söz konusu atıl kapasitenin bir bölümünü bir süreliğine gizleyebilmişti. Fakat firmalar, yüzyılın sonunda bahar havası yaşadıkları bir sırada bile kâr etmekte zorlanırlarken, borsanın yarattığı servet etkisinin de artık verimlilik artışında olduğu gibi yatırım ve tüketim talebini sübvanseye etmemesi sonucu getiri oranlarında gözlenen aşağıya doğru baskıyla mücadele etmek zorunda kaldılar. Bu noktada temel mesele ise, ekonomiyi neyin sürükleyeceğiydi.

DOKUZUNCU BÖLÜM

ABD genişlemesinin çerçevesi ve nitelikleri

Etrafında yaratılan olağanüstü aldatmaca bir tarafa, 1990'lar sonunda patlamaya dönüşen ekonomik genişlemenin çerçevesi bütünsellik içinde ele alınmalı. 1999 sonbaharında Alan Greenspan'in abartılı ifadesiyle "ABD'de deneyimlediğimiz bu on yılın, özgür insanların faaliyet gösterdiği özgür piyasaların üretken kapasitesinin tarihsel kanıtı olduğunu söylemek yanıltıcı olmaz."[1] Fakat –şayet hisse senedi fiyat balonunun tarihsel olarak görülmemiş biçimdeki artışını 'Yeni Ekonomi' denilen şeyin gerçek başarısı olarak almamışsa– Greenspan açıkça kendi yaratığının esiri olmuştu. Greenspan'in, borsa analistleri ve şirket yöneticilerinin yaptıkları verimlilik artışı ve kâr tahminlerine çok güvendiği gözleniyordu. Fakat kâğıt üstündekilerin tersine, reel ekonominin verilerine bakıldığında, 'yeni bir ekonomi'nin –bu deyimin en azından tarihsel ve karşılaştırmalı olarak benzersiz değilse bile, 'olağanüstü' verimlilik

1 "Başkan Alan Greenspan'in yorumları, Millennium Lectures Series, Valley State University, Grand Rapids, Michigan: Maintain Economic Vitality", 8 Eylül 1999, MBYK (FRB) web-sitesi. Karşılaştırın, "Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue, University of California, Berkeley: Quuestion: Is there a New Economy?", 4 Eylül 1998, MBYK (FRB) web-sitesi.

ve canlılık ima ettiğini varsayarsak– doğuşunun izlerine rastlanmıyordu.[2]

Öte yandan, ekonominin 1990'lar boyunca sergilediği canlılığın 1973'ü takip eden yirmi yıla yakın sürede sergilediğinden ciddi ölçüde fazla olduğu da inkâr edilemez. Bunun, 1995-97 arasında ekonominin tamamında tarım-dışı özel sektör kâr haddinin (özellikle vergi sonrası), yirmi yıl süren durgunluktan sonra 1960'lardaki tepe noktalarına benzer şekilde, henüz bitmemiş olsa da, imalat-sektörü önderliğindeki temel canlanmasına uygun olduğunu iddia etmiştim. Tarım-dışı özel sektör kâr haddi, büyük kısmı geniş anlamıyla bilişim teknolojileri olmak üzere, yatırım artışında önemli bir sıçramaya temel oluşturarak ekonomiyi ileriye yöneltti. Neticede sorulan soru canlılığın orta vadeden uzun vadeye sürdürülebilir olup olmadığıydı.

Yeni bir ekonomi mi?

'Olağanüstü kazanımlar sağlandı mı?'

Yeni Ekonomiden söz ederken, ABD ekonomisinin 1990'lı yıllarda sergilediği başarının *bir bütün olarak* bakıldığında, savaş-sonrasındaki çeyrek yüzyıllık dönemdekilerle uzaktan yakından benzerliği bulunmadığını aklımızda tutmalıyız. Temmuz 1990'da başlayan son on yılın (1990-2000) iş döngüsü, az da olsa, 1980'lerin (1979-90) ve sonra da 1970'lerin (1973-79) döngülerinden daha güçlüydü. Üstelik yakın tarihli seleflerini geçmesi de *tamamıyla* büyümenin 1995'ten sonra ivme kazanmasıyla oldu.[3] ABD'nin 1990'lardaki ekonomik perfor-

2 "Annual Report of the Council of Economic Advisers", *Economic Report of the President 2001*, Washington, DC, 2001, s. 23. Bkz. aşağıda s. 220.

3 Aslında 1990'ların *genişlemesi* düşünüldüğünde iş döngüsünde en dip noktayı gördüğü yerden yukarı döndüğü (yani içinden geçtiği) dönemde 'Genişleme en yüksek büyüme hızıyla olmadı [ve] hatta son dört yılda ortalama büyüme 1980'lerin genişlemesine ancak yetişti ve 1960'ların epey altında kaldı'. Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *70th Annual Report 1999-2000*, Basel, 5 Haziran 2000, s. 13. 1990'ların iş döngüsünün 1980 ve 1970'lerdeki seleflerinden biraz daha başarılı olmasının nedeni, başlangıç noktası olan 1990-91 daralmasının seleflerinin başlangıç noktaları olan 1974-

mansı 1995'e kadar 1980 ve 1970 iş döngülerinden daha başarısızdı (1960 ve 1950'lerin döngüleriyle karşılaştırmaya imkân dahi yoktur) (bkz. yukarıda, s. 63, Tablo 1.10). GSYİH artışı da daha zayıf oldu.

Genişleme, 1993 sonundan itibaren ve 1995'ten sonra da, sürekli olarak güçlendi. Ancak 1995 ile 2000 arasındaki *beş yıllık* genişleme bile makro ekonomik temel göstergeler açısından 1948 ile 1973 arasındaki *yirmi beş yıllık* uzun genişleme döneminin değerlerini –enflasyon ve istihdamın yanı sıra GSYİH artışı, yatırım/sermaye stoku, verimlilik ve reel ücretler (üstelik uzun süren iyileşme döneminde yakın tarihte yer almayan savaş yılları enflasyonu, daralmalar bulunmaktaydı)– güçlükle yakalayabilmişti. Tabii ki, ABD ekonomisinin savaş-sonrası uzun süren büyüme dönemindeki genişlemesinin boyutları Japonya'da veya Batı Avrupa'nın çoğunluğunda görülen genişlemeyle hiçbir şekilde kıyaslanamazdı. ABD Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin 2001 yılı başında o yıl için yayınladığı yıllık raporda ABD ekonomisini 1990'ların ikinci yarısında 'Yeni Ekonomi' şeklinde tanımlamalarının gerekçesi olarak ekonominin "*performansının* sözüm ona *olağanüstü kazanımları* –hızlı verimlilik artışı, artan gelirler, düşük işsizlik oranı ve ılımlı bir enflasyon dahil– gösterilmekteydi".[4] Şayet 1995 ile 2000 arasındaki beş yılın kazanımları 'olağanüstü'yse ve Yeni Ekonomi'nin göstergesi biçiminde nitelendirilebilirse, o zaman, 1948 ile 1973 arasındaki uzun savaş-sonrası genişlemenin tartışmasız daha etkileyici olan kazanımlarını nasıl tanımlayacağız ve *o* uzun dönemin ekonomisine ne ad vereceğiz? (bkz. Tablo 9.1)

1990'lardaki genişlemenin bu kadar düşük işsizlik oranları yaratmasının nedeni, önceki genişlemelere kıyasla başlangıcında emek piyasasındaki durgunluğun çok düşük olmasıydı;

---

75 ve 1979-82 daralmalarından daha sığ olmasıydı. Eklemek gerekir ki, çok kısa olmakla birlikte teknik olarak ayrı bir döngü olan Ocak 1980 ile Temmuz 1981 arasındaki iş döngüsünü, pratik nedenlerle, '1980'lerin iş döngüsü' içine dahil ettim. Temmuz 1981-Temmuz 1990 iş döngüsü tek başına ele alındığında 1990'ların döngüsünden biraz daha kuvvetli bir döngüdür.

4 "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), s. 23 (vurgular eklenmiştir).

TABLO 9.1
ABD ekonomisi: 1948-73 ile 1995-2000 karşılaştırması
(işsizlik oranı dışındakiler,
yıllık ortalama yüzde değişim)

	1948-73	*1995-2000*
GSYİH	4.0	4.1
Tarım-dışı ekonomide net sermaye stoku	3.5	3.8
Tarım-dışı ekonomide emek verimliliği	2.9	2.5
Tarım-dışı ekonomide reel saat ücretleri	2.8	2.0
Enflasyon/tüketici fiyat endeksi	2.4	2.4
İşsizlik oranı (ortalama)	4.2	4.7

Kaynaklar: 'Industry Analytical Ratios for the Total Economy' ve 'Industry Analytical Ratios for the Business Sector and Non-Farm Business Sector, All Persons', İşgücü İstatistikleri Bürosu, Verimlilik Araştırma Bölümü'nden sağlanan dosyalar. *Economic Report of the President 2001*, Washington, DC, 2001, Ek B, Tablo B-42.

aslında iş sahası yaratma hızı 1980 ve 1970'teki çıkışlara kıyasla daha düşük seyretti. Üstelik reel ücretler genişlemenin yedinci yılının sonu olan 1998'e kadar kayda değer bir artış göstermediler: 1997 yılında bile tarım-dışı ekonomide işgücüne yapılan reel saat ödemeleri 1992'deki seviyesinin üstünde değildi. Sanayi işçileri ile hizmet sektörü işçilerinin durumu daha da kötüydü: 2000 yılı Aralık ayında özel sektörde ortalama reel saat ücretleri hâlâ 1968 Eylülündeki seviyesine ulaşmamış, 1979'daki doruk noktasının da %5 altına gelememişti. Aile geliri medyanı 1989 ile 1995 arasında fiilen biraz düşmüştü. 1998'de ise 1989'daki seviyesinin ancak %4, 1979 seviyesinin de sadece %8 üstüne çıkabildi. 1990'lar boyunca yaratılan servetin dağılımındaki çarpıklık da barizdi: 1992 ile 1999 arasında en üst %20'lik dilimde olanların toplam net varlıktan aldıkları pay %59,6'dan %62,9'a çıkarken, alttaki %80'lik dilimin payı da aynı ölçüde düştü. Aynı şekilde, 1960 ile 1973 arasında 11,1 puan azalan yoksullaşma oranı 1993 ile 1999 arasında ancak 3,3 puan düştü. 1999'a gelindiğinde yoksullaşma oranı hâlâ 1979'daki seviyesine geri dönmemişti; elbette 1973'teki seviyeyle karşılaştırılamazdı.[5]

5 Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *70th Annual Report 1999-2000*, s. 14; L. Mishel, J. Bernstein ve J. Schmitt, *The State of*

Belki de en çarpıcı olan, emek verimlilik artışının, önceki yirmi yılla kıyaslandığında önemli bir sıçrama göstermiş olsa da, ABD'de Yeni Ekonomi'nin doğuşunu işaret etmemesiydi. Tarım-dışı ekonomide yıllık ortalama emek verimlilik artışı 1995 ile 2000 arasındaki genişlemenin en iyi yıllarında bile 1948 ile 1973 arasındaki ortalamanın %15 altına düştü. İmalat sektöründe ise emek verimlilik artışı kendi başına ele alındığında şüphesiz çok etkileyiciydi, ancak belli başlı rakiplerininkinden kesinlikle daha iyi değildi. 1993 ile 2000 arasında ABD imalat sanayi emek verimliliği yılda ortalama %5,1 artarken Almanya ve Fransa'da emek verimliliği yılda ortalama sırasıyla %4,8 (1998 sonuna kadar) ve %4,9 büyüdü. Aynı dönemde Japonya'da imalat sanayi emek verimlilik artışı bir miktar geri kalarak yılda ortalama %3,9 büyüdü, fakat bu yıllarda gözlenen ciddi daralmalarla bariz şekilde baskılanmıştı (1979 ile 1991 arasında Japon imalat sanayi emek verimlilik artışı yılda ortalama %5,3 oldu).[6]

Ekonominin bütününde, 1990'lar boyunca (1990-2000) ABD'deki emek verimlilik artışı (GSYİH/saat) Avro bölgesi toplamından daha düşük kaldı (%1,8'e karşılık %1,7) ve toplam (*multi-factor*) verimlik* artışı da aynı seyri izledi. Uzun bir tarihsel perspektiften bakıldığında ekonominin bütününde emek verimlilik performansı 1995 ile 2000 arasındaki genişle-

---

Working America 2000/2001, Ithaca, NY, Cornell University Press, 2001, s. 36, Tablo 1.1, s. 121, Şekil 2A; L. Mishel, J. Bernstein ve J. Schmitt, *The State of Working America 1998-99*, Ithaca, NY, Cornell University Press, 1999, s. 264 Tablo 5.6; ABD İşgücü İstatistikleri Bürosu (Bureau of Labor Statistics, BLS), Ulusal İstihdam Saatler ve Gelirler: Seri EES00500049, BLS web-sitesinden temin edilebilir; "Annual Report of the Council of Economic Advisors" (2001), s. 21-2.

6 ABD İşgücü İstatistikleri Bürosu (Bureau of Labor Statistics, BLS), "International Comparisons of Manufacturing Productivity and Unit Labor Cost Trends, 2000", *News Release*, 31 Ağustos 2001 (BLS web-sitesi), s. 17 Tablo 1. Burada, 1998, 1999 ve 2000 yıllarına ait ABD imalat sanayi verimlilik artışı değerlerinin daha önce aşağıya çekilen imalat sanayi yatırım değerlerine paralel olarak, 2001 yılı sonu veya 2002 yılı başında imalat sanayi katma değer ve saatlere ilişkin düzeltilmiş veriler ilan edildikten sonra, önemli ölçüde aşağıya çekileceğini eklemek gerekiyor. Tarım-dışı sektörün 1995 ile 2000 yılı arasındaki verimlilik artışı bir bütün olarak %2,9'dan %2,5'e çekilmişti.

(*) Sermaye ve emek bir arada – ç.n.

me döneminde bile sıradan olmanın ötesine geçemedi. Aslında bu beş yıl boyunca %2 olarak gerçekleşen yıllık ortalama saat başı toplam GSYİH artışı gayet açık biçimde 1889 ile 1989 arasındaki yüzyılın ortalaması olan %2,2'nin altında kalmıştı. Yeni Ekonomi, ister karşılaştırmalı ister tarihsel perspektiften bakılsın, olağanüstü olarak tanımlanabilecek bir verimlilik artışı yaratmakta başarısız oldu.[7]

Girişimciliği, yenilikleri ve fizikî olmayan varlıkların birikimini besleyen yeni kurumlar mı?

Yeni Ekonomi'nin ABD'de 1990'larda ve özellikle 1995 ile 2000 arasında ortaya çıktığını iddia edenlerin, ABD'nin ekonomik performansının önceki yirmi yıldan bariz şekilde daha iyi olmakla birlikte tarihsel ve karşılaştırmalı perspektiften olağanüstü olmadığı gerçeğini ihmal ettiklerini söylemek durumundayız. Bu temel noktayı kabul etmeyen birçok Yeni Ekonomi yandaşı, ABD ekonomisinin sözüm ona müthiş başarılarını yenilikleri destekleme ve riskle baş edebilme yeteneği alışılmışın dışında olan yeni ve varsayımsal olarak daha girişimci bir kurumsal çerçevenin varlığıyla açıkladılar. Söz konusu kurumsal çerçevenin ABD'li şirketlerin emrindeki varlıkların değerlerini şaşırtacak kadar kısa sürede olağanüstü ölçüde arttırdığını iddia ettiler. Değeri artan varlıklar sadece makine, teçhizat ve ileri teknolojinin barındırdığı yazılımlar gibi fizikî (*tangible*) varlıklar değil aynı zamanda ve özellikle beceri, organizasyon ve bilgi gibi fizikî olmayan (*intangible*) varlıklardı. Söylendiğine göre, belki de artık fizikî olmayan varlıkları bir araya getirme becerisi yenilik yapma kapasitesinin tek anahtarı olmuştu.

---

7 "Europe's Economies: Stumbling Yet Again?", *The Economist*, 16 Eylül 2000, s. 78, Tablo 2; 'New Technologies and Productivity in the EURO Area', *ECB Monthly Bulletin*, Temmuz 2001, s. 38, Tablo 1, A. Maddison, *Dynamic Forces in Capitalist Development. A Long Run Comparative View*, Oxford, Oxford University Press, s. 38, Tablo 2.2; "Industry Analytical Ratios for the Total Economy, All Persons". Işgücü İstatistik Bürosundan sağlanan dosya, Office of Productivty and Technology. Dikkatimi LBOTalk listserve'deki ECB'nin araştırmasına çektiği için Dennis Redmond'a teşekkür ederim.

Yukarıda belirtilen bakış açısına göre risk sermayesinin doğuşu Yeni Ekonomi'nin can alıcı noktasını oluşturur. Risk sermayesi, hemen hepsi sermayeden yoksun, genelden daha hızlı verimlilik artışıyla yenilikler seline orantısız şekilde katılan, yeni kurulmuş yüksek-teknoloji şirketlerine fon sağladı. Risk sermayesi 1980'lerde ve özellikle 1990'larda borsayla, özellikle ilk ihraç piyasasıyla kurduğu sıkı ilişki sayesinde öne çıktı. İlk ihraç piyasasının yeni girişimcilere sermaye sağlayarak ve onları finanse eden risk sermayedarlarına cazip bir çıkış kapısı sunarak yenilikleri beslediği öne sürüldü. İlk ihraç piyasası risk sermayesinin yüksek-riskli yüksek-teknoloji şirketlerine daha kolay fon kaynağı olmasını sağladı. ABD Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin ifade ettiği gibi, "Gelişen risk sermayesi piyasası ve dinamik ilk ihraç piyasası, ABD ekonomisinin benzersiz özellikleridir ve belki de Yeni Ekonomi'nin Avrupa veya Asya değil de neden burada ortaya çıktığını açıklamaktadırlar."[8] Teknolojinin uç noktasında duran firmaların daha önce de olduğu gibi, etkin biçimde yenilik yaparak rekabet etmelerini sağlayan şey, sonuçta onların fizikî olmayan varlıkları harekete geçirebilme kabiliyetleri oldu. Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin ifadesiyle, "Yeni Ekonomi'nin başarısı fizikî olmayan varlıklara dayanmaktadır....[F]izikî olmayan varlıklar --organizasyon uygulamaları, Ar-Ge kapasitesi ve itibarı– başarıyı getiren yeniliklerin temelini oluşturdukları için artık bir firmanın rekabetçi stratejisinin çok daha göze çarpan özellikleri oldular."[9]

Öte yandan bugüne kadar Yeni Ekonomi girişimciliğinin katkıları biçiminde yorumlanan göstergelerin, iş hayatının yeni usullerinin mi yoksa 1990'ların ikinci yarısındaki borsa ba-

8 Bkz. "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), özellikle 3. Bölüm, aynı zamanda M. Mandel, *The Coming Internet Depression*, New York, Basic Book, 2000. Her iki çalışma da bu tartışmayı benzer biçimde ele almaktadır. Alıntı "Annual Report", s. 110'dan. Bir başka yorum için bkz. D. Hale, "Rebuilt by Wall Street: The US Dynamic Stock Market Has Directed Resources into High-Tech Industries, Giving the Economy a Huge Advantage That Other Countries Must Strive to Match", *Financial Times*, 25 Ocak 2000. Aslında aynı tez E. Phelps, "Europe's Stony Ground for the Seeds of Growth", *Financial Times*, 10 Ağustos 2000'de de bulunabilir.

9 "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), s. 136.

lonunun mu ABD ekonomisi üzerinde yarattığı etkilere delâlet ettikleri belirsizdir. Risk sermayesinin katkıları, yakın zamana kadar, önemli olmakla birlikte, çok sınırlı kalmıştı. Çünkü risk sermayesi firmalarının yaptığı yatırımlar toplam yatırımların çok küçük bir bölümünü oluşturuyor ve ekonominin tüm araştırma geliştirme harcamalarında önemsiz bir yer işgal ediyordu. Ancak Ekonomi Danışmanları Konseyi'ne göre, "Yeni teknolojiyi finanse etmede en önemli unsur... *son zamanlarda ivme kazanan* ve kendisi de gelişen ilk ihraç piyasasından beslenen risk sermayesi artışıdır." Mandel'e göre, "Risk sermayesi mali sistemin en hızlı büyüyen kesimidir...[ve] yeniliğin finansman kaynağı olarak Ar-Ge harcamalarıyla rekabet edecek bir noktaya gelmiştir." Bu artışın kanıtı nedir? Ekonomi Danışmanları Konseyi'ne göre, "1998 yılında 14,3 milyar dolar olan toplam risk sermayesi yatırımları 2000 yılının ilk üççeyreğinde 54,5 milyar dolara fırladı." Mandel'e göre, "2000 yılının ilk çeyreğinde risk sermayesi tutarı AR-Ge'ye harcanan tüm paranın üçte birine eşitti; 1980'de ise bu oran %3 idi."[10]

Bununla beraber, şurası çok açık ki, 1990'lar sonundaki risk sermayesi ve ilk ihraç yoluyla finansman artışının süreklilik göstermeyen karakteri onların ABD ekonomisinin teknik değişiminde uzun vadedeki önemlerini *güçlendirmeyip azaltmaktadır*. Risk sermayesi, teknolojik yeniliklerin finansmanı için olgunlaşmış özerk yeni bir sistem olmak yerine internet şirketleri ve yeni kurulan şirketler başta olmak üzere yüksek-teknoloji şirketlerinin aşırı değerlenmiş hisselerinin, hisse senedi fiyat balonunun doruk noktasına ulaştığı bir zamanda ilk ihraç piyasasında satılması yoluyla *geçici olarak* elde edilecek olağandışı getirileri yansıtmaktadır. Borsa 1995'teki büyük yükselişine geçmeden önce ve 1999'a kadar, risk sermayesi yatırımlarının boyutları eskiden olduğu gibi sınırlı kaldı. Mandel'ın risk

10 "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), s. 106 (vurgular eklenmiştir); Mandel, *Coming Internet Depression*, s. 19-20. Risk sermayesi yatırımları 2000 yılının tamamında 102 milyar dolara çıktı. P. Abrahams ve E. Luce, "No Exit: after Five Years of Spectacular Growth Silicon Valley Venture Capitalists are Facing a Shake-Out", *Financial Times*, 26 Şubat 2001.

sermayesi yatırımlarıyla ilgili grafiğinden de görüleceği gibi 1980 ile 1995 arasındaki dönemde risk sermayesi kullanımları, hiçbir zaman toplam Ar-Ge harcamalarının %5'ini geçmemiştir. Borsa balonunun oluşmasına iki yıl kala, 1997'de bile risk sermayesi yatırımları Ar-Ge harcamalarının %10'una ulaşma çabasındaydı ve 1998'de ancak %15'ine denkti. Sonuçta risk sermayesi firmalarının yaptığı yatırımların yıllık tutarı 1998'e gelindiğinde 14,3 milyar dolar gibi (1995'teki yaklaşık 8 milyar dolardan) önemsiz bir rakam olmuştu. Ar-Ge harcamaları içinde bu denli küçük bir payı olan risk sermayesinin 1999'dan önce ekonomiyi dönüştürmede nasıl belirleyici bir güç olabildiğini anlamak zor.[11]

1999 yılı ile 2000 yılının ilk çeyreğinde borsa sonuncu ve en büyük yükselişini gerçekleştirdiğinde tabiî ki her şey değişti. NASDAQ endeksi iki katından daha fazla arttı; genel olarak teknoloji hisselerinin fiyatları da o kadar arttı. Bu süreçte, ilk ihraç işlemlerini yapmış olan internet şirketlerinin hepsi teker teker görülmemiş getiri oranları kaydettiler. Risk sermayedarlarının yeni kurulmuş internet şirketleriyle ilgilenmeleri için bundan daha büyük bir müşevvik olamazdı, nitekim 1999'da yaptıkları toplam yatırımların en az %50'si bu tür şirketlere gitti. O yıl risk sermayesi yatırımlarının genel getirisi, hayatta bir kez karşılaşılacak bir orana, ortalama %165'e ulaştı.[12]

Yine de biliyoruz ki, risk sermayedarlarının 1999 yılında ve 2000 yılı başında elde ettikleri olağanüstü kârların, ne –çoğu kısa bir süre sonra iş hayatından silinen– yeni firmaların iş-değerlilikleriyle ne de hisse senetlerinin beklenen değerleriyle bir ilişkisi yoktu. 1999 yılında ve 2000 yılının başında ilk ihraçların getiri oranları bütün sınırları alt üst ederken, risk sermaye yatırımlarının peşi sıra gitmesi şaşırtıcı olmamalı. Birçoğunun hiçbir kâr elde edemediğini ve bir o kadarının da 2000 yılı bahar ve yaz aylarında iş hayatını terk ettiklerini bildikleri

11 Mandel, *Coming Internet Depression*, s. 20; "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), s. 106-7 (vurgular eklenmiştir).

12 Hale, "Rebuilt By Wall Street"; "Venture Capital: Under Water", *The Economist*, 5 Mayıs 2001.

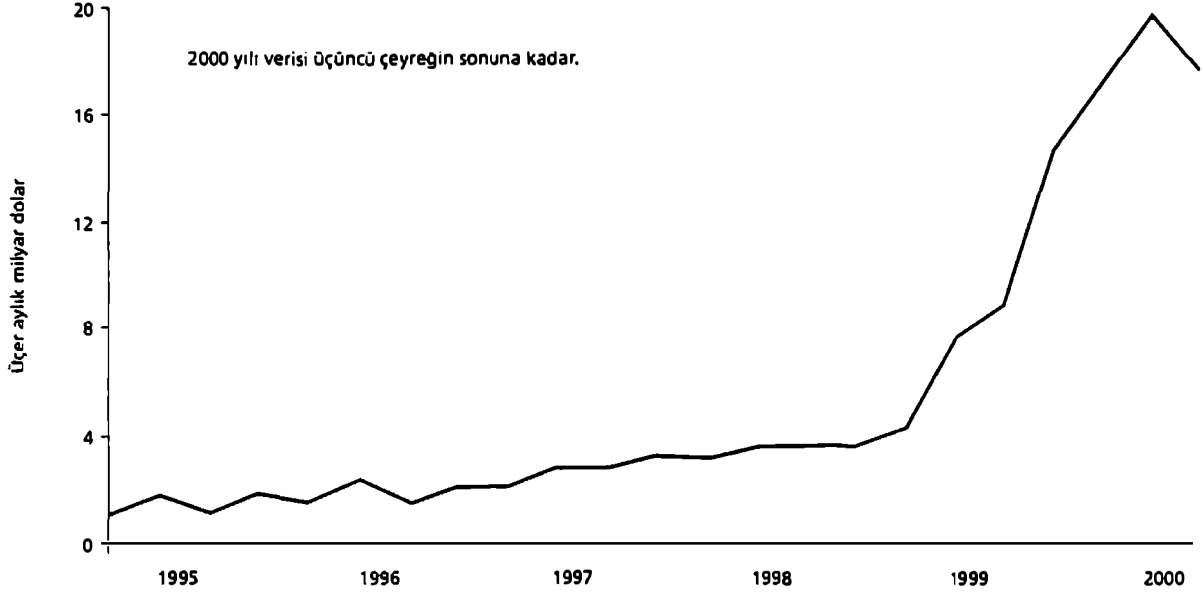
halde Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin umursamazca sözünü ettikleri gibi, 'internetle bağlantılı gelecek vadeden bir grup yeni projenin arkasındaki itici güç [risk sermayesi] finansmanıydı'. Fakat Konsey yine de dikkatleri '1999 ve 2000 yıllarında ilk ihraçlardaki fiyatlama tuhaflığına' çekti: Söz konusu iki yıl boyunca ilk ihraçlarla elde edilen yıllık hâsılat daha önceki üç yılın ortalamasının iki katından daha yükseğe çıktı ve 1999 yılında 'ilk kez ihraç edilen menkullerde birinci günün ortalama getirisi (işlem yapılan ilk günün sonundaki fiyatın ihraç fiyatına oranı olarak hesaplanan) insanı şaşkına çevirecek kadar yüksek olan %69 ile *...1975 ile 1999 arasındaki yılların ilk gün getirileri ortalamasının üç katıydı.*'[13] Risk sermayesi yatırım furyasının ilk ihraçların getirilerindeki yükselmeden kaynaklandığı yine buna paralel olarak her ikisinin de yüksek-teknoloji şirketlerinin kâr etme potansiyelleriyle bir ilgisi olmadığı gayet açık biçimde ortada. İlk ihraç getirileri böylesine şişkin olmasaydı, bu durumun sürmesi de hiçbir şekilde mümkün olmayacaktı (bkz. Şekil 9.1 ve yukarıda, s. 224, Şekil 8.4).

ABD Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin, fizikî olmayan sermayenin Yeni Ekonomi şirketlerinin toplam varlıkları içinde işgal ettiği yerin hızla büyümesine gerekçe olarak, mali sektör-dışı şirketlerin piyasa değerlerinin bu şirketlerin fizikî ve mali varlıklarının ikame edilme maliyetleriyle (yani Tobin-*q* oranı) ölçülen değerlerine oranındaki olağanüstü artışı ileri sürdü.[14] Bu varlıkların piyasa değerlerinin nispeten hızlı artması Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin görüşüne göre piyasanın bir firmayı değerlendirirken, muhtemelen, son zaman-

13 "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), s. 106-7, 109 (vurgular eklenmiştir). Hayret uyandıran şey Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin ilk ihraçlardaki bu getirilerin 'mantık dışı canlılıktan' mı yoksa 'mutlaka bir piyasa yanılgısı olmayıp... satın alma taahhüdünde bulunanların bu kıymetlerin başlangıç değerlerini ısrarla düşük saptamalarından' (s. 109) mı kaynaklandığı konusunda görüş beyan etme riskini göze almamalarıydı.

14 "Fizikî olmayan sermayenin önemini gösteren şey iktisatçıların Tobin-q oranı dedikleri göstergedir. ...Borsada işlem gören firmalar için hesaplanan Tobin-q oranı 1990'lar boyunca artmıştır. Bu, fizikî olmayan sermayenin sürekli artan önemiyle uyumlu bir sonuçtur." "Annual Report of the Council of Economic Advisers" (2001), s. 136.

ŞEKİL 9.1
Risk Sermayesi Yatırımları, 1995-2000



larda hızla-büyüyen fizikî olmayanlar da dahil, *tüm* varlıklarını göz önüne alırken, aynı firmanın ikame edilme maliyetiyle hesaplanan değerinin, tanımı gereği, firmanın (makine, teçhizat ve yazılım vb.) fizikî varlıkları ile sınırlı olmasındandı.

Öte yandan bu tezi sarsan şey, yine söz konusu eğilimlerin zamanlamasıydı. Daha önce belirtildiği gibi Tobin-*q* oranı 1995 ile 2000 arasındaki kısa sürede ikiye katlanarak daha önceki tarihsel doruğunun %50 üstüne çıktı (bkz. yukarıda s. 214, Şekil 7.2). Fakat bu, tam da hisse senedi fiyat artışlarının üretim ve kâr artışlarını ABD ekonomi tarihinde görülmemiş derecede geçtiği bir zamanda oluyordu. Tobin-*q* oranının sert çıkışının mali sektör-dışı şirketlerin ellerindeki fizikî olmayan varlıkların miktarındaki kesintili bir artıştan ziyade, borsa balonunun şişkinliğine işaret ettiği sonucunu çıkarmamak elde değil. Öte yandan, mali sektör-dışı şirketlerin Tobin-*q* oranı ile ölçülen piyasa değerleri, o şirketlerin ellerindeki fizikî olan ve olmayan varlıkları hassas biçimde ölçebilseydi bunun mantıkî sonucu şirketlerin 1990'ların ikinci yarısında elde ettikleri fiilî getiri oranının –kârlar bölü fizikî olan ve olmayan varlıklar toplamı– aslında ölçülen orandan çok daha düşük olduğudur. Bu durumda, Yeni Ekonomi'nin yarattığı kârlılık kazanımları –zaten etkileyici olmaktan çok uzak– zannedildiklerinden daha düşük çıkardı.[15]

Özet olarak, 1990'ların son dönemindeki sermaye birikimi sürecinde risk sermayesi ve ilk ihraç işlemleriyle bağlantılı olarak sahnenin ortasında yer alan borsanın Yeni Ekonomi yandaşlarının ABD'nin eşi benzeri olmayan girişimci kurumlarının üstünlüğüne olan inançlarıyla ona atfettiklerinden daha farklı bir etkisi oldu. Borsa, aşırı yükselen hisse senedi fiyatlarının yarattığı muazzam servet etkisi nedeniyle onsuz gerçekleşmesi mümkün olmayan yatırım artışını, kuşkuya yer vermeyecek şekilde, hızlandırdı. Ancak hisse senedi fiyatlarındaki söz konusu artış esas itibariyle aşırı spekülasyonun bir yansıması olduğundan büyük çapta yanlış yatırımlara yol açtı. Ke-

15 A. Smithers ve S. Wright, *Valuing Wall Street Protecting Wealth in Turbulent Markets*, New York, McGraw Hill, 2000, s. 315-20.

sin şekilde söylemek gerekirse, fonların yüksek-teknoloji sektörüne daha hızlı akmasına sebep olan borsa balonu, yatırım dağılımı işlevini artan potansiyel kârlarla olduğundan daha çok, potansiyel spekülatif kazançlarla uyumlu şekilde yerine getirdi. Bunun sonucunda verimlilik artışında yarattığı uzunvadeli kazanımlar orta-vadede yarattığı aşırı kapasiteden daha az oldu.

Ekonomik dinamizmde gerçek artış

ABD'nin 1990'larda Yeni Ekonomi'nin doğuşuna tanıklık ettiğinden şüphe etmek, hiçbir şekilde onun o yıllarda ekonomik dinamizmini –sağlam teknik ilerlemeleri ve geliştirilmiş organizasyon yapılarını yansıtır şekilde– 1973'ten sonraki yirmi yıla kıyasla önemli ölçüde arttırmış olduğunu inkâr etmek anlamına gelmez. Bu, tarım-dışı ekonominin 1993 civarında başlayarak 2000'nin ortalarına kadar sürdürdüğü yatırım ve verimlilik artışlarının iç içe geçmiş temel ivmelerinden belli oluyordu. Toplam reel yatırımlar ile reel teçhizat yatırımlarının GSYİH'ya oranı 1995'ten 2000'nin ortalarına kadar sırasıyla ortalama %17 ve %9,7 oldu; bu oranlar 1980'lerin sekiz yıl süren genişleme döneminde sırasıyla ortalama %14,6 ve %6,0; 1960'lardaki dokuz yıllık genişleme döneminde ise sırasıyla ortalama %13,4 ve %3,4 olmuştu. Söz konusu dört buçuk yılda tarım-dışı emek verimlilik artışı ortalama %2,5 oldu, bu oran 1990 ile 1995 arasında %1,6, 1973 ile 1990 arasında da %1,4 idi.[16]

16 Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *70th Annual Report 1999-2000*, s. 13. Bu dönemde gözlenen reel yatırım artışına ait rakamlar, kısmen yatırım artışının bileşkelerinin fiyatlarında gerçekçi olamayacak ölçüde büyük düşüşlere dayandırılmaları (hedonik fiyatlandırma) gerekçe gösterilerek ihtiyatla karşılanmıştır. Ancak tarım-dışı şirketlerdeki yatırım artışının da nominal olarak bu kadar hızlı olması –1990'lar ekonomik genişlemesinde (1991-2000) yıllık ortalama %9, buna karşılık enflasyonun ciddi biçimde daha yüksek olduğu 1980'ler ekonomik genişlemesinde (1982-90) %4,9 oldu– sermaye birikiminin aslında epey hızlı olduğunu kanıtlamaktadır. *Economic Report of the President 2000*, Washington, DC, 2000, s. 326, Tablo B-16.

Verimlilik artışında sıçrama

Sermaye birikim hızında ortaya çıkan sıçrama ışığında emek verimlilik artışı rakamlarının, haklarında sürdürülen nedeni anlaşılabilir tartışmaya rağmen, sergiledikleri paralel sıçrama ikna edicidir.[17] Hem verimlilik hem de yatırım artışlarındaki sıçrama çok belirgin ve tam da beklendiği zamanlarda gerçekleştikleri için imalat sanayinin durumu gayet açık. 1993 ile 1999 arasında imalat sanayinde emek verimlilik artış oranı 1982-90 arasındaki genişleme dönemi oranının %50'sinden fazlaydı ve daha önce de belirtildiği gibi, bu dönemde sermaye verimlilik artışından herhangi bir fedakârlık olmamıştı. Gerek emek gerekse sermaye açısından verimlilikte kaydedilen benzersiz ilerlemenin bu dönemde sermaye stoku artış hızının 1982-1990 arasına kıyasla ikiye katlanmış olmasından kaynaklandığını kabul etmek mantıklı görünüyor. 1973'te başlayan uzun süren düşüşten beri ilk kez imalat sanayi sermaye-emek oranı (birim emek saat başına makine teçhizat artışı) bir genişleme döneminde sürekli olarak büyüyordu; 1975 ile 1979 arasında ve 1982 ile 1990 arasında %0 olan sermaye-emek oranı artışı 1993 ile 1999 arasında yıllık ortalama %2,4 ile bir hafif koşu tutturmuştu (bkz. aşağıda, s. 269, Tablo 9.2).[18]

Verimlilik artışının neredeyse tamamı dayanıklı tüketim malları sektöründe yoğunlaşmıştı. Bu sektörde 1982 ile 1990 arasında %3,9 olan emek verimlilik artışı, 1993-99'da %7,1

17 Tartışmanın temeli kısmen Ekonomik Analiz Bürosunun 1990'ların sonunda üretim hesaplamalarında yaptığı ve İşgücü İstatistikleri Bürosunun verimlilik hesaplarını etkileyecek bir dizi önemli değişikliğe dayanmaktadır. Sorun, genelde kendi içinde anlamlı olan metodolojik değişiklerden ziyade varılan sonuçların zaman ve ülkeler arasında karşılaştırma yapmaya imkân vermemelerinde. Metodolojik değişiklikler 1978'den günümüze üretim/verimlilik artışı rakamlarında hissedilir ölçüde fark yaratılar fakat değişiklikler 1978 öncesine uygulanmadığı için bu tarihten önceki ve sonraki büyüme oranları arasında abartılı farklar oluşmakta ve yabancı ülkelerin istatistik kurumlarının bu rakamları yeri geldikçe ve farklı zaman dilimlerinde kullanmaktalar.

18 1970'ler ve 1980'ler iş döngülerinde imalat sanayi sermaye-emek oranları sadece daralmalarda artmıştı. Bunun nedeni sermaye stokunun miktarındaki mutlak artıştan ziyade, böyle zamanlarda işgücünde mutlak olarak sert düşüşler yaşanmasıydı.

fırladı.[19] Dayanıklı tüketim malları sektörü imalat sanayi verimlilik artışının orantısızca gerçekleştiğini düşündüren bir sektör. İmalat sanayi yatırım artışının orantısızca ivme kazandığı alan da dayanıklı tüketim mallarıydı; 1993 ile 1999 arasında dayanıklı tüketim malları yatırım artışı yıllık ortalama %12,3, dayanıklı-olmayan tüketim malları yatırım artışı ise yıllık ortalama %6,3 oldu. Büyüme sağlayan belli başlı endüstriler de yine bu alanda yer aldı; bilgisayarların da aralarında bulunduğu endüstriyel ve ticari makineler, yarı-iletkenleri barındıran elektrikli cihazlar. Aslında dayanıklı tüketim malları sanayilerinin çoğunluğunda emek verimlilik artışı 1993 ile 1999 arasında bariz şekilde ivme gösterdi; on adet dayanıklı tüketim malları sanayinden beş tanesinde 1993 ile 1999 arasında yıllık ortalama emek verimlilik artışı 1982 ile 1990 arasındaki dönem ortalamasının en azından üçte bir daha fazlasıydı; bir tanesinin yıllık ortalama verimlilik artışı her iki dönemde kabaca sabit kaldı; üç sanayi kolunda verimlilik artışı her iki dönemde de düşüş gösterdi ve bir sanayi kolunda ise her iki dönem için de veri bulunmamakta.[20]

Ekonominin imalat sektörü dışındaki kesimleri için verimlilik artışı değerlendirmesi yapmak daha zor, çünkü verilerde sureklilik yok. 1995 yılında imalat-dışı sektörde emek verimlilik artış düzeyi *1977'deki düzeyinin sadece %10 üzerindeydi.* Fakat önceki on sekiz yıl boyunca belli belirsiz artan imalat-dışı

19 Dayanıklı-olmayan tüketim mallarında emek verimlilik artışı 1982 ile 1990 arasında yıllık ortalama %2 ve 1993 ile 1999 arasında ise yıllık ortalama %2,3 oldu.

20 Dayanıklı tüketim malları sanayilerinde emek verimlilik artışı, 1993-99/1982-90 (yıllık ortalama yüzde değişim): motorlu araçlar ve teçhizat: 3,5/0,5; elektrikli ve elektronik cihazlar (yarı-iletkenler dahil): 20,1/10,4; endüstriyel ve ticari makineler (bilgisayarlar dahil): 12,9/9,1, temel metaller: 3,5/0,7; mobilya ve aksesuarları: 0,7/0,2; işlenmiş metaller: 2,0/2,1; kereste ve ahşap ürünler: 0,8/1,9; taş, seramik ve cam ürünler: 1,8/3,6; muhtelif imalat sanayi: 2,6/5,5. Aletler ve ilgili ürünler için 1982 ile 1990 arası döneme ait veriler bulunmamakta. Sanayi kollarının yarattığı katma değer bilgileri Ekonomik Analiz Bürosu (BEA) Gross Product Originating by Industry, BEA web-sitesinden ve işgücü saatleri İşgücü İstatistikleri Bürosu'ndan (Bureau of Labor Statistics) (John Glaser'in nazik jesti).

sektör emek verimliliği, 1995 ile 1999 arasında hızlanarak resmî olarak yılda ortalama %2,3 oranında arttı.[21]

İmalat-dışı sektörde emek verimliliğinin, üretim artışının güç toplamaya başladığı 1993'ün sonundan çok sonra, 1996'dan itibaren artmaya başlamış olması, bunu emek girdilerindeki ölçülemeyen hızlı artışın bir yan ürünü olarak değerlendiren bazı analistlerin konuyu dikkate almamalarına yol açtı. Bu mantıkla, imalat sanayi dışında kaydedilen emek verimlilik artışının sıçrama yapmış olması esas itibariyle bir hızlanmanın ürünüdür. Doksanların ikinci yarısında gözlenen hızlı talep artışına reaksiyon olarak işverenlerin yeni işçi istihdam etmek (bu durumda kaydedilen emek verimlilik artışı bastırılmış olurdu) veya fazla mesai yaptırmak yerine mevcut işçilerinin saat başına düşen iş yükünü arttırmalarının sonucuydu. Bu, geçmişte, iş döngüsünün son aşamalarında görülen tipik bir olgudur.[22]

Öte yandan yukarıdaki tartışmanın su götüren yanı imalat-dışı sektörün 1990'lardaki yatırım artışının, hiç de tipik olmayan bir biçimde, iş döngüsü olgunlaşırken moment kazanarak fiilen ivme yapmış olması ve buna sermaye-emek oranı artışındaki hızlanmanın eşlik etmesidir. Sonuçta emek verimlilik artışının (reel üretim-emek oranı artışı) yanı sıra imalat-dışı *sermaye* verimlilik artışında (reel üretim-sermaye oranındaki artış) da hissedilir bir yukarı hareket oldu. Ekonomik genişlemenin başladığı 1991'den 2000 yılının ilk yarısına kadar imalat-dışı sektörün yıllık ortalama yatırım artışı böylece *nominal olarak* yaklaşık %10 oldu –çok daha enflasyonist olan 1980'lerdeki benzeri genişlemedekinin iki katından daha fazla– ve 2000 yılının ilk yarısında en yüksek noktasına ulaştı. 1982 ile 1990 arasında %3,8 olan imalat-dışı sektör yıllık ortalama reel yatırım artışı bu dönemde %12'yi geçti.

---

21 Bu değer, 2001 sonu veya 2002 başında düzeltilmiş veriler yayınlandığında mutlaka birkaç onda bir puan indirilecek. Bkz. yukarıda s. 222, dipnot 6.

22 R. Gordon, "Does the 'New Economy' Measure up the Great Inventions of the Past?" *Journal of Economic Perspective* için yazılan makale taslağı, Robert Gordon web-sitesi, Ekonomi Bölümü, Northwestern University; R. Gordon, "Not Much of a New Economy", *Financial Times*, 26 Temmuz 2000.

1995 ile 1999 arasında yatırımlarda gözlenen bu patlamanın sonucunda sadece imalat-dışı sektörün sermaye-emek oranı, 1982 ile 1995 arasındaki büyüme oranının iki katı hızla artmadı, ama birim net sermaye stoku başına gayrisafi üretimin – yani sermaye verimliliğinin 1970'lerde olduğundan çok daha hızlı artması oldu; yıllık ortalama %1,5 olan bu oran, 1982 ile 1995 arasında %0,6 (ve 1977 ile 1995 arasında %0) idi. Bu, saat başına üretimde kaydedilen artışı, sadece işçilerin artan çabalarının değil, aynı zamanda daha fazla makine teçhizatın işçilerin kullanımına sokulduğunun, hatta daha da önemlisi, belli bir emek ve sermaye girdi toplamı için, bir bütün olarak daha fazla çıktı sağlanması anlamında artmış verimliliğin göstergesi sayan görüş açısından kuvvetli bir kanıt olmaktadır.

İmalat sanayi dışındaki ekonomide yatırım ve verimlilik artışında kaydedilen sıçrama aslında, toptan ve perakende ticaret ile FSG (finansman, sigorta ve gayrimenkul) dahil, hizmetler sektörünün çoğunluğunda etkileyici boyutta oldu.[23] Gerçekten de dayanıklı tüketim malları imalat sanayi ayrı tutulduğunda, toptan ve perakende ticaret sektörleri 1990'lar genişlemesinde ekonominin en dinamik kesimleri oldular. Üretken güçlerini, her şeyden önce, kendi işkollarında olağanüstü uzun bir donem boyunca düşük kalan emek maliyetlerini istismar ederek kazandılar: 1993 yılında, üretim işçileri ve herhangi bir denetime tabi olmadan çalışan işçilerin reel ücretleri (yan ödemeler hariç) savaş-sonrası dönemin doruğu olan 1973'teki seviyesinin %17 altındaydı.[24] Bu başlangıç noktasından sonra, 1993 ile 1999 arasında en yüksek verimlilik artış oranlarını elde etmek için yüksek yatırım artış oranlarını ve buna dayanarak daha hızlı sermaye birikimini yapacak verimlilik artışlarını (toptan ticarette %50 ve perakende ticarette

23 Hizmetler *endüstrisinde* (hizmetler sektörünün bir bölümü olup çeşitli ticari ve kişisel hizmet konularını içerir) kaydedilmiş olan verimlilik artışının, özellikle yatırım artışının çok büyük olduğu düşünüldüğünde, veriler nedeniyle olduğundan daha düşük gösterilmiş olma ihtimali var, fakat 1993 ile 1999 arasında kaydedilen verimlilik artışı *negatiftir*.

24 İşgücü Istatistik Bürosu (Bureau of Labor Statistics), Ulusal İstihdam, Saatler ve Gelirler Serileri EEU50000049.

%33) elde edebildiler. Öte yandan imalat-dışı sektörün geri kalanında yani inşaat, madencilik, taşımacılık ve kamu hizmet kuruluşlarını barındıran imalat-dışı sanayi sektöründe eğilim tam tersi yöndeydi. Aslında söz konusu sanayilerde 1993 ile 1999 arasındaki verimlilik artışı 1982 ile 1990 arasındakinden daha düşüktü (bkz. Tablo 9.2).

Bu dönemde ekonominin önemli kesimlerinde verimlilik artışında hissedilir bir sıçrama olduğu görüşünü sonunda teyit eden şey, birçok kimsenin de belirttiği gibi, büyük ölçüde yüksek-teknoloji cihazlarına yapılan ve bir sarkaç hareketiyle hızla inişe geçme pahasına girişilen yatırım harcamaları artışının doğmasıydı.[25] 1990 ile 1999 arasında bilgi işleme ve yazılım alanına yapılan yatırımların konut-dışı yatırımlar toplamına oranı yukarıya doğru bir yay çizerek %28'den %35'e çıktı (değişim sadece bilgisayarlar ve uzantıları ile yazılımda %14'ten %21'e oldu). Sonuçta, işverenlerin dönem boyunca giderek artan miktarlarda yaptıkları büyük sermaye harcamalarıyla kişi başına düşen makine teçhizat miktarını arttırırken verimlilik artışı sağlamadıklarını düşünmek zor. Öte yandan bu yatırımların artan *kârlılıkla* sonuçlanıp sonuçlanmadıkları ve *sürdürülebilir* olup olmadıkları ise, daha önce de belirtildiği gibi ilerde tekrar ele alınması gerekecek tamamıyla farklı sorular.[26]

Enflasyonun denetim altına alınması

Enflasyonun 1990'larda kontrol altına alınması yukarıda ele alınan verimlilikle ilgili gelişmeler doğrultusunda olsa da, vurgulanması gereken bir başka konu, 1995'ten sonra doların değerindeki artışın yarattığı yoğun rekabet ve fiyatlar yoluyla kârlar üzerinde yaptığı baskılar olmalı; 1990'ların ilk yarısında fiyat artışlarında gözlenen gecikmeyi açıklamak hiç zor değil: O yıllarda reel ücret artışı fiilen sıfırdı; dolayısıyla fiyatlar üze-

25 Örneğin bkz. B.P. Bosworth ve J.E. Triplett, "What's New About the New Economy? IT, Economic growth and Productivity", yayınlanmamış makale, Brookings Institution web-sitesinde bulunabilir.

26 *Economic Report of the President 2000*, s. 326, Tablo B-16.

TABLO 9.2
Yatırım ve Verimlilik Artışları (1993-99/2000 ile 1982-90 karşılaştırması)

	Reel gayrisafi üretim (katmadeğer)		*Emek verimliliği*		*Reel gayrisafi Net sermaye stok*		*Net sermaye stok*		*Gayrisafi yatırımlar*		*Net sermaye stoku / emek*	
	1982-90	*1993-99*	*1982-90*	*1993-59*	*1982-90*	*1993-99*	*1982-90*	*1993-2000*	*1982-90*	*1993-2000*	*1982-90*	*1993-2000*
İmala: sanayi	4.0	5.3	3.1	4.7	2.7	2.5	1.3	2.5	4.1	7.8	0.5	2.2
İmala: sanayi dayanıklı mallar	4.9	8.3	3.9	7.0	3.6	5.0	1.2	2.9	4.0	9.8	0.4	2.0
İmalat sanayi dayanıksız mallar	2.9	1.3	2.0	2.3	1.5	– 0.6	1.4	2.0	4.2	5.8	0.6	3.2
Tarım-dışı özel	4.3	4.7	1.7	2.2	1.5	0.9	2.8	3.3	3.9	10.2	0.26	1.2
Tarım-dışı imalat-dışı	4.4	4.6	1.25	1.4	0.9	0.9	3.5	3.8	4.1	11.0	0.37	0.75
Parakende ticaret	4.5	6.5	2.2	4.6	0.3	2.3	4.2	3.8	7.1	7.5	1.9	1.98
Toptan ticaret	4.9	7.9	3.0	5.2	– 1.2	1.3	6.2	6.5	3.9	14.5	4.3	4.2
Finans, sigorta ve gayri menkul	3.0	4.1	0.2	2.1	– 0.3	3.35	2.7	3.2	7.4	7.4	0.5	0.9
Hizmetler	4.8	3.8	– 0.3	– 0.8	0.0	– 2.1	5.0	6.7	9.0	14.7	– 0.159	2.5
Ulaşım ve kamu altyapı hizmetleri	4.2	4.6	2.35	1.8	2.3	1.9	1.8	2.7	2.7	8.6	0.6	– 0.2
Haberleşme	3.85	6.5	4.8	1.8	– 0.07	0.7	3.9	5.95	2.6	12.7	4.9	1.4
İnşaat	4 8	4.4	0.6	0.01	5.0	6.2	6.5	6.0	9.5	12.7	– 3.95	1.4
Madencilik	2.7	3.2	8.3	5.4	2.8	2.7	0.01	0.5	– 7.2	4.7	5.8	2.6

Kaynaklar: Ekonomik Analiz Bürosu, 'Gross Product Originating by Originating By Industry, 1947 - Present', BEA web-sitesi Ekonomik Analiz Bürosu Sabit Varlıklar Tabloları, BEA web-sitesi.

rinde maliyetlerden kaynaklanan yukarı doğru baskı minimal düzeydeydi. Bu yıllara ait GSYİH artışları da çok sınırlıydı, hatta talep artışı 1970'ler ve 1980'lerden bile düşüktü. Garantiye almak için de Merkez Bankası faiz oranlarını 1994'te sert biçimde yukarıya çekti.

Burada açıklanması gereken ise, GSYİH'nın hızla büyüdüğü, işsizliğin önemli ölçüde düştüğü ve ücret artışlarının (gecikmeyle) ivme kazandığı 1995 ile 2000 arasındaki beş yılda ekonominin enflasyonu aşağıda tutma becerisi olmalı. Hiç kuşkusuz, işçilerin zayıflayan konumları fiyat artışlarını aşağıda tutmada hâlâ kritik bir faktördü. Özel sektör işgücünde zaten onda-birlik basamaklarla ifade edilen sendikalaşma 1990'ların ikinci yarısında düşmeye devam etti ve AFL-CIO'nun* yeni yöneticilerinin tüm çabalarına rağmen 2000 yılına gelindiğinde tüm zamanların en düşük seviyesi olan %9'a indi.[27] Üstelik işsizlik düşük olmasına rağmen, işçiler halen iş güvencesinden yoksunlardı. Yüksek refah getiren 1997 yılı boyunca kapanan işyerleri oranı 1980'e kadarki savaş-sonrası dönem ortalamasının neredeyse iki katına çıktı ve buna bağlı işe giriş-çıkış/işten çıkarma oranları yüksek seyir izlemeyi sürdürdü (bkz. yukarıda, s. 69, Şekil 2.1).[28]

Buna ilaveten, işgücünün büyük oranının düşük-ücretli işlerde istihdam edilmesi, daha iyi ücret alanların pazarlık gücünü kırmaya devam etti. İstihdam edilen tüm işçilerin en az dörtte biri bugün hâlâ –yılda 17.029 dolar veya saat başına 8,19 dolar olarak tanımlanan– yoksulluk sınırının altında ücretlerle çalışıyor ve 'yedek işçiler ordusu' olarak adlandırılabi-

(*) Tam adı The American Federation of Labor and Congress of Industrial Organization olan işçi sendikaları konfederasyonu – ç.n.

27 Y.J. Dreazen, "U.S. Union Membership [Public and Private] Declined to a Record Low 13,5% in 2000", *Wall Street Journal*, 19 Ocak 2001.

28 Böyleece, 'zorunlu olarak artan potansiyel işten çıkarma düzeyi' ve 'on yıllardır en sıkışık işgücü piyasalarıyla karşı karşıya olunmasına rağmen işçilerin işlerini kaybetme korkusunu bariz şekilde hissetmeleri' üzerine Alan Greenspan'in timsah gözyaşlarına tanık olundu. "Remarks by Chairman Alan Greenspan Before the National Governors' Association: Structural Change in the New Economy", 11 Temmuz 2000, MBYK (FRB) web-sitesi. (Ne yazık ki 1997 kapanan işyerleri oranıyla ilgili verilerin olduğu son yıl).

lecek bu grup, ücretler üzerinde aşağıya doğru ağır baskı yapan yedek işsizler ordusuyla birlikte benzer bir işlev görüyor.[29] İşgücü piyasalarının sıkışıklığının sürekli artması, sonunda reel ücret artışının 1998 ile 2000 arasındaki üç yılda gerçekleşen hızlanmasını getirdi, fakat bu durumda bile reel ücret artışları kendi başlarına kârlarda bir daralma, veya fiyatların ciddi biçimde artması türünde sonuçlar yaratmadılar.[30]

1990'ların ikinci yarısında enflasyonu aşağıda tutan temel *etkin* güç kesinlikle imalat sanayi dünya fiyatlarındaki yavaş artış idi. Fiyatların düşük olması hem 1995'te doların değerlenmesinden hem de yine 1990'ların sonlarına doğru uluslararası ekonomide gözlenen kriz koşullarından kaynaklandı. 1996 yılında dünya imalat sanayi fiyat artışları keskin bir dönüşle aşağıya inmeye başladı; 1995'te %10 olan artış oranı -%2,7'ye düştü; bu, ABD'de GSYİH deflatöründe olduğu kadar ithal fiyatlarında da eşzamanlı bir düşüşle kendini gösterdi. ABD'de ticarete konu malları satanların fiyatlarını arttırmaları veya kârları üzerindeki aşağıya doğru baskıları önlemeleri çok zorlaşmıştı. Fiyatlar üzerindeki bu baskı, 1997'de Doğu Asya bölgesi ve hatta dünyanın geri kalanının çöküntüye girmesiyle daha da arttı. Artık pazara sunulan sınaî malların fiyatları çok düşmüştü ve talebin çökmesiyle birlikte başta petrol olmak üzere ham madde fiyatları da düştü. 1995 ile 2000 arasında dünya imalat sanayi dolar cinsinden fiyatları şaşırtıcı bir oranla, yıllık ortalama %4 ile düştü (bkz. yukarıda, s. 186, Şekil 6.1). Böylece dünya pazarının değişen koşulları ile yüksek değerli dolar, enflasyonda göze çarpan düşüşün önemli bir kısmını açıklıyordu, ancak bu, imalat-dışı sektörün ithalat maliyetini dolayısıyla girdi maliyetlerini hafifletirken imalat malla-

29 R. Sharpe, "What Exactly is a 'Living Wage'?", *Business Week*, 28 Mayıs 2001.

30 1995 ile 2000 yılı ilk çeyreği arasında özel sektör reel saat ücret artışı ortalama %1,7 oldu. Buna rağmen imalat-dışı sektör nominal ücret artışlarını fiyat artışlarına yansıtabildiği için kârlarında herhangi bir daralma yaşamadı. Bu kuşkusuz, kendini yavaş artan üretim veya fiyatlarla belli eden talep-yönlü sorunların mevcudiyetinde ücret artışının azalarak buna uyum sağlayamamasının kârları daraltmayacağı ve/veya daha büyük bir enflasyona yol açmayacağı anlamına gelmiyor. Zaten yaşanan buydu.

rı sektöründe kârlılık sorunlarını ağırlaştırıyordu (bkz. yukarıda, s. 159, Şekil 5.1 ve s. 244, Şekil 8.8).[31]

Durum böyle olsa da, 1993 ile 1999 arasında imalat sanayi yıllık ortalama birim emek maliyet artışının -%1,8'e inmesinde temel rol oynayan hızlı verimlilik artışının yarattığı ilave anti-enflasyonist etkiyi göz ardı etmemek gerekir. Toplam verimlilik artışı imalat ve ticarete konu mallar sektörlerinin dışında da giderek önem kazanmıştı. 1997'den 2000 yılının ilk yarısına kadar geçen iki buçuk yıl içinde tarım-dışı ekonomide reel ücret artışları yılda ortalama %2,8 olduğu halde, aynı dönemde birim emek maliyet artışı yılda ortalama %1,6'da kaldı. Bu, ürün fiyatlarındaki yıllık ortalama artışın %1,4 gibi düşük bir oranla sınırlı kalmasını mümkün kıldı, ama bunu yaparken imalat sektörü kârlılığında önemli bir fedakârlığı da zorunlu kıldı (bkz. yukarıda, s. 241-249).

Çok önemli başka bir nokta, GSYİH'nın ivme yaparak artmasına rağmen, sermaye stokunun ekonomik genişleme süresince kapasite kullanım oranının çok fazla büyümesini önleyerek hızla genişlemesinin de, maliyetleri ve fiyatları kontrol altına almadaki rolüdür. 1990'lar genişlemesinin rekor-kıracak derecede uzun sürmesine rağmen 1999 başında imalat sanayi kapasite kullanım oranı önceki otuz yılın ortalamasının bir küsur puan altındaydı. Aynı konuyu bir başka yolla vurgulamak gerekirse, genişlemenin hızlandığı ve işsizliğin düştüğü 1997 ile 1999 arasında kapasite kullanım oranı önemli ölçüde düştü ve 2000 yılı ortalarında bile hâlâ 1994'teki seviyesinin bir miktar altındaydı.[32]

---

31 Bkz. R.W. Rich ve D. Rismiller, "Understanding the Recent Behavior of US Inflation", *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, V1, Temmuz 2000.

32 OECD, *Economic Survey: United States 1999*, Paris, 1999, s. 30; *Economic Report of the President 2001*, s. 337, Tablo B-54.

Yeni teknoloji, sermaye birikimi ve ABD genişlemesinin geleceği

Özet olarak, ABD ekonomisinin 1993'ün sonundan itibaren önceki yirmi yıla kıyasla daha hızlı üretim, yatırım ve verimlilik artışları elde etti. Üstelik bunu, görece daha düşük işsizlik ortamında fiyat artışlarını bastırarak yaptı. Böylece hızla-yükselen talep 1970'ler ve 1980'lerde olduğundan daha büyük hızla-yükselen arz ve düşük fiyat artışlarıyla –yani, fiyatları arttırmak yerine miktarlar arttırıldı– karşılanmış oldu. Burada tartışılan bakış açısına göre ekonomik performanstaki bu gelişmelere en büyük katkı, 1960'lardan sonra gelen yirmi küsur yıllık uygulamaya kıyasla vergi-öncesi ve vergi-sonrası kârlarda gözlenen temel artıştan beslenen yatırımların genişleme boyunca sergilediği etkileyici hızdan geldi. İmalat sektöründe kârlılık artışı 1985 ile 1995 arasında ortaya çıktı. Kârlılık artışı (imalat-dışı sektörün kâr haddinin 1985'teki düzeyine nihayet erişebildiği yıl olan) 1995 ile 1997 arasında tarım-dışı ekonominin tamamında kârlılıkta önemli bir yükselmeye yol açarak imalat sanayinin dışına yayıldı. 1998'den sonra kâr haddi, mali sektör-dışı şirketlerde bir miktar düşerken, hisse senedi fiyatlarının muhteşem artışının yarattığı servet etkisi yatırım artışını daha da hızlandırdı. Son analizde yatırım artışının ivme kazanması kâr etme koşullarındaki dönüşüm ve bu koşulların sürdürülmesi, buna bağlı olarak verimlilik artışının ve nihayetinde 1990'lar genişlemesinin can alıcı noktası olan toplam talep artışının sürdürülmesine dayanıyordu. Gerçi 90'ların son yıllarında borsa balonunun buna yaptığı katkı da kesinlikle vazgeçilmez bir katkı olmuştu.

Ekonominin yeniden canlanmasının arka planında yer alan keskin biçimde iyileşmiş kâr etme koşulları, mutlak ve göreli maliyetlerde önceki on yıl boyunca gözlenen esaslı indirimlerden kaynaklanmaktaydı: etkin biçimde yok edilen ücret artışı; doların değerindeki büyük düşüş; etkilerinden biri firma bilançolarının toparlanması olan borçlanma maliyetindeki esaslı küçülme; artı 1980'lerin başlarında uygulamaya konan ku-

rumlar vergisi oranındaki büyük indirim. 1993'ün son çeyreğinde ekonominin kalkışa geçtiği noktada yıllık ortalama reel saat ücretlerini önceki sekiz yıl boyunca %0,6 ile sınırlamayı başarmış olan imalat sanayicileri, ekonomik genişlemenin hızlandığı sonraki dört yıl boyunca ortalama reel saat ücret artışını fiilen sıfırın altına indirdiler (-%0,3). Aynı dönemde, imalat sanayicileri doların nominal efektif kurundaki yıllık ortalama %4,7'lik düşüşün avantajını kullandılar ve daha sonra 1994-95 yıllarında gözlenen %8'lik düşüşten de bir o kadar yararlandılar. Bu arada imalat sanayicileri Alan Greenspan'in o yıllarda gerçekleştirdiği mali sektörü kurtarma operasyonu sayesinde merkez fonlarının 1989'da %5,31 iken 1993'te %0,32'ye inen reel faizindeki muhteşem çöküşten olduğu kadar 1985'te %7,2 iken 1993'te %3,6'ya inen uzun-vadeli reel faiz oranlarındaki (otuz-yıl vadeli Hazine tahvilleri) %50'lik düşüşten de yararlandılar.[33] Sonuç olarak 1993 yılında şirket kârlarının sadece %23,9'u vergilere gidiyordu, oysa bu oran 1980'de %56 idi. ABD'li imalat sanayicilerinin 1990'ların döngüsel iyileşmeyi başlatmalarını sağlayan şey 1985'i takip eden on yıl boyunca göreli ve mutlak maliyetlerindeki büyük indirim ve buna bağlı olarak potansiyel kâr hadlerindeki esaslı artış oldu.

1990'ların ekonomik genişlemesi ivme kazanırken hızlı-büyüyen yatırımlar hızlı-artan verimliliğe, verimlilik artan kârlılığa ve kâr da yine artan yatırımlara yol açarak ekonomik genişleme dönemlerine özgü bir olumluluk döngüsü oluştu. Bu bağlamda, daha gelişkin tekniklerin ulaşabilme imkânının firmaların yeni makine teçhizat harcamalarının verimliliğini ve dolayısıyla verimlilik artışını büyüttüğü inkâr edilemez. Ancak burada benimsenen perspektiften bakıldığında, ABD ekonomisinin doksanların ortalarından itibaren elde ettiği önemli canlılık artışının temelini, esas olarak, –özerk biçimde yükseldiği farz edilen Yeni Ekonomi'den çok daha fazla– firmaların sermaye birikiminde sıçrama yapmalarını sağlayan genel mali koşulları kadar potansiyel kâr hadlerindeki iyileşme oluştur-

33 *Economic Report of the President 2001*, s. 360, Tablo B-73.

maktaydı. Kabaca söylemek gerekirse, yüksek kârlılık (sürebildiği ölçüde) daha hızlı yatırım artışını mümkün kılabilir ve kılmıştır da. Söz konusu yatırım artışı yeni teknolojinin daha hızlı benimsenmesine hatta geliştirilmesine ve bu yolla verimliğin daha hızlı artmasına izin verdi; fakat yeni teknolojinin daha kolay elde edilmesi ve daha hızlı benimsenmesi kendi başına sürdürülebilir bir kârlılık artışı yaratamayacağı ve aslında yaratmadığı için sermaye birikimini sürdürulebilir bir temelde artırmaya yetemezdi ve yetmedi de.

Demek ki artık 1993'lerde sermaye birikimindeki patlamaya yeni teknolojiyi elde etmede sağlanan sıçramanın yol açtığına inanmak, verimlilik artışı ve sermaye birikiminde yirmi yıl boyunca gözlenen yavaşlamaya, 1973'ler civarında tükendiği varsayılan teknolojik potansiyelin sebep olduğuna inanmaktan daha zor. Teknik ilerlemeler, en basitinden, söz konusu dönemlerdeki gibi yatırımda durgunluğu aniden sonlandırmayı veya yatırım artışında ani patlamayı tahrik etmeye yetecek kapsam ve derinlikle, bu kadar kesintili ve bu kadar hızlı olmuyorlar. Daha mantıklı bir hipotezden söz edebiliriz: Uzun süreli düşük kârlılığın uzun süren yavaş sermaye birikimine yol açması ve bunun sonucu olarak 1970'lerin başlarından itibaren yeni tekniklerin gelişminin de, benimsenme hızının da yavaşlaması gibi, 1990'ların başlarındaki ticari iklim ve potansiyel kârların artışı yeni teknolojileri önceki yirmi yıla kıyasla daha verimli ve getirimli kılarak yatırım artışının aniden yüksek seviyelere çıkmasına izin vermiş ve mevcut sermaye birikim sürecinde bu teknolojilerin hızla ilerlemesinin önünü açmış olabilir.

Güçlü teknolojiler epeydir gündemdeydi; öyle görülüyor ki 1990'ların ekonomik genişlemesinde payı olan anahtar tekniklerin tamamı değilse de çoğunluğu uzun süre önce elde edilmişti. Bu hiç kuşkusuz bilişim teknoloji devriminin, otomotiv, perakende ve toptan ticaret gibi sektörlerde bilgisayarla-yönlendirilen üretim ve tasarımın, çelik sanayinde kullanılan mini-haddehanelerin ve buna benzer birçok alanın can alıcı noktasını oluşturan kişisel bilgisayarlar ve internet için geçerlidir.

Kâr hadlerinin hızla düştüğü, reel faiz oranlarının rekor düzeylerde olduğu, şirketlerin rekor düzeyde borçlandığı ve toplam talebin yavaş büyüdüğü 1980'ler boyunca firmalar söz konusu teknolojilere yatırım yapmakta tereddüt etmişlerdi. Fakat sonra reel faiz oranları ve şirket borçları düşerken kâr haddi nihayet önemli ölçüde artmaya başladığında firmalar yatırım oranlarını yukarı çekerek bu teknolojileri hızla gündeme aldılar. Daha sonra 1990'lar boyunca sermaye birikimi ve üretim artışı hızla yükselmeye başladığında yenilikler sadece o zamana dek ihmal edilmiş ileri teknolojilerin benimsenmesiyle değil; onların tekrar geliştirilmesi ile daha da hızlandı. Bu, ekonomik genişlemelerde hızla artan sermaye stokunun yanı sıra, gelişen yaparak-öğrenmenin (bilgisayarlarda olduğu gibi), ölçek ekonomilerinin (yarı-iletkenlerde olduğu gibi) ve ağ etkisinin (tüm bilişim teknolojisi, iletişim ve medyanın neredeyse tüm alanlarında olduğu gibi) aracılığıyla gerçekleşti.

Bununla beraber, ABD ekonomisinin 1990'larda yatırımlasürüklenen, kârlılığa-dayalı canlanmasıyla ilgili yukarıda anlatılan senaryoda temel bir 'bityeniği' –aslında iki bityeniği– bulunmaktadır. 1997'nin sonuna kadarki döngüsel iyileşmeyi ve ekonomik enerjide önceki yirmi yıla kıyasla yaşanan sıçramayı ekonominin temelinde yatan kâr haddinin çok bariz biçimde iyileşmesine atfetmek mantıklı olabilir. Ancak daha önce değilse bile, 1997'nin ikinci yarısından sonra giderek daha fazla uluslararası yönelimler kazanmış olan imalat sanayi, değeri artan dolar ve Doğu Asya krizi yüzünden, başlangıçtaki dinamizm kaynağını kaybetmiş ve ekonomiyi eskiden olduğu gibi ileri götüremez duruma düşmüştü. Bu noktadan sonra, baş döndüren borsanın –fiyatları artan hisse senetlerinin yarattığı servet etkisinin tüketim kadar yatırımları arttırmasıyla– mevcut genişlemeyi büyük ölçüde güçlendirdiği (ve imalat sektörünü de hızla ileriye götürdüğü) açık biçimde gözlenmekteydi. Gerçi bunu, mümkün kıldığı teknolojik gelişmenin yüksek hızına rağmen fiilî kâr etmeyi giderek daha fazla hiçe sayarak yaptığını söylemek aşırı bir vurgu sayılmaz. Çünkü artık yükselen verimlilik artışının yarattığı kazançlar, düşen fiyatlar yo-

luyla, orantısız biçimde üreticilerden ziyade kullanıcılara/tüketicilere gidiyordu. O zaman ortaya çıkan ilk soru şudur: Bu şekilde ayakta tutulan ekonomik dinamizm ana kaynaklarının her ikisinden de mahrum olarak –birincisi, borsanın çöküşü ile tersine dönen servet etkisi, ikincisi, yüksek değerli dolar ve devam edeceği aşikâr olan uluslararası ölçekteki kapasite ve üretim fazlalığının varlığı nedeniyle imalat sanayinin rekabet gücünü ve ihracat artışını geri kazanmasının zorluğu– kısa veya uzun vadede korunabilir olmalı mı?

ONUNCU BÖLÜM

Balonun sonundan genişlemenin sonuna

ABD'nin ekonomik canlanmasının nihaî olarak sürdürülebilir olup olmadığı birbiriyle çok yakın bağıntılı iki soruya indirgenebilir. Birincisi, ekonomiyi bu kadar yukarılara çeken borsa balonunun aşırılıklarının zorunlu karşılığının, sadece balonun çöküşü değil, aynı zamanda Japonya'da olduğu gibi sert ve uzun bir aşırı aşağıya çekme olup olmayacağıdır. İkincisi ve hatta daha temel olanı, ABD ekonomisinin –ve nihaî olarak ona bağımlı olan dünya ekonomisinin– balona rağmen veya kısmen onun yüzünden kendisini neredeyse birinci savaştan sonraki döneme benzer biçimde uzun süredir devam eden bir genişlemenin temellerini sağlamlaştırarak, kısa vadede ciddi bir daralmaya girip girmeyeceğine bakılmaksızın, esaslı şekilde dönüştürüp dönüştürmediğidir. Daha basit açıklamak gerekirse, konu, borsanın kaçınılmaz olarak gerçekleşen büyük geriye düşüşünün, 1990'lar genişlemesinin kazanımlarını ciddi biçimde geriye almak ve ekonomiyi önceki yirmi yıldaki gibi yavaş büyüme hızlarına geri döndürmekle sonuçlanacak derin etkiler mi yapacağı yoksa ekonominin var olan gücünün hisse senedi fiyat düşüşlerinin etkisini sınırlayıp kısa bir aradan sonra uzun süren düşüşü arkasında

bırakıp yeni bir uzun süren iyileşmeye kuvvetli şekilde geçip geçmeyeceğidir.[1]

ABD ekonomisinin doruğu

ABD politikalarını tesis edenler, hisse senedi fiyatlarında beklenen 'düzeltme' hareketinin reel ekonomi üzerinde olumsuz etkilerini önlemek için ekonomiyi niteliksel olarak farklı bir temele oturtmayı ve bu yolla 1997-98 uluslararası krizinden uzun sürecek bir iyileşmeye nispeten daha yumuşak şekilde geçişi sağlamayı denemeden önce, ABD şirketlerinin yatırımları ile hanehalkı tüketiminin balondan destek alan genişlemesine güvendiler. Politika yapnların en beğendikleri senaryoya göre ABD mallarının yurtdışı talebini giderek daha hızlı arttıracak şekilde dünya ekonomisinin tamamında ihracata-dayalı döngüsel genişlemeler yaratan borsaya-dayalı ekonomik büyüme, ABD'li imalat sanayicilerinin ihracat artış düzeylerini 1997'ye kadar elde ettikleri düzeylere çıkarmalarını sağlayacaktı. Önceki Hazine Bakanı Larry Summers "Küresel genişleme aşağıya değil yukarıya doğru dengelenmeli," sözleriyle bunu kastediyordu.[2] Politika yapanlar bir şey daha umdular: Hisse senedi fiyat balonu, yatırımları, verimliliğin en az 1990'ların ikinci yarısında olduğu gibi, özellikle imalat sanayi dışında artmasını sağlayacak şekilde devam ettirecekti. Bu usullerle, imalat ve imalat-dışı sanayiler bir arada daha yüksek kâr hadlerine kavuşacak, ekonominin –hisse senetlerinin yüksek fiyatlarının yarattığı servet etkisine bağımlılığını, özerk yatırım genişlemesine ve artan ihracata daha çok yaslanma ve bir taraftan da yükselen hisse senedi fiyatlarını haklı çıkarma lehine kırmak üzere– yeni bir temele kaymasını mümkün kılacaktı.

ABD ekonomisi, 2000 yılı ortalarında, ABD otoritelerinin arzu ettikleri yönde gelişiyormuş izlenimi veriyordu. Olağanüstü biçimde genişliyordu ve sergilediği hız bir iş döngüsü-

1 Örneğin burada öngörüldüğü gibi, OECD, *The Future of the Global Economy. Towards a Long Boom?* Paris, 1999.

2 "The Outlook", *Wall Street Journal* (interaktif baskı), 17 Nisan 2000.

nün son safhasında nadiren gözlenen türdendi. 1999 ortasından 2000 ortasına kadarki son on iki ayda GSYİH, en son 1980'ler genişlemesinin başladığı 1984'te kaydedilen oranda, %5,2 büyüdü. Aynı dönemde ekonomide emek verimliliği önceki iki yılın yıllık ortalaması olan %2,35'in epey üstüne çıkarak %4,1 ile arttı. Bu sonuç açıkça yıllık ortalama artış oranı 1999'da %11, 2000'in ilk yarısında da %14 olan konut-dışı yatırım artışındaki dik çıkışa atfedilebilir. Üstelik GSYİH ve verimlilik artışındaki çıkışa karşın, ekonomide reel ücret artışları önceki iki yıla kıyasla hafifçe düşmüştü. Bu sırada firmalar fiyatlarını bir yıl önce iki katı hızla (%0,9'dan %1,85'e) artırabildikleri için, 2000 yılının ilk yarısında sınaî ekonomide yıllık enflasyon %2,7'ye zıpladı. ABD sermayesinin işleri tıkırında gidiyor gibiydi.

Bu arada sürekli-büyüyen ABD ekonomisi, başta Doğu Asya ve Batı Avrupa olmak üzere, dünyanın birçok yerinde yeni bir iyileşme döngüsünü tetikledi ve bunun sonucunda, hızla büyüyen pazarlara yaptığı ihracatla yine kazançlı çıktı. Özellikle Kore, krizden çıkmış görünüyordu ve ihracatı hızla büyüyordu. Kore'nin 1999'da %11 artan GSYİH'sının 2000 yılında da benzer biçimde artması öngörülüyor. Kore'nin komşuları olan Yeni Sanayileşen Ulkeler –Tayvan, Hong Kong ve Singapur– de onun kadar başarılıydılar. İşsizlik oranları nihayet inişe geçen avro ekonomileri, yıllık ortalama %3,5 ile 1980'ler sonuna kıyasla daha hızlı genişliyorlardı. Japonya bile çok kötü geçirdiği iki yıldan sonra düzelmeye başladı; 2000 yılı için öngörülen ihracat artışı %13,6 ve GSYİH artışı ise %2 idi.

Bu dinamik döngüsel uluslararası iyileşmeye cevap olarak ABD ihracatı umulduğu gibi sıçrama yaptı. 2000 ortasında biten yılda reel mal ihracatı %12,8 arttı, bu oran 1998'de %2,1, 1999'da da %3,9 olmuştu. Greenspan-Summers-Clinton üçlüsünün politika senaryosu, fanteziden başka bir şey olmayan yeni ve uzun sürecek bir iyileşme illüzyonu gerçekleşiyor gibiydi.

1999'un Haziran ayı ile 2000 baharı arasındaki dönemde, Alan Greenspan, arzu edilen sonucun gerçekleşmesini sağlamak için 1998'de uyguladığı faizlerde indirim politikasını terk

ederek, kısa vadeli borçlanma maliyetini toplam %1,75 artırdı. Greenspan'in sıkılaştırma uygulaması, en hafif deyimiyle, son derece yumuşaktı. 2000 yazında Merkez Bankası Fon faizi (Greenspan 1998'in sonunda faiz oranlarını toplam %0,75 indirdiği için) 1998'deki seviyesinin sadece %1 üstündeydi ve reel faiz oranı tam bir puan –ve %25– daha düşüktü.[3] Aslında fiyatlar hızlı arttığı için, kısa-vadeli reel faiz oranları sıkı kredi uygulamasının başladığı tarihtekinden daha yüksek değildi.[4] Ancak öyle anlaşılıyor ki Merkez Bankası Başkanlığı, patenti kendisine ait olan hisse senedi fiyatlarının yükselmesine dönük özlemin, borsada Kasım 1998'den itibaren, borçlanma maliyetlerinde herhangi bir indirime ihtiyaç duyulmadan yarattığı çılgınlık gibi, şimdi de gizleyemediği arzusu olan hisse senedi fiyatlarının yükselmelerini bırakıp, mütevazı bir 'düzeltme' hareketi yapmaları halinde arzulanan sonucun fazla bir gayret sarf etmeden elde edileceğini umdu. Açıkça amaçlanan, hisse senedi piyasalarını sakinleştirerek servet etkisini azaltmak ve bu yolla hanehalkı tüketim artışını dizginlenmekti.[5]

Oysa Greenspan, balonun bariz şekilde kırılganlaştığını ve kendisinin himaye ve desteğine daha bağımlı hale geldiğini fark edemedi.[6] Merkez Bankası, 1999 sonunda bir kere daha

3 T. Petruno, "By One Measure, Rates are New Zero", *Los Angeles Times*, 27 Haziran 2001. 1998 yılı ortasında %4 olan Merkezî Fonlar reel faiz oranı 2000 yılının ortasında %3 idi.

4 Merkezî Fonlar faiz oranının %1,75 arttığı 1999'in ilk yarısı ile 2000 yılının ilk yarısı arasında tüketici fiyat endeksi %3,6 yükseldi. *Economic Report of the President 2001*, Washington, DC, 2001, s. 343, Tablo B-60. Karşılaştırmak için '2000 Şubatında faiz oranları nihayet kriz [1998] öncesi seviyeye çıktılar. Gerçi genel mali koşullar genişlemeci olmayı sürdürmemekle birlikte [Mayıs 2000 itibariyle] fark edilecek derecede sıkılaşmadı.' OECD, *Economic Survey. United States 2000*, Paris, 2000, s. 71. Oysa Greenspan, 1994 Şubatı ile 1995 Şubat ayı arasında faiz oranlarını tam %3 arttırmıştı.

5 Alan Greenspan'in ABD Temsilciler Meclisi Bankacılık ve Mali hizmetler Komitesinde yaptığı konuşma: "The Federal Reserve's Semi-Annual Report on the Economy and Monetary Policy", 17 Şubat 2000. Greenspan, hisse senetlerinin aşırı artan fiyatlarını ve onlara bağlı olarak hanehalkının, gelir artışının çok üstüne çıkmış olan, mali servetini frenleme niyetini bu toplantıda anlattı.

6 17 Şubat 2000 tarihli raporunda, Greenspan, ekonominin temelinin kuvvetli olduğuna dair iyimserliğini ve herhangi bir döngüsel düşüşün kolaylıkla denetim altına alınabileceğine dair güvenini dile getirdi. "Piyasa ekonomilerinin iş

tekrar edeceği gibi, daha 1998'in sonunda borsanın tepe taklak gidişini tersine çevirip, hisse senedi fiyatlarının yükselmesini devam ettirmek için kredileri etkin biçimde gevşetmek zorunda kalmıştı. Üstelik, Greenspan, 2000 yılının ilk yarısı boyunca Merkez Bankası'nın artık balonu beslememesi yönündeki ısrarını sürdürürken, hisse senedi fiyatları düşmeye başladı ve henüz kısa-vadeli faiz oranları belli belirsiz kıpırdamıştı. 2000 ilkbaharında önce e-ticaret firmalarının hisse değerleri düştü. Sonraki yazın ardından farklı farklı piyasalarda da korkulu düşüş başladı. 2001 kışının sonunda hisse senedi artışının merkezini oluşturan teknoloji-ve internet-şirketlerinin ağır bastığı NASDAQ endeksi, 2000 yılı başındaki zirve noktasının %60 altına inmişti. S&P 500 endeksi en yüksek noktasından %20 düşerek kötümserlik bölgesine girdi. Varlıklarda duran beş trilyon dolar uçup gitmişti. Hemen gündeme gelen sorun, hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün reel ekonomi üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin denetim altına alınıp alınamayacağı ya da bu düşüşün hisse senedi fiyatlarındaki beklenmedik kazançları yaratan uyarıcı etkilerin tersine hareket eden yıkıcı güçleri bir araya getirerek ciddi bir daralma yaratıp yaratmayacağıydı. Bu soru kendisiyle yakından ilişkili bir başka büyük soruyla birleşiyordu: Borsa balonunun yokluğunda ekonomiyi orta vadeden uzun vadeye, hangi güçlerin harekete geçirmesi beklenmeliydi?

Kısır döngü

ABD ekonomisi borsa balonunun yükselişe geçtiği 1995'ten sonra Alan Greenspan'in olumluluk döngüsüne uygun davrandı (bkz. yukarıda s. 176-9). Yeni Ekonomi'nin verimliliği artırma konusunda görülmemiş potansiyeline olan inanç, hisse senedi fiyatlarının daha da yükseklere çıkmasına sebep olacak sürekli-artan kâr beklentilerine yol açtı; bunun sonucunda kâ-

döngüsünden arındığını sanmak... tedbirsizlik olurdu... Rahatlıkla bu tür sapmaların üzerinde durmayıp, cömert esasların, ilerlemenin yeni milenyumda da devam etmesi hususunda yol göstereceğini öngörebiliriz." A.g.e.

ğıt üzerinde artan servetler hanehalkının ve şirketlerin yatırım ve tüketim artışlarının hızla-büyüyen oranlara ulaşmasına yol açacak rekor düzeylerde borçlanmalarına imkân sağladı; yüksek miktarlardaki yatırımlar, Yeni Ekonomi'ye olan güveni haklı çıkarırcasına, verimlilik performansında önemli ilerlemeler getirdi; enflasyonun düşürülmesine yardım etti ve bu böylece devam edip gitti. Aksilik ise, kuşkusuz, kendisini borsa balonuyla belli eden, beklenen kârlarla gerçekleşen kârlar arasındaki uçurumun giderek genişlemesinde aranmalıydı. Alan Greenspan, her fırsatta şirket yöneticilerinin abartılı raporlarını oldukları şekliyle kabul eden borsa analistlerinin iyimser öngörülerine inandığını gösterdi. Ancak, hepimizin bildiği gibi, 1995-96'dan itibaren hem Yeni hem de Eski Ekonomi'nin hisse senedi fiyatları şirket kârlarını giderek daha fazla gerisinde bıraktı ve balonun en hararetli noktasına ulaştığı 1998 ile 1999 yıllarında mali sektör-dışı şirketlerin hisse değerleri geride kalmanın yanında, ciddi ölçüde düştüler. 2000 yılının ilk çeyreğinde NASDAQ'ın sarmaşık misali tırmanan (geçen yılki) fiyat-kazanç oranı 400:1 gibi absürd bir değere ulaştığında, yüksek-teknoloji/internet balonu da doruk noktasına vardı. Ancak, bu, yolun sonuydu: Bundan böyle kârlarla hisse senedi fiyatları arasındaki açıklık görmezden gelinemezdi.

Hisse senedi fiyatlarındaki düşüş: 2000 ve sonrası

2000 yılı baharında birçoğu hiçbir zaman tek kuruş kâr etmemiş olan e-ticaret şirketleri borsayı çöküşe sürükleyerek ardı ardına iflas edip kapandı.[7] Sonraki sonbahar ve kış aylarında bilişim teknolojileri sektörünün genişleme dönemi boyunca rağbet gören neredeyse tüm büyük isimleri –zaten başarısız olanlardan söz etmeye bile gerek yok– arka arkaya giderek daha can sıkıcı kâr raporları yayınlamak zorunda kaldılar ve

7 J. Willoughby, "Burning Up. Warning: Internet Companies are Running out of Cash", *Barron's*, 20 Mart 2000; J. Willoughby, "Up in Smoke. Dot.coms are Still Burning Cash, but the Market has Forced Big Changes", *Barron's*, 19 Haziran 2000.

özellikle yatırımcıların yavaş yavaş dip nokta diye bir şeyin var olduğunu hatırlamalarıyla birlikte, hisse değerlerinin mermi hızıyla düşüşüne tanık oldular.[8]

Üstelik bu kitabın yazımının sürdüğü 2001'in ortalarında bile katliamın bittiğinden, borsanın artık dibe ulaştığından emin olamıyoruz. Hisse senetlerinin fiyatlarındaki düşüş doğal olarak çok şişkin fiyat-kazanç oranlarını daha gerçekçi seviyelere indirmeye başladı. Fakat aynı zamanda kârlar da ciddi biçimde düştüğü için, fiyat-kazanç oranları beklendiği kadar düşmedi ve genelde tarihsel normların üstünde kaldı. 2001 Martı'nın ortalarında, bir önceki yıl 400 olan NASDAQ'ın sarmaşık misali yukarı tırmanan fiyat kazanç oranı 154'e düşmesine karşın, hâlâ 1985-2000 arasında 52 olan ortalama değerinin üç katıydı. Aynı zamanda S&P 500'ün fiyat-kazanç oranı, balonun zirve yaptığı bir yıl önceki değeri olan 28,3'ün çok fazla altına inmeden, uzun-dönemli ortalaması olan 15'in epey üstünde, 24'te kaldı. Yetersiz şirket kârlarının hisse senedi fiyatlarını aşağıya doğru bastırmakta hâlâ başarılı oldukları gözleniyordu.[9]

Hisse senedi fiyatlarının 2000 sonu ile 2001 başındaki hızlı düşüşü sırasında hem ABD'de mali sektör-dışı şirketlerin hem de yurtdışı alıcıların, ellerindeki hisse senedi miktarını artırarak, düşüşü (aslında sürdüremeyecekleri bir biçimde) önlemiş oldukları göz önüne alınırsa, hisse senedi fiyatları üzerindeki aşağıya doğru baskı, muhtemelen bundan böyle büyük ölçüde artacak. 2000 yılının son çeyreğinde ABD'deki mali sektör-dışı şirketler, yıllık bazda yaptıkları en az 350,8 milyar dolarlık alımla, ABD tarihinin en yüksek net menkul kıymet alım furyasına teslim oldular. Fakat bu furyanın arkasında, hisse senedi fiyatlarının şuursuzlaşmasından önce sonuçlandırılan bir dizi yüksek meblağlı şirket birleşme ve satın alma işlemi vardı.

---

8 Hisse senedi piyasasında şuur kaybının hikâyesi için bkz. Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), 71st Annual Report April 2000-31 March 2001, Basel, 11 Haziran 2001, s. 101-6.

9 G. Zuckerman ve diğerleri, "Despite Declines, Stocks Remain Expensive in Relation to Earnings", *Wall Street Journal* (interaktif baskı), 13 Mart 2001.

O halde furyanın birden bire son bulmasına kesin gözüyle bakabiliriz.

Bu arada, 2000 yılının tamamında dünyanın geri kalanının satın aldığı net menkul kıymet tutarı, 172,9 milyar dolar ile tüm zamanların en yüksek alımı oldu. Üstelik 2001'in ilk çeyreğinde 166,6 milyar dolar ile bu rekor büyüklüğü korudular. Bu büyüklük daha önce herhangi bir dönemdeki alımların %40 üzerinde olan 1999'un yüksek seviyesinin bile üçte-iki üzerindeydi. Ancak ABD'deki mali sektör-dışı şirketlerin, yeni şirket birleşmeleri ve satın almaları işlemlerine umursamaz olamayacakları gibi, yurtdışı alıcıların da borsaya dalmaya duyarsız kalacaklarına inanmak gerçekten imkânsız. Öyle yapmazlarsa, hisse senetleri önemli bir desteğini kaybedecek.[10]

Öte yandan, mali sektör-dışı şirketler hisse senedi fiyat düşüşüyle baş etmeye çalışırken, bunu ciddi olarak artıracak şekilde hisse senedi *yeniden-satın-alma/geri-satın-alma* işlemlerini 82,7 milyar dolara *indirdiler*. Bu, önceki üç yıl ortalamasından neredeyse %50'lik bir düşüş ve 1995'ten bu yana en düşük seviye demekti (bkz. yukarıda s. 173, Şekil 5.4). Borsa balonunun arkasındaki asıl itici güç hiç kuşkusuz borçlanarak yapılan şirket hissesi geri alımlarıydı. Fakat öyle görülüyor ki kârlar bu kadar hızlı düşerken ve borçlanma giderek zorlaşırken, geri alımlar da, hisse değerlerinin altından bir desteği daha çekerek, düşmeye devam edecek.[11]

Ters servet etkisi

Hisse senedi fiyatlarının düşmesi, 'eşit ve zıt bir reaksiyon'a benzer bir etki yaratarak Greenspan'in olumluluk döngüsünü sert şekilde tersine çevirdi ve ekonomiyi aşağıya çekti. Hane-

10 Bu ve önceki paragraf için bkz. Merkez Bankası Yönetim Kurulu (Board of Governers of Federal Reserve Bank), *Flow of Funds Accounts of the United States. Flows and Outstandings* [bundan böyle MBYK (FRB), *Flow of Funds*], Tablo F.213, Şirket Hisseleri (akımlar).

11 Merkez Bankası Yönetim Kurulu'nun (Federal Reserve Board) mali sektör-dışı şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarına ilişkin yayınlanmamış zaman serileri. Bkz. yukarıda s. 172, dipnot 9.

halkının ve şirketlerin kâğıt üstündeki varlıkları azalınca borçlanmalarını azaltmaları ve böylece, tüketimleriyle yatırımlarının büyüme hızının azalması beklenir. Gerçekten 'ters servet etkisi'nin olumsuz sonuçları büyük olasılıkla rekor düzeyde borçlanmış olan hanehalkı ve şirketlerin bilançolarını düzeltme çabaları karşısında daha da büyüyecek. Geleceğe dönük beklentilerin azaldığı, ufukta iflas ve işsizlik gibi tehlikelerin göründüğü yavaşlayan bir ekonomide bilanço düzeltmek için borçlarını azaltmaya çalışacaklar. Bankaların ve diğer borç verenlerin, gerek borç alacak hanehalkı ve şirketlerin teminatları olan varlıklarının düşen değerleri, gerekse ekonomiye ilişkin beklentilerin gerilemiş olması nedeniyle kredi vermeyi ağırdan almaları ile durum daha da ağırlaşacak.

Her şeyin ötesinde, balonun hüküm sürdüğü yıllarda gerçekleştirilen büyük yatırımların çoğu artık aşırı-yatırıma dönüşüyor. Bunun nedeni, yatırımların artan kâr haddine bağlı olmadan hatta kâr, haddi düşerken bile, başta ileri teknoloji ürünleri olmak üzere sonsuza kadar genişleyeceği hayal edilen tüketim kadar, aşırı değerlenmiş hisse senedi ihracı veya yine aşırı değerli varlıklar karşılığında alınmış borçlar yoluyla neredeyse hiçbir maliyet ödenmeden elde edilen sonsuz sermaye arzına dayanmasıydı. Bu yüzden fiyatlar ve satışlar üzerinde oluşan baskı, zaten hisse senedi fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanan tüketim ve yatırım talebi azalışının baskısı altında olan kârlılığı aşağıya çekecek. Bu durumda, düşük kâr haddi hisse senedi fiyatlarındaki düşüş ve küçülmüş varlık değerleri nedeniyle yatırım yapacak fon bulmakta yaşanan zorluklarla darbe alan sermaye birikimini aşağıya çekecek. Hisse senedi fiyatları ya da gerçekleşen kârlarla desteklenemediği için yavaşlayan yatırım artışıyla birlikte verimlilik artışı da muhtemelen orta vadede azalarak kârlılıkta ve dolayısıyla sermaye birikiminde tekrar bir daralmaya yol açacak ve bu böyle devam edecek.

Hanehalkı

Borsanın düşüşü ile ekonomik yavaşlamayı birleştiren mekanizmalar, 2001 yılı başında çoktan zarar vermeye başlamıştı. 2000 yılı ilk çeyreği ile 2001 yılı ilk çeyreği arasındaki kısa sürede hanehalkının elinde bulunan hisselerin –1994 ile 2000 yılı ilk çeyreği arasında 4,4 trilyon dolardan 12,7 trilyon dolara çıkan– değeri 3,9 trilyon dolar veya %31 azalarak 8,8 trilyon dolara indi. Üstelik 2000 yılının tamamında hanehalkının toplam mali varlıkları 1952'den beri bir bütün olarak ilk kez azaldı.[12] Varlıkların değerindeki bu sert düşüşün yarattığı negatif servet etkisi, 1995 ile 1999 arasında yıllık ortalama %4,15 ve 1999 son çeyreği ile 2000 yılının ilk çeyreği arasında %5,7 artmış olan reel kişisel tüketim harcamalarının 2001 yılı ilk iki çeyreğindeki yıllık artış hızı %2,55'e düştüğünde hemen hissedildi. Eşzamanlı olarak, 1995 ile 1999 arasında yıllık ortalama %8,8 ve 1999'un son çeyreği ile 2000 yılı ilk çeyreği arasında yıllık ortalama %16,4 artmış olan dayanıklı tüketim mallarına yapılan reel kişisel tüketim harcamaları da 2001'in ilk iki çeyreğinde yıllık %8,8 artışa geri döndü.

Burada, henüz ücretler üzerinde aşağıya doğru ciddi bir baskı oluşmamışken ve işsizlik oranındaki artış (2001 yılı ortası itibariyle) minimal düzeydeyken kişisel tüketim harcamaları artışındaki ciddi azalmada borsadaki düşüşün payı olduğunu vurgulamak gerekir. Göreli olarak hızlı-artan reel ücretler ve daha da genişleyen hanehalkı borçları hanehalkının harcama gücünü 2001 ortalarına kadar desteklemiş olsa da, kişisel tüketim harcamaları büyük bir hızla düştü.[13] 2001'in ilk yarısında ekonomide reel saat ücretleri fiilen ivme kazandı ve yıllık %3,3'lük hıza ulaştı; 2000 yılının tamamı için bu oran %2,7 idi. Konuyla doğrudan ilintili olarak, 2001'in ilk yarısında

12 MBYK (FRB), *Flow of Funds*, Tablo L.100, Hanehalkı ve Kâr Amacı Gütmeyen Organizasyonlar (seviyeler); J. Plender, "A Different Kind of Wealth Effect", *Financial Times*, 16 Nisan 2001.

13 MBYK (FRB), *Flow of Funds*, Tablo F.100, Hanehalkı ve Kâr Amacı Gütmeyen Organizasyonlar (akımlar).

otuz yıldır en düşük seviyesinde dolanan işsizlik oranı ise ciddi biçimde yükselmeye henüz başlıyordu. Aynı şekilde hanehalkı da 2001'in ilk çeyreğindeki borçlanmalarını hâlâ 2000'in rekor düzeyinde tutmayı başardılar. Sistemin ana lokomotifi olan şirket yatırımlarındaki –ki bunlara hisse senedi fiyat balonunun şişmesi ve patlaması yol açmıştı ve artık bu konuya da eğilmek gerekir– şaşırtıcı çöküş karşısında ücret artışı, istihdam düzeyi ve hanehalkı borçlarının hepsinin birden hızla düşmesi muhtemeldir.

Şirketler

Şirketler de hanehalkı gibi varlıklarının değerindeki düşüşle karşı karşıya kaldılar. Mali sektör-dışı şirketlerin öz sermayeleri 1994'ten 2000 yılı ilk çeyreğine kadar 4,8 trilyon dolardan 15,7 trilyon dolara çıktıktan sonra 5,2 trilyon dolar veya %33 azalarak 10,5 trilyon dolara çöktü. Bu arada fon bulmak zorlaştığı için şirket yatırımları üzerindeki servet etkisi ters yönde işlemeye başladı.[14]

Yatırım için para bulmak üzere hisselerin borsada satılması artık eskisi kadar kazançlı değildi. Mali sektör-dışı şirketlerin borsada yaptıkları hisse senedi ihraç işlemleri 2000 yılının ilk yarısında zirveye çıktıktan sonra istikrarlı şekilde durmadan düştü. Bu arada 2001 yılı ilk çeyreğinde yapılan ilk ihraç işlemleri hâsılatı 1991'den bu yana en düşük seviyeye inerek yıllık bazda 16 milyar dolar oldu. Oysa bu rakam 1999 yılında 70 milyar doları aşmıştı.[15]

Aynı süreçte, borçlanma ise hem güçleştiği hem de riskli olduğu için yavaşladı. 2000 yılında kredi koşullarını sıkılaştıran bankaların oranı 1990-91 daralmasından bu yana en yüksek düzeye çıktı. Üstelik şirket tahvillerinin faiz primleri de –en güvenilir şirketin ödediği faiz ile daha riskli sayılan şirketin

14 *A.g.e.*, Tablo L.213, Şirket Sermayeleri (seviyeler).

15 "Feeling the Heat", *Business Week*, 2 Nisan 2001; P. Abrahams, "End of second California Gold Rush Leaves the Valley in Shock", *Financial Times*, 9 Mayıs 2001.

ödediği faiz arasındaki fark– hızla yükselerek 1998 sonbaharındaki mali krizdekinden daha büyük oranlara ulaştı.[16] Şirketlerin, önceki beş yıl boyunca artan hisse değerlerini teminat göstererek biriktirdikleri büyük borç miktarı –mali sektör-dışı şirketler GSYİH'nın bir oranı olarak, 2001 yılının ilk çeyreğinde, tüm zamanların en yüksek değeri olan %86,5'e ulaştı– ilave borçlanmayı, özellikle hisse fiyatlarının düşmesi şirket borçlarının şirket varlıklarına ya da öz varlığına oranını yükseltiği için, engelleyici bir unsur oldu. Mali sektör-dışı şirketler daha 2001'in ilk çeyreğinde yeni borçlanmaları (yıllık bazda) yarı yarıya indirdiler, böylece önceki üç yıl boyunca %8 (ortalama) olan mali sektör-dışı şirketler GSYİH'mn oranı %4,2'ye indi.[17]

Düşen hisse senedi fiyatları ve varlık değerleri yüzünden hisse senedi ihraç ederek veya borçlanarak fon yaratma imkânının azalması şirketlerin yatırım yapma hevesini kıracak. Sonra da aynı temele dayanan tüketim artışında paralel bir düşme olacak. Ancak borsa balonunun patlamasıyla sermaye birikimini ve ekonomik genişlemeyi sürdürmenin önüne çekilen esas engel birçok sanayi hattında gözlenen, balonun arkasında bıraktığı, sınırsız sermaye imkânıyla gerçekleşmiş, zapt edilememiş ve temelsiz kalmış bir yatırım genişlemesinin mirası olan çok kapsamlı aşırı-kapasitedir.

Ağırlaşan aşırı-kapasite sorunu

Balon doruk noktasına çıkarken patlayan hisse senedi fiyatları ve varlık değerlerinin tüketim ve yatırım talebine yaptığı devasa ilaveler, ekonominin aşırı derecede büyüyen borsa nedeniyle zaten çoktan birikmeye başlamış olan makine teçhizat stokuna büyük eklemeler yapılmasına katkıda bulundu. Bununla birlikte, daha önce de kuvvetli şekilde vurgulandığı

16 Uluslararası Mutabakat Bankası (Bank for International Settlements), *71st Annual Report*, s. 25,75.

17 MBYK (FRB), *Flow of Funds*, Tablo D.2, Sektörler itibariyle Borçlanma (akımlar).

üzere, talebe dönük büyük sübvansiyonlar ve balonun olanaklarıyla yükseltilmiş olan emek verimlilik artışına rağmen hem imalat sektörü hem de dolayısıyla mali sektör-dışı şirketler, kapasite kullanım oranları yüksek düzeyini koruduğu halde, 1997 ile 2000 arasında kâr hadlerinde sırasıyla %20 ve %10'lara varan ciddi düşüşlere katlandılar (bkz. yukarıda, s. 241-244). Doksanların sonuna doğru fiyatlar üzerinde daha da yoğunlaşan aşağı doğru baskı, gerek sermaye ve tüketim malı alımlarındaki genişleme gerekse verimlilik artışının 1990'lar genişlemesinin en yüksek değerlerine çıktığı ancak kapasite ve üretimin aşırı-genişlemesi ile etkilerinin tamamen bertaraf edildiği sırada getiri oranını daraltı (bkz. yukarıda s. 247, Şekil 8.9 ve aşağıda s. 300, Şekil 10.1).

Kendisini 1998, 1999 ve 2000 yıllarında zaten açıkça gösteren aşırı-kapasite, özellikle sermaye birikiminin yukarı doğru sıçrama yaptığı 2000 yılının ilk yarısından sonra servet etkisinin ters dönmesiyle daha da kötüleşen balon yıllarının aşırı-yatırımları ekonomiyi her zamankinden daha büyük bir güçle sarstığı sırada, apaçık ortaya çıktı. Ekonominin birçok alanında firmalar, yaptıkları büyük makine teçhizat yatırımlarının yeterli olmanın ötesine geçtiğini ve bunun sonucu fiyatlarla birlikte aldıkları siparişler de hızla düşerken sermaye stokları üzerinden kâr hadlerinin hızla azaldığını gördüler. Dolayısıyla yatırım artışını radikal biçimde azaltıyor veya hiç yatırım yapmıyorlar, çünkü pazarın ihtiyaçlarına mevcut makine teçhizatla cevap verebiliyorken 'rekabetle baş edebilmek' için en yeni teknolojiyi içeren makine teçhizata harcama yapmanın anlamı yok. Böylece yatırım artışındaki derin düşüş –veya yatırımlardaki mutlak düşüş– ekonominin tamamında toplam talebi aşağıya doğru çekiyor.

Firmaların yeni makine teçhizat alımında kesinti yapmaları, üretimde kesinti yapmalarını gerektirmiyordu. Devasa yatırımlarla ulaştıkları ölçek ekonomileri sayesinde marjinal maliyetlerde sağladıkları temel indirimlerle, fiyatlar düşse de, değişken sermayeleri (yani, ilave her bir ürün için gerekli emek, ara mallar ve hammaddelere yapılan harcamalar) üzerinden

hâlâ genellikle makul bir kâr haddi elde ederler. Bu yüzden, gerileyen sermaye birikimi, yükselen işsizlik ve azalan tüketici güveni yoluyla tüketim talebini olduğu kadar yatırım talebi artışını da eritse bile pazarı ürüne boğmayı sürdürürler. Üstelik birçok örnekte, firmalar, kendi varlıklarını sürdürebilmenin koşulu olarak, ümitsiz bir çabayla rakiplerini piyasadan kovmak üzere kâr marjlarından fedakârlık yaparak, yağmacı bir tavırla fiyatları kırıyorlar.

Borsadaki çıkışın en görkemli son aşamasının teknoloji, medya ve telekomünikasyona (TMT) odaklanma derecesi göz önüne alındığında aşırı-yatırım ve onun sonucu hızla düşen kârlılığın özellikle bu sektörde yoğunlaşmış olması anlaşılabilir bir durum oluyor. Hisse değerleri en hızlı bu sektörde yükseldi; dolayısıyla para yaratmanın en kolay, yatırım yapmanın en ucuz olduğu sektör burasıydı.[18] Üstelik bu sektörde hisse senedi fiyatlarının temsil ettikleri şirketlerin kârlarıyla ilişkisi kesildikçe, (bkz. yukarıda s. 217, Şekil 7.3) borsa analistleri, satış artışı ya da fiziki üretimde artış gibi bir dizi giderek daha garipleşen alternatif şirket hisse değeri hesap usulleri uydurdular. Öte yandan bu usuller başarıları genişlemeye bağlı olan birçok bilişim teknolojisi şirketinin fonlara ulaşmasına, sınırsız yatırım yapılmasına ve sektörün bütününde gerçekleştirme sorunlarının doğmasına yol açtı.

Bu sendrom ekonomi bütünü üzerinde önemli sonuçlar yaratarak en abartılı şekliyle telekomünikasyon alanında gözlendi.[19] Telekomünikasyon konusundaki düzenlemelerin 1996'dan itibaren serbestleşmesi sektörü tüm gelenlere açtı. Tam bu

18 Borsanın en yüksek noktasında, TMT sektöründe çok yükselmiş hisse senedi fiyatlarını çok yükselmiş yatırımlara çok yükselmiş verimlilik artışına ve bunlardan dolayı tekrar çok yükselmiş hisse hisse senedi fiyatlarına –ama hiçbir şekilde kârlara değinmeden– bağlayan 'olumluluk döngüsü'nün belgelendirilmesi için bkz. IMF, *World Economic Outlook*, Mayıs 2001, s. 63-6.

19 Bu ve takip eden iki paragraf için, R. Miller ve diğerleri, "Too Much of Everything", Business Week, 9 Nisan 2001; P. Elstrom, "Telecom Meltdown", *Business Week*, 26 Nisan 2001; A. Berenson, "Market Paying Price for Valuing New-Economy Hope over Profits", New York Times (web baskısı), 21 December 2000. TMT sektörünün dinamiklerini daha iyi anlamama yardım ettiği için Aaron Brenner'e müteşekkirim.

esnada internetin geliştirilmesi, sanayide, sanayiler arasında ve sanayiler ile müşteriler arasında etkin, kolay kullanılan iletişim ağları kurulması –ve bu ağların birbirleriyle bağlanması– konusunda daha önce olmadığı kadar sınırsız potansiyel sunuyormuş gibi görüldü. Hisse senedi fiyatını döşenen hat uzunluğu ile gerekçelendirmeye çalışan borsa analistlerinin kışkırtmasıyla, haberleşme şirketleri, fonlara ulaşmada hiçbir kısıtlamayla karşılaşmadan, piyasanın sonu yokmuşçasına bir pervasızlıkla yerel, ulusal veya uluslararası fiber-optik ağlarını kurdular. 2000 yılında ABD'de en az altı şirket yeni ulusal fiber-optik ağları, yüzlercesi de yerel ağları kuruyordu. Telekomünikasyon sanayi 1997 ile 2000 yılları arasında yıllık yatırımlarını düzenli olarak artırarak, 50 milyar dolar civarından 124 milyar dolara taşıdı. Aynı dönemde telekomünikasyon sanayinin yıllık borç artışı da neredeyse tam bu miktarda oldu. Sonuçta ABD'li ve Avrupalı telekomünikasyon şirketlerinin borçları bugün itibariyle 700 milyar dolar seviyesindedir.

Bütün bu yatırımlar sonunda telekomünikasyon ağlarının %2,5 gibi (Nisan 2001 itibariyle) hayret verici ölçüde düşük kullanırlık oranı ile telekomünikasyonda büyük bir doygunluk oluştu! Bu koşullar altında telekomünikasyon sanayinde getiri oranının tepe üstü inmesine ve 1996'da %14'e yaklaşan öz sermaye getirisinin 2000'de %6'nın altına inmesine şaşmamak gerekir.[20] Bu esnada borsanın temposunu belirleyen telekomünikasyon şirketleri hisse senetlerinde birbiri ardına büyük düşüşler gördüler, örneğin, bu sanayinin lideri konumundaki AT&T, Sprint ve Worldcom gibi şirketlerin hisseleri Ocak 2000 ile Ocak 2001 arasında yarı yarıyadan üçte-ikiye değişen oranlarda değer kaybetti. Kârlılıkları azalmış, varlıkları küçülmüş ve borçları rekor seviyeye çıkmışken aniden borç para bulmakta zorluk çekmeye başladılar. Bu durumda, telekomü-

20 1999 yılında, henüz 2000'nin ilk yarısındaki aşırı sermaye harcamaları ve arkasından gelen telekomünikasyon ürünlerine olan talepteki büyük düşüş yaşanmadan, haberleşme sanayinin (radio ve televizyonla birlikte) iki tamamlayıcı kolundan biri olan telefon ve telgraf sanayinde kâr haddi (net kârların net sermaye stokuna bölünmesi) 1996'daki tepe noktasından %20 aşağıya düşmüştü.

nikasyon ağlarının genişlemesinin radikal biçimde yavaşlaması ve birçok şirketin kapanması gerektiği açıkça gözleniyor.[21]

Telekomünikasyon yatırımları için kullanılan 'ölü alan' tanımının ima ettiği sonuçlar TMT sektörü başta olmak üzere ekonominin geri kalanının çoğu için de geçerli. Telekomünikasyon sanayinde yapılan teçhizat harcamaları toplam teçhizat harcamalarının %12'sini ve şirket harcamalarındaki toplam artışın %25'ini oluşturdu. Telekomünikasyon şirketleri internet trafiğini yönlendirmek için gerekli teçhizatı, web barındırma hizmetleri için bilgisayar donanımları, hizmetler için yazılım ve bilgi aktarmak için fiber-optik aygıtlar satın alırlar. Telekomünikasyoncuların azalan siparişleri tedarikçilerinin de kârlılığını ortadan kaldırdı. Söz konusu tedarikçilerin hemen hepsi yüksek-teknoloji döneminin yıldızı olan şirketlerdi; hisse senetleri felaket denebilecek düşüşler kaydeden bu şirketlerin çoğu çalışanlarının büyük kısmını işten çıkardılar. Örneğin, 2000 başından 2001'in ortasına kadarki sürede, neredeyse efsaneleşen Cisco Systems şirketinin yanı sıra, Wall Street'in gözdelerinden Lucent ve Nortel'in hisse senedi fiyatları %75 ile %85 arasında düştü ve bu şirketler 10.000 ile 20.000 hatta daha fazla sayıda kişiyi işten çıkaracaklarını ilan ettiler. Tabiî ki haberleşme şirketlerinin teçhizat talebi düşünce, teçhizat üretiminin önde gelen şirketlerinin ürünlerinin önü kesilecek ve bu kez teçhizat üreticilerine parça veren tedarikçiler bozguna uğrayacaklardı. Tam da öyle oldu. Örneğin, 2000 başından 2001 ortasına kadar geçen sürede, borsanın gözdeleri olan JDS Unishape'in hisse senetleri 309'dan 15'e ve Sycamore'unkiler de 256'dan 27'ye düştü.

Hisse senedi fiyat balonunun alevlendirdiği aşırı-kapasite, telekomünikasyon sanayi ve ona bağımlı tedarikçi zinciri ile sınırlı değil. Merkez Bankası verilerine göre haberleşme şirketlerinin yanında, yarı-iletken imalatçıları ve bilgisayar şirketleri

21 Bir tahmine göre, ekonomi ancak 300 ile 500 adet rekabetçi yerel ve 5 ile 7 adet uzun-mesafe haberleşme şirketini kaldırabilecekken, ABD'de 2001 ilkbaharında yaklaşık 1300 adet yerel ve 14 adet uzun-mesafe haberleşme şirketi bulunmaktaydı. Miller ve diğerleri, "Too Much of Everything".

de 2000 yılında kapasitelerini en az %50 artırdılar. Sonuç, bilgisayar çipi üreticilerinin tarih boyunca değilse bile, 1984-85'ten bu yana en ciddi düşüşü yaşamalarıydı.[22] O sırada, Dell, Gateway, Hewlett Packard ve benzeri bilgisayar üreticilerinin hepsi birden çok sayıda elemanı çıkaracaklarını açıkladılar ve Dell rakiplerine fiyat savaşı açtığını ilan etti. Sorun belki de şu gözlemle özetlenebilir: 1998, 1999 ve 2000 yıllarında satın alınan yüksek-teknoloji ürünü bilgi-işlem donanımın tutarı, bu dönemdeki donanım ve yazılım yatırımlarındaki nominal artış toplamının en az %61'i idi. Ancak bu alımlar, o yıllarda, hem kârlılık artışı yaratamadı hem de imalat sanayinde kâr hadlerinin 1997 ile 2000 arasında %20 oranında düşmesine sebep olan aşırı-kapasitenin önemli bölümüne yol açtı. Bu nedenle bilgi-işlem donanım yatırımları bundan böyle yerçekimi hızıyla düşecek.

Ekonominin TMT sektörü dışında kalan kesimleri de balonun-yarattığı aşırı-kapasiteden sakınmayı beceremediler. Gerek toptan gerekse perakende ticaret, başlangıçtaki üretim artışı ve imalat sanayi ürünlerine, özellikle dayanıklı tüketim mallarına olan talep artışı karşısında 1993-94'ten itibaren hızla genişledi. Elbette bu alanlardaki büyüme, borsa balonunun kışkırttığı tüketim artışı karşısında tekrar ivme kazandı. Toptan ticarette 1982 ile 1990 arasında yılda ortalama ancak %3,9 olan yatırım artışı 1993 ile 1999 arasında hızlanarak yıllık ortalama %14'e çıktı ve sermaye stoku artışı yılda %6'yı geçti. Perakende ticarette yatırım artışı bu kadar hızlı değildi, ama yine de yıllık ortalama %9 ile ilerliyordu ve 1999'da (yatırım verilerinin elde edilebildiği son yıl) artış %22 oldu. Dolayısıyla 1992 ile 2000 arasında perakendecilerin metre kare cinsinden büyümeleri nüfus artışının beş kat üstünde oldu. 1993 ile 1999 arasında toptan ve perakende ticarette kârlılığın, sırasıyla, %50 ve %33 artmış olması bu büyük genişlemeyi haklı çıkarıyor. Fakat tüketim artışı ters servet etkisi nedeniyle ve işsizliğin artması, tüketici güveninin kalmaması gibi sebeplerle

22 Bear Stearns E-Week, 2 Mayıs 2001. Bu belgeye dikkatim: çektiği için Aaron Brenner'e müteşekkirim.

hızla geriliyor. Bu durumda her iki kesimin de büyürken inşa ettikleri aşırı-alan yüzünden bedel ödemek zorunda kalmamaları şaşırtıcı olurdu. Gerçekten de 2001 yılı yaz başında, Standard and Poor's perakende ticarette görünümü 'kötü' olarak tanımladı ve yirmi beş şirketin kredi değerliliğini düşürdü.[23]

Tabii bu arada gerek otomotiv gerekse çelik sanayi yıllardır dünya ölçeğinde uzun-vadeli bir eğilim olarak süren geniş çaplı aşırı üretim sonucu, fazla kapasiteden muzdaripliler. Dünya otomotiv sanayi, artık yılda ürettiği 70 milyon otomobilin ancak %74'ünü satabiliyor. 1990'ların sonlarında ABD otomotiv sanayi özellikle SUV ve kamyonet gibi ileri teknoloji ile üretilen pahalı, yüksek-kârlı modellere olan talep patlamasına cevap veren ilk sanayi olması sayesinde, bu eğilimle gayet iyi baş edebiliyordu. Ancak Alman ve özellikle Japon üreticiler hemen yetiştiler ve ABD'li rakiplerinin pazarlarına ve kârlarına güçlü şekilde saldırdılar. ABD'li üreticilerin şansları azaldı. Çelik sanayi ise, ABD hükümetinin son zamanlarda ithalata koyduğu korumacı kısıtlamalardan da anlaşılacağı üzere, daha da kötü durumda. Bütün bu eğilimler kısa süre sonra tekrar ele alınması gereken konular.[24]

Azalan verimlilik artışı

Endüstriyel aşırı-kapasitenin yarattığı düşük kârlılıktan kaynaklanan yatırım artışının yavaşlaması, verimlilik artışı ve ona bağlı olarak kârlılık üzerinde yapacağı olumsuz etkiyle, büyük ihtimalle sonunda kendi kendisini devam ettiren ve kendi kendisini daha kötü duruma sokan bir mekanizmaya dönüşecek. Tıpkı 1990'lardaki hızlı verimlilik artışının o dönemdeki hızlı sermaye stoku artışından destek alması gibi, daha yavaşlamış olan verimlilik artışı da muhtemelen yavaşlamış olan sermaye stoku artışının peşi sıra gelecek. Bu durum, makine ve teçhizat harcamalarının sonu gelmez genişlemesi şir-

23 Miller ve diğerleri, "Too Much of Everything"; L.P. Weston, "S&P Paints Dark Picture for Retailers", *Los Angeles Times*, 6 Temmuz 2001.

24 Miller ve diğerleri, "Too Much of Everything".

ketlerin getiri oranlarına değil, borsadaki artışla birlikte ortaya çıkan servet etkisi sonucu fonlara her zamankinden kolay ulaşabilmelerine –bu durtıma yakın gelecekte geri dönülmeyeceği neredeyse kesin– bağlı olduğu gerçeğinde gizli. Ancak verimlilik artışı düşerse kârlılık, henüz reel ücret artışı aşağıya çekilmediği için daha da daralacak ve sermaye birikimini biraz daha düşürecek.

Son yıllardaki verimlilik artışı kazanımlarının orantısız biçimde bilişim teknolojisi sektörü firmalarında sağlanmış olması yüzünden verimlilik artışındaki yavaşlama muhtemelen şiddetlenecek ve uzayacak. Bu firmalar en yüksek hisse senedi değer artışı, dolayısıyla yatırım artışı ve yine buna bağlı olarak verimlilik artışı sergilediler. Ne var ki, daha önce de belirtildiği gibi, verimlilik artışına paralel olarak gerçekleşmesi beklenen kârlılık artışları ortaya çıkmadı. Bu yüzden bilişim teknolojisi firmaları aşırı-kapasiteden en olumsuz etkilenenler oldular ve yine en büyük yatırım kesintileri bu firmalardan geldi. Dolayısıyla verimlilik artışındaki en büyük ve üstelik en uzun-süreli düşüşler bunlarda olacak çünkü balonun yarattığı olumlu koşulların öngörülen bir gelecekte tekrarlanması ihtimali bulunmuyor.

Verimlilik artışındaki yavaşlama ayrıca risk sermayesinin teknolojik ilerlemeye yaptığı katkının kesilmesiyle şiddetlenecek. Risk sermayesi, yeni kurulan yüksek-teknoloji şirketlerinin kârlılık potansiyellerinden ziyade ilk ihraç getirilerindeki korkunç artışlarla yükselen borsa balonunun son dönemlerinde, yeniliklerin finansmanında önemli bir rol oynamıştı (bkz. yukarıda s. 258-259). Fakat borsanın ayakları yere değdiğinde ilk ihraçlar da risk sermayesi paralarıyla birlikte karaya oturmaktan kurtulamadılar. Balon söndüğünde, en başarılı ilk ihraç işlemlerini gerçekleştirmiş olan şirketler yatırımlardan kâr elde etmekle boğuşurken hisse senetlerinin fiyatları sıfıra doğru gidiyordu. 1 Ekim 1999 ile 21 Mart 2001 arasında ilk ihraç işleminde en yüksek ilk gün kazancı getiren on şirketten sadece ikisinin hisseleri ilk günkü arz fiyatının üstünde kalabilmeyi başardı. Geri kalan sekiz şirkette, ilk ihraç fiyatları üzerinden

ortalama %513 oranında ilk gün kazancı kaydedilmişken, 7 Mart 2001 geldiğinde hisselerinin değeri ilk günkü arz fiyatının ortalama %61,6 altına inmişti.[25] Önceden belirtildiği gibi, 2001'in ilk çeyreğinde ilk ihraç işlemlerinden elde edilen hâsılat 1999'a kıyasla %80 (yıllık bazda) daha düşüktü. Risk sermayesi yatırımları bunu destekler şekilde geriledi ve doruk noktaya çıktığı 2000 yılı ilk çeyreğindeki 26 milyar dolardan aşağıya düşerek, 2001 yılı ilk çeyreğinde 10 milyar dolar oldu.[26] Tekrar etmek gerekirse, yüksek-teknoloji balonu hayatta bir kere ortaya çıkabilecek bir durum olduğu için risk sermayesindeki gerileme de döngüsel değil, neredeyse kesinlikle yapısal bir olgudur. Goldman Sachs'deki West Coast yatırım bankacılığı başkanının ABD risk sermayesinin geleceğini tarif ederken belirttiği gibi, 'tarih kitapları –Ağustos 1995 ile Mart 2000 arasındaki– beş yılın bir sapma olduğunu gösterecektir.'[27]

Ciddi bir daralmaya yol açan baskılar

Balon ekonomisinden miras kalan aşırı-kapasite –ters servet etkisi nedeniyle şirketlerin ve hanehalkının azalan harcama ve borçlanmalarıyla birlikte– çok kısa bir zaman diliminde ekonominin bütününde aşağıya doğru bir baskı yarattı. Bu özellikle, imalat sektörü ile sınırlı olmamakla birlikte orada yoğunlaşmış olan aşırı-kapasitenin kendisini geri planda uluslararası imalat sektöründe zaten var olan ve giderek daha da kötüleşen aşırı-kapasite ve aşırı-üretimle birlikte hissettirdiği için böyle oluyordu. Uluslararası imalat sektöründeki aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunu kendisini ABD'de bir kez daha –ve daha da güçlü biçimde– doların 1995'ten itibaren değer kazanmasıyla gösterdi.

2000 yılının ilk yarısı ile 2001 yılının ilk yarısı arasında,

25 K. Kelly, "Investors Discovery Gravity as IPOs Return to Earth", *The Wall Street Journal* (interaktif baskı), 7 Mart 2001.

26 "Feeling the Heat"; Abrahams, "End of Second California Gold Rush"

27 P. Abrahams ve E. Luce, "No Exit: after Five Years of Spectacular Growth Silicon Valley Venture Capitalists are Facing a Shake-Out", *Financial Times*, 26 Şubat 2001.

imalat sektörü şirketlerinde kârlar (net faizler dahil) şiddetlenen uluslararası rekabet/aşırı-kapasite çiftе belasına çattı; TMT bundan çok fazla etkilendi; kârlar düşmeye başladı ve %46 azaldı (sermaye aşınması hesaba katılmadan ve net faizler hariç). İmalat sanayi kârlarındaki yaklaşık %80'lik düşüş aynı zamanda mali sektör-dışı şirketlerdeki toplam kâr düşüşünün %23'ünü oluşturdu. Bu sürecin genel sonucu, 2001'in ilk yarısına gelindiğinde, mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddinin (düzeltmeler yapıldıktan sonra ve net faiz dahil) 1997'deki tepe noktasından %23 daha düşük kalması, 1990'lar genişlemesi boyunca kârlılıkta elde edilen tüm kazanımları fiilen silerek 1993'teki seviyesinin altına inmesi oldu (bkz. Şekil 10.1).[28]

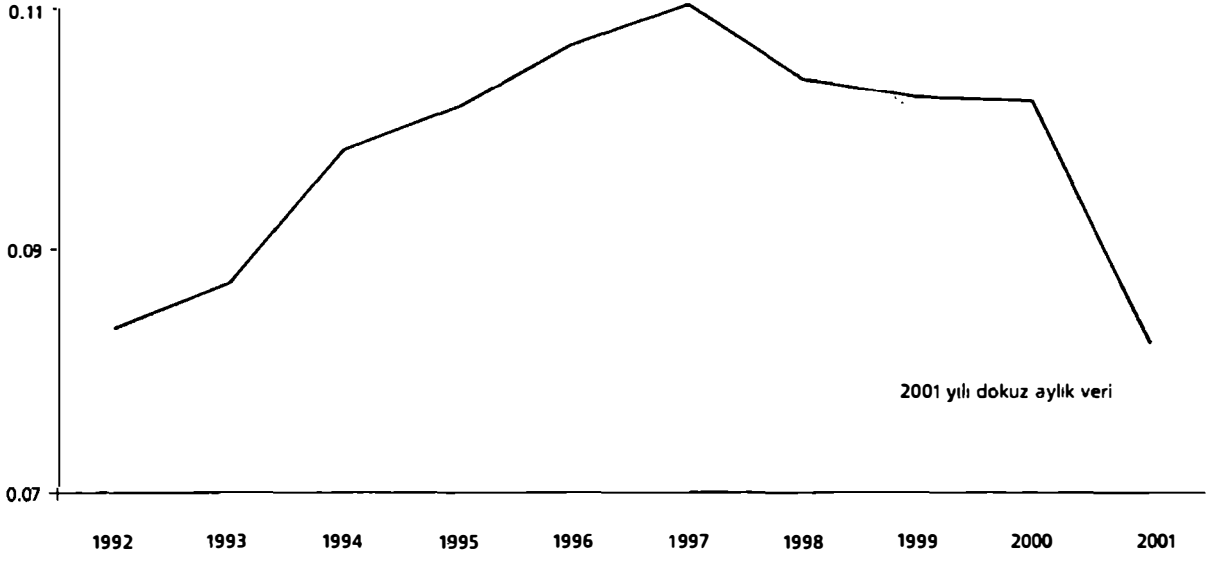
Kârlılık aşağıya doğru pike yapınca sermaye birikimi çöktü. 2000 yılının ilk yarısında yıllık %14 hızla yükselen özel sektör konut-dışı makine teçhizat harcamaları 2001 yılının ilk yarısında yıllık %6,9 oranında (ikinci çeyrekte %13,6) düştü. Sadece tüketim artışının değil, aynı zamanda ve özellikle yatırım artışının da hızlı düşüşüyle birlikte GSYİH artışı, ardından emek verimlilik artışı mevcut seviyelerini koruyamadı. 2000 yılı ortasında biten, senede %5,2 olan GSYİH artışı 2001 yılı ilk yarısında %1'e (yıllık bazda) indi. Aynı dönemde tarım-dışı ekonomide verimlilik artışı üçte-ikiden daha fazla azaldı, imalat sanayi verimlilik artışı ise 2001'in ilk yarısında mutlak olarak yıllık %1,9 oranında düştü. İşsizlik ekonominin genelinde henüz yükselmesini tamamlamamışken, ekonomik düşüşün deprem merkezi olan imalat sektöründe sadece Haziran 2000 ile Nisan 2001 arasında üretim işçileri istihdam kaybı yarım milyondan fazla oldu; bir başka deyişle istihdam %4,5 azaldı.[29]

---

28 Burada kullanılan mali sektör-dışı şirketler kâr haddi Ekonomik Analiz Bürosu (BEA), NIPA Tablo 1.16'dan alınan mali sektör-dışı şirket kârları (sermaye aşınma ve stok değerleme düzeltmeleri yapılarak) ile MBYK (FRB), Flow of Funds, Tablo B.102, Tarım-dışı Mali sektör-dışı Şirketler Bilançosu'ndan alınan mali sektör-dışı şirketler net sermaye stoku (yapılar ve donanım ve yazılım) verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

29 İşgücü İstatistikleri Bürosu (BLS), Ulusal Cari İstihdam İstatistikleri, Tablo B-1 (BLS web-sitesi). İkinci çeyrekte %8 olan imalat sektörü üretim artışı üçüncü çeyrekte %3,8'e, dördüncü çeyrekte -%1,8'e düştü.

ŞEKİL 10.1
ABD'deki Mali Sektör-dışı Şirketlerde Net Kâr Haddi, 1992-2001



Mevcut yatırımlar yeni yatırımların önünde engel oluşturuyorlar. Alan Greenspan'in kendi sözlerinde yer alan, Yeni Ekonomi teknolojilerindeki –ve Yeni Ekonomi hisselerindeki– sermaye birikiminden çıkan 'sürekli artarak geleceğe uzanan kârlar' beklentisi kabaca yerle bir oldu. Greenspan'in olumluluk döngüsünün kısır döngüye dönüşümüyle ortaya çıkan güçlü daraltıcı etkinin nasıl yavaşlatılacağı veya yapacağı hasarın nasıl önleneceği konusunda çözüm bulmak kolay değil. 2000'in ilk yarısı ile 2001'in ilk yarısı arasındaki dönemde GSYİH artışının düşüş hızı, savaş-sonrası dönemde böylesi kısa sürede oluşmuş tüm düşüşleri geride bıraktı. Aynı şey yatırımlar için geçerli. Bu kitabın yazıldığı tarih –2001 ortası– itibariyle firmalar, piyasanın durumuna bağlı olarak, borçlanmalarının yanı sıra makine teçhizat ve işgücünde kısıntıya gitmeye henüz başladılar. Dolayısıyla, herhangi bir döngüsel düşüş döneminde tipik olarak görülen, iflas ve batık kredi furyasının oluşturduğu domino etkisinin yeni başladığı söylenebilir. Benzer şekilde, imalat sanayi dışındaki işsizlik oranı, birçok olumsuz etkisiyle birlikte, belli belirsiz artmaya başladı. Ancak yatırımlardaki çöküş veri alındığında işsizlik, şu ana kadar kayda değer biçimde esneklik gösteren tüketici harcama ve borçlanmalarını aşağıya çekerek ciddi olarak büyümeye hazırlanacak gibi görünüyor.[30] Şu anda balonun geride bıraktığı büyük üretim kapasite fazlasında olduğu gibi, onun etkileriyle sendeleyen ekonomi de artık balondan kurtuldu. Bir daralma başladı. Bundan sonraki düşüşün ne kadar ciddi boyutlarda olacağını ABD ekonomisinin ve ona ayrılmaz biçimde bağlı olan uluslararası ekonominin barındırdığı dinamizm belirleyecek gibi görünüyor.[31]

---

30 2000 yılında %1 olan kişisel tasarruf oranının Temmuz 2001'de %2,5'e Ağustos 2001'de de %4,5'e sıçramış olması bundan sonra ortaya çıkacak eğilimlerin göstergesi ve habercisi olarak düşünülebilir.

31 Şu sıralarda uygulanan makroekonomik canlandırma programının etkilerini öngörmek mümkün değil. Merkez Bankası kısa-vadeli faiz oranlarında bir dizi olağandışı indirime gitti. Yine de üretim kapasitesindeki devasa birikimin yarattığı yatırımdan kaçış gözönüne alındığında fon temin etmeyi kolaylaştırmak sermaye birikiminde o denli bir artış yaratır mı, kestirmek güç. Faiz

oranları ne kadar düşerse düşsün halihazırda ellerinde bu kadar çok makine teçhizat varken firmalar yatırım yapmak için borçlanmaya razı olmayacaklar. Bu açıdan Merkez Bankası çok bilinen bir çareden medet umdu. Öyle görülüyor ki, Alan Greenspan 1998 ve 1999'da olduğu gibi (hâlâ yüksek olan) konut değerleri teminat gösterilerek yapılacak borçlanma artışının yanı sıra hisse senedi fiyatlarında ortaya çıkacak yeni bir artışla hanehalkı tüketimini bir kez daha arttırarak günü kurtarmaya çalışıyor. Bunun kısa vadede işe yarayıp yaramayacağı bir tarafa, yeni bir balon ve orta vadede daha da tahripkâr olacak bir borsa çöküşü yaratma riski taşıdığı da ortada. Keynesyen açıkların, özellikle kamu harcamalarını arttırarak yaratılması halinde, talebi doğrudan doğruya arttırması açısından daha yararlı olabileceği görülüyor. Ancak kamu harcamalarının yakın gelecekte bu denli bir etki yaratabilecek kadar büyük olup olmayacağını bilmiyoruz. Bu yargının birinci nedeni mevcut politik ortamda kamu kaynaklarının oransız biçimde varlıklı kesime vergi indirimi olarak kullandırılma ihtimali olması, zenginlerin ise kazanımlarının esas bölümünü tüketmek yerine tasarrufa ayıracak olmaları. İkinci neden, şu anda öngörülen miktarda arttırılacak olan kamu açığının, şirketler ve hanehalkının bilançolarını toparlamak üzere azaltacakları özel sektörün borçlanma miktarıyla büyük ölçüde bertaraf edileceğidir.

ONBİRİNCİ BÖLÜM

Olasılıklar: 'Burada böyle olmaz'

1973'ü takip eden yirmi yılda ABD ekonomisi çok kötü bir durgunluğa, uzun süren düşüşe saplanıp kaldı. 1990'ların ilk yarısında, ekonomi, gerçekten, savaş-sonrası dönemin herhangi bir beş-yıllık diliminde sergilediğinden daha düşük bir performans sergiledi. Uzun zamandır sesi soluğu çıkmayan imalat sanayiinin uluslararası rekabet gücünü, ihracat artışını ve kârlılığını geri kazanmasıyla ancak 1993'ten itibaren canlanmaya başladı ve önemli bir genişleme sürecine girdi. ABD ekonomisinin, durgunluğa geri dönmeyi önlemek dolayısıyla uzun süren düşüşü daha da uzatmak için aşması gereken süreç, kabaca söylemek gerekirse, 1995-97'ye kadar takip ettiği ancak tam o sırada doların yükselmesi ve Doğu Asya'daki kriz nedeniyle canlılığını muhafaza etmek için borsa balonunun yarattığı servet etkisine yaslanmak zorunda kaldığı yola geri döndürecek süreç olmalı. Ancak bu defa ABD'nin ticari ortakları ABD'nin hızla artan ihraç ürünlerini destelemek üzere kendi iç pazarlarını yeterince hızlı büyütmeliler, buna karşılık ABD'deki üreticiler de ABD pazarı üzerinde daha büyük bir denetim kurarak ticari ortaklarını vazgeçemeyecekleri bir pazardan mahrum bırakmamalılar. Bir başka deyişle, ABD'nin ve onun ticari ortaklarının ihracatlarının hep birlikte sembiyotik bir

büyüme gerçekleştirebilmesi için ihraç ürünleri birbirlerini yeterince tamamlamalı. Aynı ölçüde önemli bir başka konu, ABD'deki imalat-dışı, ticarete-konu olmayan mallar sektörünün de uzun süren durgunluktan kurtulup daha yüksek yatırım ve verimlilik artışına yol açarak daha iyi kârlılığı, daha yüksek ücret artışını ve dinamik şekilde genişleyen bir iç pazarı mümkün kılacak şekilde yukarı doğru çıkan olumlu bir kâr hadleri helezonu yaratmasının gerekliliğidir.

Bununla birlikte, öngörülebilir bir gelecekte, ne uzun süren düşüşün aşılması ne de derinleşen durgunluk veya daha beterinin önlenmesi beklenebilirdi. Çünkü genelde gelişmiş kapitalist ekonomiler bir bütün olarak 1990'lar boyunca, 1960'lar ve 1970'ler bir kenara, 1980'lerdeki kadar bile başarılı olamadılar. Üstelik bu, ABD'deki genişlemenin sağladığı devasa uyaranlara rağmen böyle oldu (bkz. yukarıda s. 63, Tablo 1.10). Daha kesin söylemek gerekirse iki neden gösterilebilir: Birincisi, 1990'lar sonunda ve özellikle 1998'den sonra ABD'deki ve uluslararasındaki genişlemenin temel dürtüsü olan borsa balonu patladı ve kalıcı bir dönüş yapacak gibi görünmüyor. İkinci olarak, kısa veya uzun vadede ne imalat sanayinde gerekenden fazla üretim yerine tamamlayıcılık ilkesine dayalı uluslararası büyümeye dönük bir yol izlemeyi ne de imalat-dışı sektörde sürdürülebilir yatırım patlamasını sağlamak kolay olmayacak.

Model kesintiye uğramıyor

Öncelikle unutulmaması gereken şey, dünyanın önde gelen imalatçı ekonomilerinin –ABD ve Doğu Asya'dakilerle Batı Avrupa ve Japonya– ta 1998'e kadar, uzun süren düşüş dönemi nin tamamı boyunca olduğu gibi, uluslararası imalat sanayi üretim hatlarında yeni başlayan aşırı-kapasite ve aşırı-üretim yüzünden bir arada genişlemeyi ve zenginleşmeyi başaramamış olmaları. Her döngüsel genişleme başladığında, döviz kurları düşük olan ulusal imalat sektörleri kârlılıklarını artırma ve göreli olarak daha hızlı büyüme eğilimine girerken, döviz kurları artan ülkelerdekiler de geride kalma eğilimi gösterirdi. Bu

bağlamda, ABD'nin kronik bütçe açıkları ile dış ticaret ve cari işlem açıkları, dünya ekonomisinin daralmadan çekip çıkarılması ve çarklarının dönmesini sağlayacak talebin yaratılmasında bariz bir öneme sahip. 1980'lerin ilk yarısında ABD imalat sektörü, roket hızıyla yükselen doları peşi sıra getirecek olan rekor düzeyde yüksek faiz oranları yüzünden krize itilmişti. Japon ve Alman imalat sektörleri, bu sırada, ABD'nin rekor düzeydeki bütçe, dış ticaret ve cari işlem açıklarının ve düşük para birimlerinin yardımıyla ekonomik daralmalarından kurtuldular. 1985 ile 1995 arasında bunun tam tersi oldu; Doğu Asya imalat sektörü gibi ABD imalat sektörü de düşük dolar sayesinde gelişti. Bu esnada Alman ve Japon imalatçılar ise paraları değer kazandığı için güçlükler yaşamaya başladılar; bu güçlüklerin bazıları 1993'te ABD hükümetinin dünya talebini bütçe açıklarıyla sübvanseye etmeyi bırakıp denk bütçe uygulamalarına geçme kararı ile ciddi biçimde ağırlaştı. 1990'ların ilk yarısında Japon, Alman ve diğer Batı Avrupa ekonomileri 1950'den beri en kötü daralmayı yaşıyorlardı.

1995 ile 1997 arasında yaşanan dolardaki yeni çıkış, aynı dönemde mark ve yenin düşmesiyle, Japonya, Almanya ve Batı Avrupa'nın birçok yerinde ekonomik canlanma potansiyeli yarattı. Canlanma, hızla-artan ABD ithalatı, daha sonra hızla yükselen hisse senedi fiyatlarının yarattığı servet etkisi ile daha da büyüdüğünde, gelişmiş kapitalist ekonomilerin çoğunda tıpkı 1970 ortaları ile 1980 başındaki döngüsel düşüşler sonrasında olduğu (ama 1990'ların ilk yarısında başaramadıkları) gibi yeni bir döngüsel düzelme sürecinin patlak vermesiyle gerçekleşti. 1995-97 yıllarında ABD ekonomisi dolardaki yeni yükselişin geçici olarak üstesinden gelebildi ve döngüsel genişlemesini hızlandırabildi. Ancak, reel ücretlerde görülen düşüşe rağmen imalat sanayi kâr haddinin on-yıl süren çıkışının durmasını önleyemedi. Bu, bir bakıma imalat sanayicilerinin maliyetleri –ücret maliyetlerini olmasa da– paralarının artan değerinin yarattığı olumsuzluğu telafi edecek oranda düşürme konusundaki şaşırtıcı becerileri kadar borsanın yükselerek servet etkisi yoluyla yatırım ve tüketim artışını teşvik etme

marifetiyle de oldu. G-7 ve OECD ülkeleri toplamında 1997 yılı GSYİH artışı 1990'ların doruk noktasını oluşturdu.

Bununla beraber, 1995'ten itibaren ABD'de ve Doğu Asya'da (Japonya hariç) hâkim olan ve Japonya, Almanya ve Avrupa'nın geri kalan birçok yerindeki ekonomik canlanma için zorunlu görülen yüksek döviz kurları, sonunda 1997-98 yıllarında ABD'de ve kriz içindeki tüm Doğu Asya'da imalat sanayinin rekabet gücünü zayıflattı; ihracatın küçülmesine, imalat sanayinde ve genelde kârlılığın düşmesine yol açtı. 1998 sonbahar ve kış ayları geldiğinde ABD dahil olmak üzere tüm dünya ekonomisi yeni bir daralmayla, belki daha da kötü bir sonuçla karşı karşıya idi. Kendisini uluslararası imalat sanayi kâr hadleri üzerinde aşağıya doğru yaptığı baskı ile hissettiren uluslararası aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunu çirkin yüzünü bir kez daha göstermişti.

The Economist dergisinin 1999 başında yaptığı bir ankette, "Devasa aşırı-yatırımlar sayesinde, Doğu Asya başta olmak üzere tüm dünya bilgisayar çiplerinde, çelikte, otomobillerde, tekstilde ve kimyasallarda fazla kapasite ile dolup taşıyor. Örneğin otomobil sanayinin hâlihazırda dünya genelinde kullanmadığı kapasitenin %30 olduğu hesaplanıyor; ancak Asya'da hâlâ yeni fabrikalar yapılıyor," şeklinde bir yoruma rastlıyoruz. *The Economist*'te ileri sürülen görüşün devamı şöyle geliyor: "Bu aşırı kapasiteye yol açan birimlerin hiçbirinin yakında ortadan kaldırılması beklenmiyor, çünkü nakit-bolluğu içinde olan firmalar zarar etseler de gelir yaratma uğruna fabrikalarını çalıştırmayı tercih ederler. Küresel bolluk fiyatları bıkmadan usanmadan aşağıya çekiyor. Devalüasyon aşırı-kapasiteyi ortadan kaldırmaya yetmez; sadece sorunu bir başkasının üstüne aktarır." Ankette, dünya üretim açığının –sınaî kapasite ile kullanılan kısmı arasındaki– 1930'lardan beri en yüksek seviyeye doğru gittiği sonucuna ulaşılıyor.[1] Uluslarara-

1 "Could It Happen Again?" *The Economist*, 22 Şubat 1999. Birkaç ay sonra Uluslararası Mutabakat Bankası'nın (Bank for International Settlements) belirteceği gibi, "1998'de ve 1999 başında ...birçok sanayide küresel olarak çok fazla aşırı kapasite bulunmaktaydı. Bu genelde bilhassa Japonya ve Asya için söz

sı ekonomiye uzun süren düşüş boyunca damgasını vuran bu çelişkili kalkınma modelinin aşılacağına dair bir belirtinin şu ana dek ortaya çıkmadığı açıkça görülüyor. Tersine, geçen her on-yılla birlikte, model daha da belirginleşiyor ve sistem-genelinde her seferinde daha ikircikli bir ilerleme, buna mukabil daha derin bir kriz riski yaratıyor.

Hepimizin bildiği gibi, 1998'den itibaren, ABD ekonomisini ileriye götürecek olan imalat sanayinin kârlılık, uluslararası rekabet gücü ve ihracat artışının yerini ABD Merkez Bankası'nın vazgeçilmez desteğiyle büyüyen balonunun yarattığı yatırım ve tüketim almaya başladı. Yatırım ve tüketim artışı, ABD ekonomisinin, kendisini Doğu Asya kriziyle hissettiren ve kârlar üzerinde aşağıya doğru sert bir baskı yapan uluslararası imalat sanayindeki aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorunuyla ustalıkla baş etmesini mümkün kıldı. Üstelik sonunda patlayan genişleme, dünya ekonomisinin canlanması için ihtiyaç duyulan ABD ithalat artışının yeniden hızlanmasına olanak sağlayarak 1999'dan itibaren yeni bir döngüsel düzelme başlattı. Fakat giderek daha belirginleşen soru ABD ekonomisinin dünya ekonomisini kurtarma sürecini sonunda tersine döndürüp döndüremeyeceği oldu. ABD ekonomisi borsaya ve borca dayalı tüketim ve yatırım artışına bağımlılığından vazgeçip, ihracat artışı ve özerk yatırım artışına –bu arada rakipleri ve ticari ortakları ihracata-dayalı genişlemelerini sürdürürken– bel bağlayabilir miydi? Esas sorun, gelişmiş kapitalist dünyada ortaya çıkan yeni sanayiler kadar Japonya, Batı Avrupa ve Doğu

---

konusuydu ama ABD için de geçerliydi. Oysa, beklentilerin tersine, ABD'de işsizlik oranı her zamankinden daha düşük olma eğilimine girdi; imalat sanayinde kaydedilen kapasite kullanım oranı düştü. Yükselen küresel rekabet ortamında kârlar, bazı ülkelerde ve bazı sektörlerde daha sert olmak üzere, zayıflamaya başladı..." "Birçok ülkede ve birçok sektörde var olan aşırı sınai kapasite tehlikesi mali istikrar için ciddi bir tehdit olmayı sürdürüyor. Söz konusu aşırı kapasitenin düzenli olarak azaltılmaması veya bolluğun giderilmemesi halinde sermaye getiri oranları hayal kırıklığı yaratmaya devam edecek, güven ve yatırım harcamalarını zayıflatarak bunlar üzerinde uzun süreli etkiler yaratacaktır. Üstelik bu sermaye genişlemesini finanse eden kuruluşların mali durumları sorgulanır hale gelebilir." 69th *Annual Report 1998-1999*, Basel, 7 Haziran 1999, s. 5, 146.

Asya'yı 1990'larda duraklatan kriz ve daralmaların da sonunda uluslararası imalat sanayindeki gereksiz üretim eğilimini yok edip etmediği ve bu sanayilerde gerekli olan birbirini tamamlayıcılığı artırıp arttırmadığıdır. Eğer öyle olduysa, karşılıklı genişleyen bir dünya iş bölümü artık, ders kitaplarında yazıldığı gibi, tüm taraflara sonunda dinamik bir uluslararası genişlemeyi yaratacak kadar yeterli kazanım bahşedebilir. Fakat eğer yaşananlar bunlar değilse, gelişmiş kapitalist ekonomiler –ve dünya ekonomisinin tamamı– uzun süren düşüşün devamı riskini almakla kalmayıp, yerçekimine-kafa tutmuş borsanın yetersiz kalan şirket kârların etkisiyle yere indirilmesinden sonra, 1997-98'de Doğu Asya ile birlikte yaşanan uluslararası krizi geri getirme veya uzatma telilikesine de atıldılar.

Aslında 1999-2000 yıllarında güç toplayan uluslararası ekonomik genişleme dünyanın önde gelen imalatçı ekonomilerinin nihayet hep birlikte genişleyeceklerine, en azından, ya kamu açık finansmanı ya da yükselen varlık değerlerinin yarattığı servet etkisiyle ortaya çıkan ABD ithalatında her yıl yeni bir cari açık rekoru kırdıracak patlama olmaksızın genişleyeceklerine dair bir ipucu vermiyor. Bu genişleme modeli, 1970'lerin ilk yarısında başlayan ve uzun süren düşüşten beri ardı ardına görülen döngüsel canlanmalarla belirlenen süreçten uzaklaşamadı. Daha öncekilerle aynı biçimde, böylece ABD'nin Batı Avrupa –özellikle Almanya ve İtalya– Doğu Asya ve Japonya'daki esas rakipleri ve ortakları büyüyebilmek için her zaman olduğu gibi, ABD ithal pazarının büyümesi, ABD'nin tarihinde görülmemiş cari açıkları ve dolar karşısında keskin biçimde düşmüş döviz kurları (bilhassa çok düşük avro) bileşimine bel bağladılar; özellikle, sadece yüksek-teknoloji yatırım mallarının değil, aynı zamanda otomobil gibi geleneksel tüketim mallarının ABD'de balonla-desteklenen ithalat talebi artışına yaslandılar (bkz. yukarıda s. 236-237).

ABD ihracatının 1999-2000'deki uluslararası ekonomik genişlemeye çok iyi cevap verdiği doğrudur. Ancak bunu tartışmalı biçimde gerçekleştirdi. Çünkü ABD ihracatının sergilediği hızı sağlamaya yetecek güçte olması için uluslararası ekono-

mik genişlemenin zorunlu kıldığı ABD *ithalat* artışı da o denli büyük olmak zorundaydı. 2000 ortasında biten yılın ABD ihracatı %13 büyürken, ithalat %22 arttı. Sonuçta, genişlemenin ve balonun doruk yaptığı 2000 ortasında ABD ithalatının düzeyi ABD ihracatının tam %30 üzerindeydi. Bu, dış ticaret açığının daha fazla büyümesini önlemek için ihracatın ithalata kıyasla üçte bir daha hızlı artması gerektiği anlamına geliyordu.[2] Tabiî ki 2000 yılının tamamında dış ticaret ve cari işlem açıkları bir kez daha rekor kırdı; GSYİH'nın sırasıyla %3,8 ve %4,4'üne ulaştı, bu değerler 1999'da yine sırasıyla %2,8 ve %3,7 olmuştu.

Bu bağlamda, yüksek ihracat artış oranları belirsiz bir süre daha devam ettirilebilir ve rekor büyüklükteki ABD cari işlem açıkları yine belirsiz bir süre daha sürdürülebilir olsa bile, ABD imalat sektörünün, yüksek değerli dolar yüzünden, ekonominin bütününe dinamizm sağlama rolünü yeniden üstlenebilecek durumda olmadığını söylemek aşırı bir vurgu sayılmaz. 2000 yılının ilk yarısında reel mal ihracatı yıllık %11,7 hızla yükseldi; bununla beraber, imalat sektörü şirketlerinin bu altı ayda yıllık bazda elde ettiği (faiz hariç) kârlar 1997'deki seviyelerinin %80 üstüne çıkamadı. 2000 yılının tamamında reel mal ihracatı %10 artmasına karşın, imalat sanayi şirketlerinin kârları (sermaye aşınma payı ve faiz hariç) 1997'deki seviyelerinin %21 altında, imalat sanayi şirketleri kâr haddi 1997'deki seviyesinin %20 altında kaldı. Bu, o yılda, imalat sanayi kapasite kullanımı 1990'lardaki doruk noktasında veya ona çok yakın iken, kişisel tüketim harcamaları ve verimlilik artışlarının güçlü olmasına rağmen gerçekleşti. Kâr haddi, imalat sanayindeki kârlılık düşüşü yüzünden 2000 yılında mali sektör-dışı şirketlerin tamamında, 1997'deki seviyesinin %10 altına indi (bkz. yukarıda s. 247, şekil 8.9 ve s. 300, Şekil 10.1).

ABD ve uluslararası imalat sektörünün karşı karşıya kaldığı sorun 1990'ların ikinci yarısındaki sorunla aynıydı. Sorun ma-

2 J.C. Cooper ve K. Madigan, Putting on the Brakes Without Crushing the Dollar", *Business Week*, 5 Haziran 2000; "All Quiet at the FED. But the Trade Deficit Looms", *Business Week*, 4 Eylül 2000.

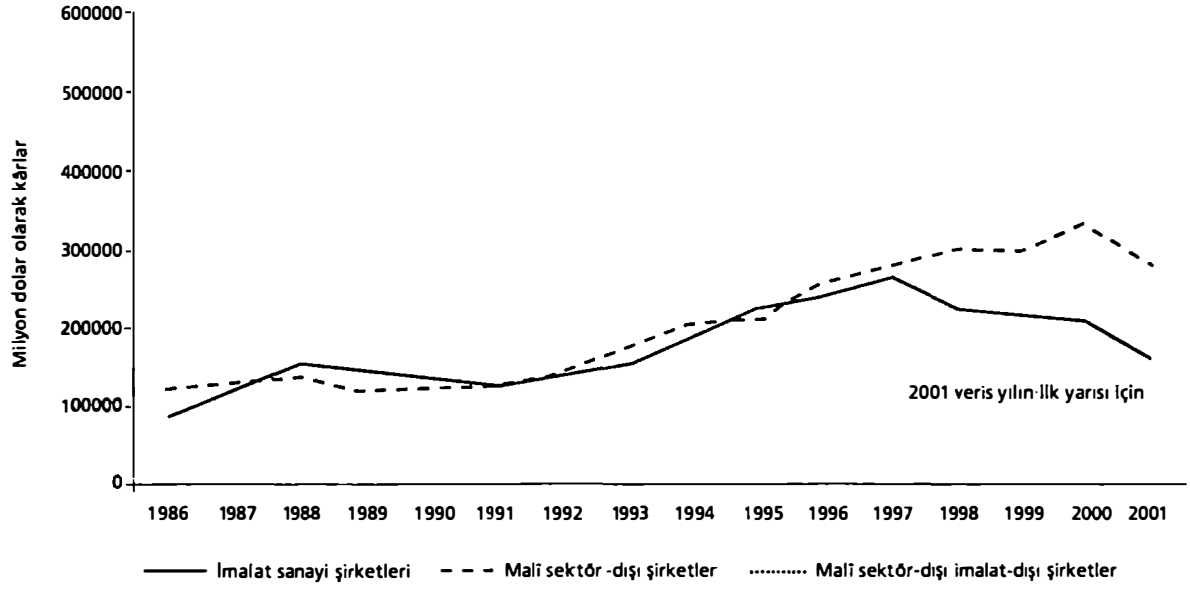
liyetler değildi hatta şimdilerde göreli olarak daha hızlı artan nominal ve reel ücret maliyetlerinde de değildi, çünkü daha önce de olduğu gibi imalat-dışı mali sektör-dışı şirketler, imalat sektörüne kıyasla daha hızlı artan ücret ve birim emek maliyetlerine rağmen 1990'larm ikinci yarısı boyunca yaptıkları gibi kâr hadlerini 2000 yılındaki seviyelerinde hatta biraz üstünde korumayı başardılar. Çünkü bu sektördeki şirketler, imalat sektöründekilerin yapamayacağı şekilde maliyetlerini fiyatlarına yansıtabiliyorlardı (bkz. Şekil 11.1; ayrıca yukarıda s. 247, Şekil 8.9).

ABD imalat sanayinde kârları aşağıya çeken şeyle, 1990'ların ikinci yarısında kârların dünya ölçeğinde artan bir baskıyla daralmasına sebep olan imalat sanayi fiyatları üzerindeki aşağıya doğru güçlü baskı aynıydı. 1999 yılında sırasıyla %2,0 ve %2,8 düşen dünya imalat sanayi dolar cinsinden ticaret ağırlıklı fiyatları 2000 yılında yine sırasıyla en az %6,2, da %2,8 düştüler. (1986 ile 1995 arasında yılda ortalama %1,3 artan dünya imalat sanayinin ticaret ağırlıklı fiyatları 1995 ile 2000 yılı arasında yılda ortalama %1,8 azaldı.[3]) 2000 yılı boyunca gelişmiş kapitalist dünyanın her yerinde talep ve kapasite kullanımı yüksek seviyede kaldığı halde durum böyleydi. Aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin imalat sanayinin canlılığı üzerine yarattığı sıkıntıyı her yerde, hatta 1999-2000 yıllarının (kısa ömürlü) döngüsel genişlemesinin tepe noktasında bile gözlemek mümkündü (bkz. yukarıda s. 186, Şekil 6.1).

Hatırlanacağı üzere, ABD'de politika yapanların en sevdikleri senaryo ABD'de borsanın yapacağı bir 'düzeltme' ve buna bağlı olarak düşecek olan servet etkisinin GSYİH ve ithalat artışını bir miktar düşürmesi, ancak bu arada ABD'nin ticari ortaklarında GSYİH'nın ABD ihracat yükselişini zedelemeyecek ölçüde artmasıydı. Böylece ABD ekonomisi bir miktar yavaşlasa da uluslararasında süregiden genişleme, aynı anda dış açıklar azaltılarak, korunmuş olacaktı. Bunun anlamı 'balans ayarı' idi. Fakat 1999-2000 genişlemesinden alınan ders tabiî ki bunun tam

3 Dünya imalat sanayi fiyat serileri IMF'in jesti.

ŞEKİL 11.1
ABD İmalat Sanayi Şirketleri, Mali Sektör-dışı Şirketler ve Mali Sektör-dışı İmalat-dışı Şirketlerde Faiz Ödemelerinden Sonraki Kârlar, 1986-2001



tersiydi. Çünkü dünya pazarının ABD ihracatının herhangi bir oranda artmasını sağlayacak kadar genişlemesi için ABD ithalatının ve ABD cari işlem açığı artışının ABD ihracatından önemli oranda fazla olması gerekirdi; ABD ithalat artışındaki herhangi bir düşüşün, ABD ihracatında daha yüksek bir oranda düşüşe yol açması beklenir. Ve aslında olan da buydu.

2000'in ikinci yarısında, ABD borsası ve ABD ekonomik büyümesi nihayet hızla düştüğünde ithalat artışı büyük oranda yavaşladı. Fakat durgunluk karşısında toparlanmaktan çok uzak olan Japon, Batı Avrupa ve Doğu Asya ekonomilerinin hepsi birden ciddi bir ekonomik yavaşlamaya girdiler ve bu yüzden ABD ihracat artışı ABD ithalat artışından daha çabuk küçüldü. 2000 yılının son çeyreğinden 2001 yılının ilk yarısına kadar geçen sürede ABD'nin reel mal ithalatı yıllık %5,1 azaldı, ama ABD reel mal ihracatı bunun %50 üstünde bir hızla, yıllık %7,6 azaldı; bu durumda, bir tane daha rekor dış ticaret açığı olacak. Sonra da, daha önce belirtildiği gibi, 2001'in ilk yarısında ABD imalat sanayi kârları, özellikle ABD kişisel tüketim harcamaları artışı, bilhassa dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamalar, balon sonrası borsadaki fiyat düşüşünün ardından bariz biçimde düştüğünde, 2000 yılının ilk yarısına kıyasla yıllık bazda %46 düştüler. ABD ekonomisi bu şekilde momentum kaybederken dünyanın geri kalanı onu kurtaramaz, ama kendileriyle birlikte aşağıya çekerler ve bu da ABD'nin yaşadığı zorlukları daha da ağırlaştırır. Derinleşen uluslararası düşüşten çıkış ABD tarafından başlatılmak ve yönlendirilmek zorunda.

İmalat-dışı sektör ekonomiyi sürükleyebilir mi?

Öyle görülüyor ki, ABD ekonomisinin gelecekteki sağlığı büyük ölçüde imalatın dışında kalan sektörlerin oluşturduğu muazzam ekonominin, 1990'lar genişlemesi sırasında sergilediği yüksek enerjiyi sürdürebilmesine bağlı. Mali sektör-dışı imalat-dışı şirketlerin kâr haddi 1992'den itibaren sürekli yükselerek 1995'te nihayet 1986'daki seviyesine ulaştı. Sonraki

beş yılda %15 daha artarak bu seviyesini korudu, hatta 1997 ile 2000 arasında imalat sanayi şirketlerinin kâr haddi %20 düşerken bile bir miktar artı (bkz. yukarıda s. 215, Şekil 8.9). Hızlı sermaye birikiminin temelini yükselen kârlılık oluşturdu; sermaye birikimi de yükselen verimlilik artışına katalizör oldu; verimlilik artışı ise tekrar kârlılığı yükseltti ve bu, on yıl boyunca böyle sürdü.

İmalat-dışı sektör 1980'lerin ortalarından 1990'ların başına kadar uzun bir düşük kârlılık dönemi geçirdi. Kâr haddinin düşük kalmasının nedeni bir taraftan 1985 ile 1995 arasında ısrarla düşük seyrederek imalat-dışı sektörün dünya pazarından satın aldığı girdilerin maliyetlerini bariz biçimde yükselten dolar, öbür taraftan da 1980'ler boyunca krize mahkûm bir imalat sektöründen gelen talep artışındaki ani yavaşlamaydı. İmalat-dışı sektörün sonradan yenilenen canlılığı, en azından bir bakıma, imalat sanayi GSYİH artışında 1993'ten sonra görülen hızlanmaya bağlıydı ve kuşkusuz 1995'ten sonra doların değer kazanmasıyla ucuzlayan ithalattan destek aldı. 1995'ten sonra da, tabiî ki, borsanın yükselmesiyle oluşan servet etkisi sonucu hem sermayeye kolayca ulaşılması hem de talep artışının hızlanmasıyla imalat-dışı sektör de ileriye doğru hamle yaptı. Can alıcı soru şuydu: Bu sektör etkileyici genişlemesini kısa, orta ve uzun vadede devam ettirebilir mi?

İmalat-dışı sektörün verimliliğindeki iyileşmelerin kapsamı, imalat-dışı sektörün verimlilik artışının hızlanma zamanlaması ve son olarak imalat-dışı sektör kâr haddi eğrisi göz önüne alındığında bundan şüphe duymak yerindedir. Öyleyse hatırlanacağı üzere, imalat-dışı sektördeki yedi sanayi kolundan en az üç tanesinde –inşaat, ulaşım ve kamu altyapı hizmetleri– 1993 ile 1999 arasında yıllık ortalama verimlilik artışı 1982 ile 1990 arasındaki orandan *daha düşük* oldu. Dolayısıyla bu sanayi kollarının imalat-dışı sektörün artan dinamizmine hemen hiç katkıda bulunmadılar (bkz. yukarıda s. 269, Tablo 9.2). İmalat-dışı sektörde kârlılığı yükselten verimlilik performansı, aslında sadece hizmet sektöründe –belirtmek gerekirse toptan ticaret, perakende ticaret ve FSG (finans, sigorta ve gayrimen-

kul)– ilerleme kaydetmişti.[4] Üstelik hizmet sektörünün, 1993 ile 1999 arasında, verimlilik artışında iyileşme sağlayan bu sanayi kolları arasında sadece toptan ticaret, verimlilik artışındaki sıçramayı 1996'dan –ya da bir başka deyişle hem doların hem de borsanın yükselmeye başlamasından– önce başlattı. Sonuç olarak, imalat-dışı sektör 2000 sonuna kadar kâr haddi düzeyini 1995'lerde ulaştığı düzeyin epey üstünde tutabildi, ancak, 1997'den sonra, sektördeki yatırım ve tüketim miktarlarıyla verimlilik artışı yüksek seviyelerini devam ettirmesine rağmen, daha fazla artamaz hale geldi. Başka bir deyişle, imalat-dışı sektörün 1995 ile 2000 arasında yeniden canlılık kazanması, vahim bir şekilde, yükselen borsa ve onun yarattığı servet etkisinin teşvikiyle mümkün oldu ve şimdi onların yokluğunda büyük olasılıkla zayıflayacak. Sadece çok ucuza sağlanan sermaye sübvansiyonuyla yapılan yatırımlar değil, aynı zamanda borsa balonuna-dayalı talebinin destek olduğu kârlar da borsanın düşüşüyle bir kenara çekildiğinde muhtemelen imalat-dışı sektörün kâr haddi düşecek ve onunla birlikte imalat-dışı sektör sermaye birikimi ve verimlilik artışının kaydettiği başarı da azalacak. Eğer imalat-dışı sektörde kârlılık 1997 ile 2000 arasında hüküm süren çok olumlu koşullarda artamadıysa, o koşullar olmadığında ciddi bir düşüşten kaçamayacaktır.

ABD ekonomisinin elinde görünürdeki zafiyetlerinin üstesinden gelebilmesine yarayacak bir kozu olduğu tabiî ki düşünülebilir. O nedenle ABD'de kârlılığın 1997'deki görece yüksek seviyelerine (çok kısa süren hafif bir daralmadan sonra) yeniden çıkması, bunun orta ve uzun vadede sürdürülebilir olması, hatta gerek ABD'de gerekse uluslararası alanda somut büyüme gerçekleştirmesi olanaksız değil. Bunu, aslında 1993'ten 2000 ortasına kadar yaptığı gibi, 1980'ler boyunca ve 1990'larm ilk yıllarındaki krizlerde eskimiş makine teçhizatı söküp atan, şimdi de 2000'lerin başındaki krizde aynı şeyi yapan ekonominin makul verimlilik artışlarını sürdürebilmesini

4 İmalat-dışı sektörün yedi sanayi kolundan sonuncusu olan hizmet sektörünün hizmetler sanayi kolu, burada bir kenara bırakıldı, çünkü o kolun verimlilik artışını gösteren resmî veriler tartışmaya açık.

sağlayacak görece yüksek yatırım artışı seviyelerini göze alarak yapabilir. Yine de, bunun olması için, imalat sektörünün, değeri yükselmiş dolarla ve borsa balonunun yokluğunda, bu çalışmada tasavvur edildiğinden daha canlı olması gerekir. Bu durumda –1990'lar boyunca yaşanan genişleme ve krizlerde– dünya ölçeğinde sökülüp atılan atıl kalmış üretici kapasitenin ve yeni doğmuş sanayilerin, dünya ölçeğinde 2000 yılına kadar tanık olunandan daha tamamlayıcı bir uluslararası iş bölümünü ortaya çıkarması beklenirdi. Bir başka seçenek de, imalat-dışı sektörde verimliliğin gelişmesine yol açan yatırım artışının, benim tahminimden daha büyük ölçüde. dinamik bir imalat sektöründen gelen uyaranlara yaslanmasının yanı sıra, yükselen hisse senedi fiyatlarının yarattığı servet etkisinden bağımsız kalabildiğini de kanıtlayabilmesi olurdu.

Bununla beraber, bana öyle geliyor ki, balonun patlamasıyla sonunda ABD ekonomisi, yukarıdaki seçeneklerden herhangi birinden ziyade Japon ekonomisinin kendi balonunun son bulduğu dönemde karşılaştığı türden durgunluk yaratıcı güçler tarafından aşağıya doğru çekilecek. Bu genel olarak böyle olacak çünkü Japon ekonomisinin 1990'ların başındaki hâli gibi, ABD ekonomisi de, –aşırı-değerli döviz kuru ile kendi kendisini zorda bırakırken– *hem* tersine-dönmüş-balonun aşağıya doğru yaptığı helezonik baskı *hem de* hâlâ aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin yarattığı kısıtlarla cebelleşen bir uluslararası imalat sektörü ile karşı karşıya. 1985'ten sonra Japonya'nın başına geldiği gibi 1995'ten itibaren ABD ekonomisinin, büyük ölçüde imalat sektörünün artan rekabet gücü ve kârlılığına dayalı olarak yeni doğan genişlemesi parasındaki değer artışı yüzünden tökezledi. 1980'lerin sonunda Japonya'da olduğu gibi. ABD ekonomisi de 1990'ların sonlarında içinde barındırdığı sorunlarının üstünü, hem hükümet hem de önde gelen şirketleri eliyle daha önce görülmemiş ölçüde beslediği, varlık fiyatları balonuyla örttü. Varlık fiyatları balonunun yarattığı servet etkisi, Japonya'da 1980'lerin sonunda olduğu gibi, ABD'de de 1990'ların son döneminde çok hızlı sermaye birikimiyle güçlü biçimde sürüklenen önemli bir genişleme yarattı.

Ancak, yine Japonya'da olduğu gibi, yatırım artışı beraberinde, imalat sanayi kârlılığında gerçek bir iyileşme getiremediği için –aslında tam tersi oldu– yatırımların çoğu hem balonun hem de genişlemenin sonunu getirecek olan aşırı-yatırımlara dönüştüler.

Japonya'dakiler gibi balona-dayalı yanlış-yatırım genişlemesinden miras kalan sınaî üretici güç fazlalığı tarafından engellenen ve varlık fiyatlarının pike yapması sonucu finansman ihtiyaçlarını karşılamakta güçlük çekmeye başlayan ABD'li üreticilerin, Japon üreticilerde olduğu gibi, özellikle servet etkisinin sona ermesiyle yavaşlayan tüketim artışını da göz önüne alarak, artık sermaye birikimlerini bariz biçimde kısmaktan başka seçenekleri kalmayacak. Ayrıca, uluslararası alanda aşırı kapasite ve üretim hüküm sürerken, yüksek-fiyatlı paraları yüzünden, artan rekabet gücü, ihracat ve kârlılığa dayalı bir büyüme kulvarına dönme başarıları bloke edilen ABD imalat sektörü, yine Japonya'da olduğu gibi, ekonomiyi, balona-dayalı kütlesel yatırımların verimlilikte mümkün kıldığı kazanımlara rağmen, paralarının değer kazanmasından ve borsa balonunun şişmesinden önce yaptıkları gibi yeniden canlandıramayacak. Başka türlü söylemek gerekirse, balonun hüküm sürdüğü yıllarda gerçekleştirdiği yüksek sermaye birikimi seviyesini artık tutturamayacağı için, yüksek değerli parasının etkisini bertaraf etmek ve kâr haddinde daha da büyük bir daralmanın önünü kesmek için gerekli olan yüksek verimlilik artışı oranlarını da sürdüremeyecek.

ABD ekonomisinin, Japon ekonomisini sakatlayan banka krizini önlemesi mümkündür. Ancak ABD, Japonya'yı –şu ana kadar– idare eden muazzam tasarruflar ve cari işlem fazlalarından mahrum olacak. ABD ekonomisi borçları çok fazla olan ABD şirketleri ve hanehalkının, önlerini göremedikleri bir iş ortamında, bilançolarını aniden toparlamaya kalkışıp hızla tasarruflarını artırmalarıyla, talepte ortaya çıkması muhtemel esaslı ve yıkıcı bir düşüşle baş başa kalır. Mali dengeyi sağlamak için yapılan bu tür geri dönüşler 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başlarında Japonya'nın yanı sıra İskandinavya'da ve

İngiltere'de önemli daralmalara yol açmıştı. Aynı şekilde, ABD ekonomisi, bütün bunlar olurken rekor cari işlem açıkları yüzünden, yabancıların ülkede yaptıkları yatırımlardan aniden çekilip dolardan kaçmaları tehlikesiyle karşı karşıya; bu, eğilim olarak yüksek kalan yen ve cari işlem fazlalarıyla Japon ekonomisinin hiçbir zaman karşılaşmadığı bir durum.[5] Kuşkusuz ABD ekonomisi, üretim araçları ve emeğin düşük kâr getiren, verimliliği düşük ve atıl olan kısmından kurtulmakta zorlanarak herhangi bir düşüşe reaksiyon vermede Japonların yaptığı gibi geri kalmayacak. Uzun süren düşüşteki durgunluğa veya belki daha kötüsüne geri dönme ihtimali hâlâ gündemde, çünkü hem giderek canlanan ve kârlı hale gelen bir imalat sektörünün hem de genişlemeyi başarılı biçimde sürükleyen borsa balonunun yokluğunda ekonomiyi ileriye götürecek güçlerin neler olabileceğini kestirmek kolay değil.

Kriz mi geliyor?

1990'lardaki iki temel lokomotifinin –imalat sanayiinin yeniden canlanması ve borsa balonunun yarattığı servet etkisi– ters dönmesiyle momentum kaybına uğramış ABD ekonomisinin ciddi bir daralmaya doğru gitmesi ihtimali önemli riskler taşıyor. Çok genel olarak, uluslararasında 1999-2000'de ortaya çıkan döngüsel düzelmede ABD talep artışının belirleyici rolü düşünüldüğünde, ABD'de ortaya çıkacak bir daralmanın uluslararası alanda da kendi kendini-besleyen bir daralma başlatacağı kesin görülüyor. Bu bağlamda en önemli tehlike, gelmekte olan döngüsel düşüşün 1997-98'deki uluslararası krizin bir bakıma devamı olmasıdır. Kriz, ABD borsasının son aşamasındaki çıkışıyla geçici olarak ertelenmiş, ancak asla çözülmemişti ve bundan sonra, özellikle Doğu Asya, bir kez daha dünyanın barut fıçısı olmaya aday.

Japon ekonomisinin devam eden güçsüzlüğü Doğu Asya'daki sorunun odağı olarak duruyor. Bölgenin geri kalanından

5 M. Wolf, "A Chasm Opens", *Financial Times*, 28 Mart 2001.

farklı olarak, Japonya 1999-2000 genişlemesinin nimetlerinden tam olarak yararlanamadı. Bunun nedeni, Japonya'nın hâlâ 1980'lerdeki balonun, 1990'lardaki durgunluğun ve 1997-98'deki derin daralmanın mirası olan ve kârlılığı büyük ölçüde azaltan muazzam aşırı-kapasitenin ve buna ilaveten Japon firmalarının atıl işgücü ve üretim araçlarından kurtulmalarını zorlaştıran yapısal sorunlarının baskısı altında olmasıydı. Bunun ilk nedeni 1998 yazının sonundan 2000 yılı sonbaharının sonuna kadar yenin tekrar bir büyük reyalüasyon dalgasıyla ticaret ağırlıklı olarak %20 artmasıydı. Bunun sonucu olarak, ekonominin daralmadan çıkması için ihtiyaç duyduğu nominal olarak yükselen ihracat artışı gerçekleşemedi: 1999 yılında (yen cinsinden) ihracat nominal olarak %12 düştü ve 2000 yılının ilk yarısı boyunca aynı düzeyde kaldı.[6] Japon ekonomisinde kâr haddi, elimizde veri bulunan son yıl olan 1999'da, 1980'lerin sonunda balonun doruk noktalara ulaştığı yıllardaki seviyesinin hâlâ %50 altındaydı (bkz. yukarıda s.55, Şekil 1.3). İşleri daha da kötüleştirense, 2000 yılı ortasından itibaren hızla gerileyen ABD pazarının, Japon ekonomisinin önüne çıkıp hareket alanını kapatmasıydı. Japonya'nın döngüsel düzelmesi ABD'ye yaptığı ihracata, özellikle bilişim teknolojisi ürünleri ihracatına o denli bağlıydı ki, şimdi o da çok kısa bir süre önce kurtulduğu daralmaya yeniden girme olasılığıyla karşı karşıya.

Sonu-gelmez Keynesyen açıklardan oluşan tedbir paketleriyle büyüme başlatamayan çileden çıkmış Japon hükümeti 2001'in başında, ihracatı güçlendirmek için yenin değerini düşürmek üzere, reel faiz oranlarını tekrar sıfıra indirdi. Fakat bunu takip eden %10-15'lik devalüasyon (2001 ortasında), tıpkı benzer nedenlerle 1995'te yen düşürüldüğünde olduğu gibi, dünya ekonomisi ve Japonya'nın kendisi için ciddi bir dizi tehdit yarattı ve yaratmayı sürdürüyor.

Her şeyden önce değeri düşen yen, Japonya'daki varlıklardan yıkıcı bir sermaye kaçışını başlatabilir, özellikle Japon

6 OECD, *Economic Survey. Japan 2000*, Paris 2000, s. 42-3 ve Tablo 3.

bankalarının sermayeleri açısından ellerinde tuttukları hisse senetlerinin çok önemli olduğu göz önüne alındığında bu bir çöküş tehdidi de olabilir. Bu durumda Japon yatırımcılar yurtdışındaki varlıklarını satarak yükümlülüklerini karşılamak üzere parayı ülkeye getirmek zorunda kalabilirlerdi. Ancak bugün Japonlar hâlâ ABD'deki kamu kâğıtlarının en büyük alıcısı konumundalar. Bu kıymetleri hızla likide etmeleri gerekseydi, bunun ABD faiz oranında yol açacağı artış ABD'de yakın-gelecekte bir canlanma ümidini ciddi şekilde söndürebilirdi. Ya da değeri düşen yen, ABD rekabet gücünü azaltacağından ABD cari işlem açığını daha da büyütecek ve sonunda dolardan, varlıklardan, ya da her ikisinden birden kaçış tehlikesini artırabilecekti.

Belki de en yakın tehdit, düşen yen nedeniyle Japon üreticilerin Doğu Asyalı üreticileri hem Japon pazarında hem de üçüncü pazarlarda 1995'te yaptıkları gibi sıkıştırarak 1997-98 Doğu Asya krizini yeniden alevlendirme potansiyeli taşımalarıdır. Bu, kesinlikle mümkün, çünkü ABD'de süren balondan destek aldıkları bir önceki seferden farklı olarak, Doğu Asyalı üreticiler bu defa ABD'deki yavaşlamadan da kötü bir darbe alıyorlar. Bu senaryoyu böylesine tehlikeli kılan da, Doğu Asya ekonomilerinin, 1999-2000 yıllarının buyuk dongusel duzelmesinde tam olarak toparlanmadıkları için, son derece kırılgan olmaları.

1999 ve 2000 yıllarında başta Kore olmak üzere Doğu Asya ekonomileri hızla büyüyen ihracatları sayesinde çift rakamlı GSYİH artışları kaydettiler. Fakat düşük para birimleri ve düşük faiz oranları yoluyla sağlanan hızlı büyüme ekonomilerin barındırdıkları zafiyetleri maskeledi. 2000 yılında başlayıp 2001 başına kadar geçen sürede Doğu Asya'nın tamamında borsalar düştü; bunun en basit nedeni kârlılığın geri gelmemiş olmasıydı. Başta Güney Kore olmak üzere krize-yakalanmış beş ekonomide şirket gelirleri, sınaî üretimdeki görkemli artışa rağmen, kriz-öncesi düzeylerinin çok altına düştü. Doğu Asya'nın imalat sanayicileri hâlâ aşırı-kapasiteden muzdarip görünüyorlar; bu kısmen, ödeme güçlüğü içine düşmüş şirket-

leri kapatmayı ağırdan almalarıyla açıklanabilir. Bu arada, Koreli ve Tayvanlı üreticiler, bilgisayar ve elektronik gibi ileri teknoloji kullanılan üretim hatlarında Çinli rakiplerinin neredeyse on altı katı olan emek maliyetleriyle aşılması giderek zorlaşan Çin rekabetine maruz kalıyorlar. İşleri daha da güçleştiren ise geri dönmemiş krediler yüzünden zayıflamış olan bankaların borç vermeye hâlâ yanaşmamaları.[7]

ABD'nin yavaşlaması, Doğu Asya'yı esas canlanma lokomotifinden mahrum bırakarak, yeni yeni ortaya çıkan bu sıkıntıları geniş ölçüde kötüleştirdi. Bu açıdan bakıldığında, ABD'de borsanın yükselmesinin son aşamasına rastlayan 1998 sonundan 2000'in yarısına kadar gözlenen bilişim teknoloji sektöründeki genişlemenin Doğu Asya ekonomileri için vazgeçilmez olduğunu söylemek abartılı olmaz. Aslında Doğu Asya bugün ABD pazarındaki genişlemeye 1990'ların ilk yarısında, kendi genişlemesinin doruğa ulaştığı dönemde olduğundan daha çok bel bağlamış durumda. ABD ekonomisi 1994 ve 1995 yıllarında kendi daralmasından nihayet kararlı adımlarla çıkarken ve hem doların hem de wonun değeri bir arada hızla düşerken, Kore imalat sanayinin ABD'ye yaptığı ve 1988 ile 1992 arasında her yıl istikrarlı şekilde azalan ihracatın nominal değeri yılda %18 arttı. Sonra 1995 ile 1998 arasında wonla birlikte dolar hızla artınca, Kore'nin nominal ihracatı yıllık ortalama -%1 düştü ve Kore ekonomisi krize girdi. Ancak 1990'larm başlarında ABD'ye yapılan imalat sanayi ürün ihracatı artış oranlarında kaydedilen hıza rağmen Kore 1999 ve 2000 yıllarında elde ettiği başarıyı yakalayamadı. O iki yılda kaydedilen şaşırtıcı canlanmanın nedeni Kore imalat sanayinin ABD'ye yaptığı ihracatın yılda %31 oranında artmasıydı.

Kore, hem bilişim teknolojisi ürün ihracatına ve hem de ABD pazarına bağımlı olan tek Doğu Asya ülkesi değildi. Elektronik mallar ihracatı Kore gibi Tayvan'ın da toplam ihra-

7 G. Koretz, "Emerging Asia's Shaky Recovery: Scant Profits Point to Growing Risk", *Business Week*, 4 Aralık 2000; B. Bremner ve diğerleri, "Asia: The Big Chill", *Business Week*, 2 Nisan 2001; R. Jacob, "Clouds Gather Again Over Asian Tigers", *Financial Times*, 12 Mart 2001.

catının üçte birini oluşturur ve Singapur da buna yakın bir konumda. 1999 yılında ve 2000 yılının ilk yarısında ABD'de teknoloji ürünlerine yapılan harcamalardaki hızlı artış, Tayvan, Singapur ve Kore'nin ihracatını çarpıcı biçimde yükseltti. Fakat yüksek-teknoloji hisse senetleri fiyat balonunun zirve yaptığı 2000 yılının ilk yarısında yıllık %30-40 artış oranına ulaşan ABD elektronik ürünler yeni sipariş artışı hızı, yılın ikinci yarısında borsa düşünce %10'a indi ve 2001'in ilk yarısı boyunca mutlak bir düşüşe geçti.

Doğu Asya ekonomileri, 1997-98'de krize girdiklerinde, özellikle değeri düşen yenin (ve devalüe edilen Çin parası renminbi) baskısı altında iken, çabuk genişleyen ABD pazarı tarafından korundular. Fakat şimdi yen tekrar düşerken (ve Çin otoriteleri Çin'in dış ticaret fazlasındaki hızlı düşüşü gerekçe göstererek renminbiyi devalüe etme tehdidi savururken) ABD ithalat pazarı ortadan kalkıyor. Şayet devalüasyonun yanı sıra Japonya'da küçülme ve ABD'de daralma olursa (bu kaçınılmaz görünüyor), Doğu Asya'da yeni bir krizin çıkmaması zor. Eğer kriz olursa, 1997-98'de olduğu gibi –üstelik şimdilerde yüzünü o zaman olduğundan daha fazla Doğu Asya'ya dönmüş olan– Japon ekonomisi üzerinde bumerang etkisi yapması, bu arada ABD üzerinde geriletici sonuçlar doğurması kesin görünüyor.[8]

O halde bugün filmin geri sarıldığını söyleyebiliriz. Sonen borsa balonu imalat sanayinde aşırı-kapasite ile başı belada olan ABD ekonomisini ciddi bir daralmaya doğru itiyor ve bu süreçte, benzer biçimde gereğinden fazla üretici güçle baskı altında olan gelişmiş kapitalist dünyanın tamamında yeniden daralma başlatıyor. Sonuç olarak ortaya çıkan düşüş Doğu Asya, Japonya ve ABD'nin oluşturduğu birbirine bağlı ekonomiler üçgeninde daha ağır hissediliyor, öyle ki ufukta karşılıklı olarak birbirini besleyen bir düşüş görünüyor. Balondan geriye kalan ve gerek ABD gerekse dünya ekonomisi üzerinde kara bulut gibi dolaşan –hâlâ aşırı-değerli olan ABD borsası, ABD'nin büyük cari işlem bilançosu, ABD'nin muazzam dış

8 Bu ve önceki paragraf için, Jacob, "Clouds Gather Again Over Asian Tigers".

borcu ve ABD özel sektörünün rekor düzeydeki bütçe açıkları– büyük mali dengesizlikler göz önüne alındığında ekonomik sorunların burada son bulacağına dair hiçbir garanti kalmıyor.

Şayet ABD reel ekonomisi böyle düşmeye devam ederse ve ABD hisse senedi fiyatları toparlanamayıp daha da düşerse ABD varlıkları genel olarak yabancı alıcılar için cazibelerini büyük ölçüde yitirirler. Özellikle son iki üç yılda yabancıların satın aldığı ABD varlıklarındaki artışın ne kadar sürdürülemez bir hızda olduğu –ve aslında 2000 yılının ikinci yarısında ABD hisse senetlerinin fiyatları düşerken ve ABD ekonomik büyümesi durma derecesinde fren yaparken yabancıların ellerinde tuttukları varlık miktarı ciddi olarak arttığında– göz önüne alındığında, durum daha iyi anlaşılır (bkz. yukarıda s. 285). Ancak yabancıların elinde bulunan ABD varlıklarının gayrisafi tutarının GSYİH'nın %67'sine (2000 sonu itibariyle) ulaştığı göz önünde tutulursa ve bu varlıkların büyük bir kısmının, özel sektörün elinde bulunan kamu kâğıtları, şirket tahvilleri ve şirket hisse senetleri gibi –bir kerede olmasa da– nispeten kolayca likide edilebilecek türden olduğu düşünülürse, herhangi bir şekilde bu varlıklardan kaçış başladığında doların değeri üzerinde aşağıya doğru muazzam bir baskı olacaktır.

Bu sonuncu durumun ortaya çıkması halinde Merkez Bankası çift taraflı bir kıskaca yakalanacak. Ekonominin işlemesi ve ABD varlıklarının değerini koruması için faiz oranı indirimlerine devam etmesi gerekebilir; fakat öte yandan, doların değerini koruyup bu yolla ABD tarihinin en büyük cari işlem açıklarını karşılamak üzere yurtdışından fon girişini cazip hale getirmek için faiz oranlarını artırma ihtiyacını daha fazla hissedebilir. Ancak yabancı yatırımcıların portföylerini likide etmelerinin dolar üzerinde aşağıya doğru yapacağı muazzam baskıyı telafi etmek üzere, faizler ne kadar artacak? Faiz oranları, eşzamanlı olarak, hem cari işlem açığının fonlanmasını ve sermaye kaçışının önlenmesini sağlayacak kadar yüksek, hem de büyümeyi boğmayacak kadar düşük olabilir mi?

1980'lerin ortasındaki gündem tam da yukarıda anlatılan gibi bir senaryo idi.[9] O tarihte, önceki birkaç yılda muazzam bir mali genişlemeye sebep olan çok aşırı değerli dolar giderek daha zor kapanan ve ciddi bir düzeltme hareketini kaçınılmaz kılan bir dizi cari işlem açığına sebep olmuştu. Fakat sonunda dolar, Plaza Anlaşması'yla aşağıya çekildiğinde ortaya çıkan dolardan kaçış hareketleri sonunda 1987 borsa krizini patlattı. Bu noktada, Japonlardan gelen müdahaleler günü kurtardı. Japon hükümeti, borsanın kurtarılmasında temel bir rol oynamakla kalmadı, ayrıca, sonraki birkaç yıl boyunca Japon şirketlerinin ABD'de yatırım yapmalarını teşvik etti. Bir taraftan da bu önerinin daha kârlı hale gelmesi için Japonya'daki faiz oranlarını düşürdü. Öte yandan Japonların bugün böyle bir rol üslenebileceklerini söylemek oldukça zor.

/ Özetle, ABD ekonomisi, hangi alternatif kanaldan gelirse gelsin, reel ekonomide çeşitli yollarla mali çöküntü yaratacak bir kendi-kendisini besleyen uluslararası daralma tehlikesiyle karşı karşıyadır. Varlık piyasaları ile döviz piyasalarında, reel ekonomide tahripkâr sonuçlar yaratacak şekilde, karşılıklı düşüşlere de maruz kalabilir. Ekonomi kötüye giderken hanehalkının ve özellikle şirketlerin bilançolarını kapatmak için aniden borçlanma yerine tasarruf etmeye geçmeleri halinde durum –1990'ların ikinci yarısında ekonominin yolunda gitmesi için borçların oynadığı önemli rol ve bunun sonunda birikmiş olan borç miktarı göz önüne alındığında– çok daha tehlikeli hale gelir.[10] Bunlar, 1997-98'de uluslararası alanda ve Doğu Asya'da gözlenen krizi başlatan türden süreçler. Ama tabii ki burada böyle şeyler olmaz.

---

9 Potansiyel kriz tehdidi, S. Marris, *Deficits and the Dollar. The World Economy at Risk*, Washington, DC, Institute for International Economics, 1985. içinde tasvir edilmiştir.

10 Bkz. J. Eatwell ve L. Taylor, *Global Finance at Risk*, New York, Norton, 2000, s. 131-5.

Sonsöz

Bu kitabın yayına girdiği 2001 yazından bu yana gözlenen ekonomik gelişmeler genelde kitaptaki analizi doğruladı.[1] Benim vardığım ve bugün hâlâ geçerli olan sonuç, ne dünya ekonomisinin ne de onun bir parçası olarak ABD'nin, 1973'ler civarında başlayan uzun bir yavaş büyüme dönemi olan uzun süren düşüşü aşmakta başarı sağladığına dair herhangi bir kanıt olmadığıdır. Bu yüzden, ABD ve dünya ekonomisi durgunluğa veya daha kötü bir duruma geri dönmeyi önlemekte bugüne kadar zorlandılar ve zorlanmaya devam edecekler.

Küresel sistemin dinamizmini geri kazanmak için neden mücadele edeceği açıkça ortada. Uluslararası *imalat sektörünün* kâr haddinde, aşırı-kapasite ve aşırı-üretimin ısrarla sürmesinin yol açtığı kalıcı bir düşüş, özünde, uzun vadede sistem-geneli ölçeğinde düşük kârlılık ve yavaş büyüme yaratmıştır ve yaratmaya devam ediyor. Kârlılığı geri kazanmak için, özellikle yükseltilmiş faiz oranları ve düşük tutulmuş ücret ve sosyal harcama artışları yoluyla, hükümetler ve şirketler tarafından ardı ardına yapılan hamleler boşa çıktığı gibi, talep artışını baskı altına alarak sorunu daha da ağırlaştırdı. Aslında aşırı-kapa-

1 Aaron Brenner ve Tom Mertes'e içerik ve üsluba ilişkin konularda verdikleri vazgeçilmez destek için derin teşekkürlerimi sunmak isterim.

site 1990'ların ikinci yarısında daha da çoğaldı, bilgisayarlar ve yarı-iletkenler gibi ileri teknoloji sanayileri başta olmak üzere sadece imalat sektöründe şiddetli olmakla kalmadı, aynı zamanda, imalat-dışı sektörün telekomünikasyon gibi anahtar konumundaki Yeni Ekonomi kolları başta olmak üzere ekonominin öteki sektörlerine de yayıldı. Böylece son on yılın son birkaç yılında ekonomik büyüme hızlanmış, borsa yükselmiş olsa da kârlılık hızla düştü, bu arada mali sektör-dışı şirketlerde sermaye stokunun getiri oranı 1997 ile 2000 arasında neredeyse %20 düştü (hükümetin son zamanlarda yayınladığı düzeltilmiş verilere göre). Bu on yılda rekor-kıracak kadar uzun bir ekonomik genişleme yaşanmış olmasına rağmen, mali sektör-dışı şirketlerin 1990'lar iş döngüsündeki kâr haddi, aşağı yukarı 1970'ler ve 1980'ler döngüleri seviyesinde kalırken 1950'lerle 1960'ların uzun süren genişlemesindeki seviyelerinin *kesinlikle altındaydı*. Çünkü kârlılığın düşmesine yol açan aşırı-kapasite, 1990'ların ikinci yarısındaki ekonomik genişlemeye ve borsanın yükselişinin momentum kazanmasına rağmen, öylesine yoğunlaşmıştı ki bunun yol açtığı döngüsel düşüşün üstesinden gelmek zorlaşmıştı. 1990'lar boyunca kârlılıkta bir iyileşme sağlanamadığı için, büyük bir olasılıkla öngörülebilir gelecekte ekonomik dinamizme geri dönülemeyecek.

Mali Sektör-dışı Şirketlerde Net Kâr Haddi
(net kârlar/net sermaye stoku)
(yüzde)

Dönemler iş döngülerini gösteriyor

1948-1959	*1959-1969*	*1969-1979*	*1979-1990*	*1990-2000*
11,6	13,1	9,6	8,8	9,7

Kaynak: Bureau of Economic Analysis web-sitesi, NIPA 1.16 ve Sabit Varlıklar (Fixed Assets) Tabloları.

2001'le başlayan daralma savaş-sonrası dönemin tüm daralmalarından ayrı duruyor. Önceki daralmalar, ABD Merkez Bankası'nın ekonomideki aşırı hareketliliğe ve enflasyona hâkim olmak amacıyla uyguladığı sıkı makro-ekonomik politi-

kalarla başlamışken, son daralma hisse senedi fiyat balonunun patlaması ve fiyatları aşağıya doğru bastıran yaygın aşırı-kapasitenin ortaya çıkışıyla başladı. Çoğu kimse, hisse senedi fiyatları yükselirken ekonomiyi yukarı çıkaran borsa mekanizmasının, hisse senedi fiyatları düştüğünde ekonomiyi de aşağıya çekeceğini anlayamadı. Ayrıca, borsanın-yönlendirdiği genişleme sırasında oluşan aşırı-kapasitenin genişleme sona erip ekonomi daralmaya girdiğinde ekonomiyi nasıl aşağıya çekeceğini kavrayamadılar. Son ve en genel olarak, geçtiğimiz yirmi yıl boyunca piyasalarda gözlenen serbestleşmenin Birinci Dünya Savaşı öncesi dönemdeki gelişmeleri andıran kapitalist gelişme modellerini geri getirişiyle meşgul olamadılar.

Ekonominin barındırdığı zafiyet 2003 yılı ortası itibariyle hükümetin serbest bıraktığı daha önce benzeri görülmemiş ekonomik uyaranlara –Merkez Bankası'nın kredileri tarihinde görülmedik ölçüde gevşetmesi, Bush yönetiminin bir jesti olan göğe çıkmış mali açıklar ve Hazine'nin desteğiyle düşen dolar– nasıl güçlükle cevap verdiğinden belli. Konut-dışı yatırımlar, 2000 sonbaharından bu yana, ikisi hariç üçer aylık dönemlerin tamamında ciddi olarak düştü. Kapasite kullanımı zayıflayarak savaş-sonrası dönemin en düşük seviyesine indi veya bu seviyeye yaklaştı. İşsizlik yükselmeye devam ediyordu. Kârlılık genişleme dönemi seviyesinin altında kaldı. Ekonomi, canlılığını sürdürebilmek için geniş ölçüde, tüketim harcamaları artışına bağımlı bırakıldı. Tüketim harcamaları artışı zaten hanehalkının büyüyen borçlarıyla mümkün oluyordu ki bu borçlar da uzun süre devam etmesi ihtimali olmayan hiper-düşük faiz oranları ile artan konut fiyatlarının bir bileşimine dayalıydı.

Genişlemenin resmî hikâyesi

1990'lar genişlemesinin resmî hikâyesini hem Alan Greenspan'in dışarıda ve Kongre'de yaptığı konuşmalarda, hem de Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin (2001 yılı başında yayınlanan) *Economic Report of the President 2001* başlıklı raporunda bulmak mümkün. Bu görüşe göre ABD ekonomisinin başta

zapt edilemeyen mali piyasaları olmak üzere, serbest piyasaları –ve özellikle ABD borsasının sermaye dağılımı üzerinde oynadığı kilit rol– ABD ekonomisine özgün biçimde teknolojik ilerleme ve buna bağlı olarak hızlı ekonomik büyüme yeteneği kazandırıyor. Dolayısıyla, Avrupa ve Japonya'daki yavaş hareket eden rakiplerinin tersine, ABD'nin onlarca yıl süren durgunluktan kurtulup benzeri görülmemiş bir genişlemeye ulaşmasını sağlayan şey, teknoloji devrimini destekleyip besleyen borsa olmuştur. Bu yaklaşıma göre, hisse senedi fiyatları, Yeni Ekonomi'nin verimlilik artışının sağlayacağı sürekli artan kârlardan önce davrandıkları için, benzeri görülmemiş seviyelere çıkmayı başardılar. Bunun altında yatan tabiî ki, 'piyasalar en iyisini bilir' varsayımıydı ve hisse senedi piyasası, çoğunlukla teknoloji, medya ve telekomünikasyon sektöründe (TMT) bulunan en ümit vadeden firmaları seçip ayırma yetisine sahiptir. Artan hisse senedi fiyatları sayesinde bu firmalar fiilen kâr gerçekleştirmeden önce, sermaye birikimindeki sıçramayı finanse etmeyi başardılar. Bunu, ya şirketin çok yüksek fiyatlı hisselerini borsada arz ederek, ya da yine şirketin yükselen piyasa değerini teminat göstererek yapılan borçlanma ile gerçekleştirebildiler. Fon yöneticileri ve diğer borç verenler, şirketlerin sözüm ona barındırdıkları olağanüstü büyüme potansiyeli fırsatını kaçırmamak için nakit sağladılar. Hikâyenin devamında, bu yolla yaratılan dinamik bir yatırım genişlemesi verimlilik artışını hızlandırıyor, bu da daha yüksek kâr beklentisine yol açıyor, böylece yatırımlar daha da artıyor ve bu böyle sürüp gidiyor; bu, Alan Greenspan'in ekonomik büyümenin 'olumluluk döngüsü' dediği şey.

Gerçekte ise, bu kitapta detaylı şekilde iddia edildiği üzere, süreç, sermaye piyasasında serbestîyi savunan kuramcıların ve Yeni Ekonomi'nin öngördüklerinin aşağı yukarı tersi yönde gelişti. Tarım-dışı ekonomide bir verimlilik devriminin kanatlarında yükselmenin çok uzağında kalan kârlılık, başlangıçta uluslararası imalat sektöründeki aşırı-kapasite sorunu bağlamında değeri hızla yükselen dolar tarafından aşağıya çekilmişken, genişlemenin doruğa tırmandığı 1997'den sonra hızla

düştü. Bununla beraber, borsanın hisse alımlarını sistematik olarak, getiri oranları sürekli aşağıya doğru baskı altındayken, ileri teknoloji firmalarına doğru *yanlış*-yönlendirdiği bir ortamda, hisse senedi fiyatları, kâr haddinin aşağıya dönen eğrisine aldırmadan görülmemiş derecede arttı. Felâkete yol açan şey, 1990'ların ikinci yarısında ekonomiyi şekillendiren kârlılık eğrisi ile varlık fiyatları arasındaki uçurumun açılması oldu.

Hisse alımları ve hisse değerlerinin hızla artması, öncelikle, kredileri gevşeten temel politikalarla mümkün oldu. Borçlanma maliyetlerini düşüren ilk dürtü, 1995 yılında ABD, Japonya ve Almanya arasında imzalanan ve doların değer kazanmasını amaçlayan ters Plaza Anlaşması'yla geldi. Bu, ABD para piyasalarına, başta Doğu Asya olmak üzere her taraftan çok büyük yabancı fon akımını canlandırdı. Bu fonlar uzun vadeli borçlanma maliyetlerinde kesin bir düşüşe yol açtılar. Ancak piyasanın yukarı doğru çıkışını esas olarak, Merkez Bankası'nın sonraki dört yıl boyunca, varlık fiyatları tavanı deldiğinde bile, faiz oranlarını artırmamak konusunda sergilediği inadı sağlamıştır. Aslında Merkez Bankası mali açıdan yaşanan zorluğu işaret eden her durumda kredileri gevşetti: 1994-95 kışında Meksika'da yaşanan peso krizi, 1997 yaz ve sonbahar aylarında Doğu Asya'da görülen kriz, uluslararası mali piyasalarda 1998 sonbaharında gözlenen tıkanma, hatta 2000 yılıyla bilgisayarlarda ortaya çıkacağı öngörülen milenyum felaketi. Bütün bu olaylar, borsanın yeni bir çıkışıyla sonuçlandı. Alan Greenspan, Clinton yönetimiyle bütçe açıklarının son bulmasının ve doların istikrarlı yükselişi sonrası hem yatırımların hem de tüketimin sağlıklı biçimde büyümesinin, en azından bir süre için, yükselen hisse senedi fiyatlarının yarattığı servet etkisine bağlı olduğunu çok iyi anlamıştı; bunu zayıflatarak ekonominin dinamizmini riske atmaya hiç niyeti yoktu.

Hisse senedi fiyatları göğü delen şirketler, hisse senedi ihraç etmek veya borçlanmak suretiyle fonlara görülmemiş ölçüde kolaylıkla ulaşabiliyorlardı. Doksanların sonunda, mali sektördışı şirketlerin toplam borç yükleri kadar, yıllık borçlanmaları da rekor düzeye çıktı. Ucuz kredi bulamayan firmalar finans-

man ihtiyaçları için, savaş sonrası dönemde tanık olunmadık ölçüde, hisse senedi piyasasına başvurdular. Buna bağlı olarak 1995 ile 2000 arasında yatırımlar fırladı; verimlilik artışında dikkat çekici bir yükselmeyle tanımlanan güçlü bir genişleme yarattılar ve sonuçta, uzun süredir devam eden durgun ücretlerden kısa süreliğine bir kopuş gerçekleşti. Fakat yatırımlardaki artış, ister gerçekleşmiş isterse potansiyel olsun, artan kârlara dayanmaktan ziyade, şirketlerin, hisse senedi piyasasından kaynaklanan *yanlış*-bilgi nedeniyle hızla yükselen hisse senedi fiyatlarının mümkün kıldığı bedava sayılacak fonlara ulaşabilmeleriyle oluyordu. Sonuç olarak bunun doğurabileceği tek şey aşırı-yatırım olurdu. Bu şekilde, aşırı-kapasitenin kapsamı imalat sektörünün ötesine geçip bilişim teknolojisine yayıldı. Aşırı pompalanan yatırım artışı imalat ve yüksek-teknoloji sanayilerinin birçok kolunda verimlilik artışında önemli bir çıkışa sebep olmakla birlikte buralarda aşırı-kapasitenin artmasına da yol açtı. Böylece aşırı-arz daha büyük verimliliği alt etti. Maliyet artışlarında verimlilik artışından kaynaklanan indirimler, aşırı-kapasitenin fiyatlar üzerinde yaptığı baskıyı karşılamaya yetmiyordu. Mali sektör-dışı şirketlerde sürekli daha az kârlılığa sebep olan bu kendi kendisine zarar veren süreçten esas kazançlı çıkan tüketiciler oldu. Milenyumun sonu yaklaşırken, gerek yatırımlardaki artış gerekse hisse senedi fiyatlarının yükselişi, düşen kâr haddinin yer çekim gücüne meydan okuyarak yollarına devam ettiler.

Telekomda balondan iflasa

Yukarıda belirtilen gelişme, en çarpıcı şekilde ABD'deki Yeni Ekonomi'nin sözüm ona önde gelen sektörlerinden, genel olarak bilişim teknolojisinde, özel olarak da telekomünikasyonda gözlendi.[2] Telekomünikasyon piyasasına serbestî tanıyan 1996 tarihli Telekomünikasyon Yasası'nın çıkmasıyla sektör tüm yatırımcılara açıldı ve telekomünikasyon balonunun önü açılmış

2 Bu bölümün çoğu ve devam eden bölümlerin bir kısmı için benim makaleme bkz. "Towards the Precipice", *London Review of Books*, 6 Şubat 2003.

oldu. Bir grup yeni yatırımcı, sonsuza dek büyüyeceğine kesin gözüyle baktıkları internetin donanım talebinde yaratacağını düşündükleri sonu gelmez artışı sermayeye dönüştürme umuduyla bu alana hücum ettiler. Şirket birleşmeleri ve satın almaları yoluyla mümkün olan en yüksek hızla büyüyen bu şirketler, büyüme hızı ve boyutuyla göz kamaştıran hisse senedi piyasasının onayını almaya, hisselerinin fiyatını yukarı çekmeye, ölçek ekonomisine ulaşmak ve hızla yenilik yaratmak için gereken finansmanı temin etmeye çalıştılar. Kendilerine vehmettikleri teknolojik üstünlükleri sayesinde bilek güreşiyle Deutsche Telekom, NTT, AT&T ve Verizon gibi yerleşik piyasa devlerinden pazar payı kapmayı umdular. 1990'ların ikinci yarısında ekonomiyi sürükleyen şey, katmerli saadet zincirlerinden biriydi.*

Ortaya çıkan telekomünikasyon şirketleri, kısa sürede ABD'nin önde gelen bankalarının, en başta da en büyük bankacılık holdinglerinin büyük desteğiyle ABD'nin bir başından bir başına, okyanusların altına yüz milyonlarca mil fiber optik kabloyu döşemeye başladılar. 'Tüm ihtiyaçları aynı dükkândan karşılamaya' yarayan bu mali süpermarketler, yatırım bankacılığı ve ticari bankacılık fonksiyonlarını bir arada yürütmelerine olanak sağlamış olan Clinton yönetiminin başlattığı ve yakından gözettiği mali serbestî sürecinin kök salınasıyla ortaya çıkmışlardı. Dolayısıyla, henüz yeni serbestleşmiş telekom sanayinde hisse ihraç işlemlerini taahhüt etmek, tahvilleri dalgalanmaya bırakmak ve şirket birleşme ve satın alma işlemle-

(*) Yazarın, 'Ponzi games' tanımının Türkçe'deki en iyi karşılığının 'saadet zinciri' ifades olduğu kanısındayım. Charles Ponzi'nin uygulanan posta ücretleri fark arbitrajını kullanarak, 1920 yılında New York'a gelen göçmenlere, ailelerinin gönderdiği posta için ödenecek pul parasını satarak, birkaç hafta içinde yüzde yüze varan kâr elde etmesiyle başlattığı girişim için kullanılan deyim. Birçok örneğinde olduğu gibi milyonlarca doların bir kısmı öncelikle Ponzi'nin lüks yaşamını finanse etmiş, bir miktarı da ilk gelenlere yüksek kârlar sağlamış, sisteme yatırım yapanların azalmasıyla çöküp, sonradan girenlerin milyonlarca dolar zarar etmesine yol açmış. Türkiye'de yakın tarihteki Titan örneği gibi. 'Ponzi games' deyiminin bugün ABD finans literatüründe rasyonel olmayan, uyandırdığı ilgi nedeniyle yapılan hücum sonucu para toplanmasına yarayan işlemler için kullanıldığı anlaşılıyor – ç.n.

rini düzenlemek karşılığında hatırı sayılır miktarlarda komisyon ve ücret geliri toplayacak konumdaydılar. Yatırım bankacıları olmalarından dolayı telekomünikasyon firmalarının genişlemelerini teşvik etmeleri –ve buna imkân vermeleri– doğaldı. Bu çabalarını desteklemek ve müşterilerinin ilgisini kendi yatırım bankacılığı ürünlerine çekmek için bu kez ticari bankacılık faaliyeti olarak, söz konusu müşterilerine istedikleri kadar parayı memnuniyetle borç verdiler. Bu arada, görünüşte bağımsız 'borsa analistleri', kolayca kandırdıkları kamuoyuna yaptıkları duyurularda, şirketin kârları yerine ne kadar büyüdüğüyle ya da döşedikleri optik kablo miktarı gibi başka bir 'Yeni Ekonomi ölçüsüyle' övgüler düzerek müşterilerinin şirketlerinin hisse fiyatlarını alevlendirdiler. Buna minnettar kalan şirketler de daha çok iş getirerek yatırım bankalarını ödüllendirdiler.

Hisse promosyonunda Citicorp'un yatırım bankacılığı kolu olan ve komünikasyon analisti Jack Grubman'nın liderliğindeki Salomon Smith Barney öncü rol oynadı. Salomon, Telekom Yasası kabul edildikten sonra, seksen bir telekom şirketinin, borç veya sermaye katılımı yoluyla piyasadan 190 milyar dolar toplamasını sağladı. Hisse ihraç işlemlerine verdiği taahhüt karşılığı yüzlerce milyon dolar ücret ve şirket birleşme ve satın alma işlemlerinde yaptığı danışmanlık hizmeti karşılığında da on milyonlarca dolar gelir elde etti. Salomon grubunun yükselen telekom yıldızları arasında adları sonradan şaibelere karışan World.com, Global Crossing ve Qwest bulunmaktaydı. Ancak bu işlerle uğraşan sadece Salomon ve Grubman değildi. 1995'ten sonraki beş yıl içinde, en büyük on banka, telekomünikasyon şirketleri için, toplam tutarı 1,3 trilyon dolar olan 1670 adet şirket birleşme ve satın alma işlemine aracılık edip 1,3 milyar dolar gelir sağladılar.

Telekom hareketinden uzak duran para yöneticileri, rakiplerinden daha az başarılı olma ve işlerini kaybetme riskiyle karşı karşıya kaldılar. Sonunda, kurumsal yatırımcılar da sanki yarın hiç gelmeyecekmiş gibi telekom hissesi satın alarak bu hisselerin değerlerini meçhul alanlara doğru sürüklediler. Bu ara-

da, koyun sürüsü gibi hareket eden ve bu hususta kötü şöhrete sahip ticari bankalar, telekomünikasyon sanayine mantıken yatırıma dönüştürebileceğinin çok üstünde kaynak aktararak, genişlemesini neredeyse zorla besleyip, aşırı-kapasiteyi kaçınılmaz hale getirdiler.

Borsa yükselişinin doruğa ulaştığı 2000 baharında, telekomünikasyon şirketleri ülkenin GSYİH'nın %3'ten daha azını yarattılar; buna karşılık, bu şirketlerin hisselerinin borsa değerleri toplamından oluşan piyasa değerleri 2,7 trilyon dolar ya da ABD'deki mali sektör-dışı şirketler toplamının neredeyse %15'i gibi inanılmaz boyutlara vardı. Telekomünikasyon şirketlerinin bu denli büyük bir teminat karşılığında alabilecekleri borç miktarının da sınırı yoktu. 1996 ile 2000 arasında aldıkları banka borcu tutarı 800 milyar dolar, ihraç ettikleri tahvil tutarı da 450 milyar dolar oldu. Buna dayanarak yatırımları aynı dönemde reel olarak (yani 1996 yılı fiyatlarıyla) her yıl, yıllık ortalama %15'ten fazla arttı ve bu yolla 331.000 iş olanağı yaratıldı.

Sorun ise, ürün piyasaları ve mali piyasalarda denetim kaldırılmasından dolayı herkesin aynı şeyi yapıyor olmasıydı. 2000 yılında en az altı ABD şirketi aynı anda ülke çapında birbiriyle rekabet eden yeni fiber-optik haberleşme ağları kuruyorlardı. Ayrıca yüzlercesi yerel ağlar kurarken bunlara ilaveten birkaç şirket de okyanusun altına hat döşüyordu. Özetle, artık 39 milyon mil uzunluğunda fiber optik hat gezegenimizi arşınlıyor; bu hatlar yerküreyi 1566 kez dolaşmaya yetecek uzunluktalar. 2001 yılında, telekomünikasyon ağlarının kullanım oranı %2,5-3, denizaltı kablolarınınki ise %13 gibi inanılmaz düşük düzeylerde kalınca kaçınılmaz olarak dağlar kadar büyük bir fazlalık oluştu. Bu denli ölü sabit sermaye kütlesinin öngörülebilir bir gelecekte getiri oranlarını aşağıya çekmekten başka bir faydası olamaz. Bu süreç, 19. yüzyılda balonla-sürüklenen demiryolu donanımındaki aşırı birikime benziyor. Piyasanın –ve özellikle mali piyasanın– en iyisini bil*mediğine* bundan daha açık kanıt bulunamazdı.

Telekom şirketlerinin kâr etmesi fiilen imkânsız hale getirmişti. Hisse senedi fiyatları göğe tırmanırken; yeni makine, do-

nanım ve yazılım harcamaları artarken bile kârları düştü. Telekomünikasyon sektöründe serbestinin ilan edildiği 1996 yılında 35,2 milyar dolar ile doruk yapan iletişim sanayi kârları (şirket borçlarının faizleri ödendikten sonraki) 1999 yılında 6,1 milyar dolara indi ve sanayinin tırmanan borçlarına ödenen faizlerin patlama yaptığı 2000 yılında *eksi* 5,5 milyar dolar oldu. Bu, ani bir iflas ile çöken kârlar ve hisse fiyatlarının yol açacağı daralmanın koşullarını hazırladı; dot.com şirketleri ile başlayıp, telekomünikasyon hizmet şirketlerine geçen, onlardan telekom donanım üreticilerine sirayet eden, oradan da bunlara yedek parça tedarik edenlere ve en sonunda da yedek parça tedarikçilerine çip üreten şirketlere geçecek olan bir domino etkisi görüldü.

Düşüşün darbesi hissedilmeden önce, doksanların son yıllarında ABD'nin ekonomik genişlemesinin hızından kaynaklanan, başta telekomünikasyon sanayininki olmak üzere, büyük talep artışı ve buna ilaveten değeri artan doların sadece ABD'yi değil, tüm dünya ekonomisini 1997-98 uluslararası krizinden kurtarıp 1999-2000'de yeni bir düzelme döngüsünü başlattığını belirmek gerekir. ABD ithalatındaki hızlı artış en çok başta Singapur, Kore ve Tayvan olmak üzere, Doğu Asya'da hissedildi. Yüksek teknoloji parçalarına olan görülmemiş ölçüdeki talep bölgeyi neredeyse tek başına derin daralmanın içinden çıkarıp hızlı büyümeye sevk etti. Ama ABD'nin yaptığı ithalat Batı Avrupa için de vazgeçilmezdi. ABD'nin otomobil, makine takımları ve diğer ürünler talebi, düşük değerli avro bölgesi üreticilerinin üçüncü pazarlara girmelerini kolaylaştırırken, hem Alman hem de İtalyan ekonomisinin hızla toparlamalarını sağladı. Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelere de kısa süreli bir rahatlama sağladı. Kısaca söylemek gerekirse, küresel genişlemenin tamamı ABD borsa balonu tarafından yönlendirilmişti.

Kârlılık krizi

Borsanın çöküşü, bitmek tükenmek bilmeyen bir dizi korkutucu şirket bilançolarının, özellikle Yeni Ekonomi şirketlerinin bilançosunun yayınlanmasıyla, 2000 bahar ve yaz aylarında

başladı. Önce, yükselen hisse senedi fiyatlarının yarattığı servet etkisini tersine döndürüp, sonra da balona-dayalı yatırım patlamasının çifte mirası olan dağ gibi birikmiş şirket borçlarını ve atıl üretken kapasiteyi açığa çıkararak süratle sert bir döngüsel düşüşe neden oldu. Sonuçta ortaya çıkan daralma, kendisi uzun süren ve şimdi daha da kötüleşen imalat sanayi aşırı-kapasite ve aşırı-üretim sorununun ifadesi olan uzun süren düşüş bağlamında baş gösterdiği için daha ciddi hale geldi.

Varlıklarının kâğıt üzerindeki değerleri düşen firmalar hem borç bulmakta zorlanır oldular hem de düşen kârlar ve artan iflas tehdidi ile bozuk bilançolarını düzeltme yoluna gittikleri için borçlanma da cazip olmamaya başladı. Devreye sokabileceklerinin çok üstünde makine, donanım ve yazılıma sahip bu firmalar ya fiyatları indirmek ya da kapasiteyi atıl bırakmak zorundaydılar, ama her iki yol da getiri oranlarını düşürecekti. Düşen kârlılıkla baş edebilmek için bir taraftan maliyetleri aşağıya çekmek için istihdamı ve ücretleri düşürürken, öbür taraftan da sermaye harcamalarını azalttılar. Bu hamleler ekonominin tamamında, verimlilik artışı üzerinde aşağıya doğru baskı yaptı ve satın alma gücü artışını düşürdü ki bu da kapasite kullanımını aşağıya çekerek verimlilik artışını bir kez daha baltaladı; hem maliyetler hem de talep tarafından aynı anda pekiştirilen bir daralma yaşandı. Derinleşen kârlılık krizi –şirket borçlarına ödenen faizlerle ciddi şekilde ağırlaşan– hisse senedi fiyatlarındaki düşüşü daha da şiddetlendirdi ve daralmaya doğru gidişi çabuklaştırdı.

İletişim sanayinde faizler ödendikten sonraki şirket kârları 2001 yılında *eksi* 5,8 milyar dolar, 2002 yılında *eksi* 11,7 milyar dolar oldu. 2002 ortasına gelindiğinde telekomünikasyon hisseleri %95 değer kaybederken, yaklaşık 2,5 trilyon dolar tutarında piyasa değeri (hissedarların servetleri) yok olmuştu. Genişlemenin son dönemindeki ekonomi genelinde ortaya çıkan gerek piyasa değeri gerekse sermaye birikimi artışından telekomünikasyon sanayi orantısızca yüksek pay aldığı için bu sektördeki kâr ve hisse değeri çöküşünün yankıları da çok büyük oldu. 2000 yılında ABD ekonomisinde yapılan teçhi-

zat/donanım harcamalarının %12'si, bu harcamalardaki artışın dörtte biri bu sanayiden kaynaklanmıştı. 1999-2000 yıllarında telekomünikasyon sanayi yatırımları yıllık %10 büyüdü. Ama 2001 yılında yatırımlar muhtemelen %20'den fazla azaldı. Bu arada telekomünikasyon sanayinde borçlar yaklaşık 525 milyar dolar olmuştu. Bu tutar, hem 1980'lerin sonundaki toplam riskli tahviller hem de Tasarruf ve Kredi kuruluşları (Savings and Loan) kurtarma operasyonu tutarına eşittir. 2000 sonu ile 2002 ortası arasında geçen çok kısa sürede altmıştan fazla şirket iflas etti ve telekomünikasyon sanayi 500.000 kişiyi işten çıkardı. İşten çıkarılan işçi sayısı, bu şirketlerin görkemli şekilde büyüdükleri 1996 ile 2000 arasında işe aldıklarının %50 üstünde. Örneğin, otomotiv sanayinin 732.000 kişiyi işten çıkarması tam yirmi yılı almıştı.

Telekomünikasyon şirketlerine yapılan siparişlerdeki sert düşüş bu şirketlere teçhizat tedariki yapan üreticilerin kârlılığını sarstı. Kârlılık sorunu yaşayanlar arasında yüksek-teknoloji patlamasının yıldızları olan Lucent, Nortel ve Motorola'nın yanı sıra efsanevi Cisco Systems dikkati çekiyordu. Söz konusu şirketler hisselerinin değerlerinde ve mali koşullarında korkunç bir çöküntüye maruz kaldılar. Telekomünikasyon firmalarından kaynaklanan talep düşüşü ile işleri aksayan belli başlı teçhizat üreticileri de, yarı-iletkenler dahil olmak üzere, yedek parça tedarikçilerinde kaçınılmaz olarak sarsıntı yarattılar. JDS Unishape ve Sycamore gibi borsanın gözbebeği şirketler unutulmaya mahkûm oldular. Telekomünikasyon sanayindeki çöküntü kadar bilgisayar satışlarındaki sert düşüşle de sarsılan yarı-iletkenler sanayi 1980'den bu yana en kötü düşüş sürecine girmiş oldu. 2001 yılında satışları %50 düşen sanayi 2002 yılında hiçbir artış gerçekleştiremedi. Kısaca söylemek gerekirse, 2000'in ilk yarısı ile 2001'in ilk yarısını kapsayan bir yılda ekonomik büyümede gözlenen azalmanın dörtte biri telekomünikasyon sanayindeki düşüşle ortaya çıkan zincirleme olumsuz reaksiyonlardan kaynaklandı.

Telekomünikasyon sanayi ile ona bağlı sanayilerde aşırı-üretim ve hisse değerleri krizi, bariz biçimde bilgisayarlar ve yarı-

iletkenleri de içine alarak, yüksek teknoloji sektörü genelinde daha kapsamlı bir krize dönüştü. Endüstriyel makine donanım (bilgisayarlar dahil) sanayi ile elektronik ve diğer elektrikli aletler (yarı-iletkenler dahil) sanayilerinde 1995'ten 1997 sonuna dek sırasıyla ortalama 14 milyar dolar ve 21 milyar dolar olarak seyreden faizler ödendikten sonraki kâr rakamı 1999 yılında sırasıyla 7,2 milyar dolar ve 3,4 milyar dolara indi ve 2001 yılında ise sırasıyla *eksi* 6,6 milyar dolar ve *eksi* 3,2 milyar dolar oldu. Bu krizin derinliği ve genişliği, 16 Ağustos 2001 tarihinde *Wall Street Journal* gazetesinde yayınlanan ve Yeni Ekonomi'nin mesken tuttuğu NASDAQ borsa endeksinde listelenen 4200 şirketi içeren bir analizde gözler önüne seriliyor. 1 Temmuz 2000 ile 30 Haziran 2001 arasındaki bir yılda bu şirketlerin kaydettikleri zararın miktarı en az 148,3 milyar dolardı. Bu rakam söz konusu şirketlerin Eylül 1995 ile Haziran 2000 sonu arsındaki dönem boyunca kaydettikleri kâr rakamı olan 145,3 milyar doların biraz üstündeydi! Bir iktisatçının etkileyici biçimde belirttiği gibi, "Olan biteni sonradan yorumlama rahatlığıyla, 90'ların son yıllarında yaşananların hiçbir zaman gerçekleşmemiş olduğu söylenebilir."

Bilişim teknolojisi krizi, imalat sektöründe uzun süredir olgunlaşan, ekonomiyi daralmaya sokan temel neden olan krizin sonucunda cereyan etti. Zaten imalat sanayi kâr haddi 1997 ile 2000 arasında, küresel aşırı-kapasite sorununu ağırlaştıran artan uluslararası rekabet ve karşı konulmaz bir şekilde değerlenen dolar nedeniyle %15 düşerek, ekonominin genelinde kârlılık krizi başlatmıştı. Toplam talep düşerken bu baskılar daha da şiddetlenmiş, bunun sonucunda ABD'li imalat sanayicileri 2001 yılında yurtdışı yatırımlarını %37 oranında, 2002 yılında da yine aynı oranda azaltmışlardı. 1995 ile 2000 yılları arasında yıllık ortalama %4 düşen dünya imalat sanayi fiyatları 2001 yılında da %2,1 düştüler; ABD imalat sanayinde ithalat oranı 2001'de 1999'a kıyasla %10, 1995'e kıyasla %20 arttı; ABD imalat sanayi ihracatı 2001'de %7 düştü; aynı yıl ABD imalat sanayi ithalatı ihracatın %150 üstüne çıktı, bu oran 1996-97'de %120 idi. Bu bağlamda, 2001 yılında,

imalat sanayi üretimi (reel katma değer) %6 gibi şaşırtıcı bir oranla, istihdam (saat olarak) %4,8 ve kapasite kullanımı %7,1 azalarak 1980'lerin başındaki daralmadan bu yana en düşük seviyesine indi. Bu arada yatırımlar %5,4 ile sert bir düşüş yaptı. Yeni makine teçhizat ve yazılım harcamaları kadar üretim ve kapasite kullanımının da bu denli hızlı düşmesiyle, işverenler verimlilik artışında büyük bir düşüşü önlemek üzere işgücünde kesintiye yeterince hızlı gidemediler. İmalat sanayinde 2000 yılında %6,1 olan saat başına üretim artışı 2001 yılında *eksi* %0,4'e pike yaptı.

İmalat sanayi firmaları bu dayanılmaz baskılara, elemanlarına yaptıkları ödemelerde zalimce kesintilere giderek cevap verdiler ve 2000 yılında %3,9 olan reel ücret artışı 2001 yılında *eksi* %1,2 oldu. Ancak verimlilik ve kapasite kullanımındaki azalma karşısında işverenler, birim emek maliyetlerindeki %2 artışı önleyemediler. Ayrıca, imalat sanayi fiyatlarının 2000 yılında kaydettiği %2'lik düşüşten sonra 2001'deki %0.4'lük düşüşü de önleyemediler. Bunun sonucu, imalat sanayi kâr haddinin 2001 yılında bir kez daha %21,3 azalması ve 1997'deki doruk noktasından toplam %33,5 düşmesi oldu. İmalat sanayinin faizler ödendikten sonraki kârları 2001 yılında %31 düşerek, 1997'deki yüksek noktasından toplam %44,4 azalmış oldu. Bu arada imalat sanayi motorlu taşıtlar iş kolunda kâr gerilemesi daha da ileri giderek *eksi* 9,4 milyar dolar olarak gerçekleşti.

Bir bütün olarak mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddinde 2001'de gözlenen düşüşten *tek başına* imalat sanayi sorumluydu. Yani, imalat sanayi dışarıda tutulduğunda, mali sektör-dışı şirketlerin 2001'de elde ettikleri kâr haddi aşağı yukarı 2000 yılındakine eşitti (Tabii ki bu, imalat-dışı mali sektör-dışı şirketlerin hiçbirinde kârlılık krizi yaşanmadığı anlamına gelmiyor; telekomünikasyon gibi sanayilerdeki zararlar diğer sanayilerdeki kârlarla kapanıyordu). Mali sektör-dışı şirketlerde 2001 yılında gözlenen kâr kayıplarının %100'ü imalat sanayi (faiz öncesi) kârlarındaki düşüşten kaynaklanıyordu. İmalat sanayi dışarıda bırakıldığında, bu gruptaki şirketler o yıl %6'lık kâr ar-

tışı kaydetmiş durumdaydılar. Öte yandan, 2001 yılında imalat sanayiinde yaşanan kârlılık krizi, mali sektör-dışı şirketlerin kâr haddinde %10'luk bir düşüşe yol açacak kadar derin oldu. Sonuç olarak 1997 ile 2000 arasında zaten %19 oranında düşüş kaydeden mali sektör-dışı şirketler kâr haddi 2001 yılında 1997'deki doruk noktasından %27 azalmıştı.

Şirket krizlerinden şirket skandallarına

Kârlılık krizi ve çöken hisse değerleri ortamına eklenen sonu gelmez bir dizi muhasebe skandalı ise ülkenin çok sayıda önde gelen şirketinin mahvolmasına sebep oldu ve iş dünyasının geleceğine gölge düşürdü. Bu yolsuzluklar en çok, şirket üst düzey yöneticilerinin şirket varlıklarını kişisel olarak ele geçirmelerinin yanı sıra, ayrıca sistematik olarak şirket harcamalarını saklayarak şirket kârlarını şişirmeleri şeklinde gözlendi. Bundan etkilenen birçok şirket kısa süre önce borsanın en rağbet gören, Enron ve onunla birlikte Global Crossing, Qwest ve World.com gibi telekomünikasyon devlerinin yanı sıra AOL Time Warner, Bristol Meyers, Kmart, Lucent Technologies, Merck, Reliant Services, Rite Aid, Vivendi ve Xerox gibi ileri teknoloji yıldızlarıydı. Bunlara ilaveten Merrill Lynch ve diğerlerinin arasında iki büyük ABD bankası Citicorp ve JP Morgan Chase de vardı.

Skandallar, sadece Amerikan tarzı eski bildik kapitalizmin belirleyici özelliği olan bireysel yozlaşmanın şaşırtıcı düzeyini göstermiyor, ama aynı zamanda reel ekonomiyi kavuran sistematik sorunları da gözler önüne seriyordu. Skandalların nedeni gayet açıktı: şirket kârlarının sergilediği fotoğrafın giderek kötüleştiği gerçeğini saklamak. Kârlılıkları düşen şirketler, hızla tırmanan faiz ödemelerini hem düşük tutmak hem de bunları fiilen ödeyebilmek üzere ihtiyaç duydukları yatırım fonlarına erişim için hisse senetlerindeki fiyat artışlarına daha çok yaslandılar. Ancak hisse senedi fiyatlarının artması, hemen değilse bile bir süre sonra, kârlarda artış olmasına bağlıydı ki bu şirketlerde olmayan şey de kâr artışıydı. 'Esaslardaki'

bu aşikâr fiyasko ile karşı karşıya kalan şirket yöneticileri hisse fiyatlarını yukarıda tutmak için ne gerekiyorsa yapmaları yönünde baskı gördüler. Üstelik kendilerine sahip oldukları hisse opsiyonlarıyla ödeme yapıldığından, işi kitabına uydurmak konusunda karşı konulmaz bir arzu duyuyorlardı.

Ekonominin yeni milenyuma girmesi ve kâr krizinin şiddetlenmesiyle hisse senedi fiyatlarında aşağıya doğru güçlü bir baskı oluşurken birbiri ardına büyük şirketler –özellikle Yeni Ekonomi'nin teknoloji, medya ve telekomünikasyon sektöründekiler– hisselerinin değerini korumak için, kısa vadeli gelirlerini abartarak, hesaplarında sahtecilik yaptılar. Bunu yaparken, ülkenin, müşterilerinin şirket bilançolarının görüntüsünü düzeltmek için 'yapılandırılmış finansman' konusundaki en son keşifleri uygulamaya çok hevesli en büyük bankalarından kahramanca yardım aldılar.

Aynı bankalar, istihdam ettikleri görünürde bağımsız –aralarında aşikâr bir çıkar çatışması olması gereken– 'borsa analistleri'ne, düşük bir ihtimal de olsa yetersiz getiriler gerçeğinin onların gözlerini boyamasını sağlamak üzere, müşterileri olan şirketlerin hisselerinin nasıl değerlendirilmesi gerektiği konusunda danışmanlık yapmaktan da büyük memnuniyet duydular. Genellikle fiyatın en şişirilmiş olduğu ilk ihraç işlemlerinde milyon dolarlık hisseleri tepedeki yöneticilere aktararak kurumsal müşterilerine doğrudan doğruya rüşvet vermekten daha kötü işlere girişmekten kaçınmadılar; bunu yapmak, özellikle rüşvet verme yönteminin işlemle ilgili anlaşmanın bariz bir ön şartı olduğu kanıtlanmadığı sürece, yasaldı. Bu arada, defterlerini denetlemeleri gereken müşterilerine verdikleri yatırım danışmanlığı hizmetleri son yirmi yılda ikiye katlanan ülkenin en büyük ve en eski muhasebe firmaları, müşterilerinin finansal soytarılıklarına gözlerini kapatıp, oyunun sürmesini sağladılar.

SmartstockInvestor.com tarafından yapılan bir araştırma, NASDAQ 100 endeksinde listelenen şirketlerin 2001 yılı ilk üç çeyreği için halka ve basma açıkladıkları kâr rakamları ile Menkul Kıymet İşlemleri Komiserliği'ne verdikleri raporlar

arasındaki farkı karşılaştırıyor. Halka ve basına 'proforma' olarak tanımlanan bir temelde açıklama yapılıyor ki bu durum şirketlere çok geniş bir tolerans sağlıyor. Komiserliğe sunulan raporlar ise yasa gereği Genel Kabul Görmüş Muhasebe Yöntemleri'yle hazırlanıyor. Söz konusu yüz şirketin halka açıkladıkları gelir toplamı 19 milyar dolar. Ancak daha sonra Menkul Kıymet İşlemleri Komiserliği'ne verdikleri raporlarda gizlcyemedikleri *zarar* tutarı 82,3 milyar dolar; yani ortada 101 milyar dolarlık bir fark var!

Yozlaşma, sırf ölçeği ve kapsamı açısından bile, gelişmiş ekonomilerde, ABD'de aşina olunan kapitalizmin bir benzerinin bulunmadığını açıkça gösteriyor. Yakın zamanda *Financial Times*, 2001 Ocak'ından bu yana iflas eden yirmi beş büyük şirketin üst düzey yöneticileri ve müdürlerinin –*Financial Times* bu şahısları 'iflas baronları' olarak tanımlıyor– şirketleri batarken en az 3.3 milyar dolar alıp gittiklerini kanıtladı. Ancak bu, ABD şirketlerindeki liderlerin hemen hemen son on yıl içinde gerçekleştirdikleri devasa servet dağılımının sadece yüzeydeki izi. Telekomünikasyon sanayiinde içerden bilgi alanlar, 1997 ile 2001 arasında, hisse senetleri yoluyla 18 milyar doları ceplerine indirdiler ve bunun yarısından fazlası Telekom hisseleri fiyatlarının doruk yaptığı 2000 yılında gerçekleşti. ABD şirketlerinin üst düzey yöneticilerine tanınan hisse opsiyonlarının değeri 1995 ile 1999 arasında 26,5 milyar dolardan 110 milyar dolara çıktı. Bu rakam, mali sektör-dışı şirketlerin bir sonraki yılda gerçekleştirdikleri şirket kârlarının (faizler düştükten sonra) beşte birine eşit. Şirket CEO'ları 1992 yılında ABD şirketlerinin piyasadaki hisselerinin %2'sini ellerinde bulundururken, bu oran 2002 yılında %12 oldu. Bu, kapitalizmin tarihindeki en görkemli el koyma eylemlerinden biri olmalı.

Daralma ve hükümetin reaksiyonu

Hisse senedi fiyatlarının çökmesinin ve kârlılık krizinin etkisiyle ekonomi, bir bütün olarak, II Dünya Savaşı'ndan bu yana en hızlı yavaşlamasını sergiledi; üretim ve yatırım artışlarında-

ki azalmanın hızı savaş sonrası dönemin en yüksek hızı oldu. Bu durum, Ekonomi Danışmanları Konseyi'nin 1995 ile 2000 arasında gözlenen GSYİH artışının neredeyse üçte birinin GSYİH'nın %8'ini oluşturan bilişim teknolojileri sektörü tarafından gerçekleştirildiği şeklindeki saptaması dikkate alındığında daha anlaşılır oluyor. 2000 ortasında, biten yıl itibariyle %5 olan GSYİH artışı, 2001 ortasında, biten yıl itibariyle %0,1'e geriledi. Aynı dönemde konut dışı yatırım artışı %9'dan -%5'e düştü. ABD şirketleri bunlara tepki olarak, rekabetçi konumlarını korumak üzere ücret artışlarını kısmaya ve işgücünü azaltmaya yöneldiler, rakiplerini de benzer tepkiler vermeye zorladılar. 2001 yılında tarım-dışı istihdam (saat ölçüsüyle) %1,2 oranında düştü. Eşzamanlı olarak, 2000 yılında %3,5'e ulaşan reel ücret artışı da 2001'de *eksi* %0,1'e indirildi ve işgücüne yapılan toplam nominal ödemeler hem 2001'de hem de 2002'de fiilen 2000 yılının son çeyreğindeki (yıllık bazda) düzeyini korudu. Toplam talep üzerinde oluşan şok aşağıya doğru güçlü bir helezoni hareket başlattı; ağırlaşan aşırı-kapasite sorunundan kaynaklanan fiyatlar üzerindeki baskı kârlılığın düşmesini doğurdu; yatırımlar azaldı; ücretler üzerindeki baskıyla birlikte işsizlik ve iflaslar arttı; bütün bunların sonunda toplam talepteki azalma tekrar fiyatlarla kârlılık üzerinde baskı yarattı ve bu böyle devam etti.

ABD döngüsel bir düşüşe girerken, dünyanın geri kalanı da onu takip etti. Borsanın son bir kez daha yukarı doğru yaptığı hamle sadece ABD'yi kurtarmakla kalmayıp, dünya ekonomisinin bütününü kurtararak kısa ömürlü bir genişleme başlatmıştı. Fakat ABD'de, başta yüksek-teknoloji hisseleri olmak üzere, hisse senedi fiyatlarının ve yatırımların çöküşüyle birlikte süreç tersine döndü. ABD'nin hızla düşen ithalatının etkisiyle başta Latin Amerika olmak üzere gelişmekte olan ekonomiler, kısa bir balayının ardından, krize dalarken Japon, Avrupa ve Doğu Asya ekonomileri de ABD'yle birlikte hız kestiler. Böylece karşılıklı olarak birbirini besleyen uluslararası bir daralma süreci ortaya çıktı. Dünyanın geri kalanın geçtiğimiz yirmi yılda kendi ülkelerindeki talep durgunluğunu aşmak

üzere ihracata –ve dolayısıyla mecburen, kendisi borsa balonuna yaslanmış olan ABD'nin genişleyen iç pazarına– yönelmeleri ölçüsünde sorun haline gelen bir zincirleme reaksiyon oluştu. ABD'nin ticaret yaptığı ülkelerin ekonomileri genel olarak ihracata –özel olarak ABD'ye yaptıkları ihracata– tersi durumdan daha fazla bağımlı oldukları için ve yine ABD'nin, özellikle dolar bu kadar yüksek seyrederken, ithalat yapma eğilimi, ticaret yaptığı ülkelerinkinden çok daha fazla olduğu için döngüsel ekonomik düşüşe girmek, dünyanın geri kalanının ABD ithalatını emme kapasitesini tersi duruma göre daha fazla azalttı. Böylece ABD ithalat artışının ABD ihracat artışına oranı, ABD cari işlem açığını genişleterek yükseldi. ABD'nin kendi büyümesini desteklemek için ihracat artışına bel bağlaması daha da güç oldu. ABD'nin 2000 yılındaki reel ihracat ve reel ithalat artışları sırasıyla %9,7 ve %13,2 iken 2001 yılında sırasıyla *eksi* %5,4 ve *eksi* %2,9, 2002 yılında da yine sırasıyla *eksi* %1,6 ve %3,7 oldu. ABD'nin motor işlevinden mahrum olan dünyanın geri kalanı daha da daralırken, ABD tüm küresel ekonominin bel bağladığı bir ekonomik canlanma başlatmak için çareyi kendisinde arayacaktı.

ABD Merkez Bankası, 2000 sonlarından itibaren ABD'de ve dünya ekonomisinde gözlenen düşüşü durdurmak üzere, 2001 Ocak ayı ile 2002 Kasım ayı arasında 12 kere faiz indirimi yaparak borçlanma maliyetlerini hızlı ve sert biçimde düşürdü. Ancak Merkez Bankası'nın da keşfettiği gibi, faiz indirimleri, savaş-sonrası dönemin bundan önceki tüm düşüşlerinde olduğu üzere, enflasyonu durdurmak için yapılan faiz artırımları yüzünden yavaşlayan ekonomileri yeniden canlandırabilse de, aşırı-kapasite ve onun fiyatlar üzerinde yarattığı baskı ile yavaşlamış bir ekonomiyi canlandırmanın yakınından bile geçmiyor. Sağlıklı bir ekonominin anahtarı olan yatırımlar açısından da Merkez Bankası, meşhur Keynesyen deyimle, 'dizginleri gevşetmesine' rağmen, süregiden düşüşü durduramadı. Kullanabileceklerinin çok üstünde makine teçhizata sahip olan mali sektör-dışı şirketler, faizler ne kadar düşerse düşsün yatırımları artırmaya pek hevesli değillerdi. Tam

tersine, 1995'ten 2001'e, yarattıkları GSYİH'nın %73'ünden %90'ına çıkan borçları, onları her fırsatta bilançolarını düzeltmeye sevk etti ki bu da yatırım yapmalarını bir o kadar güçleştirdi. Genişleme döneminin son üç yılında, her yıl %10,5 gibi uçucu bir hızla büyüyen borçları, 2001 ve 2002 yıllarında sırasıyla ancak %5,4 ve %1,4 oranlarında büyüdü. Yukarıdan atılan bir taş gibi düşen konut-dışı yatırımlar içindeki makine teçhizat yatırımları ekonomiyi daha da aşağıya çekti. 2000 yılının ilk yarısında yıllık ortalama %12,5 büyüyen makine teçhizat yatırımları 2000 yılının ikinci yarısında %0,1, 2001'de -%5,2, 2002'de -%5,7, 2003'ün ilk çeyreğinde (yıllık bazda) %4,8 büyüdüler.

Merkez Bankası'nın tarihî faiz indirimleri sermaye birikimindeki yavaşlamayı durduramasalar da tüketici harcamalarını yukarıya çekip ekonominin 2001'de içine girdiği ürkütücü helezonik düşüşün önünü keserek yeni yılla birlikte, ekonomiyi, gevşek de olsa büyüme rayına oturttular. Hanehalkı, esas olarak konutları karşılığında aldıkları borçlarla, borçlanma miktarlarını genişleme döneminde sergilediklerinden daha büyük bir hızla artırdılar. 2001-2002 arasındaki ortalama hanehalkı borç artışı 1995 ile 2000 arasındaki artış oranının %25 üzerinde gerçekleşti. Ve tüketiciler buna dayanarak harcamalarının sürdürmeyi başardılar. Hanehalkı borçlarındaki artışa bağlı olarak büyüyen tüketim harcamaları ekonominin çarklarının dönmesinde belirleyici bir faktör oldu. Bu yolla, 2001'de %0,3 olan GSYİH artışı, 2002'de daha olumlu bir orana, %2,4'e çıktı ve 2003'ün ilk yarısında daha az saygıdeğer fakat hâlâ pozitif olan %1,9'a (yıllık bazda) indi. Washington'ın umudu ise bunun, şirketlerin, aşırı-kapasiteyi halledip yeniden yatırım yapmaya başlayacakları zamana kadar sürmesi.

Bir yanda Merkez Bankası parasal teşvikleri uygularken öbür taraftа Bush yönetimi buna ilave olarak Ronald Reagan döneminde şekillenen bir mali teşvik biçimi olan çok büyük vergi indirimleri ve askerî harcamalarda artışlar için Kongre'yi zorluyordu. Ancak önlemler göründüğü kadar etkili değil ve muhtemelen ekonomi üzerinde olumsuz bir etki yaratacak

yönetim, koskoca halkın önüne, evli insanların vergilerini indirmek, çocuk yetiştirenlerin vergi indirimlerini yükseltmek ve 2001 yılı vergi kanununda yer alan oranları indirmek gibi birkaç parça küçük kemik attı. Bunların yarattığı etki belki ancak GSYİH'nın %0,5'i kadar olmuştur. Geriye kalan vergi indirimleri temettüler üzerindeki kesintileri azalttığından bunlardan yararlanan kesim istisnasız çok zenginler oldu. Sonuç olarak, bu kesim tasarruflarını daha çok arttıracak ve tüketim yapmak yerine mali varlıklar satın alacaklar; bunun da toplam talep üzerinde etkisi çok az olacak. Gerçek şu ki, merkezî düzeyde yapılan vergi indirimleri para sıkıntısı çeken eyalet hükümetlerinde gelir azalması etkisi yapıyor, onları, harcamalarını kısmaya veya bazen vergileri artırmaya zorlayarak yarattığı teşvik etkisinin hepsini değilse bile, çoğunu bertaraf ediyor.

11 Eylül sonrası askerî harcamalar 2001'de %6, 2002'de %10 artarak ülkenin en büyük dokuz savunma bakanlığı müteahhidinin hisse senetlerinin, 11 Eylül'den sonraki yıl, S&P 500 endeksinde yer alan firmalar ortalamasının %30 üzerinde fiyatlanmalarını sağladı. 2001 ve 2002 yılında yapılan merkezî hükümet harcama artışlarının sırasıyla %65 ve %80'ine sebep olan askerî harcamalar kuşkusuz ekonominin ileri gitmesini sağladı. Bununla beraber 2001 ve 2002 yıllarında askerî harcamalardaki artış *toplamda* GSYİH artışının en fazla %0,75'ini yaratmıştı. 2003'ün ikinci yarısından itibaren büyüyen Irak maliyetleri askerî harcamaları yukarıya doğru çekerek (normalde geri kalan) GSYİH artışını ciddi ölçüde yükseltti. Öte yandan, bu kadar yüksek savunma harcamalarının uzun süre sürdürülüp sürdürülemeyeceği ise ayrı bir sorun.

Politikaların barındırdığı çelişkiler

Merkez Bankası'nın kredileri daha da gevşetmesi, –hükümetin giderek daha fazla bütçe açığı vererek tamamladığı– düzenin sağlandığı izlenimi yarattı. Fakat aynı zamanda, tam da böyle yaptığı için, piyasalarda işlem gören tüm mali varlıkların değerlerini, 1990'ların ikinci yarısında başlayan üç büyük 'den-

gesizliği' –şirketlerin aşırı değerli hisseleri, konut piyasasında sürdürülemez bir patlama ve rekor düzeyde cari işlem açığı– daha da bozarak şişirdi. Bu üç balonun ayakta tutulması ve genişlemesi, onları barındıran ekonominin sağlığı açısından daima daha büyük bir tehlike oluşturuyor.

Hisse senedi fiyatları, kuşkusuz, çok sert düşüş yaptı. Öte yandan, hisselerin değerleri, paradoksal olarak, düşmüş olmalarına rağmen kârlarla uyumlu hale gelemedi, çünkü bu arada kârlar da bir o kadar düşmüştü. 2002 Eylül'ünde S&P 500 bileşik endeksi, borsa balonunun son yılı olan 2000'deki ortalama seviyesinin %40 altına indi. Öte yandan bu 500 firmanın kârları da bir o kadar düştüğü için, fiyat kazanç oranlarında hiçbir düşüş olmadı. Bu da açıkça gösteriyor ki Merkez Bankası'nın gevşek kredi uygulaması olmasaydı hisse senedi fiyatları, temsil ettikleri kazançlara kıyasla daha epey düşebilecekti. Merkez Bankası ülkedeki iş yapma iklimini güneşli hale getirdi. Fakat bunu yaparken borsa balonunu, ekonomik daralmaya rağmen, gerçek anlamda, ayakta tuttu. Bundan sonra oluşacak ciddi bir 'düzeltme' hareketi ekonomiyi harabeye çevirebilir.

Hisse fiyatları son iki yılda düşmeye devam ederken konut fiyatları roket hızıyla yükseldi. Ev fiyatları 2002 yılında %7 arttı, son dört yılda kaydettikleri artış ise %33'ü geçti (GSYİH deflatörü %10'un altındaydı). Merkez Bankası'nın uyguladığı gevşek kredi politikasının 1990'ların son yıllarında borsa balonu şişirmesinde olduğu gibi şimdi de uyguladığı çok düşük faiz oranları gayrimenkuldeki hareketlenmeyi alevlendirdi. Son zamanlarda keyfi kaçan borsadan en hararetli günlerini yaşayan konut piyasasına akan fonlar da önemli oldular. Borsada işlem gören şirketlerin hisse değerleri toplamı 2000 ile 2002 arasında 6 trilyon dolar azalırken gayrimenkul değerleri de 3 trilyon dolar arttı. Gayrimenkul değerlerindeki artışın 1995 ile 2000 arasında borsada oluşan servet etkisine oldukça benzer biçimde canlandırıcı sonuçları oldu. Ev sahipleri, aldıkları borca karşılık teminat gösterdikleri evlerinin değeri arttığı ve faizler de daha düşük olduğu için, borçlarını ve buna bağlı olarak harcamalarını artırabildiler. Geçen yıl rekor fiyatlardan

yapılan konut satışları yine bir rekor olan 6,4 trilyon dolara ulaştı ve ev sahipleri sattıkları konutlarından 350 milyar dolar gibi, daha önce görülmedik büyüklükte bir sermaye kazancı elde ettiler. Söz konusu satışların, alıcıların yaptıkları borçlanma ile karşılandığını belirtmeye gerek yok. Bu arada evlerini satmasalar da bir grup ev sahibi düşen borçlanma maliyetlerinden ve evin artan değerinden faydalanmak üzere konut kredilerini yenileyerek 200 milyar dolar gibi rekor bir kaynağı, (1995 ile 2000 arasında bu tür işlemlerle nakde dönüşen yıllık tutar ortalama 40 milyar dolar olmuştu) özvarlık olarak 'nakde çevirdiler' Aynı dönemde, ev sahipleri konut karşılığı kredilerle, net 130 milyar dolar da elde ettiler.

Alan Greenspan, Mart 2003 tarihinde yaptığı "The Home Mortgage Market" (Kredili Konut Piyasası) başlıklı konuşmasında bu devasa süreci, "Ev sahiplerinin kendi oturdukları evlerin değerlerinin artması ile oluşan özkaynak karşılığında geçen yıl sistemden çektikleri nakit tutarı... 700 milyar dolara... ya da yılın başında tahmin edilen özkaynak değerinin %10'una ulaştı... ki [bu rakam] konut kredi borcundaki artışla aynı," sözleriyle özetledi. Haziran 2003 itibariyle biten yılda, konut kredisi sisteminden çekilen özkaynak tutarı harcanabilir gelirin en az %4'ü oldu ve elbette bu donemde gözlenen tüketim harcamaları artışında çok büyük bir rol oynadı. Ancak bunun konut fiyatlarındaki balona ve düşen faiz oranlarına bağlı olduğu düşünülürse, bu tür nakit çekişlerin çok uzak olmayan gelecekte ciddi biçimde azalmamayı nasıl becerecekleri merak konusu; çünkü gayrimenkulde gözlenen enflasyon düşmeye mahkûm ve hâlihazırda savaş-sonrası dönemin en düşük seviyesinde olan faizler de muhtemelen yükselecek. Eğer bu olursa, ekonominin şu andaki dinamizminin esas kaynağı olan tüketici harcamaları artışı ciddi yara alır.

Sonuç olarak Merkez Bankası, tüketici harcamalarının artmasına olanak sağlayarak Amerikalıların, dünyanın geri kalanının satın alma gücündeki azalma ve uluslararası döngüsel düşüş sonucu ABD ihracatı durgunluğa girmesine rağmen, ekonomik daralma boyunca ithalatı artırabilmelerini sağladı.

2002 yılında ABD ithalatı ihracatının %142'sine ulaşmıştı; bu oran 1999'da %125 ve 1996-1997'de %110 idi. Böylece 2002 yılında ABD cari işlemler açığı yeni bir rekor kırarak GSYİH'nın %5'ine çıktı ve öyle görülüyor ki 2003'te bu rekoru da kıracak. ABD cari işlemler açığının süregiden genişlemesi dünya ekonomisinin geri kalanında çarkların dönmesi için vazgeçilmez bir uyaran etkisi yapıyor. Özellikle yurtdışındaki imalatçıların ABD pazarındaki paylarını ABD'li üreticiler aleyhine durmadan büyütmelerini sağladı ve dolar aşırı-değerli kaldığı sürece böyle devam etti. Ancak cari işlemler açığındaki artış da dünyanın geri kalanının ABD'deki tüketimi artırma ve bu yolla kendi ihracatları ile imalat sanayi üretimlerinin büyümesini sürdürmeleri arzusuna bağlıydı.

Çok yakın zamana kadar yurtdışı yatırımcılar, ABD'nin cari işlemler açığını, 1990'lar genişlemesinin sonlarında ABD'de muazzam doğrudan yatırımlar yaparak, yüksek miktarda şirket hisseleri ve tahvilleri satın alarak memnuniyetle fonladılar. Fakat Amerikan ekonomisi yavaşlayıp ABD borsası düşüşe geçince ABD'deki özel sektör varlıkları dünyanın geri kalanına giderek daha az cazip geldiler. Fannie Mae ve Freddy Mac gibi ABD aracı kurumlarının ihraç ettiği tahvillerin olduğu kadar şirketlerin ihraç ettikleri tahvillerle Hazine Tahvillerinin de satışları gayet iyi biçimde artmaya devam etti. Fakat gerek dünyanın geri kalanının satın aldığı hisse senetleri gerekse doğrudan yabancı yatırımlar çöktü – hisse alımları 1998'den 2000'e ortalama 108 milyar dolar iken 2002'de 18,6 milyar dolara indi, doğrudan yatırımlar 1998 ile 2000 arasında yılda ortalama 190 milyar dolar düzeyinde seyrederken 2001'de 66,6 milyar dolar ve 2002'de eksi 6,8 milyar dolar oldu. Aslında yurtdışındaki özel sektör yatırımcılarının yaptıkları alımlar ABD cari işlem açığının giderek küçülen bir bölümünü karşılayabiliyordu geriye kalan kısmın yabancı merkez bankalarının hızla artan alımlarıyla karşılanması gerekiyordu. ABD ile faiz oranlarının yeterince hızlı düşmediği Avrupa arasındaki borçlanma maliyetleri farklılığının yanı sıra yabancı yatırımcıların ABD varlıklarının büyüsünden uzaklaşmaları da dolar üzerinde baskı

yapı ve dolar, avro karşısında 2001 başından 2003 ortasına kadar %37, geçen yıl da %27 değer kaybetti.

Doların avro karşısında değer kaybetmesi, her şey aynı kalmak koşuluyla, ihracatın kolaylaşması ithalatın zorlaşması eğilimi yaratabilirdi. Fakat bugünkü koşullarda, bir yandan Avrupa ekonomilerine ciddi biçimde zarar verirken, ABD cari işlemler açığını o kadar da iyileştiremeyebilir. Avronun hızlı yükselişinin yarattığı şok, muhtemelen Avrupa'da hâlihazırda hüküm süren yavaşlamayı daha da kötüleştirecek ve belki de Almanya gibi kilit ekonomileri negatif büyümeye sokacak. Avrupa'da oluşacak daralma ABD mallarına talebi azaltacağından, ABD'li ihracatçıların doların değer kaybıyla elde etmeyi umdukları kazançlar oluşamayacak. Her halükârda, şayet doların düşmesi devam ederse Merkez Bankası can sıkıcı bir seçim yapmak zorunda kalacak: Ya para biriminin düşmesine izin verecek ve yabancı yatırımcıların ellerindeki ABD değerlerinin topyekûn likidite edilmesi –ki bu varlık piyasalarına çok zarar vermekle kalmayıp, aynı zamanda dolardan gerçek bir kaçışı başlatabilir– riskini göğüsleyecek veya faizleri artırarak ekonomiyi tekrar daralmaya sevk etme riski alacak.

Aslında dolar döviz kurunda şu ana kadar olan toplam düşüş nispeten sınırlı kaldı. Düşüş neredeyse tamamıyla avro ve çok küçük ölçüde de Doğu Asya para birimleri karşısında gerçekleşti. Bu, ABD dış ticaret ve cari işlemler açıklarının esas itibariyle Doğu Asya ile yapılan ticaretle büyümelerine rağmen böyle oldu. Doların Doğu Asya para birimleri karşısında değerinin yüksek tutulmasının nedeni Japon, Çin ve Doğu Asya hükümetlerinin, ABD'ye yaptıkları ihracatı sürdürebilmek için döviz piyasalarına girerek kendi paralarının dolar karşısında değerlenmesini önlemek üzere yaptıkları müdahaleler oldu. Bu hükümetler, yükselen cari işlem fazlalarını başta özellikle hazine ve aracı kurum tahvilleri gibi mali varlıklar olmak üzere, dolarla tanımlanmış varlıklara yatırarak geri dönüşüme soktular. Bu resmî alımlar olmasaydı, ABD varlıklarının getirisi, özellikle şirket ve/veya hazine ve aracı kurum tahvillerinin faizleri ciddi biçimde artmak zorunda kalırdı. Ya da dolar hızla

düşerek ABD varlıklarının değerini aşağıya çekerdi. Tersi durumda oluşacak mali açığı kapatan Doğu Asya hükümetleri bu yolla ABD yönetimine ve Merkez Bankası'na aşırı-genişlemeci politikalar uygulama olanağı tanıdılar. Bu politikalar, Doğu Asya'dan gelen fonlar olmasaydı çok kısa bir süre sonra yükselen borçlanma maliyetleri ve/veya para biriminin ve varlık fiyatlarının aşağıya doğru helezonik hareketiyle sekteye uğrayıp, tüm dünyada yeni bir daralma başlatabilirdi.

Merkez Bankası'nın, Doğu Asya hükümetlerinden gelen etkin biçimde sübvanseye edilmiş kredilerin desteğiyle, sürdürdüğü gevşek kredi politikası sadece ABD varlık fiyatları ve cari işlem balonlarının şişmesini devam ettirmekle kalmadı, aynı zamanda, üretken bir ekonominin döngüsel düşüşten çıkıp yeni bir büyüme rayına oturabilmesini sağlayacak, normalde vazgeçilmez olan ayarlamaların da yavaşlamasına sebep oldu. Hızla düşürülen borçlanma maliyeti ve buna bağlı olarak artan tüketim sayesinde yüksek-maliyet ve düşük-kâr ile çalışan firmaların iş hayatında kalmalarını mümkün kıldı. Bu da, fazlalık olan ve verimsiz çalışan üretim araçlarının, arzı şişirerek fiyatları aşağıya indirerek ve kârlılığın canlanmasını yavaşlatarak kullanılmalarına sebep oldu. Döngüsel düşüşün başlamasından üç yıl sonra, 2003 yılının ikinci çeyreğinde, imalat sanayinde kapasite kullanımı %72,7 ile tüm savaş-sonrası dönemin en düşük seviyesine indi; bu sadece 2000 yılı ikinci çeyreğindeki %83,5'ten değil, 2002'nin ikinci çeyreğindeki %75,7'den de düşük. Bilişim teknolojindeki kapasite kullanımı ise çok daha düşüktü; oranlar, telekomünikasyon cihazlarında %53,4 ve yarı-iletkenlerde %64,6'ydı. Daha 2003 yılının ilk çeyreğinde bile imalat sanayi yıllık kârları (faizler düştükten sonra) 1997'deki tepe noktanın 73 milyar dolar veya %40 altındaydı. *Eksi* 11,3 milyar dolar ile iletişim sektörünün kârları da 1996'daki tepe noktanın 46 milyar dolar altındaydı. İmalat sektörü, sadece Haziran 2000 ile Haziran 2003 arasındaki üç yılda. 2,7 milyon işten çıkarma ile istihdam açısından %15 küçüldü. Bu sayı söz konusu dönemde tüm tarım-dışı sektördeki iş kayıplarını oluşturuyordu. Kanamanın durduğu

gösteren herhangi bir işaret de yoktu. Temmuz 2003'te son bulan çeyrek yılda tarım-dışı ekonominin iş kaybına 192.000 kişi eklendi ki bunun 183.000'i imalat sektöründen kaynaklandı.

İmalat sektörü ve bir avuç imalat-dışı yüksek-teknoloji sanayi ile ekonominin geri kalanı arasındaki tezat bundan daha büyük olamazdı. İmalat-dışı sektörün çoğunluğu döngüsel düşüşten şu ana kadar nispeten yara almadan çıktılar. 2003 yılı ilk çeyreğinde imalat ve iletişim haricindeki mali sektör-dışı şirketlerde yıllık kârlar (faizler ödendikten sonra) 2000 yılı seviyesinin sadece %5 ve 1997'deki tepe noktasının %10 altındaydı; bu arada perakende ticarette kârlar 1995 ile 2003 arasında istikrarlı şekilde büyürken, toptan ticaret ve diğer hizmet kollarında kârlar aynı kaldı. Mali kesimin performansı muhteşem oldu. 1998 krizini geride bırakan sektörün kârları 1990'ların ortalarından itibaren hiç kesintiye uğramadan yükselmişti. 2003 yılı ilk çeyreğinde mali kârlar 1996'daki seviyesinin %35 üzerindeydi. Haziran 2000 ile Haziran 2003 arasında hizmet sektörü bir bütün olarak iki milyon iş yarattı. Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin, ekonominin bu geniş kesiminde harikalar yarattığı görülüyor. Hanehalkının evleri üzerinde sahip oldukları özvarlığı teminat göstererek yaptıkları borçlanmaya dayalı tüketim harcamaları perakende ticaret, toptan ticaret ve diğer hizmet gruplarında işlerin yolunda gitmesini sağlamıştı. Büyük ölçüde, tahvil alım satımı ve ihraç işlem taahhütlerinin yanı sıra ipotekli işlemlere dayalı ticaretten –hepsi düşen faiz oranlarına bağlı– kaynaklanan kârlar, hisse senedi fiyatlarındaki büyük düşüşe ve şirket borçlanma artışındaki büyük azalmaya rağmen, bankaların ve menkul kıymet şirketlerinin çarpıcı biçimde artan refahı sürdürmelerini sağladı. Fakat bunların açıkça ortaya çıkardığı büyük soru şu oldu: Anahtar ürünler-üreten sektörler aşırı-kapasite ve düşük kârlılık baskısı altındayken, yurtdışındaki üreticiler ABD pazarından durmadan artan paylar kaparken, ithalatın hep gerisinde kalan ihracatla oluşan açığı mevcut döviz kurları ile yurtdışına ne mal ne de hizmet satışında sıçrama yaparak kapatma umudu kalmamışken ve ABD, Doğu Asya hükümetlerinin sü-

rekli artan desteği olmaksızın cari işlem açıklarını fonlam noktasının yanına bile yaklaşamazken ekonomi, gerek doğrı dan gerekse dolaylı olarak yurtiçi tüketim artışına –ki bu d yine hanehalkı ve hükümetin yaptığı borçlanmaların dik b eğriyle artmasına bağlıdır– dayalı hizmet ve mali sektörleri genişlemesi yoluyla daha ne kadar ilerleyebilir?

* * *

Merkez Bankası, 2000 yılı ortasından 2003 yılı ortasına kı dar geçen sürede kısa vadeli faiz oranlarını %6,5'ten 1958-sor rasının en düşük seviyesi olan %1'e indirdi (Haziran'da yaptığ %0,25'lik indirim dahil). Aynı sırada, hükümetin GSYİH'nı %1,4'ü kadar fazla veren mali bütçesi de %4 oranında vey 450 milyar dolar tutarında açık öngörür hale geldi. Yine ayr dönemde doların ticaret ağırlıklı değeri %10'dan fazla düştü Yine de hükümetin sağladığı çok büyük uyaranlara rağme ekonomi güç bela kımıldadı. 2003'ün ilk yarısında makin teçhizat ve yazılıma yapılan yıllık harcamalar hâlâ 2000'del doruk noktanın %12 altındaydı. Aynı dönemde yıllık GSYİ artışı %1,9'a indi; Irak savaşı nedeniyle askerî harcamalard gözlenen sıçrama çıkarıldığında bu oran ancak %1 oluyor. B arada işsizlik %6,2'ye çıktı ve iş olanakları bugün de ürkütüc bir hızla yok oluyor. Merkez Bankası'nın 2003 Haziran'ınd kabul etmek zorunda kaldığı üzere, 'ekonomi hâlâ sürdürüle bilir bir büyüme sergilemiş değil.'

2003 yazı ortalarında etkisini göstermeye başlayan vergi ir dirimleri ve Irak için yapılan askerî harcamaların hızla artma sıyla birlikte, hükümetin uyguladığı genişlemeci politikalar nın sonunda ekonomik faaliyetlerde bir sıçrama ortaya çıkar dığına dair belirtilerin görülmeye başladığı doğrudur. Bir baş ka önemli konu da, ücret artışlarındaki radikal kesintilerin şir ket kârlarında önemli bir artış sağlayarak yatırımlarda acile ihtiyaç duyulan dönüm noktasının geldiği umudunu yaratm olmasıdır. Gerçi, baskı altındaki ücretler ve iş olanaklarını azalması eşzamanlı etkileriyle toplam talebi geriletirken, bi yümeye ilişkin işaretler belirsizliğini korumakta. Ekonomi

ivme gerçek olsa bile sürdürülebilirliği konusunda ciddi şüpheler bulunuyor, çünkü esas olarak hükümetin düşük faiz oranları ve derin açıklarının yarattığı borca-dayalı tüketim ve genişleyen balonlarla süren bu durum 1990'lar genişlemesinin bıraktığı yerden ve aynı kırılganlıklarla devam ediyormuş izlenimi veriyor.

2003 yılının ilk altı ayında, ekonomi bocalamayı sürdürürken, daha yüksek getiriler peşinde olan yatırımcılar daha büyük riskler alırken ve Merkez Bankası deflasyon kesin olarak alt edilinceye kadar borçlanma maliyetlerini düşük tutacakmış izlenimi verirken, uzun vadeli faiz oranları hızla azalarak savaş-sonrasının en düşük seviyelerine yaklaşmıştı. Tahvil piyasasında balon oluşmuştu. Fakat görünüşe bakılırsa düşen fiyatların önünü kesmek üzere yoğunlaşan bir kampanyanın ortasında Merkez Bankası aniden ekonomik görünümün iyileşiyor olduğuna dair inancını dile getirdi ve o zamana dek aşırı miktarda alım yapılmış olan tahvil piyasası sert biçimde tersine döndü; uzun vadeli faiz oranları yıllardır görülmedik bir hızla yükseldi. Bunun sadece bir başlangıç olduğu, faiz oranlarının kendilerini bir daha düzeltmekle kalmayıp, hızlanan talep artışının yarattığı daha yüksek fiyatlar ve daha büyük bir kredi talebiyle birlikte artmayı sürdürecekleri yönünde endişeler oluştu. Eğer böyle olsaydı, konut balonunun şişmesi durur ve ipotek işlemlerinde öz kaynağı nakde dönüştürme (*mortgage equity extraction*) azalır ve ekonomiyi 2000 yılından beri sürükleyen tüketim artışı ciddi biçimde yara alırdı.

Bu arada 2003 yılı başından itibaren tahvil fiyatları yükselip faizler düşerken bile hisse senedi fiyatları, ekonominin zafiyetlerinin bir ifadesi olarak, yeni bir kesintisiz çıkış sürecine girdi. Borsa, tahvil piyasasında endişeler yarattığı anlaşılan dezenflasyon eğilimine meydan okurcasına, sürekli iyimser beklentiler yaydı ve S&P 500 endeksi, beş ayda, %18 arttı. Kuşkusuz Merkez Bankası'nın umduğu da buydu. Bununla beraber, Haziran 2003 sonunda, *Financial Times*'da belirtildiği gibi, S&P 500 şirketlerinin fiyat kazanç oranı 33:1 oldu: bu göstergenin tarihsel ortalaması 14:1'dir. Bir ay sonra, Thomson Fi-

nancial Network, borsanın tamamında şirketlerde içerden bilgi alanların yaptıkları satışların alımlara oranının 11,32dolar:1 olduğunu bildirdi; NASDAQ'da bu oran 1177dolar:1 ile şok edici bir boyut kazanıyordu. Süreç 1990'ların sonundaki balonu andırmaya başlamıştı.

Aynı yılın ilk yarısında, ihracat fiilen durgunlaşmışken ithalat yıllık %10'luk büyümeyle sıçrama yaptı ve sonunda, ithalat düzeyi ihracat düzeyini inanılmaz biçimde, tam %50 oranında aştı. Bunun anlamı, sadece dış ticaret açığının artmasını önlemek için, ihracatın ithalata kıyasla %50 daha hızlı büyümesi gerektiğiydi. Doğal olarak, cari işlemler açığı yeni rekorlar kırmaya devam etti. Fakat bu açığı kapatacak olan yurt dışındaki yatırımcılar ABD varlıklarını satın almak konusunda eskisi kadar hevesli değiller. *Financial Times*'daki bir haberde, Japonya ve Çin'in 2003'ün ikinci çeyreğinde sırasıyla yapacakları 39 milyar dolar ve 27 milyar dolar tutarlarındaki alımlarla ABD'nin 147 milyar dolar tutarındaki cari işlem açığının tahminen %45'ini kapatmak zorunda kalacakları belirtiliyor. Bu alımlar, uluslararası ekonomide kısa vadede istikrarı temin eder. Ancak orta ve uzun vadede sürdürülebilir olduklarından şüphe ediliyor.

Doğu Asya hükümetleri kendi para birimlerini göreli olarak ucuz tutmak için dolar almayı sürdürdükleri ölçüde ABD ihracatını baskılayıp Merkez Bankası'nın ABD'li tüketicilere sağladığı ucuz kredilerin devam etmesiyle zaten yüksek olan ithalat talebini yukarıya çekerek, ABD cari işlem açığını daha da yükselecekler. Bu açığa karşılık kendi ülkelerinde oluşan, giderek artan cari işlem fazlalarını da, dünya ekonomisinde yaratacağı meşum sonuçlarla birlikte, ABD kaynaklı varlıklara yatırmayı sürdürmek zorunda kalacaklar. Bir tarafta, ABD mali piyasalarına akan Doğu Asya fonları, borçlanma maliyetini aşağıya çekerek doğrudan ya da dolaylı olarak hisse senedi ve gayrimenkul piyasalarında varlık fiyatları balonunu alevlendirecek. Öbür tarafta da yüksek değerli dolar ve hükümet tarafından sübvanseye edilen ABD'deki taleple kabaran Doğu Asya ihracat artışı, ABD sanayinin altını oymayı sürdürüp imalat sana-

yinde aşırı-kapasite sorununu küresel ölçekte ağırlaştıracak. Bu tabiî ki, balona-dayalı genişleme boyunca ve sonrasındaki döngüsel düşüşte dünya ekonomisini ve onun bir parçası olan ABD'yi sarsan sendroma çok benziyor. Bu, ABD'nin dünyanın geri kalanına olan yükümlülüklerinin artışının dünyanın geri kalanının ABD'nin üretken gücünün ve dolayısıyla artan faiz oranlarının, düşen varlık fiyatlarının ve ABD ile küresel ekonomide bir canlanmanın önüne geçecek ölçüde düşen dolar ile... ABD'nin bu yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi pahasına ihracatlarını artırarak büyümelerini sağlayan, kendi kendisine zarar veren bir süreç. Alan Greenspan, 2002 yılı ortasında, daralmanın sona erdiğini açıkladı. Ama ekonomi, belirsizliği aşma noktasının hâlâ çok uzağında.

10 Ağustos 2003

EK I

Kâr hadleri ve verimlilik artışı: Tanımlar ve kaynaklar

I. Kâr hadleri

Özel sektör ve onu oluşturan sanayi kollarında kâr haddi

Aksi belirtilmediği sürece, kâr haddi standart tanımıyla, daima, net sermaye stoku üzerinden elde edilen net kârları gösteren net kâr haddini işaret etmektedir. Net kârlar = net katma değer eksi çalışanlara yapılan tüm ödemeler ve dolaylı vergiler toplamı, net katma değer ise gayrisafi katma değer eksi amortismanlar veya sermaye aşınma miktarına eşittir. O halde: $r = P/K$.

Kâr payı (P/Y), kârların (P) üretime veya katma değere (Y) oranıdır. Üretim-sermaye oranı (Y/K) üretim veya katma değerin (Y) sermaye stokuna (K) oranıdır. Yeniden tanımlarsak, kâr haddi kâr payının üretim-sermaye oranı ile çarpımına eşittir. O halde: $r = P/Y \times Y/K$.

Aksi belirtilmedikçe, hem tüm ödemeler hem de ücretler, ücretler artı yan ödemeler demektir. Bu noktada, kâr haddi hesaplamaları bağlamında çalışanlara yapılan tüm ödemelerin sadece istihdam edilenlere yapılan ödemeleri içermediğini ay-

nı zamanda 'kendi işinde çalışanlara yapılan tüm ödemeleri' de kapsadığını belirtmek gerekir. Bu durumda, kendi işinde çalışanların da kendi sanayilerinde geçerli olan saat veya kişi başına yapılan tüm ödemeleri veya bununla ilgili ölçü neyse onu aldıkları öngörülmüştür. O halde kendi işinde çalışanlara yapılan tüm ödemeler eşittir istihdam edilenlere saat başı veya kişi başına yapılan ödemenin kendi işinde çalışanların (tam zamanlı çalışma esasıyla) çalışma saatleri veya kişi sayısıyla çarpımı.

Böylelikle kâr, amortisman, çalışanlara yapılan tüm ödemeler ve dolaylı vergiler çıktıktan sonraki fazla (surplus) olarak tanımlanır. Bu da kâr rakamı içinde net faiz ödemelerinin bulunduğunu gösterir. Bu kitapta 'kârlar' dendiğinde, ayrıca açık olarak 'faizler düşüldükten sonraki kârlar' veya 'kârlar eksi faizler' ya da 'faizler hariç kârlar' ifadeleri kullanılmamışsa, her zaman net faiz ödemelerini de içeren kârlar kastedilmiştir.

Kâr haddi genellikle 'özel sektör' veya belli bir temel sanayi için verilmiştir. Aksi belirtilmediği sürece, özel sektör her zaman *tarım-dışı* ve *konut-dışı* kesimdir yani çiftliklerde ve konut sektöründe yaratılan katma değer hariç tutulmuştur. Kamu kuruluşlarınca yaratılan katma değer de hariç tutulmuştur.

ABD kâr hadleri: Özel sektör ve belli sanayiler

ABD özel sektörü ve başta imalat sanayi olmak üzere belli sanayiler için kâr hadleri hesaplanırken başvurulan kaynaklar:

- Talep edilmesi halinde İşgücü İstatistik Bürosunca (Bureau of Labor Statistics) sağlanan, ekonomi ve tarım-dışı ekonomi hakkındaki dosyalar.
- Ekonomik Analiz Bürosunun (Bureau of Economic Analysis) web-sitesinde (BEA website) yayınlanan 'Sanayiler İtibariyle Gayrisafi Hasıla'; yine Ekonomik Analiz Bürosunun (Bureau of Economic Analysis) web-sitesinden (BEA website) Sabit Varlıklar Tabloları.

ABD kâr hadleri: Anonim şirketler, mali sektör-dışı şirketler ve imalat sektörü şirketleri

Bazen kâr haddi genel olarak anonim şirketler veya mali sektör dışındaki şirketler (yani, mali sektör çıkarıldıktan sonra kalan anonim şirketler) bazen de imalat sektörü şirketleri veya mali sektör-dışı imalat-dışı şirketler (yani mali sektör-dışı şirketler eksi imalat sektörü şirketleri) için verilmiştir. Tüm bu kâr hadleri yukarıda belirtildiği gibi net kâr hadleridir. Aksi belirtilmedikçe, kârlar her zaman sermaye aşınma payları ve stokların yeniden değerlemesi hesaba katıldıktan sonra elde edilen değerdir. Aksi belirtilmedikçe her zaman kurumlar vergisinden-önceki değerdir.

Anonim şirketler ve mali sektör-dışı şirketlerin net kâr oranının kaynağı Ekonomik Analiz Bürosunun yayınladığı NIPA (National Income and Product Accounts - Ulusal Gelir ve Hasıla Hesapları) Tablo 1.16'dır. Burada zikredilen kârlar sermaye aşınma payları ve stokların yeniden değerlemesi hesaba katıldıktan sonra elde edilen değerlerdir. Burada belirtilen 'net kârlar' yukarıda açıklandığı gibi –yani, katma değer eksi çalışanlara yapılan tüm ödemelerle sermaye aşınma payları ve dolaylı vergilerin toplamı hesaplanmıştır ancak faizler *düşülmüştür*. O halde yukarıda tanımlandığı şekliyle özel sektör ve onu oluşturan sanayilerdeki kârlara ilişkin bir ölçü elde etmek için 'net kârlar' ve 'net faiz'i özetlemek gerekir. Anonim şirketler ve mali sektör-dışı şirketlerde kâr hadleri, aksi belirtilmemişse, her zaman 'net kârlar' artı 'net faiz' bölü net sermaye stokudur. Şirketlerin ve mali sektör-dışı şirketlerin ödeyecekleri vergiler bu tabloda ayrıca verilmektedir. Şirketler ve mali sektör-dışı şirketler için net sermaye stokları Ekonomik Analiz Bürosunun web-sitesinde yer alan Sabit Varlıklar Tablolarında bulunabilir.

İmalat sektörü şirketleri için kâr haddi hesaplamanın bazı güçlükleri var. Ekonomik Analiz Bürosunun imalat sektörü için verdiği –kurum temelinde hazırlanmış 'Sanayiler Itibariyle Gayrisafi Hasıla' ve şirket temelinde hazırlanmış NIPA (Ulusal

Gelir ve Hasıla Hesapları) Tablo 6.16'ya dayalı– 'kâr' rakamları sermaye aşınma paylarını hesaplara dâhil etmemektedir. Savaş-sonrası dönem boyunca vergi kanunlarında yapılan değişiklikler imalat sanayi şirketlerinin ilan ettikleri sermaye aşınma paylarını etkilediği için imalat sanayi şirketlerinin zamana yayılmış kâr rakamları birbirleriyle tutarlılık göstermiyor; daha net söylemek gerekirse, imalat sanayi kârları zaman içinde hep daha düşük olmuş. Bu yüzden imalat sanayi kâr haddini hesaplamaya şirketler ve kendi işinde çalışanları kapsayan şirket-benzeri yapılar için verilen 'Sanayiler Itibariyle Gayrisafi Hasıla' rakamlarını kullanarak 'sıfırdan' başladım. İmalat sektöründeki firmaların nerdeyse tümü şirket statüsünde olduğu için bunu yapmak uygun düştü. Başka türlü söylemek gerekirse, imalat sektöründe sahipleri tarafından işletilmeyen firmaların nerdeyse tamamı şirket statüsündedir. Bu durum, 'sıfırdan' başlayarak hesaplanan kâr hadlerini 'Sanayiler Itibariyle Gayrisafi Hasıla' verileri içinde kurum esasına göre belirtilmiş imalat sanayi şirket kârları (sermaye aşınma payı hesaba katılmadan) kullanılarak hesaplanmış olan kâr hadleriyle karşılaştırınca doğrulanmaktadır. Savaş sonrası dönemin ilk yıllarında (vergi kanunlarında ciddi değişikliklerin henüz yapılmadığı yıllarda) iki ayrı yolla hesaplanmış bu kâr hadleri neredeyse eşit sonuçlar veriyor. İmalat sanayi şirketlerinin sermaye stoku ve sermaye aşınma verilerine ait zaman serileri Ekonomik Analiz Bürosundan temin edilmiştir. Bu verileri bana ilettiği için Shelby Herman'a teşekkür ederim.

Almanya ve Japonya için kâr hadleri

Japonya ve Almanya'da özel sektörün tümü ve ayrı ayrı sanayi kolları için kâr haddi hesaplamalarında kullanılan kaynaklar:

• OECD, *National Accounts*, Cilt II, Detaylı Tablolar; OECD, *Flows and Stocks of Fixed Capital*. Bu veriler yeni '*STAN*' serilerinde güncellenmiştir.

Japon imalat sektörü için kâr haddi serileri, İşgücü İstatistik Bürosu ve Maliye Bakanlığından sağlanan üç grup yayınlanmamış veriye dayanmaktadır:

• İmalat sanayi cari ve sabit fiyatlarla net sermaye stoku, 1955-91. 'Data on Japanese Manufacturing Capital' (Japon İmalat Sermayesi Verileri), 28 Şubat 1996: İşgücü İstatistikleri Bürosundan Edward Dean'a bu serilere ulaşmamı sağladığı için teşekkür ederim.

• Japonya'da cari fiyatlarla imalat sanayi net sermaye stoku (1990-97), Maliye Bakanlığı, Sektörler Bazında Şirketler Mali Tablolar İstatistikleri, Tarihsel Veriler, Varlıklar. Maliye Bakanlığı web-sitesi, *http://www.mof.go.jp/English/files.htm.*'den bulunabilir. Bu bilgiler ve Maliye Bakanlığının web-sitesini işaret ettiği için John Rogers'a teşekkür ederim.

• 'Underlying Data for Indexes of Output per Hour, Hourly Compensation, and Unit Labor Costs in Manufacturing, Twelve Industrial Countries, 1950-1999' (İmalat Sanayinde Saat Başına, Çalışanlara Yapılan Tüm Saat Başı Ödemelere ve Birim Emek Maliyetlerine düşen Üretim Endekslerine Dayanak Oluşturan Veriler, On iki Sanayileşmiş Ülke, 1950-1999). Talep edilmesi halinde İşgücü İstatistikleri Bürosu Verimlilik ve Teknoloji Birimi tarafından sağlanmaktadır.

II. Verimlilik artışı

Aksi belirtilmedikçe, verimlilik her zaman emek verimliliğidir. Saat başına veya kişi başına düşen reel katma değer olarak tanımlanır.

ABD özel sektörü için verilen verimlilik rakamları, aksi belirtilmemişse, *tarım-dışı konut-dışı* özel sektör verileridir.

ABD özel sektörü ve imalat sanayi gibi münferit sanayileri için verimlilik rakamları 'Sanayiler Itibariyle Gayrisafi Hasıla' içinde yer alan reel katma değer endeksleri ve İşgücü İstatistik Bürosunun sağladığı saat bilgilerine dayanmaktadır.

ABD'de verimlilik verileri, genellikle, her zaman *tarım-dışı işletmeler ekonomisi* anlamına gelen 'ekonominin işletmeler'

kesimine ait verilerdir. Bu veriler İşgücü İstatistik Bürosunca sağlanır. İşletmeler tarafından yaratılan reel katma değer yukarıda tanımlanan özel sektörün yaratmış olduğu katma değere hemen hemen eşittir, tek farkla ki ***kamu işletmelerinin*** yarattığı katma değeri de ***içerir***.

Almanya ve Japonya özel sektörlerine ve özel sektör işletmelerine ait verimlilik hesaplarında, aksi belirtilmedikçe, OECD, *National Accounts*, cilt II, Detaylı Tablolarda yer alan reel katma değer bilgileri veya tam zamanlı çalışma esasına (FTE) göre tüm-kişiler için sağlanan veriler ve endeksler kullanılmıştır.

ABD, Almanya ve Japonya imalat sanayi verimlilik rakamları doğrudan doğruya İşgücü İstatistikleri Bürosunun, Yabancı Ülkeler İşgücü İstatistikleri Programı çerçevesinde yeni yayınlanan ve İşgücü istatistikleri Bürosunun (BLS) web-sitesinde bulunan 'International Comparison of Manufacturing Productivity and Unit Labor Cost Trends' (İmalat Sanayi Verimlilik ve Birim Emek Maliyetleri Eğilimlerinin Uluslararası Karşılaştırması) adlı çalışmadan alınmıştır.

İşgücü İstatistikleri Bürosunun yayınladığı ABD imalat sanayi verimlilik verileri geriye doğru ancak 1977 yılına kadar gitmektedir. Bu yüzden, 1950-77 dönemi için İşgücü İstatistikleri Bürosu, Verimlilik ve Teknoloji Biriminden Bill Gullickson'dan aldığım yayınlanmamış, gayri resmî imalat sanayi reel katma değer serilerini kullandım. Bana bu verileri sağladığı için Bill Gullickson'a teşekkür ederim.

EK II

Ana veri kaynakları

Buradaki liste, aksi belirtilmemişse, kitapta yer alan tüm değişkenlerin kaynaklarını göstermektedir. Bazıları birbiriyle örtüşmektedir çünkü bazı değişkenler birden fazla kaynakta yer almaktadır. Kâr Hadleri ve Verimlilik Artışı hakkında yukarıda EK I'e bakınız.

I. ABD, Almanya ve Japonya ulusal yurtiçi ekonomileri hakkında veriler

Amerika Birleşik Devletleri

(i) ABD Ticaret Bakanlığı, Ekonomik Analiz Bürosu (BEA), 'Gross Product Originating Industry' (Sanayiler İtibariyle Gayrisafi Hasıla), 1947'den bugüne cari dolarla, 1977'den bugüne enflasyondan arındırılmış dolarla, BEA web-sitesi: nominal katma değer, nominal olarak çalışanlara yapılan tüm ödemeler, dolaylı ticari vergiler, mülk sahiplerinin gelirleri, kamu işletmelerinin üretimi, şirket kârları (artı sermaye aşınma miktarları ve stok değerleme hesapları), tüm kişiler ve çalışanların tam zamanlı çalışma esasına (FTE) göre yarattıkları reel katma değer.

(ii) ABD Çalışma Bakanlığı, İşgücü İstatistikleri Bürosu, 'Sanayi Analiz Oranları ve 'Temel Sanayi Verileri': Tarım-dışı İşletmeler Ekonomisi; İmalat Sanayi; Mali Sektör-dışı Şirketler; ve Ekonominin Tamamı için tüm şahıslar ve çalışanlar, 1949 – bugüne (rakamlar ve yüzde değişimler): Nominal katma değer, çalışanlara yapılan tüm ödemeler nominal olarak, reel katma değer, çalışılan saatler, çalışanlara saat başına yapılan tüm ödemeler, çalışanlara saat başına yapılan tüm ödemeler reel olarak, saat başına düşen katma değer (emek verimliliği), tüketici fiyat endeksi, istihdam.

(iii) ABD Ticaret Bakanlığı, Ekonomik Analiz Bürosu, BEA web-sitesinden (National Income and Product Accounts) - Ulusal Gelir ve Hasıla Hesapları (rakamlar artı yıllık ve üçer aylık dönemler itibariyle yüzde değişimler): nominal ve reel GSYİH, özel sektörün konut-dışı gayrisafi sabit yatırımları (yapılar, teçhizat ve yazılım) nominal ve reel olarak, kişisel tüketim harcamaları (dayanıklı mallar, dayanıklı-olmayan mallar, hizmetler) nominal ve reel olarak. Aynı zamanda: reel gayrisafi yurtiçi hasıladaki yüzde değişime kişisel tüketim harcamalarının, özel sektör konut-dışı gayrisafi yatırımların ve mal ve hizmet ihracatının katkıları.

(iv) ABD Çalışma Bakanlığı, İşgücü İstatistikleri Bürosu, 1950'den-bugüne imalat sanayi reel katma değer endeksi. Bill Gullickson'ın sağladığı yayınlanmamış seriler. (Bkz. yukarıda, Ek-I, Kâr Hadleri ve Verimlilik Artışı.)

(v) ABD Ticaret Bakanlığı, Ekonomik Analiz Bürosu, Sabit Varlıklar Taloları, BEA web-sitesi: cari ve sabit fiyatlarla net sermaye stoku, cari ve sabit fiyatlarla sabit sermaye aşınması, cari ve sabit fiyatlarla gayrisafi yatırımlar. Bu veriler konusundaki yadımları nedeniyle, İşgücü istatistikleri Bürosundan Edwin Dean, Bill Gullickson, Mike Harper, Phyllis Otto ve Larry Rosenblum ile Ekonomik Analiz Bürosundan Mike Glenn, Shelby Herman, Ken Petrick ve Bob Yuskavage'a teşekkür ederim.

(iv) *Economic Report of the President*, Washington, DC (yıllık): işsizlik oranı; imalat sanayi kapasite kullanımı; reel kamu tüketim harcamaları; tüketici fiyat endeksleri; para arzı; faiz oranları; federal, eyalet ve yerel yönetimlerin cari alacak ve harcamaları.

Almanya ve Japonya
(Bkz. yukarıda, Ek-I, Kâr Hadleri ve Verimlilik Artışı)

(i) OECD, National Accounts (Ulusal Hesaplar) Cilt ii, detaylı Tablolar, 1960-94: sanayiler itibariyle: cari ve sabit fiyatlarla katma değer; çalışanlara yapılan tüm ödemeler; dolaylı vergiler; çalışan nüfus; istihdam edilenler.

(ii) OECD, Sabit Sermaye Akımları ve Stoku, 1960'tan itibaren yayınlanmış muhtelif sayılar: özel sektör, imalat sanayi ve hizmetlerde: cari ve sabit fiyatlarla gayrisafi ve net sermaye stoku; cari ve sabit fiyatlarla sabit sermaye aşınması; cari ve sabit fiyatlarla gayrisafi yatırımlar.

II. Amerika Birleşik Devletleri, Almanya ve Japonya yurtiçi ekonomilerine ait temel karşılaştırmalı veriler

(i) OECD, *Economic Outlook*, Paris: yıllık yüzde değişim: nominal ve reel GSYİH, özel tüketim deflatörü, konut-dışı reel gayrisafi özel sabit yatırım birikimi; ayrıca işsizlik oranları, kamu finansman dengeleri, kamu yapısal dengeleri.

(ii) ABD Çalışma Bakanlığı, İşgücü İstatistikleri Bürosu, 'International Comparison of Manufacturing Productivity and Unit Labor Cost Trends' (İmalat Sanayi Verimlilik ve Birim Emek Maliyetleri Eğilimlerinin Uluslararası Karşılaştırması), 12 ülke, 1950'den – bugüne, BLS (Bureau of Labor Statistics) web-sitesinde: imalat sanayi: toplam saatler, istihdam, saat başına reel üretim, kişi başına reel üretim, ulusal paralar cinsinden saat başına yapılan reel tüm ödemeler, çalışanlara saat başına yapılan

nominal tüm ödemeler, çalışanlara saat başına yapılan tüm ödemeler ABD doları olarak, ulusal paralar cinsinden birim emek maliyetleri, birim emek maliyetleri ABD doları olarak.

(iii) ABD Çalışma Bakanlığı, İşgücü İstatistikleri Bürosu, 'International Comparison of Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing' (İmalat Sanayinde Üretim İşçilerine Saat Başına Yapılan Tüm Ödemelerin Uluslararası Karşılaştırması), 29 ülke, 1975'ten – bugüne, BLS (Bureau of Labor Statistics) web-sitesinde: imalat sanayinde üretim işçilerine saat başına ABD doları cinsinden yapılan tüm ödemeler; imalat sanayinde üretim işçilerine saat başına ABD doları cinsinden yapılan tüm ödemelerde yıllık yüzde değişim.

(iv) ABD Çalışma Bakanlığı, İşgücü İstatistikleri Bürosu, 'Comparative Civillian Labor Force Statistics, Ten Countries, 1959-present' (Karşılaştırmalı Sivil İşgücü İstatistikleri, On Ülke, 1959'dan-bugüne), BLS (Bureau of Labor Statistics) web-sitesi: sivil işgücü istihdam edilenler ve işsizler; iktisadi sektörlere göre sivil işgücü.

III. Uluslararası değişkenlere ilişkin veriler

(i) Uluslararası Para Fonunun (IMF) Veri Arşivleri: Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, Japonya, 1950-94: mal ve hizmet ihracatında reel büyüme; mal ve hizmet ithalatında reel büyüme; ihracat fiyatlarının artış oranı; ithalat fiyatlarının artış oranı; dünya ihracatı içindeki payı; mal ve hizmet ihracatının nominal değeri/nominal GSYİH; mal ve hizmet ihracatı/GSYİH (fiyatlara göre düzeltilmiş); birbirlerine yaptıkları ihracatta ve birbirlerinden yaptıkları ithalatta artışlar (birbirleriyle olan dış ticaret dengesi).

Kore, Tayvan, Singapur ve Hong Kong, 1950-94: reel ihracat artışı, dünya ihracatı içindeki payı, ABD'ye, Almanya'ya ve Japonya'ya yapılan ihracatın ABD doları cinsinden artışı;

ABD'den, Almanya'dan ve Japonya'dan yapılan ithalatın ABD doları cinsinden artışı.

(IMF'den Staffan Gorne ve Pete Kledaras'a bana bu verileri aktardıkları için teşekkür ederim.)

(ii) IMF, *International Financial Statistics* (Uluslararası Mali İstatistikler), Washington, DC (aylık ve yıllık): Amerika Birleşik Devletleri, Almanya ve Japonya: nominal efektif döviz kurları, dolara karşı döviz kurları, mal ihracat değerleri ve hacimleri, mal ithalat değerleri ve hacimleri, hizmet ithalatının değerleri ve hacimleri, mal ve hizmet ithalatının değerleri ve hacimleri, ihraç malları fiyatları, ithal malları fiyatları, mal ve hizmet fiyatları.

(iii) ABD Ticaret Bakanlığı, Ekonomik Analiz Bürosu, (National Income and Product Accounts) - Ulusal Gelir ve Hasıla Hesapları, BEA web-sitesinden: nominal ve reel olarak mal ihracatı; nominal ve reel olarak mal ithalatı; nominal ve reel olarak mal ve hizmet ihracatı, ihraç mallarının fiyatları; mal ve hizmetlerin ihracat fiyatları.

(iv) *Economic Report of the President*, (Başkanın İktisadi Raporu), Washington, DC (yıllık): ABD emtia ihracatı, emtia ithalatı, ödemeler dengesi, cari işlem dengesi, reel efektif döviz kurları.

(v) Ticaret Bakanlığı, Ticaret ve Ekonomik Analiz Birimi, 'US Manufactured Exports and Imports to Individual Countries, 1981-present' (ABD'nin Tek Tek Ülkelerle Yaptığı Mamul Mallar İhracatı ve İthalatı, 1981'den-bugüne).

(vi) OECD, *Economic Outlook*, Paris (altı ayda bir):göreli birim işgücü maliyetleri, dünya mal ihracat ve ithalatındaki paylar, cari işlem dengeleri, GSYİH'nın yüzdesi olarak cari işlem dengeleri.

TÜRKÇE BASKIYA EK

Yeni bir hızlı büyüme mi, yeni bir balon mu?
ABD ekonomisinin yörüngesi*

Alan Greenspan, 2002 yılının başlarında, Amerika'da bir yıl önce başlamış olan daralmanın sona erdiğini ilan etti. Sonbaharda Merkez Bankası* bu açıklamadan çark etmek zorunda kalarak, ekonominin hâlâ güçlükler içinde ve deflasyon tehlikesiyle karşı karşıya bulunduğunu kabul etti. Bununla birlikte Greenspan, 2003 yılının Haziran ayında 'ekonominin yine de sürdürülebilir bir büyüme sergilemesi gerektiği' kanısındaydı. O zamandan bu yana, Wall Street iktisatçıları, 'dışsal şok' sayılabilecek çeşitli kesintilere (11 Eylül, büyük şirketlerde yaşanan skandallar ve Irak'a saldırı) uğramasının ardından ekonominin nihayet ivme kazandığını öne sürüyorlar. 2003 yılının ikinci yarısında GSMH'nın gösterdiği hızlı büyümeye ve kârlardaki belirgin artışa işaret ederek, bizi yeni bir hızlı ekonomik büyümenin geldiğine inandırmaya çalışıyorlar. Dolayısıyla, başkanlık seçimine bir yıldan az bir süre kalmışken, ABD ekonomisinin gerçek durumunun ne olduğu sorusu kendisini

(*) "New Boom or New Bubble? The Trajectory of the US Economy", New Left Review 25, Ocak-Şubat 2004. (*New Left Review 2004 Türkiye Seçkisi*, Agora Kitaplığı, Haziran 2005, 335 s.)

dayatıyor.[1] Yaşanan ekonomik yavaşlamayı tetikleyen neydi? Şu anki ekonomik ivmeye ilki sağlayan ve bu, sürdürülebilir mi? Ekonomide uzun süredir yaşanmakta olan ve 1973'ten bu yana on yıllar boyunca en kötü küresel performansa yol açan aşağıya doğru gidiş nihayet sona erdi mi? Gelecekte durum nasıl olacak?

2000 yılı yazının ortalarında ABD borsası hızla düşmeye başladı ve borsanın temelini oluşturan ekonomi sert bir fren yaparak 2001 yılının başlarında daraldı.[2] Savaş sonrası dönemde yaşanan daha önceki her çevrimsel iniş, Merkez Bankası'nın enflasyonu ve ekonominin aşırı ısınmasını, tüketici talebini ve ardından da yatırım harcamalarını azaltarak kontrol altına almak için kredileri daraltmasıyla kendisini göstermişti. Ancak bu kez, Merkez Bankası diğerlerinden farklı olarak, kredileri gözle görülür bir biçimde gevşetti, yine de içsel olarak birbiriyle yakından ilişkili iki etken, ekonomiyi aşağıya doğru çekti. Bu etkenlerden ilki, fiyatları ve kapasite kullanımını baskı altına alan, kârlılığın düşmesine yol açan –bu da daha sonrasında istihdamın azalmasına, yatırımların gerilemesine ve ücret artışlarının baskı altına alınmasına yol açtı– ve kendisini esas olarak üretimde gösteren, kötüleşen aşırı kapasiteydi. İkincisi, 'servet etkisi'ni tersine çeviren, şirketler için hisse senedi çıkartarak para toplamayı ya da bankalardan borçlanmayı ve hanehalkları için hisse senedi karşılığında borçlanmayı zorlaştıran, hisse senedi fiyatlarında –özellikle ileri teknoloji cephesinde– yaşanan çöküştü.

---

1 Aaron Brenner'a ve Tom Mertes'e hem içerik hem de üslûp konusunda yaptıkları yardımlar için teşekkür etmek isterim. Aynı zamanda, Andrew Glyn'e Alman ve Japon envanterleri konusunda sağladığı veriler, Dean Baker'a ise veri kaynakları konusundaki çok faydalı tavsiyeler nedeniyle müteşekkirim.

2 Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu, daralmanın 2001 yılının Şubat ayında başladığını ve aynı yılın Kasım ayında sona erdiğini ilan etti. Ben bu metinde daralma kavramını sadece UEAB'nin benimsediği resmî anlamıyla kullandım. Başka bakımlardan, 2000 yılının ikinci yarısındaki gelişmelerle ortaya çıkan ve en azından 2003 yılının ortasına kadar süren ekonomik gevşemeyi anlatmak için, genel anlamıyla yavaşlamadan söz ettim.

Hızlı büyümenin sonu

Daralma, 1991 yılında başlayıp on yıl süren büyümeyi ve özellikle de 1995'te başlamış olan beş yıllık ekonomik hızlanmayı sona erdirdi.

Bu hızlı büyüme, özellikle görünüşte var olan bir üretkenlik artışı mucizesinin yaşandığı bir ortamda abartılmış bir büyümeydi ve hâlâ da öyle.[3] Aslında bu hızlı büyüme, dünya ekonomisinin 1973'ten bu yana başına bela olan uzun dönemli gerilemeden kurtulmasını sağlayamadı. Her şeyden önce hem ABD'de hem de Japonya'da ve Almanya'da, özel ekonomide kâr oranları bir bütün olarak yeniden canlanmadı. 1990'ların iş çevriminin kâr oranları, 1940'ların sonlarıyla 1960'ların sonları arasındaki savaş sonrasının uzun hızlı büyüme döneminin kâr oranlarının elbette çok altında olan, 1970'lerin ve 1980'lerin oranlarını geçemedi. Bunun bir sonucu olarak, gelişmiş kapitalist ekonomilerin (G7)1990'lardaki ekonomik performansı bir arada ele alındığında, standart makro-ekonomik göstergeler açısından durum, 1980'lerden daha iyi değil; 1980'ler ise, hızlı büyümenin yaşandığı 1950'ler ve 1960'larla kıyaslanamayan 1970'lerden bile iyi değil.[4]

Özel sektörün kârlılığını baskı altında tutmaya devam eden

3 Bu bağlamda tipik bir örnek için bkz. Joseph Stiglitz, "The Roaring Nineties", *The Atlantic Monthly*, Ekim 2002. Kendisine balon ekonomisinin eleştirmenliği rolünü biçmesine karşın, bu çok takdir edilen Nobel Ödülü sahibi iktisatçı, aslında sadece rakamlarla hareket etmeyi reddeden Wall Street reklam aygıtının bir örneğidir. Ekonomik Danışmanlar Konseyi'nin başkanı olarak, ekonomi konusunda devletin bütün temel verilerine ulaşabilecek bir konumda bulunuyor. Ancak mantıksız bir biçimde, "1990'ların hızlı büyümesinin en yüksek noktasının, üretkenlik düzeylerinin ikinci Dünya Savaşı'nı izleyen hızlı büyüme dönemindeki düzeyleri bile aştığı, eşi görülmemiş bir büyüme dönemi" olduğunu söylüyor. Gerçekte, bütün standart ekonomik değişkenler açısından, 1995-2000 arasında *beş yıllık* dönemin ekonomik performansı, *çeyrek yüzyıllık* 1948-1973 dönemin performansından daha zayıftı. 1995-2000 döneminde tarım-dışı ekonomide yıllık *emek* üretkenliği artışı %2,5 oldu ve bu oran 1948-1973 döneminde kaydedilen %2,9'luk artışın bir hayli altındadır. "Multifactor Productivity Trends, 2001", BLS *News* (Nisan 2003, s. 6, Table B (BLS web-sitesinden temin edilebilir). Aynı zamanda bkz. The *Boom and the Bubble*, Londra 2002. s. 221, Tablo 9.1.

4 Bkz. The *Boom and the Bubble*, Tablo 1.10 (bkz. metinde s. 63).

ve herhangi bir kalıcı hızlı ekonomik büyümenin ortaya çıkmasını engelleyen şey, imalat sanayinde uzun dönemli uluslararası –yani, sistematik– aşırı kapasite sorununun sürekliliğiydi. Bu durum ifadesini, –önceki dönemde zaten düşmüş olan– imalat sanayi kârlılığının, 1990'lar boyunca hem Almanya'da hem de Japonya'da yaşadığı ciddi düşüşte ve ABD'li imalatçıların 1985 ile 1995 arasında kâr oranlarındaki etkileyici toparlanmayı sürdürememelerinde buldu. Bu durum kendisini, yüzyılın son on yılında dünya ekonomisini vuran, gittikçe daha derinleşen ve etkisi küresel ölçekte bir dizi yayılan krizde de gösterdi: Avrupa'da 1993 yılında OPB'nin (Ortak Para Birimi) çöküşü, 1994-1995'in Meksika şokları, 1997-1998'de Doğu Asya'da yaşanan acil durum ve 2000-2001'de yaşanan çöküş ve daralma.

Ekonomik yavaşlamanın ve daha genel olarak ABD ekonomisinin bugünkü görünümünün kökleri, *hem* 1995-2000'in hızlı büyümesinde *hem de* 2000-2003 yavaşlamasında ekonomiyi şekillendiren ana güçlerin ortaya çıktıkları, 1990'ların ortasına uzanıyor. Geçtiğimiz on yıl içinde ABD'nin imalat sanayinin kârlılığı, ABD hükümetinin 1985 Plaza Anlaşması zamanında Japon ve Alman rakiplerine yaptığı baskı sonucu yenin ve markın değerinin büyük oranlarda yükselmesinin (revalüasyonun) sağladığı yardımla, uzun bir durgunluk döneminin ardından 1985 ile 1995 arasında %70 oranında artarak, belirgin bir düzelme sergiledi. Bu dönemde imalat sanayinin dışındaki alanlarda kâr oranının bir parça düşmesiyle birlikte, imalat sanayinin kâr oranındaki bu artış, mali olmayan kurumsal kârları on yıl boyunca %20 oranında artırarak ve 1973'teki düzeyine ulaşmasını sağlayarak, *kendi başına* bütün ABD özel sektöründe kârlılığın ciddi bir artış göstermesini sağladı. Bu yeniden canlanma temelinde, ABD ekonomisi 1993'ten itibaren ivme kazanmaya, geçmiş yıllara kıyasla daha büyük bir dinamizm –en azından yüzeyde bile olsa– sergilemeye başladı.

Bununla birlikte, Amerikan ekonomisinin potansiyeli, eninde sonunda bir bütün olarak dünya ekonomisinin içinde bu-

lunduğu durumla sınırlanmaktaydı. ABD'de kârlılığın yükselmesi sadece doların devalüe edilmesine değil, bir on yıl boyunca reel olarak sıfıra yakın düzeyde seyreden bir büyüme oranına, sanayide yaşanan ciddi çalkantılara, düşen reel faiz oranlarına ve dengeli bütçelere geri dönüşe dayanıyordu. Dolayısıyla, ABD'de kârlılığın düzelişi, hem ABD pazarında yavaşlayan büyüme sonucunda, hem de küresel ekonomide ABD'li şirketlerin artan fiyat rekabet gücünden çok olumsuz biçimde etkilenen büyük rakiplerinin pahasına elde edildi. Bu durum 1990'larm ilk yarısında, hem Japonya'nın hem de Almanya'nın, her iki ülkede de imalat sanayinin krizleriyle kökleşen, savaş sonrası dönemde görülen en derin daralmaların yaşanmasına yol açtı. 1995'te, yenin döviz kuru 79 dolara yükseldiği zaman, Japon imalat sanayi faaliyetini durdurma tehlikesiyle karşı karşıya kalınca, ABD, paydaşlarıyla eşgüdüm içinde dolarda yeni bir yükselişi başlatmayı kabul ederek, on yıl önce Japonya ve Almanya tarafından kendisine yapılan iyiliğin karşılığım vermek zorunda kaldı. 1995 ile 2001 yılları arasında dolarda yaşanan hızlı artışın, bir önceki on-yılda kârlılıkta görülen etkileyici artışı –diğer bir deyişle, imalat sanayinde, uluslararası rekabet gücünde ve ihracat performansında görülen açık iyileşmeyi– sağlayan ana motorun devre dışı kalmasına yol açtığını söylemek abartılı olmayacaktır. Bu da beraberinde, on yılın geri kalan bölümünde ve günümüze kadar Amerikan ekonomisini şekillendirecek olan çift yönlü eğilimlerin ortaya çıkmasına neden oldu. Bunlardan birincisi, ABD imalat sanayinin, ihracatının ve (2000 yılından sonra) yatırımlarının derinleşen kriziydi; ikincisi, imalat sanayi dışındaki sektörlerin (her şeyden önce mali sektörün, ancak aynı zamanda inşaat, perakende ticaret ve sağlık hizmetleri gibi, borca-ithalata-ve-tüketime-bağımlı sektörlerin) önemli bir bölümünün uzun süreyle büyümesini de sağlayan, özel sektörün borçlanmasının kesintisiz bir biçimde artması, hanehalkının tüketimi, ithalat ve menkul-gayrimenkul varlıkların fiyatlarıydı.

Borsa Keynesçiliği

1995'ten sonra dolar birdenbire fırlayınca, uluslararası aşırı kapasitenin yükü ABD'ye kaydı. Doğu Asya ekonomileri 1997-1998'de krize girdiklerinde, krizin Doğu Asya'nın talebinin kurumasına, Doğu Asya ülkelerinin para birimlerinin devalüe edilmesine ve Doğu Asya'nın dünya pazarında endişenin artmasına yol açarak, durumu, ABD'li üreticiler açısından daha da kötüleştirdi. 1997 yılından itibaren ABD imalat sanayinin kâr oranı yeni bir büyük düşüş dönemine girdi. Fakat, imalat sanayinde kârlılığın düşmesine karşın, ABD borsası hızlı bir yükseliş gösterdi. Bu yükseliş başlangıçta, 1995 yılında, Doğu Asya devletlerinden ABD mali piyasalarına çok büyük tutarda para akmasıyla ve doların değerinin yükselmesiyle sonuçlanan, uzun vadeli faizlerin düşmesiyle sağlandı. Borsanın yükselişi, on yılın sonuna kadar, Merkez Bankası'nın başında yer alan, 1995'in başlarından 1999'un ortasına kadar faiz oranlarını artırmayı reddeden ve her mali istikrarsızlık belirtisinde kredi enjekte ederek şevkle sermaye piyasalarının yardımına koşan Alan Greenspan'in gevşek para rejimi tarafından sistematik bir biçimde ayakta tutuldu. Aslında Greenspan, hem Clinton'ın bütçeyi daha dengeli hale getirme girişimlerinin hem de doların değerindeki artışın ekonomi üzerinde daraltıcı bir etki yaptığının bilincindeydi. Bu nedenle, kurumsal ve bireysel borçlanmayı yükselterek, bu şekilde yatırımları ve tüketici talebini artırarak bunları dengeleyebilmek için borsanın servet etkisine yöneldi. Merkez Bankası, fiilen, 1980'lerde ABD'nin ekonomik büyümesinde vazgeçilmez öneme sahip olan kamu açığındaki artışın yerine, 1990'ların ikinci yarısında özel açığın artışını –bir tür 'borsa Keynesciliği'ni– koydu.[5]

Şirketler –özellikle bilgi teknolojisi alanında faaliyet gösteren şirketler– sermaye piyasalarında fiyatların artışa geçmesiy

5 Greenspan'in borsanın servet etkisine bilinçli bir biçimde bel bağlamış olduğu o dönemde yaptığı kamuoyu açıklamalarında, özellikle Kongre'nin Ortak Ekonomi Komitesi'ne 1998 yılının Haziran ve Temmuz aylarında verdiği ifadelerde görülebilir.

le, ya görünüşte var olan kendi borsa kapitalizasyonları tarafından temsil edilen varlıkları teminat olarak göstermek yoluyla borçlanarak ya da yeni hisse senedi çıkartarak, kendilerini finansmana eşi görülmemiş ölçüde kolaylıkla erişebildikleri bir konumda buldular. Bunun sonucunda, mali olmayan şirketlerin borçlanması birdenbire artarak, on yılın sonunda rekor düzeylere ulaştı. Savaş sonrası dönemde şirketler kendilerini neredeyse bütünüyle elde ettikleri kazançla (faiz ve kâr payı ödemelerinden sonraki kârlarla) finanse ederlerken, şimdi, borç bulamayan şirketler, daha önceleri hayal edilemeyecek boyutlarda finansman sağlayabilmek üzere kolaylıkla sermaye piyasasına yönelebiliyorlardı. Bu temeller üzerinde yatırımlar yaklaşık olarak yılda ortalama %10 oranında artarak patladı; bu artış, GSMH'nın 1995 ile 2000 arasında gösterdiği artışın yaklaşık olarak %30'unu açıklıyordu.

Kontrolden çıkmış sermaye piyasası fiyatlarının yarattığı servet etkisinden, zengin aileler de faydalandı. Senet, tahvil, vb. varlıklarının değerlendiğini görünce, bunun hem kendi yıllık borçlanmalarını hem de aile gelirlerine oranla rekor düzeye ulaşmış olan ödenmemiş borçlarını artırmayı haklı çıkaracağını düşündüler. Aynı zamanda, hanehalkı tüketimlerini kişisel gelirlerinin yaklaşık olarak %100'üne karşılık gelecek şekilde artırmak, buna paralel olarak, on yıllık dönem boyunca, ABD hanehalkı tasarruf oranını %8'den yaklaşık %0'a indirmek konusunda kendilerini serbest hissettiler.[6] Tüketici harcamaları hızla artarak, büyüyen yatırım ve üretkenlik sonucunda artmış olan üretimi soğurmaya güçlü bir biçimde yardımcı oldu. 1995 ve 2000 yılları arasında, üretim, üretkenlik, istihdam artışının ve nihayetinde reel ücret artışının damgasını vurduğu güçlü bir hızlı iktisadi büyüme biçimlenmeye başladı. Ancak bu hızlı iktisadi büyüme, neredeyse bütünüyle,

6 Hanehalkı tasarruf oranının 1990'larda gösterdiği düşüşten bütünüyle, en yüksek gelirli %20'lik kesimi oluşturan aileler sorumludur. Bkz. Dean Maki ve Michael Palumbo, "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s", Federal Reserve Finance and Discussion Series, Nisan 2001 (Federal Reserve web-sitesi).

borsada yaşanan, ardında şirketlerin elde ettikleri kârların bulunmadığı temelsiz bir yükselişe dayanıyordu.

Kârlılığın düşme eğilimi karşısında olduğu gibi –ve her ikisi de borsadaki oluşan balona bağlı olup, kurumsal borçlanma ve hanehalkı tüketimindeki artışla mümkün olan– on-yılın ikinci yarısında yatırımlarda yaşanan artışın çoğu, kaçınılmaz olarak, yanlış bir biçimde tahsis edilmiş oluyordu. Bu şekilde aşırı kapasitenin kapsamı ve derinliği çok arttı; özellikle imalat sektörü içinde ve dışında yer alan ileri teknoloji sanayilerine sıçrayarak, kârlılığın düşüşünü daha da kötüleştirdi. Ekonominin bütününde üretkenlik artışıyla sağlanan maliyet artışındaki düşüş, arzın talebi aşması nedeniyle fiyat artışlarındaki yavaşlamanın gerisinde kaldı. Böylelikle tüketiciler, kendi kendilerine zarar vererek, kârlar üzerinde güçlü biçimde aşağıya doğru baskı kuran bir süreçten –geçici bir süreliğine de olsa– asıl fayda sağlayan taraf oldular. 1997 ile 2000 yılları arasında hem hızlı ekonomik büyümenin hem de balonun zirve noktasına ulaştığı sırada, bir bütün olarak mali olmayan kurumsal sektörün kâr oranı yaklaşık beşte bir oranında düşüş gösterdi.

İmalat sanayinin ve ileri teknoloji sektörünün krizi

Ancak ne reel ekonominin yükselişi, ne de onun kâğıt üzerinde sahip olduğu varlıkların fiyatları şeklinde temsil edilişi, azalmakta olan gelirlerin yol açtığı aşağıya doğru çekme etkisine çok uzun süre karşı koyamaz. 2000 yılının Temmuz ayından itibaren şirketlerin kârlarında yaşanan düşüşle ilgili bir dizi haber, hem servet etkisini tersine çevirerek, hem de büyük boyutta bir atıl üretim kapasitesini ve balon itkili hızlı yatırım artışının ikili mirasını oluşturan, dağ gibi büyümüş kurumsal borçluluğu ortaya çıkararak, keskin bir çevrimsel düşüşü başlattı. Piyasa kapitalizasyonu* hızının keskin bir düşüş göstermesi karşısında şirketler, hem borç bulmakta zorlanmaya başladılar, hem de özellikle kârların düşüşe geçmesinden bu yana

(*) Borsaya kote bir şirketin hisselerinin piyasa değeri – ç.n.

ve artan iflas etme tehdidinin, kendilerini borca batmış bilançolarını düzeltmeye çalışmaya yönelmesinden dolayı, borçlanmayı daha az cazip bulur oldular. Kârlı biçimde işletebileceklerinden daha fazla fabrika, teçhizat ve yazılım satın almış olduklarından, ya fiyatlarını azaltmak ya da kapasitelerinin bir bölümünü atıl bırakmak zorunda kaldılar; her iki durumda da kârların düşmesi eğilimini güçlendirdiler. Şirketler azalan kârlılıkla başa çıkabilmek için, bir yandan üretim ve sermaye harcamalarını azaltırlarken, maliyetlerini aşağıya çekebilmek için de istihdamı ve ücret artışını küçülttüler. Bu uygulamalar ekonominin genelinde toplam talepte esaslı bir gerilemeye yol açarak ekonomiyi aşağıya doğru iterken, kapasite kullanımını ve üretkenlik artışını baştırarak kârlılık düşüşünü güçlendirdi. Birikmiş devasa kurumsal borçların yarattığı amansız faiz yükü kârları daha da baştırdı. 2000 yılının ortası ile 2001 yılının ortası arasındaki bir yıllık sürede, yıllık GSMH artışı %5'ten eksi %1'e, yatırımlar da %9'dan eksi %5'e düşerek –bu hem GSMH'da hem de yatırımlarda İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en hızlı düşüştü– ekonomiyi darboğaza soktu.

Tarım-dışı ekonomide (saatle ölçülen ve serbest meslek sahiplerini de içeren) istihdam, 1995 ile 2000 yılları arasında yılda %2 oranında artış gösterdikten sonra, 2001, 2002 yıllarında ve 2003'ün ilk yansında sırasıyla %2, %2,5 ve %1,5 oranlarında düştü. Bu, kendi başına toplam talebe çok büyük bir darbe vurdu, ekonomi üzerinde güçlü ve sürekli bir aşağıya doğru çekici etki yarattı. Bununla eşzamanlı olarak, 2000 yılında %3,5 oranında artmış olan reel saatlik ücretler, 2001, 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yansında (sırasıyla -%0,1, -%1,2 ve -%0,3 oranlarında) acımasızca azaltıldı. Saatlik ücretlerin artışında görülen yavaşlamanın ve azalan istihdamın birarada yarattığı etkiyle, toplam reel tarım-dışı telafi –toplam talebin ana unsuru– 1995 ve 2000 yılları arasında yılda ortalama %4,3 oranında artış sergiledikten sonra, 2001, 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yarısında sırasıyla %1,2, %1,4 ve %0,2 oranında düşüş gösterdi. Belki de en çarpıcı olanı, fabrika ve teçhizat için yapılan reel harcamaların 1995 ile 2000 yılları arasında

yılda ortalama %10 oranında artış gösterdikten sonra, 2001 ve 2002 yıllarında keskin bir düşüş göstermiş ve 2003 yılında da hiç artış göstermemiş olmasıydı. Diğer her şeyin aynı düzeyde kaldığı durumda, istihdamda, telafide ve sermaye harcamalarının artışında görülen muazzam azalışların sonucunda tüketim ve yatırım talebine vurulan bu devasa darbeler, ekonomiyi şu ana kadar daralmada ya da daralmaya yakın koşullarda tutardı. Oysa hükümetin aldığı, 1995 ile 2000 yılları arasında tarım-dışı GSMH'yı yılda ortalama %4,6 artırmış olan canlandırıcı önlemlere rağmen, tarım-dışı GSMH, 2001 yılında -%0,1 oldu ve 2002 yılında %2,7 ve 2003 yılının ilk yarısında %2,6 oranını aşamadı.

ABD'nin denizaşırı satışları hızla azalarak, ekonomik düşüşü daha da kötüleştirdi. Geçtiğimiz yirmi yıl boyunca ABD'nin ihracat artışı, paradoksal olarak ABD'nin ithalat artışına bağımlı olma eğilimi gösterdi. Bunun nedeni, ABD'nin ihracatının, büyümesi gittikçe daha fazla ihracata bağımlı hale gelen, ABD'nin ithalatına her zamankinden daha fazla bel bağlamış olan, bir dünya ekonomisine dayanıyor olmasıydı. Yüzyılın son birkaç yılında borsanın yukarı doğru gitmesi, özellikle bilgi teknolojileri donanımı alanında, kısa süreli bir hızlı ihracat artışı sağlayarak hem dünya ekonomisini hem de ABD'nin ithalatını Doğu Asya krizinden kurtardı. Ancak ABD'de hisse senedi fiyatlarının ve yatırımların –özellikle yine 'yeni ekonomi' sektörlerinde– çökmesiyle birlikte, süreç tersine döndü. Japonya, Avrupa ve Doğu Asya şu anda ABD kadar çabuk biçimde hız kesmişken, gelişmekte olan ülkelerin çoğu, özellikle Latin Amerika'da yer alan ülkeler, kısa süreli bir canlanmanın ardından tekrar krize girmiş durumdalar. ABD'nin yoğun ticaret ilişkisine sahip olduğu ülkeler, ABD'ye yapacakları satışlara bu derece bağımlı hale gelmiş olduklarından –ve ABD'de, hem AB'ye hem de Japonya'ya kıyasla çok daha fazla ithalat yapma eğilimine sahip olduğundan– bu ülkelerin daralmaları, dünyanın geri kalanının aksi durumda ABD'den yapacağı ithalat kapasitesini azalttı. Dolayısıyla 2001, 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yarısında ABD'nin ihracatı, ithalatının gerisine, daha önceki yıllarda ol-

duğundan çok daha fazla düştü. ABD'nin reel ithalatı 2000 yılında %13,2 oranında artarken, 2001 yılında %2,9 oranında azaldı, ardından da 2002 yılında ve 2003 yılının ilk yarısında sırasıyla %3,7 ve 2,25 oranında artış gösterdi. Diğer yandan, ABD'nin reel ihracatı 2000 yılında %9,7 oranında büyüdükten sonra, 2001 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yarısında %5,4, %3,6 ve %0,1 oranında düşüş gösterdi. Dünyanın geri kalan ülkeleri Amerikan motorundan yoksun kaldığı için yavaşlarken, ABD, bütün küresel ekonominin bağımlı olduğu bir ekonomik toparlanmayı başlatabilmek amacıyla dikkatini artık sadece kendisine yöneltebilirdi.

Düşüşü durdurmak için Merkez Bankası, 2001 yılının Ocak ayından itibaren borçlanma maliyetini eşi görülmemiş bir hızla kısmaya başlayarak, bir yıl içinde 11 kez indirime gitti ve kısa vadeli faiz oranlarını %6,5'ten %1,75'e indirdi. Ancak, Merkez Bankası'nın da farkına vardığı gibi, faiz oranı indirimleri, aşırı kapasite sonucunda, kâr oranlarının düşmesiyle, yatırımlarda ve istihdamda yaşanan gerileme nedeniyle daralan bir ekonomiyi hızlandırmaktan çok, kredilerin daralması nedeniyle tüketimin sınırlanmış olduğu bir ekonomiyi canlandırmakta çok daha etkili oluyor.

Mali olmayan şirketler, çok sayıda aşırı-üretim tesisi ve teçhizata sahip olduklarından, faiz oranları Merkez Bankası tarafından ne kadar düşürülürse düşürülsün, sermaye birikimini hızlandırma konusunda çok az istekli oldular. Aksine, borçluluk oranları 1995 ile 2000 yılları arasında üretimlerinin %73'ünden %90'ına çıktığından, daha fazla tasarruf sağlayarak bilançolarını düzeltmeye çalışmak için her türlü nedene sahiptiler ve böyle yaptıkları için de yatırım yapmaları çok daha zorlaştı. Piyasa kapitalizasyonundan elde ettikleri servet belirgin biçimde artış gösterdiğinden, 1998, 1999 ve 2000 yılları birarada alındığında, borçlanmalarını rekor seviyelere ulaştırarak, gelirlerinin yaklaşık %8'ine çıkarabilmiş olan mali olmayan şirketler, hisselerinin değerleri çarpıcı bir biçimde azaldığından, bu oranı 2001, 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yarısında %4,6, %2,1 ve 2,6 oranına indirmek zorunda kaldılar.

Bina dışı reel fabrika ve teçhizat harcamaları yıldırım gibi düşerek, 1995 ve 2000 yılları arasında yılda ortalama 10,1 oranında artış gösterdikten sonra, 2000 ile 2003 yılının ortası arasında, yılda ortalama *eksi yüzde* 4,4 oranına geriledi. Ekonomiyi gemleyen asıl etken, yatırımların yeniden canlanma gösterememesiydi.

Sanayide aşın kapasite

On-yılın bir önceki yarısında olgunlaşan gelişmelerin meyvelerini vermeye başlamasıyla birlikte, imalat sektörü, ekonomik yavaşlamanın asıl, neredeyse tek alanı ve kaynağı oldu. Bu sektör 1990'lı yılların ortalarında kurumsal ve mali olmayan GSMH'nın sırasıyla sadece %29,3'ünü ve %32,7'sini oluşturmasına karşın, 1995 yılında hâlâ faiz ödemeleri öncesinde kurumsal kârların %42,5'ini ve mali olmayan kârların *%50'sini oluşturuyordu. Bunun bir sonucu olarak,* imalat sektörünün krize girmesi demek, bütün ekonominin krize girmesi anlamına gelmekteydi.

1995 ile 2000 yılları arasında maliyetlerin artışı ABD'de imalat ekonomisinde kârlılığa yönelik bir tehdit oluşturmuyordu. Tam tersine, imalatta üretkenlik, ücret artışının etkisini telafi etmenin ötesine geçerek, son yirmi yılda birim emek maliyetlerini etkileyici bir şekilde, yılda ortalama %l'den daha fazla düşmesine yol açacak kadar hızlı artmaktaydı. Yine de bu dönemde ABD'li üreticiler, doların ticaret ağırlıklı olarak* %21 oranında değer kazanmasının yükünü sırtlamak zorunda kaldıklarından ve 1997'den itibaren dünya piyasalarında kriz koşullarının yaşanması nedeniyle, kendi pazarlarını ve kâr marjlarını, büyütmek bir yana, savunmakta bile daha fazla güçlük çeker oldular. Dünya ihracat fiyatları, dolarla ölçüldüğünde, on yılın yarısında yılda %4 gibi muazzam bir oranda düşüş sergiledi ve bunun sonucunda ABD'nin imalat ihracatı yılda ortalama %7 oranında artış gösterirken, imalat ithalatı yıllık

(*) Bir ülkenin döviz kurunu, ticaret yaptığı ülkelerin para birimini ticaret hacmi üzerinden ağırlandırarak hesaplama yöntemi – ç.n.

%10'luk artışla, ihracattan %40 daha hızlı arttı ve ABD pazarındaki payları üçte bir oranında geriledi. Düşen üretim giderlerine karşın, fiyat baskısı o kadar yüksekti ki, imalat sektörü kâr oranlarını sadece 1995 ile 1997 yılları arasında koruyabildi ve bunu sadece bu iki yıl boyunca, ücret baskısının çok düşük olması, reel ücretlerin %1,5 oranında düşmesi sayesinde gerçekleştirebildi. 1997 ile 2000 yılları arasında, fiyatlar birim emek maliyetlerinden daha hızlı düştü ve bunun sonucunda, bu kısa dönemde ekonomide balon büyürken, imalat sektöründe kâr oranı %15 oranında geriledi.

2001 yılında, dünya piyasasının yarattığı rekabetçi baskıların yoğunlaşmasıyla imalat sektöründe yaşanan kriz zirveye ulaştı ve iç pazarın ya-vaşlamasıyla birlikte iyice çetrefil bir hal aldı. Dünya imalat fiyatları bundan başka %2,4 oranında ve ABD imalat ihracatı (nominal olarak) %7 oranında düşerken, Amerikalı üreticiler yurtiçi reel tüketimin artışının yarı yarıya azaldığını gördüler. Bu çelişkiler karşısında ABD'li imalat sektöründe GSMH, şok edici bir biçimde %6 oranında düştü ve kapasite kullanım oranı %7,1 oranında geriledi. Bu sırada reel imalat yatırımları %5,4 oranında azaldı. Hem üretim ve kapasite kullanımının hem de yeni fabrika, teçhizat ve yazılım harcamalarının bu derece hızlı biçimde düşmesi karşısında, işverenlerin emek gücünü üretkenlik artışında büyük bir düşüş yaşanmasını önleyecek hızda azaltmaları mümkün değildi. Aslında (saatle ölçüldüğünde) istihdam %4,8 oranında azaltıldı. Ancak yine de imalatta saat başına düşen üretim artışı 2000 yılında %6,1'ken, 2001'de -%0,4'e geriledi.

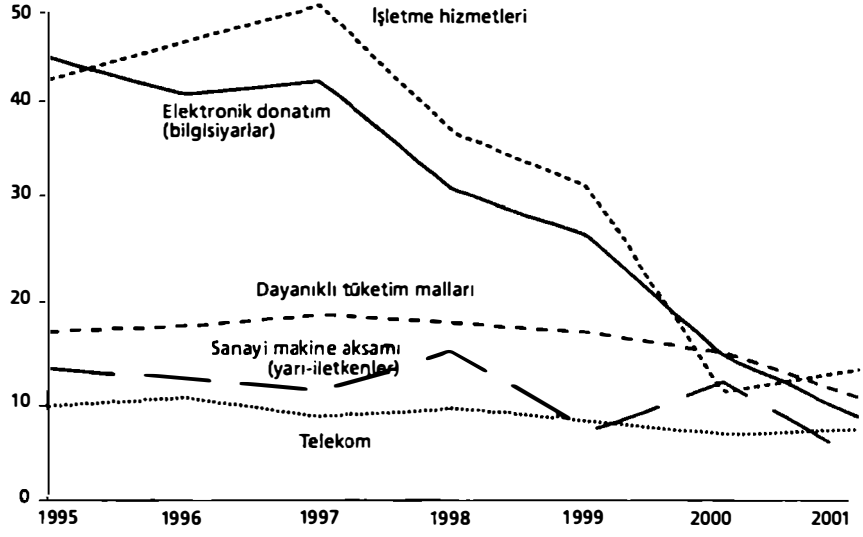
İmalat yapan şirketler bu şiddetli baskılara çalışanlarının telafisini hızla aşağıya çekerek karşılık verdiler: 2000 yılında %3,9 oranında artış göstermiş olan reel ücretler, 2001 yılında %1,2 oranında düştü. Ancak işverenler, hem üretkenliğin hem de kapasite kullanımının hızla gerilediği bir ortamda, birim emek maliyetlerinin hâlâ %2 oranında artmasına engel olamadılar. Ne de yurtiçi imalat fiyatlarının 2000 yılında %2 oranında düşmesinin ardından, %0,4 oranında düşmesine engel olabildiler. Sonuçta, 2001 yılında imalat sektöründe kâr

oranları ilave olarak %21,3 oranında azalarak, 1997 yılında ulaştığı zirve noktasının üçte bir düzeyine geriledi. 1997 ile 2001 yılları arasında kurumsal borçluluk hızla ve aniden arttığından, imalat sektörünün ödediği faizin net kârlarına oranı, savaş sonrasının rekorunu kırarak %19'dan %40,5'e yükseldi. Kısmen bunun bir sonucu olarak, 2001 yılında imalat sektöründe faiz ödemeleri sonrası net kâr, en yüksek düzeyine ulaşmış olduğu 1997 yılına göre toplam %44,4 oranında düşüş gösterdi.

Kârlılık krizi, tekstilden, çeliğe ve deriye varıncaya kadar geleneksel sanayileri de içerecek biçimde, bütün imalatı vurdu. Ancak fırtınanın merkezinde, büyük ölçüde dayanıklı tüketim malları üretimi alanında yer alan, ancak üretimin dışında birkaç sektörü, özellikle de telekomünikasyonu içeren, bilgi teknolojileri sektörü yer alıyordu. Büyük ölçüde imalatçı şirketlere hizmet sunan işletme hizmetleri de çok ağır darbe aldı. İleri teknoloji sektörleri borsanın yükselişiyle yaratılan mali cömertlikten en çok fayda sağlayan taraf oldu ve aşırı yatırımın başını çekti; bunun karşılığında aşırı kapasitenin, düşen kârların ve aşırı borç baskısı altındaki bilançoların esas kurbanı oldu. Bu sektörlerin birçoğunun kâr oranlarında büyük çaplı düşüşler yaşandı. Kâr oranlarının çok büyük düşüş göstermediği yerlerde bile, bu sektörler, genellikle balonun şişme döneminde yaptıkları muazzam borçlanmanın devasa faiz ödemeleri nedeniyle, bu ödemelerin sonrasında mutlak kârlarında büyük boyutlu düşüş yaşadılar. 1995 ile 2001 yılları arasında, faiz dışı kârlar elektronik teçhizatta (bilgisayarlar dahil) 59,5 milyar dolardan (1997) 12,2 milyar dolara, sanayi teçhizatında (yarı iletkenler dahil) 13,3 milyar dolardan 2,9 milyar dolara ve telekomünikasyonda 24,2 milyar dolardan (1996) 6,8 milyar dolara ve işletme hizmetlerinde 76,2 milyar dolardan 33,5 milyar dolara geriledi.

İmalat sektöründe kârlılığın azalması, bizzat 2001 yılında bir bütün olarak mali olmayan kurumsal sektörün kârlılığında yaşanan gerilemenin *tamamından* sorumluydu. Yani, imalatın dışarıda bırakılması durumunda, mali olmayan sektör 2001

ŞEKİL 1
ABD'de İmalat, Yüksek Teknoloji ve İlgili Sektörlerde Kâr Oranları (%), 1995-2001



Kaynaklar: "GPO by Industry and Fixed Asset Tables", BEA web sitesi; Andrew Glyn, kişisel yazışma. Daha fazla bilgi için bkz. s. 100'de yer alan "Kaynaklar Üzerine Notlar".

yılında kâr oranında herhangi bir düşüş yaşamayacaktı.[7] İmalat sektöründe yaşanan kârlılık krizi, 2001 yılında mali olmayan kurumsal sektörün kâr oranında bir bütün olarak %10 oranında bir düşüşe yol açmaya yetecek derecede ciddiydi. Daha 1997 ile 2000 yılları arasında %19 oranında gerilemiş olan mali olmayan kurumsal sektör kâr oranı, 2001 yılında, 1997 yılında ulaştığı zirveye kıyasla toplam %27 oranında düşüş gösterdi.

İmalat sektöründe işverenler kârlarını yeniden artırabilmek için acımasızca küçülürlerken, ekonomi üzerinde aşağıya çekici yönde en güçlü baskı, imalat sektörü ve ilgili sektörlerden kaynaklanmaya devam etti. 2002 yılında ve 2003 yılının ilk yarısında üretimlerini sırasıyla %0,4 ve %2,8 oranında azalttılar[8] ve yatırımı çok daha hızlı bir biçimde, yılda ortalama %5 ya da daha fazla bir oranda aşağıya çektiler.[9] Özellikle istihdamı köklü bir biçimde azalttılar. 2000 yılının Temmuz ayı ile 2003 yılının Ekim ayı arasında işverenler, imalat sektöründe 2,8 milyon işi ortadan kaldırdılar. Bu, aynı dönemde özel sektörde yok olan toplam 2,45 milyon işin tamamından bir hayli daha fazlaydı. İmalat sektörü 1997 yılında en son zirve noktasına ulaştıktan sonra, işgücünün beşte birini kaybetti. Büyük ölçüde bunun bir sonucu olarak, imalat sektöründe toplam telafi 1995 ile 2000 yılları arasında yılda ortalama %3,8 oranında artış gösterdikten sonra, 2000 yılının sonu ile 2003 yılı ortası arasındaki dönemde yılda ortalama %3,1 oranında düşüş göstererek, bu şekilde bir kez daha bu dönemde tarım-dışı ekonomide yaşanan toplam reel telafi düşüşünün büyük bir

---

7 İmalat-dışı mali olmayan kurumsal sektörün, telekomünikasyon, işletme hizmetleri ve havayolu sektörünün içinde yer aldığı kimi bölümleri de yoğun kârlılık sorunları yaşadı, ancak bunların uğradıkları kayıplar diğer sektörlerin kazançları tarafından dengelendi.

8 Bu rakamlar gayrisafi üretime aittir, katma değeri içermez (GSMH). Dolayısıyla, bunlar ilk tahminlerdir. Standart katma değerli rakamlar Ekonomik Analiz Bürosu tarafından ancak bu yılın sonlarına doğru açıklanacaktır.

9 Bu, imalat sektöründe yatırım düşüşünün, bir bütün olarak en azından özel ekonomide olduğu kadar büyük olduğunu varsayıyor. 2002 ve 2003 yılına ait imalat yatırımları rakamları henüz açıklanmış değildir.

kısmını oluşturdu. Yatırım ve istihdam krizi, 2000 yılının ikinci yarısından itibaren yavaşlamanın başlamasından bu yana, efektif talebin artışı üzerinde yarattığı sürekli ve güçlü sınırlandırıcı etki ile bütün ekonomiyi etkileyen ana depresif etken oldu; bu krizin ardında, büyük ölçüde imalat sektöründe yatırımlarda ve istihdamda görülen çöküş yer alıyordu.

Çarpıtılmış bir büyüme patikası

Greenspan'in 2003 yılının ortasında gerçekleştirdiği tarihi faiz indirimleri, sanayide aşırı kapasite ve kurumsal borçluluk duvarına çarparak, yatırım yavaşlamasını ortadan kaldırmak, kurumsal borçlanmayı canlandırmak ya da imalata ve ilgili sektörlere, özellikle istihdam artışı biçiminde yeni bir dinamizm kazandırmak konusunda başarısız oldu. Bu nedenle, Merkez Bankası'nın ekonominin yönünü değiştirmek için tüketim artışına yönelmekten başka çaresi kalmadı. Merkez Bankası bunda büyük ölçüde başarılı olduysa da, sonuçta, ekonomi paradoksal iki yörünge izler hale geldi. İmalat ve ilgili sektörler, kökleri 1995'e uzanan derin bir küçülme yaşamaya ve sürmekte olan küresel aşırı kapasite, artan deniz aşırı rekabet ve uzun süredir aşırı değerli olan dolar arasında sıkışıp kalmaya devam etti. Ancak buna zıt olarak, imalat-dışı sektörün büyük bölümü, yine kökleri 1990'ların ortalarına uzanan, hızlı ekonomik büyüme ve onu izleyen yavaşlama süresince devam eden daha geniş eğilimler ve bu noktaya kadar geriye uzanan koşullar (özellikle kredilerin hiç olmadığı kadar ucuzlamış olması, hisse senedi fiyatlarında balonların sürekli olarak şişmesi, hızlı ve sonu gelmeyen borçlanma artışı, tüketici harcamalarının kredi itkisiyle artması ve yüksek dolar tarafından ucuz hale getirilen ithalatta çılgınca artış) nedeniyle, büyümeyi sürdürmeyi başardı.

Greenspan'in düşürdüğü faiz oranlar bir yere kadar borçlanmayı ve bu yolla tüketimi doğrudan besleyebilirdi. Ekonomik yavaşlama sırasında hanehalkı, genellikle yavaşlayan ücret artışının ve artan işsizliğin yol açtığı gelir kaybını telafi edebil

mek amacıyla borçlanmayı artırma ihtiyacını duyar. Ancak tam da gelirleri üzerinde aşağıya doğru baskı oluştuğundan, taşıdıkları borç yükünü artırma konusunda temel sınırlamalarla karşı karşıyadırlar. 2001 yılında, işten çıkarmalar ve ücretlerin bastırılması nedeniyle, devlet için çalışanlar da dahil olmak üzere, bütün çalışanların toplam reel telafileri 2000 yılının son çeyreğine kıyasla %1,7 oranında düştü; bu oran 2002 yılında da %0,1 düşüş gösterdi; 2003 yılının ilk yarısındaysa sadece %0,4 oranında arttı. Merkez Bankası'nın niyeti bu tür durgunluk içindeki gelirlerin yol açtığı sınırlamaları, 1990'lardaki stratejisini değiştirerek –ya da belki de daha doğrusu, sürdürerek–, yani, ekonomiyi servet etkisine dayanarak canlandırarak aşmaktı.

Greenspan bu şekilde bir kez daha, borçlanma kapasitesini ve bu yolla harcamaları artırabilmek için hisse senedi fiyatlarını yukarıya itmeye, hisse senediyle sağlanan serveti suni olarak yükseltmeye yöneldi. Ancak hem 1997'den itibaren kârlılıkta ve 2000 yılının ortasından sonra hisse senedi fiyatlarında yaşanan derin düşüşün hemen sonrasında, hem de şirketlerin borçlanmayı azaltarak borçluluk oranlarını azaltmakla meşgul oldukları bir ortamda, vurgusunu değiştirmesi gerekti. Merkez Bankası hâlâ şirketlerin mali durumunu ve daha genel olarak iş dünyasının genel görünümünü iyileştirmek için borsayı yükseltmeye çalışıyordu. Ancak bu kez Merkez Bankası, ekonomiyi canlandırma konusundaki umutlarını, esas olarak ipotek karşılığı konut kredisi faizlerini aşağıya çekmek ve konut fiyatlarını yukarı itmek yoluyla hanehalkı borçlanmasının ve tüketici harcamalarının (konutlara yapılacak yatırım dahil olmak üzere) artışının önünü açmaya bağlamak zorundaydı. Kendi koşulları içinde, bu umutlar etkileyici bir başarıya dönüştürülmüş oldu.

Kısmen Merkez Bankası'nın çabaları sayesinde, uzun dönemli faizler önemli ölçüde düştü ve konut fiyatları keskin bir artış gösterdi. 2000 yılının Haziran ayı ile 2003 yılının Haziran ayı arasında 30 yıllık sabit faizli ipotek karşılığı kredinin faiz oranı, toplam olarak %37 oranında gerileyerek, %8,29'dan

%5,23'e düştü. Aynı dönemde konut fiyatları, 1995 ile 2000 yılları arasında gösterdikleri yıllık ortalama %5,1 oranındaki artış eğilimini sürdürerek ve güçlendirerek, yılda %7 artış gösterdi. Hanehalkları kredi teminatlarının değerinin hızla artması ve borçlanma maliyetinin hızla düşmesiyle, ekonominin yavaşlamasına, saatlik reel ücretin düşmesine ve işsizliğin artmasına karşın borçlanmalarını hızla artırdılar. 1998 ile 2000 yılları arasında hanehalkı borçlanmasının yıl-lık hanehalkı gelirine oranı ortalama %7,5'e ulaşarak, 1980'lerin ortasında görülen tarihsel rekor seviyeye zaten ulaşmıştı. 2001 yılından başlayarak hızla tırmanmaya başladı ve 2003 yılının ilk yarısında bütün rekorları kırarak %12 düzeyine yaklaştı. 2000 ile 2003 yılları arasında hanehalkı borçlanmasının artışı, mali olmayan özel borç artışının %70'ini oluşturdu. Bu yıllarda hanehalkı borçlanmasının neredeyse tamamı –%85'i– konut fiyatlarının artışı ve indirilmiş faiz oranları sayesinde ev ipoteği yoluyla sağlandı; %15'ten daha az bir bölümü, gelirlerde yaşanan durgunluk nedeniyle baskı altında kaldığı açıkça görülebilen diğer tür tüketici kredileri yoluyla sağlandı.

Hanehalkları, evlerinin değerinin artmasından ve borçlanma maliyetlerinin azalmasından faydalanarak, sahip oldukları konutlar üzerinden –ev satışları, yeniden finansman ve ikinci ipotek yoluyla– büyük miktarda nakit para çekebildiler ve kendilerine ekonomiyi tüketim artışı yoluyla ayakta tutma konusunda biçilen rolü mükemmel biçimde oynadılar. 2000 yılı ile 2003 yılının ortası arasında reel tüketim harcamaları artışı, daha önce belirtildiği şekilde aynı dönemde gerçekte toplam reel telafinin düşmüş olmasına karşın, yılda 2,8 oranına yükseldi. Kendisi hanehalkı borçlanmasındaki artışa bağlı olan, kuvvetli tüketim artışı 2000 yılı ve sonrasında GSMH'da –ekonominin 2001 yılındaki hızlı inişini sınırlandırarak, 2001-2002 kışında ekonomiyi dengeleyerek ve o tarihten bu yana yaşanan büyümeyi canlandırarak– yaşanan artışların arkasında yer alan belirleyici etkendi. Ulusal gelir hesaplamalarına göre, kişisel tüketim harcamalarının artışı 2000 yılı ile 2003 yılının ilk yarısında meydana gelen GSMH artışının neredeyse

tamamından sorumluydu. Kişisel tüketim harcamaları, bu dönemde yaşanmış olan büyümeden %16 oranında daha büyüktü. Diğer bir şekilde ifade edersek, kişisel tüketim harcamaları bizzat sadece düşen yatırım artışının ve artan dış ticaret açığının GSMH üzerindeki etkilerini telafi etmekle kalmadı, buna ek olarak ortaya çıkan pozitif büyümenin yaklaşık %50'sini oluşturdu. 2001 yılında %0,3 oranına düşmüş olan GSMH artışı, 2002 yılında %2,4'e ve 2003 yılının ilk yarısında %2,35'e (yıllık hale getirilmiş) ulaştı.

TABLO 1
Tüketim İtkili Büyüme

	2001	*2002*	*2003.5*	*Toplam*
GSMH artışı (%)	0,3	2,4	2,35	5,05
GSMH *artışına sağlanan katkı oranı:*				
Kişisel tüketim harcamaları	1,67	2,15	2,02	5,84
Özel yurtiçi yatırımlar	-1,90	0,15	-0,26	-2,01
Net mal/hizmet ihracatı	-0,18	-0,67	-0,51	-1,36
Federal ve yerel harcamalar	0,65	0,81	0,83	2,29

Yurtiçi yatırımlar, yurtiçinde yerleşik olan ve olmayan yatırımlardan oluşmaktadır.
Kaynak: NIPA Tablo s. 2, BEA web-sitesi.

Merkez Bankası, tüketim artışının şirketlere fazla kapasitelerini gidermeleri için yeterince uzun zaman tanıyacağı, şirketlerin yeniden yatırım ve istihdam yapmaya başlayacakları ve her şeye kadir tüketicinin dinlenmesine izin verecekleri konusunda bahse giriyor. Bu, ekonominin yeniden sağlıklı bir görünüm alması için gerekiyor.

Mali uyaranlar

Merkez Bankası parasal alanda uyarıcı politikaları uygulamaya koyarken, Bush yönetimi de bunun üzerine, Kongre üzerinde baskı kurarak, vergide büyük çaplı indirimler ve askerî harcamalarda büyük artışlar yapılması kararını geçirerek, Ronald Reagan döneminde uygulanmış olan büyük mali uyarıcı politikaları andıran kararları ekledi. Ancak bu önlemler

göründüğünden daha az etkili oldu. Yönetim, halk kitlelerinin gözünü boyayacak birkaç küçük adım attı: Eyaletlere medicare* harcamalarını karşılamalarına yardımcı olacak nakit yardımı sağladı, çocuk bakımı için sağlanan vergi kredilerini artırdı ve 2001 Vergi Yasası'nın vergi oranlarında öngördüğü indirim süresini uzattı. Ancak bütün bu önlemler, bir arada ele alındıklarında 2003 yılında sadece 35 milyar dolar değerindeydi. Bu önlemler geçici bir süre için belirgin bir canlanma sağlayabilir. Ancak 11 trilyon dolar büyüklüğündeki bir ekonomide yaratacakları etki çok kısa süreli olacaktır. Diğer vergi indirimleri ise kâr payları üzerinden alınan vergileri aşağıya çekti ve dolayısıyla neredeyse sadece en zengin kesime fayda sağladı. Bu indirimlerin etkisi, tüketimi canlandırmaktan çok, tasarrufların ve mali varlıkların satın alınmasının azalması biçimde olacaktır ve toplam talebin iyileştirilmesine çok az bir katkı sağlayacaktır. Federal düzeyde vergilerin azaltılması eyalet hükümetlerine aktarılan parasal geliri azaltan bir etki yaratacak, eyaletleri harcamalarını kısmaya ve kimi durumlarda vergileri artırmaya zorlayacak, bu önlemlerin yaratacağı söylenilen uyarıcı etkileri etkisiz hale getirecektir.

Askerî harcamalar 11 Eylül'ün hemen sonrasında 2001 yılında %6 ve 2002 yılında %10 oranında artış göstererek, Dünya Ticaret Merkezi ve Pentagon'a yapılan saldırıları izleyen yılda ülkenin en büyük dokuz savunma sanayi şirketinin net varlıklarının değerinin, S&P 500 indeksinde alan şirketlerin ortalama net varlık değer artışından %30 daha fazla olmasını sağladı.[10] Savunma harcamaları, bu iki yılda toplam federal harcamaların sırasıyla yaklaşık olarak %65 ve %80 artmasını sağlayarak kesinlikle, ekonomiyi ileriye doğru itmeye yardımcı oldu. Bununla birlikte, askerî harcamaların artışı 2001 ve

(*) ABD'de 65 yaşın üstündekilere tıbbi bakım sağlayan sosyal sigorta kurumu – ç.n.

10 Tim Bennett ve diğer yazarlar, "Global News, Valuations and Forecasts" ve Heidi Wood, Miles Walton ve Aayush Sonthalia, "Defense Budget Apt to Remain on Track", *Morgan* Stanley Equity Research *Aerospace and Defense*, 12 Kasım ve 16 Aralık 2002. Aayush Sonthalia'ya bana bu verileri sağladığı için teşekkür ederim.

2002 yıllarında GSYİH artışının toplam *olarak* 0,75 puanlık bölümünden daha fazlasını sağlamadı.[11]

Elbette, ekonomi yavaşlarken, zenginlere yönelik olarak yapılan büyük boyutlu vergi indirimleri ve askerî harcamalarda yapılan devasa artışlar, federal hükümetin bütçe açıklarının çok daha fazla artmasına neden oldu. 2000 yılında spekülatif hızlı büyüme ve hisse senetlerinin değerlenmesi yoluyla elde edilen devasa sermaye kazançları sayesinde, federal bütçe 236 milyar dolar tutarında fazla vermişti. Ne var ki sadece iki buçuk yıl içinde federal bütçe, 450 milyar dolar gibi büyük bir açıkla sonuçlandı. Ekonomi zor durumda olduğundan, Keynezyen açıklar çok yerinde bir uygulamaydı. Ancak hükümetin ekonomi paketi bütünüyle ekonomik olmaktan çok siyasal ve askerî politikalarca güdülenmiş olduğu için, kamu maliyesinin fazla vermekten açık vermeye geçişinin, bir canlandırıcı etmen olarak ekonomik büyüme üzerinde asgari düzeyde etkin olması şaşırtıcı bir durum değildi.

Hızla artan hanehalkı harcamaları ve bir ölçüde devlet borçlanmasıyla sağlanan tüketim artışı sayesinde, imalat sanayi dışındaki ekonominin büyük bölümü durgunluktan görece iyi bir durumda çıktı. Daralmanın yaşandığı 2001 yılında bile imalat sektörü dışındaki mali olmayan kurumsal ekonomide, kâr oranları küçük bir miktarda artış gösterdi; 2002 yılında ve 2003 yılının ilk yarısında çok daha hızlı biçimde arttı. Bu sürede imalat sanayi üretiminin kabaca aynı düzeyde seyrettiği varsayımına göre, tarım ve imalat sanayi dışı sektörün GSMH'sı yılda ortalama %3'ün üzerinde bir artış göstermiş oluyor. İstihdamda ise tablo çok daha karanlık. 2000 yılının Temmuz ayı ile 2003 yılının Ekim ayı arasında imalat-dışı istihdam net olarak 230 bin kişi artmış olsa da, artış sadece mali sektörde (306 bin), gayrimenkul sektöründe (51 bin) ve sağlık ve eğitim hizmetlerinde (1 milyon 515 bin) görüldü. Bu üç

11 2003 yılının ikinci çeyreğinde Irak Savaşı'nın hızla artan harcamaları (aksi halde çok daha düşük düzeyde kalacak olan) GSMH artışını belirgin biçimde yukarıya taşıdı, ancak bunun sürdürebilir bir durum olup olmadığı şüpheli görünmektedir.

sektör bir kenara bırakıldığında, diğer sektörlerde 1 milyon 642 bin iş kaybı oldu. Düşen faiz oranlarından, borçlanmanın hız kazanmasından, artan tüketim harcamalarından, ithalat artışından etkilenmemek ve artan hisse senedi fiyatlarından faydalanmak konusunda en avantajlı konumda olan sektörlerin –özellikle inşaat, perakende ticaret ve hepsinin ötesinde mali sektör– çok iyi sonuçlar elde etmiş olması, ABD'nin ekonomik yörüngesine yeni milenyumda farklı bir görünüm veriyordu.

İnşaat ve perakende ticaret

İnşaat sektörü, savaş sonrası dönemdeki en büyük hızlı büyümesini yaşadı ve bunun belli nedenleri vardı. Ekonominin on iki yıl süreyle hiç durmadan büyümüş olması, konut arzı üzerinde eşi görülmemiş bir baskı yaratmıştı. Bunun ötesinde, 1990'ların ortasından itibaren, borçlanmanın hiç olmadığı kadar kolaylaştırılmasıyla sağlanan tüketim artışı, daha da hız kazanarak, uzun süredir devam eden ekonomik büyümenin konut talebi üzerindeki etkisini daha da artırdı. Bunun kaçınılmaz bir sonucu olarak konut satışları ve konut fiyatları çok büyük bir artış gösterdi. Bu arada –bir zamanlar büyük ölçüde örgütlü bir sektörken, şimdi neredeyse bütünüyle sendikasızlaşmış olan– inşaat sektöründe reel ücret artışı, son on yıl boyunca yılda %1'in altında tutulabildi. 1978 ile 1993 yılları arasındaki on beş yıl boyunca inşaat sektöründe reel ücretler, yılda ortalama %1,1 oranında –toplam olarak %14 oranında– geriledi. Böylelikle inşaat sektöründe kâr oranı, 2001 yılında biten on yılda altıda bir oranında yükselerek ve bu yılda savaş sonrası hızlı ekonomik büyüme dönemini de içeren –1945'ten bu yana geçen– sürede herhangi bir zamanda ulaştığından %50 daha yüksek bir düzeye erişerek, daha önce hiç olmadığı kadar arttı.

Perakende ticaretin başarısı da, inşaat sektörü gibi, on yılı aşkın bir süreyle ücretlerin aşağı çekiliyor olmasına dayanıyordu. 1978 ile 1991 yılları arasında bu sektörde reel telafi yılda ortalama %1,6 oranında ya da toplamda %19 oranında dü-

şüş gösterdi. Bunu izleyen onyıl boyunca perakendeciler sadece ekonominin genel olarak büyümesinden değil, aynı zamanda tüketim harcamalarındaki hızlı artıştan –yuppie'lerin servet etkisiyle çılgınca artış gösteren harcamalarından– faydalandılar. Perakendeciler ayrıca, ithal ürünleri ucuz hale getirerek, Çin'den her türlü pahalı olmayan malın gelişine yol açan doların önlenemez yükselişinden de faydalandılar. 1995 ile 2002 yılları arasında Çin'den yapılan ithalat 44 milyar dolardan 122,5 milyar dolara çıkıp, yılda ortalama %16 oranında artış gösterirken, Çin Halk Cumhuriyeti, ABD'ye en çok ithalat yapan ülke haline geldi. Bu süreçte –şimdi dünyanın en büyük şirketi haline gelmiş olan– Wal-Mart, kamuoyuna geniş bir biçimde yansıtılan bir başrol oyuncusu rolündeydi; şirket, bugün Çin'den yapılan ithalatın %10'dan karşılık gelen bir bölümünü gerçekleştiriyor ve Çin'deki birçok sektörde var olan kapasite fazlasından faydalanarak, hiç olmadığı kadar düşük fiyatlar talep ediyor. Fakat aynı zamanda diğer Amerikalı perakendeciler de bu ticaretten büyük faydalar sağladılar.[12] 1992 ile 2001 yılları arasında perakende ticarette istihdam 2,4 milyon kişi ya da %19 oranında artış gösterdi. Aynı sürede perakende ticarette kâr oranları, daralmanın yaşandığı yıl olan 2001'de gösterdiği %8 oranında artış da dahil olmak üzere, her yıl yükseliş gösterdi ve toplam olarak %57 oranında arttı.[13]

Mali sektör

Mali sektörün büyümesi, inşaat ve perakendecilik sektörlerinin büyümesine paralel seyrediyor, ancak bütünüyle farklı

12 Paul Wonnacott, "Behind China's Export Boom, Heated Battle Among Factories", *Wall Street Journal*, 13 Kasım 2003.

13 Yer sınırlaması nedeniyle, perakende ticarete benzer bir yörünge izleyerek, 1992 ile 2001 yılları arasında istihdamı %20'den fazla ve kâr oranı %50 oranında artış göstermiş olan, (çok daha küçük boyuttaki) otel ve konaklama sektörü üzerinde duramıyoruz. Bir başka tüketim itkili sektör ise, üzerinde daha fazla araştırma yapılması gereken, kurumsal kârları devasa artışlar kaydetmiş olan –1989 yılında 4,9 milyar dolarken, 1994'te 15,4 milyar dolara, 1999'da 17,3 milyar dolara, 2001 yılında 24,8 milyar dolara çıkan; üstelik istihdam artışı %50'ye yaklaşan– muazzam büyüklükteki sağlık sektörüdür.

bir yol izliyor. 1990'lı yıllar boyunca mali sektör, Amerikan ekonomisinin haritasının biçimini değiştirerek ve kesintisiz olarak yeni milenyumun ilk yıllarına uzanarak gerçekten devrimci boyutlara ulaştı. Mali sektöre dönüş 1980'li yılların başlarında monetarizme, yüksek faiz oranlarına, güçlü bir dolara ve mali serbestîye dönüşle başladı. Bu dönüş, özellikle mali olmayan sektörde, özellikle de imalat sanayinde kârlılığın düşüşünün Keynezyen açıklar ve düşük bir dolar yoluyla önlenememesi üzerine başladı. Ancak mali sektörün önündeki engelleri kaldırma yönünde sürekli atılan adımlara ve 1980'li yıllarda tahvil piyasasında ve borsada yaşanan çok büyük artışlara, geçici borç itkili birleşme ve satın alma modasına, ticari gayrimenkul balonuna ve hisse senedi enflasyonuna karşın, on yılın sonunda, sadece ticari bankalar ve tasarruflar ve alacaklar değil, bizzat mali olmayan şirketler de büyük krizlerle karşı karşıya kaldılar.

Bütün bunlar 1990'larda Greenspan mali sektörü batmaktan kurtardığı zaman değişti. Greenspan 1990-1991'de yaşanan daralmanın başında, sadece kısa dönemli faiz oranlarını, bankaların standart kısa vadeyle ucuza borçlanma ve uzun vadeyle pahalı borç verme politikalarını gittikçe iyiye giden getiriler elde ederek sürdürmelerine olanak sağlamak için, çarpıcı biçimde aşağıya çekmekle kalmadı. Buna ek olarak, bankaların, hükümetin düzenlemelerine aykırı olarak, yaratacağı risklere yönelik olarak gerekli karşılıkları ayırmadan, muazzam miktarda –uzun vadeli faiz oranları düşerken çok büyük değer kazanan– uzun vadeli bono tutmalarına izin verdi.[14] Mali sektörün kârları neredeyse anında sağlığına kavuştu ve bunlar daha sonra yarıda kesilecek olan baş döndürücü bir yükseliş yaşamaya başladılar.

1990'ların her büyük eğilimi, ekonomik ya da siyasal olsun, mali sektörün işine yaradı. Reel ekonomi sürekli olarak büyüdü. Clinton'ın ters Plaza Anlaşması'nın –her ikisi de* Clin-

14 Joseph Stiglitz, The *Roaring Nineties*, Londra 2003, s. 43.

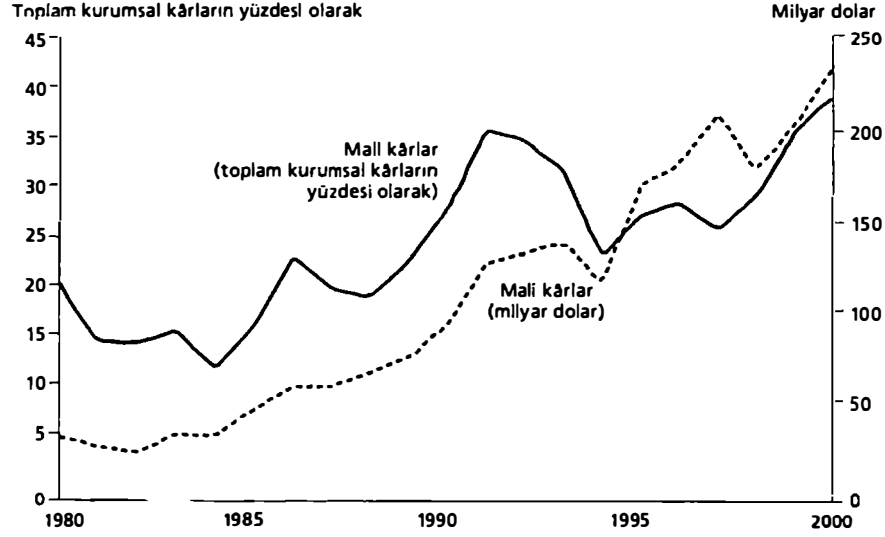
(*) Brenner burada 'her ikisi de' diyerek, Plaza Anlaşması'nı ve ters Plaza Anlaşması'nı kastediyor – ç.n.

ton'ın ekonomi çarı, Goldman Sachs'ın eski genel müdürü Robert Rubin tarafından düzenlenmişti– hemen sonrasında bütçeyi dengeleme ve doları hızla yükseltme politikasına dönmesi, enflasyonu minimuma indirerek, borç verme karşılığında reel getiri elde edilmesini (tıpkı imalatta getirilerin azalmasına yol açtıkları gibi) güvence altına aldı. Clinton ve Rubin bankacılıkta kuralsızlaştırmayı mantıki sonuçlarına doğru zorlayarak, bugüne kadar birbirinden ayrılmış olan ticari bankacılık, yatırım bankacılığı ve sigorta işlerini kârları büyütmek için biraraya getirebilecek 'tek durak'* mali süpermarketlerin yükselişinin yolunu açtılar. Hepsinin ötesinde, borsada oluşan balon, bankalara hisse senedi çıkarma işlemlerine ve birleşme ve satın almalara nezaret ederek büyük miktarda gelir ve kâr elde etmek konusunda tarihsel olarak benzersiz fırsatlar sunarken, bir yandan kurumsal ve tüketici kredileri kullandırmaya da devam ettiler. Nihayet, on yılın sonuna gelindiğinde, hisse senedi fiyat balonu doruk noktasına ulaşırken, konut alanında başlayan yükseliş, mali sektöre kazanç sağlamak için katmerli fırsatlar sundu. 1994 ile 2000 yılları arasında mali sektörün kârları iki kat arttı. Aynı dönemde, mali olmayan kurumsal sektörde kârlar sadece %30 oranında arttığından, mali sektörün kârlarının toplam kurumsal kârlar içindeki payı %23'ten %39'a yükseldi. Bu şekilde mali sektör, bu yıllarda elde edilmiş olan kurumsal kâr *artışının %75'ini* sağlamış oldu.

2000 yıllardan bu yana, ne hisse senedi fiyat balonunun patlamış olması ne de reel ekonominin yavaşlaması, mali sektörün tırmanışının önüne geçebildi. Konut balonu borsa balonunun yerini aldı ve düşen borçlanma maliyetleri de işin geri kalanını halletti. Ağırlıklı olarak hem ipotekle ilişkili işleri hem de tahvil alım satımı ve sigortası işlemleri –bunların hepsi düşmekte olan faiz oranlarıyla ilişkiliydi–, bankaların ve menkul kıymet şirketlerinin, hisse senetlerinde yaşanan devasa düşüşlere ve kurumsal borçlanmanın artışında yaşanan büyük gerilemeye karşın çok iyi gelir elde etmeye devam etmelerini

(*) Bir hizmet sürecinin tümünün tek bir müessese tarafından üstlenilmesi – ç.n.

ŞEKİL 2
Toplam Kurumsal Kârlara Oranla Mali Sektörün Kârları



% rakamları, mali kârların toplam kurumsal kârlara bölünmesi ve bundan net faiz ödemelerinin çıkartılması yoluyla bulunmuştur.
Kaynaklar: NIPA Tablo 1.16 ve GPO by Industry, BEA web-sitesi.

sağladı. 2000 ile 2003 yılının ilk yarısı arasında, yavaşlama döneminde, mali sektörün kârları hem mutlak hem de nispi olarak çarpıcı biçimde yükselmeye devam etti. Bu şekilde, Morgan Stanley'e göre toplam kurumsal kârların %50'sine yakınını ve 2000 ile 2003 arasında yaşanan kurumsal kâr artışının hemen hemen %80'ini oluşturur hale geldiler.[15]

Balonun sürüklediği ekonominin çelişkileri

Merkez Bankası'nın krediyi hiç olmadığı kadar kolaylaştırma yönelimi, imalat sanayi dışındaki ekonominin benzer bir görünüm sergilemesine yol açtı: İnşaat sektöründe ve perakende ticarette kârlılığın daha da artması ve mali sektörün büyüme çağının sürmesi. Ancak bunu, büyük ölçüde mali varlıkların değerini, temsil ettikleri, temellerini oluşturan varlıkların değerinin çok ötesine taşıyıp, büsbütün şişirerek –ve mali varlıklardan vazgeçerek– yaptı. Bunu izleyen balonlar, tüketim artışını sürmesini ve ekonominin çarkının dönmesini sağlamak için hiç olmadığı kadar büyük boyutta borçlanmayı desteklemek üzere gerekli olan kredi teminatlarını sağlayacaktı. Sonuçta, geçtiğimiz üç yılda ABD'nin ekonomik büyümesinin itici gücü, kârların artışının sağladığı itkiyle artan yatırım ve istihdamın yarattığı talepten çok, kâğıt üzerindeki spekülatif değerlenme karşılığında borçlanarak yaratılan talep artışı oldu.

Elbette, hisse senedi fiyatları 2000 yılının ortasından itibaren hızla düşmeye başladı. Ancak, hisse senedi fiyatlarının düşmesi paradoksal bir biçimde, bunların değerlerini, temellerini oluşturan kârlarla orantılı bir düzeye getirmedi, çünkü bu sırada kârlar da aynı hızla düşmüştü. 2002 yılının Ekim ayında hisse senetleri dibe vurduğu zaman, S&P 500 bileşik endeksi, 2000 yılının Temmuz ayında eriştiği zirve noktasının

15 Steve Galbraith, "Trying to Draw a Pound of Flesh Without a Drop of Blood" *Morgan Stanley US and the Americas Investment Reserch*, 8 Eylül 2003; Steve Galbraith, "Fading Fog", *Morgan Stanley US and the Americas Investment Research*, 21 Eylül 2003. Morgan Stanley'nin verileri, S&P 500 içinde yer alan şirketlere aittir. Mali sektör şirketlerinin 2001 sonrasındaki kârlarıyla ilgili olarak gerekli devlet verileri henüz yayınlanmış değildir.

%42 oranında aşağısındaydı; ancak, zaten 1995'in başlarında ulaştığı en yüksek düzey ile 2000 yılının ortası arasında %48 oranında düşüş göstermiş olan fiyat-kazanç oranı (yani, hisse senedine yapılan yatırım karşılığında elde edilen getiri oranı) hiç yükseliş gösteremeyerek 3,7:1 civarında çakılı kaldı – bu, hisse senedi yatırımlarının yılda ortalama %4'ün altında bir getiri sağladıkları anlamına geliyordu. Belli ki Merkez Bankası'nın ucuz kredi politikasının söz konusu olmadığı koşullarda, hisse senedi fiyatları, temellerini oluşturan kârlara oranla çok daha büyük bir düşüş gösterirdi. Ancak hisse senedi fiyatları balonunun patlamasına hiçbir zaman izin verilmedi.

Birkaç ay sonra bu balon yeniden şişmeye başladı. 2003 yılının Mart ayından itibaren, görünüşe göre ekonominin altında yatan zayıflığın bir ifadesi olarak, tahvil fiyatları yükseldi ve faiz oranları düştü. Ancak hisse senedi fiyatları yeni, kesintisiz bir yükseliş içine girdi ve S&P 500, sonraki sekiz ay boyunca yaklaşık %30 oranında artış gösterdi. Kuşkusuz bu, Merkez Bankası'nın olmasını umut ettiği şeydi. Bununla birlikte, *Financial* Times'a göre 2003'ün yazında S&P 500'ün kazanç-fiyat oranı %10 daha düşerek, yaklaşık 7:1 gibi tarihsel bir ortalamaya kıyasla 3:1 oranına gerilemişti. Merkez Bankası iş dünyasının ikliminin daha fazla kararmasına engel olmayı başarıyordu; ancak böyle yaparak, aslında hisse senedi fiyatlarının çökmesi ve onu izleyen ekonomik yavaşlama karşısında borsadaki balonun sürmesini sağlamıştı. Önemli bir düzeltme, ekonomiyi tekrar doğrudan daralmaya geri götürebilirdi.

Emlak balonu

Konut fiyatları, 1990'ların ortalarından itibaren hisse senedi fiyatlarının, temellerini oluşturan kurumsal kârlardan ve GSMH'dan daha hızlı artmaya başlayarak şişmeye başladı. Konuyla ilgili verilerin yayınlanmaya başlandığı 1975'ten 1995 yılına kadar geçen süre içinde konut fiyatları tüketici fiyatlarına aşağı yukarı benzer oranlarda artış göstererek, reel olarak kabaca sabit kaldı. 1980'lerin ilk yarısında konut fiyat endeksi,

tüketici fiyat indeksinin (TFI) %5-10 oranında gerisindeydi, 1985 yılında konut fiyat indeksi TFI'yi yakaladı; daha sonra, 1995 yılında yeniden TFI'yle aynı düzeye inmeden önce, 1985 ile 1990 yılları arasında TFI'nin %13 oranında üzerine çıktı. Bu şekilde, 1995'te reel konut fiyatları 1985 ve 1979'da olduğuyla aynıydı. Ancak 1995 ile 2003 yılının ilk yarısı arasında konut fiyat endeksindeki artış, TFI'nin gösterdiği artışın 35 puan üstüne çıktı; tarihsel olarak bu, reel konut fiyatlarında görülmemiş bir artıştı.

Zamanlaması göz önüne alındığında bu konut balonunun açıklaması oldukça bariz görünüyor. Hisse senedi sahipleri borsadaki hızlı büyüme yoluyla servet birikimi sağlarlarken, konut sektörünün sağlayabileceğinden çok daha hızlı biçimde daha pahalı evler talep etmeye başladılar. Ardından konut fiyatları yükselirken alıcılar, değerlerin –borsada olduğu gibi– tırmanmaya devam edeceği varsayımıyla gayrimenkuller karşılığında hiç olmadığı ölçüde büyük tutarlar vermeyi istekli hale geldiler. 2000 yılının sonunda borsa çöktüğünde ve hızlı büyüme sona erdiğinde gayrimenkul balonu, kısmen Merkez Bankası'nın faiz indirimleri sayesinde, aynı zamanda da, özellikle faiz karşılığı borç vermenin getirisinin hızla düştüğü bir ortamda, fonların hisse senetlerinden konut piyasasına kaydırılması sayesinde, var olmaya devam etti. Konut fiyatlarındaki artış, faiz oranları düştükçe, konut sahiplerinin daha da pahalı evler almalarına izin vererek talebi arzın üzerinde tuttuğundan, kendi kendini sürdürebilir nitelikteydi.[16]

Bu şekilde, sadece dört yıl içinde, 1995 ile 1999 yılları arasında, konut biçimindeki hanehalkı serveti %25 oranında artış gösterdi. Ancak hisse senedi piyasalarının zirveye ulaştığı 1999 ile iki dalga arasındaki en düşük nokta olan 2003 yılının ilk çeyreği arasında, konutların değerleri daha da hızlı yükseldi;

16 Bu ve bundan önceki paragraf, Dean Baker ve Simone Baribeau'nun 13 Ağustos 2003 tarihli "Homeownership in a Bubble: The Fast Path to Poverty" başlıklı makalesine dayanıyor. Makaleye Center of Economic Policy Research'ün web-sitesinden ulaşılabilir. Özellikle bkz. Şekil 1, "The Real Cost of Owing and Renting".

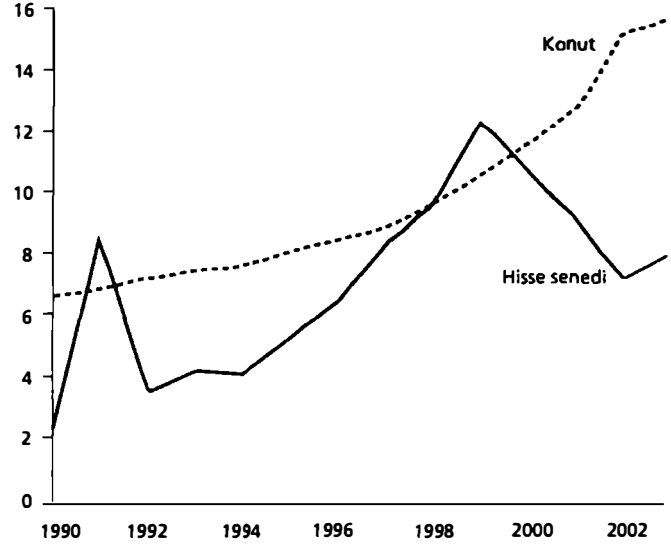
konut fiyatları tüketici fiyatlarından yılda ortalama olarak yaklaşık %5oranında daha hızlı arttı. Aslında bu üç yıllık dönemde reel ev fiyatları, kayıtlı olan karşılaştırılabilir herhangi bir döneme kıyasla daha hızlı artmıştı. Bunun bir sonucu olarak, bu kısa zaman aralığında, hanehalklarının sahip oldukları hisse senetlerinin (menkul kıymet yatırım fonları dahil olmak üzere) değeri 12,2 trilyon dolardan 7,15 trilyon dolara gerileyip, 5,05 trilyon dolar ya da %44 oranında azalırken, hanehakları tarafından sahip olunan konut niteliğindeki gayrimenkullerin değeri 10,4 trilyon dolardan 13,9 trilyon dolara yükselerek, 3,6 trilyon dolar ya da %35 oranında artış gösterdi ve yeniden hanehalklarının servetinin bir numaralı kaynağı haline geldi.

Evlerinin kâğıt üzerinde bu derece büyük değer kazanmasının hemen sonrasında, aileler evlerini ipotek karşılığı kredilerinin çok üzerinde fiyatlarla satarak, ipotek karşılığı konut kredilerini finanse ederek ve borçlanma yoluyla büyük boyutlu fonlar elde etmeyi başardılar; bu, tüketim artışı ve dolayısıyla GSMH üzerinde çok büyük etkiler yarattı. 1990 ile 1997 yılları arasında hanehalklarının ellerinden çıkardıkları hisse senetleri yılda ortalama olarak yaklaşık 150 milyar dolardı; ancak konut balonunun on yılın son üç yılında şişmeye başlamasıyla birlikte bu rakam 1998, 1999 ve 2000 yıllarında ikiye katlanarak yılda yaklaşık 300 milyar dolar oldu. 2001, 2002 ve 2003 yılının ilk yarısında ev satışları sırasıyla 6,2 trilyon dolar, 6,6 trilyon dolar ve 7 trilyon dolarla (yıllık hale getirilmiş) tüm zamanların rekorunu kırdı. Aynı şekilde ipotek karşılığı konut kredisi yeniden finansmanı da sırasıyla 1,2 trilyon dolar, 1,6 trilyon dolar ve 3 trilyon dolara ulaştı. Bu koşullarda, aynı üç yıl boyunca ipotek karşılığı borçlanmayla elde edilen nakit tutarı duyulmamış düzeylere ulaştı; sırasıyla 420 milyar dolar, 600 milyar dolar ve 716 milyar dolar oldu.[17]

İpotek senedi yoluyla çekilen paranın ABD'deki kişisel har-

17 İpotek karşılığı konut kredisi yeniden finansmanı ve nakit kullanımıyla ilgili zaman serileri, bana bu verileri sağlamak konusunda gösterdiği cömertlik nedeniyle kendisine teşekkür ettiğim, Economy.com'un baş ekonomisti Mark Zandi tarafından oluşturuldu.

ŞEKİL 3
Hanehalkı Serveti - Hisse Senetlerine Karşı Gayrimenkul (trilyon dolar)



Kaynak: "Flow of Funds Table B100", FRB web-sitesi.

canabilir gelire oranı, 2001, 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yarısında sırasıyla şok edici bir biçimde %5, %7,7 ve %9 oranlarına ulaştı ve tüketim artışındaki çarpıcı düşüşün hemen sonrasında, tüketici harcamalarının ayakta tutulmasında büyük rol oynadı. Merkez Bankası'na göre hanehalkları, ev tadilatından binek aracı alımına, tatil, eğitim, sağlık harcamalarına her türlü konuda –ve kimi zor durumda kalmış aileler söz konusu olduğunda, genel geçim harcamalarına– artan tüketim harcamalarını finanse edebilmek için çektikleri natik paranın yaklaşık %50'sini kullandılar. Bu arada, elde edilen nakdin üçte birine yakını, yüksek maliyetli kredi kartı borcu ödemesine ve diğer taksit ödemelerine ayrılarak, gelirin daha fazla tüketim için ayrılmasını mümkün hale getirdi. Kalan nakit para ise diğer yatırımların, genellikle konut talebini ve fiyatlarını yukarıya doğru itme ve bu şekilde hanehalklarının sağladıkları kazancın net değerini artırma eğilimi gösteren, gayrimenkul varlıkların finanse edilmesinde kullanıldı."[18]

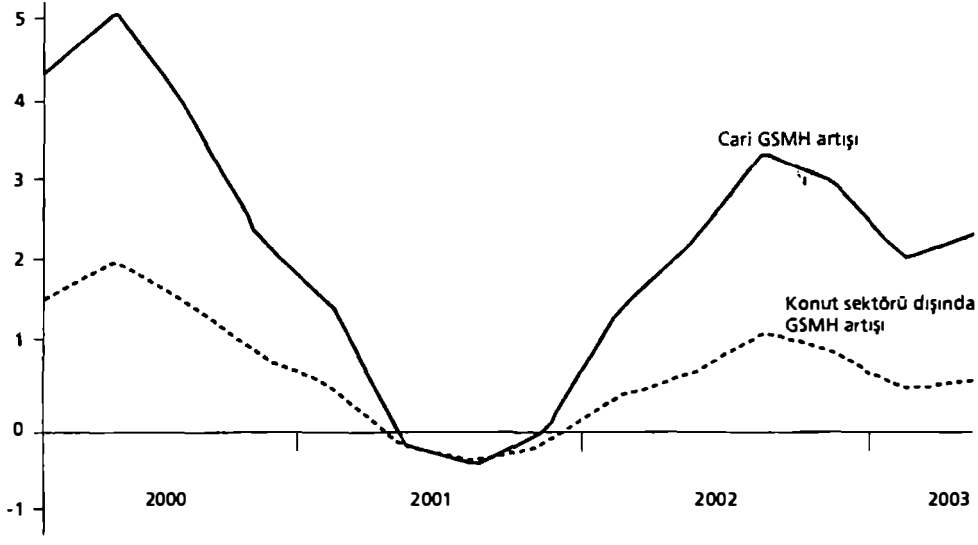
2000 yılının sonundan bu yana, tek başına ipotek yeniden finansmanı yoluyla sağlanan para, toplam GSMH artışının en azından %20'sini oluşturuyor. Eğer hem ev satışları yoluyla elde edilen nakit ve ikinci ipotekler, hem de konut yatırım harcamaları ve ev eşyası alımları birarada düşünülürse, 2000 yılı ile 2003 yılının ilk yarısı arasında konut ve ipotek piyasalarının GSMH'nın üçte ikisinden az olmayan bölümünü oluşturduğu görülür. Bu, konut sektörünün sağladığı katkıların olmadığı durumda, bu dönemde ortalama yıllık GSMH artışının, gerçekleşmiş olan %1,7 oranı yerine, sadece %0,6 oranında olacağı anlamına gelmektedir.[19]

---

18 Mark Zandi, "Housing's Virtuous Cycle", *Regional Financial Review*, Agustos 2003, s. 13.

19 Bu sonuçlar Economy.com'un makro-ekonomik modeli kullanılarak yapılmış olan simülasyonlara dayanıyor. Bkz. Zandi, "Housing's Virtuous Cycle", s. 14 ve dipnot 3, özellikle Tablo 3; aynı zamanda Homeownership Alliance, "The Economic Contribution of the Mortgage Refinancing Boom", Aralık 2002, s. 1-5; ve Homeownership Alliance, "Mortgage Refinancing Accounts for 20 Percent of Real Economic Growth Since 2001", basın açıklaması, 17 Aralık 2002 (her ikisine de www.homeownershipalliance.com adresinden ulaşılabilir).

ŞEKİL 4
Konut Sektörünün GSMH Artışına Çeyrek Yıl Bazında Katkısı (%), 2000-2003



% değişimi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla hesaplanmıştır.
Kaynak: economy.com

Yine de bu çapta bir nakit kredi kullanımının, çok uzun olmayan bir gelecekte nasıl olup da düşüşe geçmeyeceğini düşünmek bir hayli zor. Bunun nedeni, gayrimenkul fiyat enflasyonu hızını kaybedecekmiş gibi görünürken, –şu anda savaş sonrasının en düşük düzeyine yaklaşmış olan– faiz oranlarının düşmekten çok, yükselerek kredi kullanımına daha az alan bırakmasının daha muhtemel olmasıdır. Bu şekilde, hanehalklarının kendi evlerinde sahip oldukları net varlık, 2003 yılının ortasında daha şimdiden evlerinin değerinin %54'üne düşerek –on yıl önce bu oran %60'tı– savaş sonrasının en düşük düzeyine inmiş durumdayken, hanehalklarının borçlarının gelirlerine oranı daha 1995 gibi yakın bir tarihte %90'ken, %110 gibi rekor düzeye çıkmış olduğundan, ev sahiplerinin borçlanma eğilimi de muhtemelen azalacaktır.[20] Ancak eğer hanehalkı borçlanması yavaşlarsa, şu ana kadar ekonominin sağlığı konusunda önemli rol oynamış olan tüketici harcamalarının artışı büyük darbe alacaktır. Greenspan'in kibarca ifade ettiği gibi, "Evlerin net değeri üzerinden yapılan nakit kullanımlarında geçen yıl [2002] görülen hızlı tempo, 2003'te kayda değer biçimde yavaşlayacağa benziyor ve bu da muhtemelen onun mal ve hizmet alımlarına verdiği desteği epeyce azaltacak."[21]

Dolar balonu ve cari işlemler açığı

Merkez Bankası'nın kolay kredi rejimi, tüketici harcamalarını, özellikle borç itkili konut balonu aracılığıyla pompalayarak, Amerikalıların 2000 yılı ile 2003'ün ortası arasında, ABD'nin ihracatı dünyanın geri kalanın çoğunda satın alma gücünün azalması karşısında düşerken, ithalatlarını artırmaya devam etmelerini sağladı. Bunun sonucu, kökleri 1980'lerin ortalarına uzanan, ABD'nin imalat sanayi ürünleri ithalatının ve dış ticaret açığının hızla artmasının Amerikanın cari işlem-

20 James Cooper ve Kathleen Madigan, "The Skittish Bond Market Won't Shake Ho-using-For Now", *Business Week*, 14 Temmuz 2003.

21 "The Home Mortgage Market", Alan Greenspan'in konuşması, 4 Mart 2003, FRB web-sitesi.

ler açığını büyüttüğü, ABD'nin denizaşırı yükümlülüklerini artırdığı ve dünyanın geri kalanın, her şeyden önce de Doğu Asya'nın ihracata dayalı büyümesini hızlandırdığı bir uluslararası ekonomik gelişme modelini uzatmak ve derinleştirmek oldu.

Bu model 1979-1980 yıllarında, gelişmiş kapitalist ülkeleri –özellikle imalat sanayi alanında– pençesine almakta olan azalan kârlılıkla mücadele etmek amacıyla, Keynezyen genişlemeden uluslararası düzeyde vazgeçilerek monetarist daralmaya yönelinmesiyle ortaya çıktı. Bunu izleyen faiz oranlarındaki sıçrama, sosyal harcamaların artışındaki azalma ve ücret artışının baskı altına alınması, atıl, yüksek maliyetli ve düşük kârlı üretim araçlarının ayıklanmasına ve bu yolla sistem ölçeğinde kârlılığın toparlanmasına katkıda bulundu. Ancak aynı güçler aynı zamanda kamu ve tüketici harcamalarının artışında hızlı bir düşüşe yol açtılar; bununla bağlantılı olarak, yatırımların büyüme hızını azalttılar, toplam talebi kıstılar, kârlılıkta herhangi bir artışın oluşumuna ket vurdular ve durgunluğu artırdılar. Durgunluk içindeki iç pazarlar ve mali serbestînin daha fazla bütçe açığı vererek harcama yapmayı engellemesi karşısında, gelişmiş kapitalist dünyanın çoğunda büyümeyi, imalat sanayi ürünlerinin ihracatını gittikçe daha fazla artırmaya bağlı hale getirdi. Ancak ihracata dayalı büyümenin gittikçe genelleşerek dünyaya yayılması, sadece uluslararası imalatın temelinde yatan ve kendi haline bırakılması durumunda –çok uzun olmayan bir sürede– dünya ekonomisini pençesine alacak olan aşırı kapasite eğilimini güçlendirdi.

Sistem ölçeğindeki bu durgunluk ortamında, hızla yükselen dolarla birlikte ABD'nin borçlarındaki hızlı artış, dünya ekonomisinin ana motoru haline geldi. Daha basitçe ifade edersek, sistem 1980'lerin başından bu yana, ABD'nin cari işlemler açığının artarak, bir yandan ABD'nin yükümlülüklerinin artarak hiç olmadığı ölçüde büyümesine yol açmasıyla, diğer yandan da uluslararası imalat sanayinde aşırı kapasiteyi artırmasıyla ileriye doğru yol aldı. ABD, 1979-1980'e kadar imalat sanayi ürünleri ticaretinde fazla verirdi; yakıt ithalatı bir kenara bırakıldığında, toplam dış ticaretinde de fazla verirdi. Ancak 1981 yılından bu

yana ABD'de faiz oranları çok hızlı biçimde yükseldi; dolar artışa geçti ve ABD'nin hem federal hem de özel açıkları her yıl yeni rekorlar kırdı. Bunun bir sonucu olarak, ABD imalat sanayi savaş sonrası tarihinin en kötü krizini yaşadı. 1987 yılında, ihracatın durgunlaşmasıyla ve ithalatın hızla artmasıyla birlikte, imalat sanayi ticaret dengesi 120 milyar dolar açık verdi ve cari işlemler açığı eşi görülmemiş biçimde GSMH'nın %3,4'üne ulaştı. Madalyonun diğer yüzünde, ABD'nin imalat sanayi ürünleri ithalatındaki artış, dünyayı 1980'lerin başındaki derin daralmadan çıkarmada ve yeni bir çevrimsel yükselişin temelini oluşturmada merkezî bir rol oynadı.

ABD'nin borçlanmasının ve parasının değer kazanmasının küresel ekonominin ekonomik dinamizmi açısından vazgeçilmez oluşu, 1980'li yılların ikinci yarısından bu yana kendisini açıkça gösterdi. Dolar 1985 yılından itibaren hızla düşmeye başladığından, özel borçlanma 1990-1991 daralmasıyla geçici olarak çöktüğünden ve ABD'nin kamu açıkları 1993 yılından itibaren küçülmeye başladığından, ABD'nin imalat sanayi ürünleri dış ticaret açığı 1992-1993'te (ortalama olarak) 57 milyar dolar gibi düşük bir düzeye indi ve cari işlemler açığı geçici olarak ortadan kalktı. Bunun sonucunda, (ABD ve para birimlerini, düşmekte olan dolara bağlamış olan Doğu Asya'nın yeni sanayileşen ülkeleri dışında) gelişmiş kapitalist ekonomiler, 1990'ların ilk yarısında savaş sonrası dönemin en kötü performansını gösterdiler.

1990'ların ortası ile yüzyılın sonu arasında durum bir kez daha tersine döndü. Kurumsal ve hanehalkı borçlanmasındaki şaşırtıcı artış, dolayısıyla doların yeniden değer kazanmasıyla birlikte şişen borsa balonu, daha önce kamu açıklarının, talebe, ABD'nin imalat sanayi ürünleri ithalatında bir tür tsunami etkisi yaratarak, sadece ABD ekonomisine değil, bir bütün olarak dünya ekonomisine itki sağlamak için gerekli desteği sağlayarak oynamış olduğu canlandırıcı rolü üstlendi. ABD'nin imalat sanayi ithalatı 1993 yılında 480 milyar dolarken 2000 yılında 1 trilyon dolara çıkarak, yedi yılda iki katından fazla artış gösterirken, oran olarak imalat sanayi üretiminin %50'si-

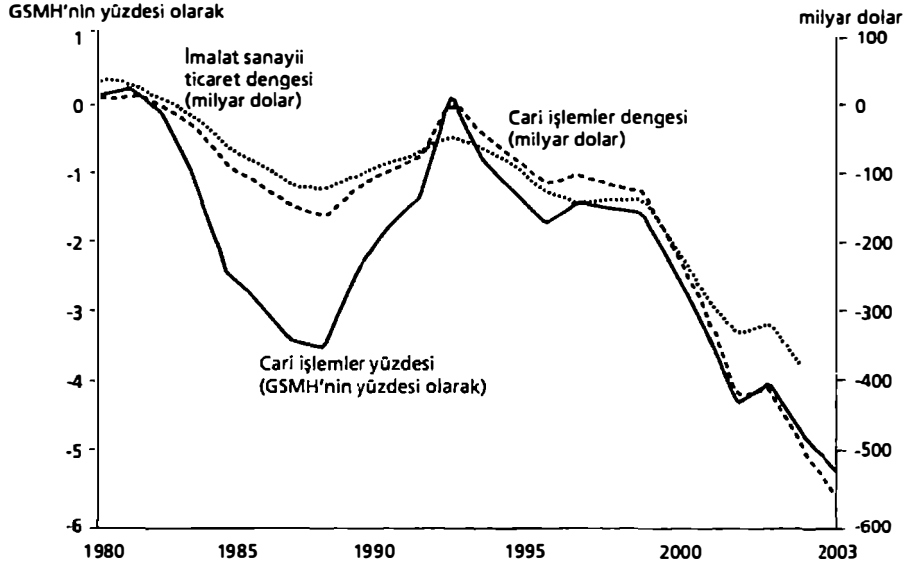
ne karşılık gelen bir düzeye yükseldi. İmalat sanayi ürünleri dış ticareti, daha 1995 yılında 145 milyar dolara sıçramıştı. Bu rakam 1999 yılında 271 milyar dolara ulaştı ve 2002 yılında 369 milyar dolara yükseldi. Bu şekilde, kendi başına, ABD'nin cari işlemler açığında 1995 ile 2002 yılları arasında yaşanan artışın %60'a yakınını ve 2002 mutlak cari açık tutarının dörtte üçünü oluşturur hale geldi.

1990'ların ikinci yarısında ABD'nin cari işlemler açığı, hemen her yıl yeni rekorlar kırarak, büyüklük olarak iki kat ve GSMH'ya oranı olarak üç kat arttı. 2000 yılı ile 2003 yılının ortası arasında %20 daha artarak eşi görülmemiş bir tutara, 544 milyar dolara, 1995'teki düzeyinin beş katına çıktı. Bu şekilde, ABD'nin cari işlemler açığı, ABD imalat sanayinin yaşadığı sıkıntıları derinleştirdi ve dünya ekonomisinin geri kalanına (Avrupa'yı ve Japonya'yı 1995'ten sonra yaşadıkları durgunluktan çıkartarak; Doğu Asya'nın –ve dünyanın geriye kalanının– çoğunu 1997-1998'de çöküşün eşiğinden kurtararak; Latin Amerika'yı 1994-1995'te ve bir kez daha 1998-1999'da derin krizden kurtararak ve nihayet 2001 yılından günümüze kadar küresel depresyonu* uzakta tutarak) vazgeçilmez bir itki sağladı.

Elbette, ABD'nin cari işlemler açığının artışının kendisi, dünyanın geriye kalanının, aslında kendi imalat sanayi ürünleri ihracatları ve üretimlerinin artmaya devam etmesini sağlayan Amerikan tüketim artışını finanse eden, sürekli artmakta olan ABD'nin borçlarını ve varlıklarını ellerinde tutma konusundaki isteklilikliklerine bağlıydı. 1990'ların ikinci yarısındaki hızlı ekonomik büyüme ve spekülatif balon döneminde, denizaşırı yatırımcılar ABD'nin cari işlemler açığını büyük bir mutlulukla fonluyorlardı. Büyük kurumsal kârların oluşacağı ve şirketlerin varlıklarının sonsuza dek değerlenmeye devam edeceği beklentisiyle, ABD'de devasa doğrudan yatırımlar yaptılar ve çok büyük tutarlarda şirket hisseleri ve bonoları satın aldılar; böylelikle doları daha da yukarıya doğru ittiler (dolar-

(*) Ekonominin birkaç yıl ya da daha uzun süreyle küçüldüğü derin ekonomik krize verilen ad – ç.n.

ŞEKİL 5
Cari İşlemler ve İmalat Sanayi Dış Ticaret Dengesi, 1980-2003 (milyar dolar)



Kaynaklar: Tablo 3, US Aggregate Foreign Trade Data, ITA web-sitesi; US International Transactions, BEA web-sitesi.

da oluşan balona, büyük ölçüde dolar balonunu yaratmış olan şirket varlıklarının fiyatlarında oluşan balon eşlik etti). 1995 ile 2000 yılları arasında ABD'nin cari işlemler açığı patladı; dünyanın geri kalanının elinde tuttuğu ABD varlıklarının değeri 3,4 trilyon dolardan 6,4 trilyon dolara veya ABD'nin GSMH'sının %75'ine yükseldi.[22]

Ancak Amerikan ekonomisi yavaşlarken ve ABD borsası 2000 yılının ortasından itibaren düşmeye başlayınca, dünyanın geri kalanındaki özel yatırımcılar ABD varlıklarını gittikçe daha az cazip bulmaya başladılar. Hem şirketlerin çıkardıkları bonoların ve hazine bonolarının hem de Fannie Mae ve Freddy Mac gibi ABD'li kuruluşlar tarafından satılan bonoların satışı hızlı biçimde artmaya devam etti. Ancak hem dünyanın geri kalanı tarafından yapılan hisse senedi alımları, hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımları hızla düştü (yabancıların hisse senedi alımlarının ortalaması, 1999 ve 2000 yıllarında ortalama 153 milyar dolarken, 2001 yılı ile 2003 yılının ilk yarısı arasındaki dönemde 65 milyar dolara düştü; doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise aynı dönemde 306 milyar dolardan 86 milyar dolara geriledi). Özellikle Avrupalılar, ABD varlıklarından kaçtılar. Euro-bölgesinin ABD hisse senetleri alımı 2000 yılının Ekim ayında 115,6 milyar dolarla en yüksek düzeyine ulaşmışken, 2003 yılının Nisan ayında çökerek sadece 4,9 milyar dolara indi. Sonuç, kaçınılmaz bir biçimde doların değeri üzerinde aşağıya çekici bir etki yarattı; Avrupa'da artan faiz oranları bu etkiyi güçlendirdi. 2001 yılının başı ile 2003 yılının ortası arasında dolar, avroya karşı %37 oranında –sadece 2003 yılının Haziran ayına kadar olan bir yıllık süre içinde %27 oranında– değer kaybetti.[23]

Diğer her şeyin eşit kalması durumunda, doların avro karşısında değer kaybetmesi ABD'nin ihracatını kolaylaştıracak ve ithalatını güçleştirecektir. Ancak mevcut koşullar altında bu,

22 Bkz. *The Boom and the Bubble*, s. 208-209 ve Tablo 8.1.

23 Gertrude Chavez, "Weak capital influx seen choking dollar rally", *Reuters Online*, 14 Temmuz 2003. Bu kaynak için Doug Henwood'a ve LBO'ya teşekkür ederim.

ABD'nin ticaret ve cari işlemler açığı konusunda çok büyük bir düzelmenin yaşanmasını sağlayamayabilir ve Avrupa ekonomilerine zarar verme tehlikesini taşıyor. AB'de kötüleşen daralma Avrupa'nın ABD mallarına olan talebini azaltacaktır ve bu da Amerikan ihracatçılarının doların düşmesiyle elde etmeyi sağlamayı umdukları faydanın büyük bölümünü ortadan kaldıracaktır. 2001 yılı ile 2003 yılının ilk yarısı arasında ABD'nin Avrupa'yla olan ticaret açığı, aslında dörtte birden fazla bir artış göstererek, 34,3 milyar dolardan 43,4 milyar dolara çıktı. Artan bu açık karşısında doların daha da düşmesi durumunda Merkez Bankası, zorlu bir tercihle karşı karşıya kalabilir: Ya doların düşmesine izin vermek ve yabancı yatırımcıların sahip oldukları ABD varlıklarını bütünüyle elden çıkarmaları riskini –ki bu tahvil/bono piyasalarında büyük tahribata yol açacak ve dolardan ciddi bir kaçışı başlatacaktır– ya da faiz oranlarını artırmak ve ülke ekonomisinin yeniden daralması riskini göze almak durumunda kalabilir.

Doğu Asya'nın politikaları

Aslında, doların döviz kurundaki yaşanan toplam ticaret ağırlıklı değer kaybı, şu ana kadar yaklaşık %11 gibi bir oranla sınırlı kaldı. Çünkü doların düşüşü, neredeyse bütünüyle avroya ve Doğu Asya para birimlerine karşı sadece küçük bir ölçüde gerçekleşti; buna karşılık, Doğu Asya'nın ABD'nin ticaret ve cari işlemler açığında bununla orantısız –Japonya ve Çin'le birlikte 100 milyar doların üzerine çıkan– bir paya sahip. Doların Doğu Asya para birimleri karşısında değerini korumuş olması, Japonya ve Çin'in (Hong Kong ve Güney Kore dahil olmak üzere) öncülük ettikleri, Doğu Asyalı hükümetlerin kendi para birimlerinin değerini düşük tutabilmek için elde ettikleri cari işlemler fazlasını dolar bazlı varlıklara çevirmelerine dayanan, uzun süredir uyguladıkları politikadan kaynaklanıyor. Bugün Doğu Asya, elinde 1,6 trilyon dolar rezerv tutuyor; bu rakam, dünya toplamının %70'i ve 1990'daki rezerv tutarından tam olarak %30 daha fazla. ABD ekonomisi yavaş-

larken ve Amerika'nın cari işlemler açığı daha da artarken, Çin, Japonya, Güney Kore ve Hong Kong, para piyasalarına daha önce hiç olmadığı şekilde girerek, 2001 yılı ile 2003 yılının ilk yarısı arasında yer alan kısa süre içinde, ellerindeki toplam ABD Hazinesi kâğıtlarının tutarını 512 milyar dolardan 696 milyar dolara çıkarttılar. Tek başına Japonya ile Çin'in, sırasıyla 150 milyar dolar ve 100 milyar dolar satın alarak, ABD'nin cari işlemler açığının %55'ini karşıladıkları tahmin ediliyor.[24]

Kuşkusuz, Doğu Asya hükümetleri bu yolu fedakârlık yapmak adına değil, kendi ülkelerinin ABD'ye olan imalat sanayi ürünleri ihracatının hızlı biçimde artmaya devam etmesini sağlamak amacıyla izlediler. Yine de Doğu Asya hükümetleri, ABD'nin aksi halde ithalatı ile ihracatı arasındaki büyüyen farktan doğacak olan artan finans uçurumunu kapatarak, ABD ekonomisinin istikrarını korumayı başardılar. Bu ülkelerin ABD varlıklarını satın almamış olmaları durumunda, Merkez Bankası'nın ve Bush yönetiminin uyguladıkları hiper-genişlemeci politikalar, neredeyse kesinlikle dolarda büyük bir düşüşe yol açar, bu da tahvil/bono fiyatlarının düşmesiyle borçlanma maliyetlerinin artmasına ve ABD'nin, Asya'nın ve dünyanın geri kalanının yeniden daralmalarına neden olurdu.

Ancak Doğu Asya hükümetleri kendi para birimlerini ucuz tutmak –ve bu şekilde kendi imalatçılarının ihracatını desteklemek– için dolar bazlı varlıkları satın almaya devam edebilecek durumda ve buna istekli olsalar da, bu süreç çok uzun ömürlü olamaz. Sonuç olarak, ABD'nin ihracatını baskı altında tutarak ve ithalatını arttırarak Amerika'nın cari işlemler açığının daha da büyümesine yol açmış olacaklar ve ABD'nin mali varlıklarına yönelik Doğu Asya yatırımları daha da artacak. Bu hem ABD hem de küresel ekonomi adına kötülük habercisi bir anlam taşıyacak. Diğer yandan, Doğu Asya fonları-

24 David Hale, "The Manchurian Candidate", *Financial Times*, 29 Ağustos 2003; Christopher Swann, "Weak renminbi is both boon and bane for the US", *Financial Times*, 26-27 Temmuz 2003; Jennifer Hughes, "Asia's currency manipulation comes under scrutiny", Financial Times, 24 Kasım 2003.

nın, ABD mali piyasalarına doğru akması durumunda, borçlanma maliyetini aşağıya doğru çekerek, doğrudan ve dolaylı olarak hisse senedinde ve gayri-menkuldeki mevcut varlık fiyat balonlarını büyütme eğilimi gösterecek. Ayrıca, Doğu Asya ülkelerinin –hem yüksek dolar hem de devlet tarafından sübvanse edilen ABD talebiyle desteklenen– ihracatının artması, ABD sanayine daha fazla zarar verirken, imalat alanındaki aşırı kapasite sorununu küresel ölçekte arttıracak. Elbette bu, dünya ekonomisinin ve onun bir bileşeni olanı ABD'nin, balon itkili hızlı ekonomik büyüme ve onu izleyen yavaşlama boyunca peşini bırakmamış olan sendromun –artan mali varlık fiyatları ve imalattaki aşırı kapasite– tam tamına aynısıdır. Bu, ABD'nin dünyanın geri kalanına olan yükümlülüklerini insafsızca arttırarak, diğer ekonomilerin ihracatını ABD'nin üretken gücü pahasına arttıran –ve dolayısıyla ABD'nin bu yükümlülüklerini karşılama kapasitesini zarar veren–, böylece kendi kendine zarar vererek ilerleyen bir yol; daha şimdiden bir borsa krizine ve daralmaya yol açmış bir süreç.

Hızlı ekonomik büyümenin üzerinde yükseleceği bir temel mi?

2000 yılının ortası ile 2003 yılının ortası arasında, ekonomi aşırı kapasiteyi giderirken ve yatırımlar yeniden canlanmaya ve istihdam yaratmaya başlamışken, ekonomi yönetimi, ekonominin çarklarının dönmeye devam etmesini sağlamak için, ABD tarihindeki en büyük makro-ekonomik canlandırıcı önlemlerini uygulamaya koydu. Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını, %6,5'ten 1958 sonrasında görülen en düşük düzeye, (2002 yılının Kasım ve 2003 yılının Haziran aylarında yapılan indirimler de dahil olmak üzere) %1'e indirdi. Aynı zamanda, hükümetin mali konumu GSMH'nın %1,4'üne karşılık gelen bir fazladan, GSMH'nın %4,5'ine karşılık geleceği ya da 450 milyar dolar olacağı öngörülen bir açığa dönüştü. Aynı zaman dilimi içinde doların ticaret ağırlıklı değeri %10'dan fazla düşüş gösterdi. Bununla birlikte, bu kocaman desteğe karşın ekonomi

güç bela bir kıpırdama sergiledi. 2003 yılının ilk yarısında reel yıllık baza oturtulmuş fabrika, teçhizat ve yazılım harcamaları artış göstermedi. Aynı dönemde GSMH'nın yıllık baza oturtulmuş artışı %2,35 oldu; bu, 2002 yılındaki oranın çok az farkla altındaydı. Aslında, yılın ikinci çeyreğinde ekonominin göstermiş olduğu %3,3 oranındaki büyümenin yarısından fazlasını sağlamış olan, Irak savaşı nedeniyle askerî harcamalarda yapılan devasa ve sürdürülemez sıçrama olmasa, 2003 yılının ilk yarısındaki büyüme, geçen yılın aynı dönemine kıyasla üçte bir oranında daha düşük düzeyde kalacak, sadece %1,5 oranına ulaşacaktı. Bu arada işsizlik oranı %6,2'ye yükseldi –iş bulma umudunu yitirip iş aramaktan vazgeçmiş olan işsizlerle birlikte bu oran %8'i aşıyor– ve mevcut işler korkutucu bir hızla yok olmaya devam etti. 2003 yılının Temmuz ayında tarım-dışı ekonomide 57 bin iş yok oldu (bunun öncesinde Haziran ve Mayıs aylarında sırasıyla 83 bin ve 76 bin iş yok olduktan sonra) ve tarım-dışı istihdam, 2002 yılının Temmuz ayındaki düzeyinin 358 bin kişi altına düştü. Canlandırıcı önlemler ile bunlara verilen tepki arasındaki orantısızlık, ekonominin temelinde yatan zaafiyetin –hâlâ çözülmemiş olan aşırı kapasite ve kurumsal mali kırılganlık sorunlarının– doğrudan bir ifadesi.

Ancak 2003 sonbaharında ekonomi kesinlikle ivme kazanmaya başladı. GSMH yıllık bazda 1984'ten bu yana görülen en büyük çeyrek yıl artışını gerçekleştirerek, %8,2 oranında bir sıçrama yaptı. Aynı derecede önemli biçimde, iş artışı aniden yükselişe geçip, Eylül ve Ekim aylarında ayda 100 binin üzerinde artış gösterdi. Tabloyu tamamlamak üzere konut-dışı yatırımlar, 2000 yılının başından bu yana en yüksek artışı göstererek, %14 oranında büyüdü. Ekonomi aniden yükselişe geçmişe benziyor.

Yaşanmakta olan hızlanma

Geçmişte yaşananlara bakarak, 2003 yılının üçüncü çeyreğinin güçlü bir çevrimsel yükselişin başlangıcını oluşturduğu söylenebilir. Yine de, manşetlere yansıyan görkemli rakamlara

karşın, ABD'nin üçüncü çeyrekte gösterdiği ekonomik gelişmenin, spekülatif balonlara, borca ve tüketime olan bağımlılığından kesin bir biçimde kopup kopmadığı belli değil. Muazzam bir artış göstererek %6,4 oranında büyüyen –dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalarda yaşanan %26,9'luk çok büyük artış da dahil olmak üzere– bireysel tüketim harcamaları, bir kez daha büyümenin tam kalbinde yer alıyor. Bireysel tüketim harcamalarının artışı, konuta yapılan yatırımlarla birlikte toplam GSMH artışının %75'ini oluşturuyor. Bireysel tüketimin itici gücünü ne oluşturuyor? Kesinlikle, bu çeyrek yılda ekonominin bütününde %0,2 oranında gerileyerek, 2003 yılının ilk üç çeyreğinde yıllık baza oturtulmuş toplam reel telafinin 2002'ye kıyasla hafifçe gerilediği bir ortamda, reel saatlik telafi (serbest çalışanlar hariç) değil. Tüketicilerin cebine para girmesini her şeyden önce ipotek finansmanı yoluyla elde ettikleri nakit sağladı. 2003 yılının ilk yarısında bu nakit kullanımlar GSMH'nın yaklaşık olarak %7'sine çıktı ve üçüncü çeyrekte yaşanan tüketim çılgınlığında merkezi bir rol oynamış olması gerekir. Bush yönetiminin 2003 yılındaki vergi indirimlerinin de, insanların cebine yaklaşık olarak 25 milyar dolar –yıllık bazda 100 milyar dolar gibi muazzam bir tutarda– koyarak çok önemli bir rol oynadığına şüphe yok. Bu çeyrek yılda vergi öncesi kişisel gelir %1 oranında artarken, vergi sonrası gelir %7,2'yle şaşırtıcı bir artış gösterdi.[25]

Sonuçta en belirleyici değişken olan yatırımlarda durum nedir? %14 oranındaki artış kendi başına etkileyici bir rakam ve bir önceki çeyrekte görülen %7'lik artışla birlikte alındığında, gelecekte olumlu gelişmelerin yaşanacağının işareti olabilir.

25 "[Üçüncü] çeyrekte yeni tüketimin hemen hemen tamamı vergi iadeleriyle, ipoteklerin yeniden finansmanıyla ya da borçlanmayla finanse edildi": Peter Gosselin, "US Economy Expands at its Fastest Pace Since 1984", *Los Angeles Times*, 31 Ekim 2003. Bireysel tüketim harcamalarının Eylül ayında düşüş göstermesi, ailelerin vergi indirimiyle elde ettikleri geliri daha şimdiden harcayıp bitirdiklerini düşündürüyor. Kasım ayının ortasında Wal-Mart, müşterilerinin dikkatli davrandığını, ucuz ürünlere rağbet ettiğini ve az miktarda nakde sahip olduklarını açıklayarak, ABD'de tüketim harcamalarında yaşanan toparlanmanın gücüyle ilgili uyarıda bulunuyordu: Neil Buckley, "Wal-Mart Warns of Cautious Shoppers", Financial Times, 14 Kasım 2003.

Yine de bu artışın önemli bir bölümü, neredeyse kesin biçimde, 2003 yılında çıkarılan, şirketlere amortismanlarını hızlandırmalarına izin veren –ancak bunu 2004 yılı sonuna kadar yapmaları koşuluyla– vergi yasasından kaynaklanıyor. Her halükarda, üçüncü çeyrekte yıllık baza oturtulmuş konut-dışı sabit sermaye yatırımı 2002 yılında olduğundan, sadece %4,1 oranında daha fazla oldu ve hâlâ 2001 ve 2000 yıllarında olduğundan sırasıyla %1,8 ve %6,9 oranında aşağısında. Bu henüz sermaye birikimi alanında bir hızlı büyümenin kanıtı değil. İstihdamda, üç yıl süreyle yaşanan sürekli düşüşün ardından, üçüncü çeyrekte ortaya çıkan oldukça büyük artışlar, ekonomi açısından kuşkusuz en umut verici gelişme ve belki de bir yön değişikliğinin habercisi. Ancak istihdam artışı iş piyasasına girenlerin sayısını karşılamaya yetecek kadar ve dolayısıyla işsizliği azaltacak ya da toplam reel telafide belirgin bir artış sağlayacak ve bu yolla talebi yukarı doğru itecek kadar yüksek değil. Şurası çok açık ki, savaş sonrası dönemde istihdamda görülen en kötü çevrimsel toparlanmayı aşabilmek için hâlâ alınması gereken çok uzun bir yol var. Daralmanın resmî olarak sona erdiği 2001 yılının Kasım ayını izleyen 23 ayda özel sektör istihdamı, hemen her sektörün büyük boyutlu istihdam kaybı yaşamasıyla birlikte, 919 bin kişi daha azaldı. Eğer eğitim ve sağlık hizmetlerinde yaratılan 753 bin kişilik yeni iş söz konusu olmasaydı, bu görünüşteki toparlanma dönemindeki iş kaybı 1,5 milyonun üzerinde olacaktı. 1990-1991'de yaşanan daralmanın en düşük noktasına ulaşmasının ardından yaşanan 'işsizlik içinde toparlanma' (yani, 1993 yılı Ocak-Şubatı) ile benzerlik kurulacak olursa, bu dönemde ekonomi 2003 yılı Eylül-Ekim ayında her ay yaratılan 125 bin işin iki katından daha fazla –her ay 277 bin– iş yaratmıştı.

Kârlılıkta sürdürülebilir bir artış mı yaşanıyor?

Fabrika ve teçhizat ve yeni istihdam alanında belirgin bir biçimde ve uzun süreli artış sağlanmasının gerekli koşulu –eğer yeter koşulu değilse– elbette ki kârlılıkta büyük çaplı ve kalıcı

bir artış sağlanmasıdır (bu, 1990'ların hızlı ekonomik büyümesinde eksik olan kritik etkendir). Aslında kârlılık şu ana kadar, düşük olduğu noktaya kıyasla hatırı sayılır (1990-1991 tarihli daralmanın hemen sonrasında yaşanandan çok daha hızlı) bir artış gösterdi. Mali olmayan şirketler için kâr oranı 2003 yılının ilk üç çeyreğinde, 2001 yılının aynı dönemine göre %21 oranında daha yüksek ve 1997 yılındaki zirve noktasının sadece %10 oranında altında kalan bir düzeye ulaştı. Böylelikle mali olmayan şirketlerin kâr oranı 1990'ların bütün iş çevriminin ortalama kâr oranı düzeyine erişmek üzere. Bu önemli bir gelişme. Buna karşılık, 1990'lardaki çevrimde ortalama kâr oranının, 1970'lerde ve 1980'lerde ulaşılan düzeylerin üzerine çıkamadığı, savaş sonrasının hızlı ekonomik büyümesinde ulaşılan düzeyin yaklaşık olarak %20 oranında kaldığı ve uzun vadede kesin bir kopuşu sağlamakta yetersiz kaldığı da unutulmamalı. Ekonominin, yatırımlarda ve istihdamda uzun süreli artışlarla yeni bir hızlı büyümeyi sağlayabilmesi için, 1980'lerin ortalarında başlamış olan ancak 1990'ların ortalarında başarısızlığa uğrayan kârlılık artışının, kaldığı yerden yeniden artışa geçmesi ve çok daha yükseklere çıkması gerekir.[26] Bu nedenle, şu iki veçheli sorunun sorulması gerekiyor: Şu ana kadar canlı biçimde süren mevcut kâr oranı artışı hem sürecek mi ve hem de yatırımda ve istihdamda uzun soluklu artışlar için gerekli temeli oluşturabilecek mi? (Şu ana kadar kâr oranlarının artışı büyük ölçüde, gelişmiş kapitalist dünyanın en korumasız emek gücü olan ABD'nin emek gücüne yönelik sömürünün artırılmasına bel bağlamış durumda.)

Kısa süre öncesine kadar üretimi artırmadan kârlılığı artırmak, esas olarak işçilerin saat başına ürettikleri ile her saat için kendilerine yapılan ödeme arasındaki farkın artmasıyla sağlandı. Saat başına üretim hesaplamaları çok etkileyici bir

26 Kârlarda yaşanan artışın ölçülmesiyle ilgili önemli bir sorun, bunların şirketlerin emeklilik yükümlülüğü hesaplarını ne derecede hesaba kattıklarıyla ilgili. Merkez Bankası yöneticisi Susan Schmidt Bies'e göre, S&P 500'de yer alan şirketlerin emeklilik planları hesaplarının %90'ı, 200 milyar dolar gibi çarpıcı bir tutarda fon yetersizliğinden muz-darip: bkz. James Cooper ve Kathleen Madigan, "A Jobs Recovery, Yes: A Hiring Boom, No", Business *Week*, 20 Ekim 2002.

artış gösterirken (mali olmayan kurumsal ekonomide 2001 yılında %2,0 artmasının ardından, 2002'de %5,4, 2003'ün ilk yarısında %4,35 ve 2003'ün ilk üç çeyreğinde %5 oranında artış gösterdi), saatlik reel ücretler 2001 yılında %0,3 oranında arttıktan sonra, aynı zaman dilimlerinde sırasıyla sadece %1,9 ve 0,9 oranında arttı. Bu nedenle, kimi önde gelen uzmanlar daha şimdiden 1990'larda –saat başına üretimin bariz biçimde ivme kazanmış olmasına karşın– yaşanmamış olan üretkenlik artışı mucizesinin şimdi artık yaşanmakta olduğunu öne sürüyorlar. Bu, diğer her şeyin aynı kalması durumunda, kârlılığın yeniden canlanmasına giden bir yolun açıldığını ima ediyor.

Ancak böyle bir akıl yürütme için, en azından, zamanın çok erken olduğunu söylemek gerekir. Bu akıl yürütmenin Asil topuğunun ne olduğu belli: Şu ana kadar saat başına üretimde sağlanan artışlar, yatırım artışında yaşanan bariz *azalış*, yani, daha fazla ve iyi fabrika, teçhizat ve yazılım kullanımının yavaşladığı koşullarında yaşandı. 1995 ile 2000 yılları arasında mali olmayan kurumsal sektörün sermaye stoğu yılda %3,9 oranında artmış, ancak yıllık üretimde saat başına sadece %2,6 oranında ürün artışı sağlamaya yeterli olabilen bir teknik gelişme sağlayabilmişti. 2001, 2002 yıllarında ve 2003 yılının ilk yarısında sermaye stoğunun artışında %50'den fazla bir azalma yaşanmış olmasına –%1,8– karşın, teknolojik gelişmenin birdenbire neredeyse iki katı kadar çok üretkenlik artışı sağladığına gerçekten inanılabilir mi? Daha açık ve daha akla yatkın alternatif açıklama, sağlanan üretkenlik artışının büyük ölçüde etkinlik artışından –yani, aynı emek biriminden daha fazla çıktı sağlamaktan– değil, fakat saat başına emek girdisinin artırılmasından, yani çalışmanın hızlandırılmasından ve süresinin uzatılmasından kaynaklandığıdır. Bu tür emek yoğunlaştırması sadece daha yüksek kâr değil, aynı zamanda sermaye stoğuna herhangi bir ekleme yapılmadan ilave kâr elde edildiğinden –çok belirgin biçimde– daha yüksek kâr oranları sağlar. Aslında, 2002 yılında ve 2003 yılının ilk yarısında mali olmayan kurumsal sermaye stoğunun (nominal olarak) çok az artış göstermiş olması, bu dönemde hemen hemen bütün kâr-

lılık artışlarının fabrikalara ve teçhizata para harcamadan sağlandığı anlamına geliyor.

İstihdam ve yatırımlar

Görünüşe bakılırsa olan şuydu: Şirketler maliyetlerini azaltmak için istihdamı ciddi bir oranda –mali olmayan kurumsal ekonomide 2000 yılı ile 2003 yılının ilk yarısı arasında yılda %2,1 oranında– azalttılar, en az üretken emek girdisi sağlayan unsurlardan kurtuldular ve böylelikle ellerinde tuttuklarının ortalama üretkenliğini artırmış oldular. İşverenler bu işten çıkarmaların hemen sonrasında, saat başına düşen üretim artışının geriye kalanını, ellerinde tuttukları işçileri daha yoğun çalışmaya mecbur ettiler. 2002 yılında en iyi sektörel üretkenlik artışının –%6,4'le–, üretimin aslında %1,1 oranında düştüğü ve işgücü azaltmanın en çok yaşandığı –saatle ölçüldüğünde istihdam %7 oranında azaldı– imalat sanayiinde yaşanmış olması bunun bir belirtisi olarak görülüyor. *Business Week*'in açıkça ortaya koyduğu gibi, "Birkaç yalancı başlangıçtan sonra birçok şirket yöneticisi, olay özellikle eleman alımına geldiği zaman ihtiyatlı hareket ediyor. Şu ana kadar şirketler, ürünlerine yönelik siparişleri, çalışanlarını daha fazla çalıştırarak karşıladılar."[27]

Bununla birlikte, şirketlerin çalışanlarını saatlik ya da günlük bazda daha fazla çalıştırarak kârlarını artırma konusunda

27 "Business Turns on the Tap", *Business Week*, 17 Kasım 2003. Sağduyuya dayalı açıklamaya cevap olarak, üretkenlik artışının kullanıma sokular. gelişmiş teçhizatın uygun biçimde kullanılması konusundaki yetersizlik nedeniyle şimdiye kadar bastırıldığını öne sürüyorlar – ancak şimdi, 'yaparak öğrenmek' meyvelerini vermeye başladı ve yalnızca yeni sermayeyi ambalajından çıkarıp yerine koymakla elde edilemeyecek olan sürekli bir artışın yaşanmasını bekleyebiliriz. (Robert Gordon, "America wins the prize with a supermarket sweep", *Financial Times*, 20 Ağustos 2003.) Ancak bu iddiayı inandırıcı bulmak oldukça zor. Bir şeyi yaparak öğrenmenin, yavaş yavaş ve sürekli olarak oluşması beklenir. Bu tür kazanımlar neden on yıla yakın bir süreyle ertelendi, daha sonra aniden ve büyük sıçramalar şeklinde ortaya çıktı? Nasıl oluyor da bu türden sürekli olmayan teknolojik ilerlemeler, ekonomiyi, genel üretkenlik artışında böyle bir anda büyük artışlara yol açacak şekilde kontrol edebiliyor?

daha ne kadar ileriye gidebilecekleri, gerçek bir soru olarak karşımızda duruyor. Ve şirketler bir kez üretkenlikteki artışlar ve bu yolla elde ettikleri kârları için –bunları çalışmayı yoğunlaştırmak yoluyla güvence altına almak yerine– sermaye stoklarına (fabrika, teçhizat ve yazılım) eklemeler yaparak ödeme yapmaya başlayınca, kâr oranı artışlarını elde etmek gittikçe zorlaşır. Aynı şekilde, daha fazla işten çıkarma, işin hızlandırılması ve ücret artışlarının yavaşlatılması sadece toplam talepteki, Amerikan ekonomisini aşağıya doğru bastıran, yatırımlar üzerinde caydırıcı etki yapan zayıflamayı artıracaktır. Daha önceki altı daralmanın resmen sona ermesini izleyen 22 ayda, istihdam ortalama %5 ve toplam talafi %9 oranında artış göstermişti. Ancak 2001 yılı Kasım ayını izleyen aynı uzunluktaki süre içinde, tarım-dışı bordrolu çalışan sayısı %1 oranında azalarak, tarım-dışı toplam özel talafinin değişmeden kalmasına yol açtı.

Talepteki durgunluğu sadece işten çıkarmalar ve yatırım yapma konusundaki isteksizlik değil, aynı zamanda yeni iş yaratma konusundaki zayıflık da yeniden üretiyor. 2002 yılı süresince iş kayıpları bariz biçimde yavaşladı. Ancak aynı şekilde yeni istihdam yaratma hızı da yavaşladı. Aslında, 2002 yılında yaratılan iş sayısı, 1995'ten bu yana en düşük düzeyine inerek, daralmanın yaşandığı 2001 yılında yaratılan iş sayısının bile altında kaldı.[28] Daha önceki, her zaman Merkez Bankası'nın faiz oranlarını sıkı-laştırması sonucunda talebin daralması nedeniyle yaşanan savaş sonrası daralmalarda, şirketler Merkez Bankası faizleri gevşettiğinde talebin yeniden canlanacağı beklentisiyle, eski çalışanlarıyla görece yakın bağlantı içinde olma eğilimi gösterirlerdi. Bu şekilde işten çıkarmalar, bir daralmanın dip noktasından sonra hızla iş yaratılmasıyla birlikte –bu, istihdamı daha da artıracak olan talebi yaratırdı– 'çevrimsel' olma eğilimindeydi. Daha önceki altı iş çevriminde, daralmanın dip

28 David Leonhardt, "Slowing Stream of New Jobs Helps to Explain Slump", *New York Times*, 1 Ekim 2003. Ne yazık ki, yeni iş yaratılmasıyla ilgili verilerin tersine, toplam iş artışı ve toplam ortadan kalkan iş sayısıyla ilgili veriler sadece kısa bir süre önce yayınlanmaya başladı.

noktasını izleyen çevrimsel yükselişte istihdamdaki canlanmanın ortalama olarak %50'si, çevrimsel düşüş sırasında istihdamın düşmüş olduğu sektörlerde ortaya çıkmıştı. Mevcut konjonktürde bu modelden keskin biçimde uzaklaşılmış durumda. Daralma sırasında iş kaybına uğramış olan sektörler toparlanma sırasında da iş kaybetmeye devam ederlerken, –madalyonun öbür yüzünde– yeni işe almaların tam olarak %70'i 'yapısal' özellikte, işten çıkarmaların yaşanmış olduğu sektörlerin dışındaki sektörlerde yaşanıyor. Bütünüyle yeni işler yaratmak, eski işleri yenilemekten çok daha riskli.[29]

Kuşkusuz bu türden, imalat sanayinde sistem ölçeğinde uzun vadeli bir aşırı kapasitenin yol açtığı, 1995 ile 2000 yılları arasında varlık fiyatlarındaki balonun servet etkisiyle daha da kötüleşen bir ekonomik yavaşlamanın, tam olarak böyle bir seyre yol açması beklenirdi. İşler 1990'lı yıllar boyunca gittikçe daha çok, en kısa süreli rağbet anları dışında, talep artışıyla uzun süre devam edecekleri umudu olmadan yaratıldı. GSMH'nın sadece %8'ini oluşturan ileri teknoloji sektörleri, tek başlarına 1990'ların ikinci yarısındaki GSMH artışının üçte birini sağladı. Bu üretimin büyük bölümünün gereksiz –belli bir kâr ederek satılamaz– olduğunun ortaya çıkmasıyla birlikte, bunun sonucunda 2002 ve 2003 yıllarında 750 bin iş, ya da 2001 yılı sonu itibariyle toplam istihdamın %12'si kayboldu. Bu işlerin birçoğu yeniden yaratılamayacak ve yeniden ortaya çıkacak olanlarının da hatırı sayılır bölümü taşeronlaştırmanın bir sonucu olarak yurt dışına kayacak. Sadece ucuz emek gücüne dayalı imalat platformları, özellikle Çin'de mantar gibi bitip, çoğalmıyor; dijitalleşme ve gelişmiş iletişim olanakları sayesinde, beyaz yakalı ve hizmet sektörü işleri de gittikçe daha fazla yurtdışına, özellikle de Hindistan'a taşınıyor. Bu durumda ABD'de bütünüyle yeni bir dizi iş yaratılması gerekiyor.[30]

29 Erica Groshen ve Simon Potter, "Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Cilt 9, No. 8, Ağustos 2003.

30 Scott Morrison, "750,000 US high-tech Jobs lost in two years", *Financial Times*, 19 Kasım 2003. İleri teknoloji sektörlerinde istihdam edilen insan sayısına ilişkin olarak 2000 yılı sonuna kadar herhangi bir veri bulunmuyor.

Ancak istihdam yaratmanın kendisi talep yaratmada öylesine merkezî bir rol oynarken, bu işler için talep nereden gelecek? Görünüşe bakılırsa, ekonomi büyük bir eşgüdüm sorunuyla karşı karşıya: İşleyişi sağlayacağına inanılan Yeni Ekonomi sektörlerinin bunu yapabilecek durumda olmadıkları ortaya çıktı.

Merkez Bankası'nın devasa canlandırma programı, yüksek maliyetlerle çalışan, düşük kârlı şirketlerin iflaslar ve birleşmeler yoluyla ayıklanmalarına engel olarak sorunu daha da büyütebilir. Yaklaşık olarak üç yıl süren yavaşlamanın ardından, 2003 yılının üçüncü çeyreğinde imalat sanayinde kapasite kullanım oranı %72,9 oranında (ileri teknoloji sektörlerinde oran bunun bir hayli altında). Bu, 2001 ve 2002 yılının herhangi bir çeyreğinde ulaşılmış olan kapasite kullanım oranlarının tamamından daha düşük; aslında, 1982, 1983 ve 1975 yılları dışında, savaş sonrası dönemde herhangi bir çeyrek yılda ulaşılmış olan kapasite kullanım oranlarının tamamından daha düşük bir oran. Bunun yeni fabrika, teçhizat ve yazılım yatırımı yapma –ya da gerçekten çalışan sayısını artma– motivasyonunu azalttığı da çok açık durumda.

Sonuç

2003'ün ilk altı ayında ekonomi bata çıka yol aldı. Merkez Bankası'nın borçlanma maliyetini düşük tutma sözü verdiği izlenimini uyandırmasıyla birlikte, uzun vadeli faiz oranları hızla düşerek, savaş sonrasındaki en düşük düzeylere yaklaştı ve yatırımcılar daha yüksek gelir elde etme arayışı içinde bono piyasasına doluştular. Ancak –düşen fiyatların önüne gittikçe şiddetlenen bir kampanyayla güç bela geçip, derin bir nefes alan– Merkez Bankası, birdenbire, ekonomik görünümün iyiye gittiğine dair inancını açıklayınca, o ana kadar aşırı alımlara sahne olan bono piyasası şiddetli bir U-dönüşü yaptı ve uzun dönemli faiz oranları uzun yıllardan bu yana görülmemiş bir hızla artış gösterdi. Yazın bono fiyatları istikrara kavuştu. Ancak bunun sadece başlangıç olabileceğine –faiz oranlarının sa-

dece kendisini düzeltmekle kalmayacağını, ancak daha hızlı büyümenin beraberinde daha yüksek fiyatlar ve daha büyük kredi ihtiyacını getirmesiyle artmaya devam edeceğine– dair endişe var olmaya devam etti. Bunun olması, hisse senetleri ve ipotek karşılığı borçlanma açısından ciddi bir risk oluşturabilir, toparlanmanın çözülmesi tehlikesini yaratabilirdi.

Borsa, bono piyasasının karamsar tahminine kafa tutarak, 2003 yılının büyük bölümünde hız kesmeden yükseldi. En düşük noktada olduğu 2003 yılının Şubat-Martı ile Ekim ayı arasında S&P 500, %33 gibi olağanüstü bir artış göstererek, güvenin artmasına büyük katkıda bulundu. Aynı zamanda, böyle yaparak fiyat kazanç oranını 35:1'in üzerine, 1990'ların sonunda balonun en yüksek düzeyine çok yakın bir noktaya çıkardı. Piyasa daha yukarıya gidebilir mi? Üst düzey yöneticiler bu konuda tereddütlerini ifade ediyorlar. 2003 yılının sonbaharında hisseleri borsada işlem gören şirketlerin, hisse senedi alımlarının hisse satışlarına oranı 6:1 ile tüm zamanların rekorunu kırdı.[31] Borsa, kurumsal kârlardaki son yükselişle fiyatlamış gibi göründüğü halde, daha sonrasında şirket gelirlerinde kimi ilave artışlar hisse senedi fiyatlarını daha yukarıya itebilir (yine de bunlar, şoklara, özellikle bir düzeltmeye yol açacak bir faiz artışı ya da dolarda yaşa..acak düşüşe karşı gittikçe daha fazla kırılgan hale geliyorlarmış gibi görünüyor).

İpoteklerin yeniden finanse edilmesindeki hızlı artış, kuşkusuz faiz oranlarında devasa bir düşüş ve ev fiyatlarındaki eşi görülmemiş artış tarafından kırbaçlandı. Ancak şu anda her iki süreç de kendisini tersine çevirmiş gibi görünüyor. Diğer uzun vadeli faiz oranlarıyla birlikte ipotek karşılığı konut kredisi faizleri de, Merkez Bankası'nın 2003 yılının Haziran ayında yaptığı gafa tepki olarak sıçradı ve o zamandan beri aynı düzeyde seyrediyor. Ev fiyatları (en son veriye sahip olduğumuz dönem olan) 2003 yılının ikinci çeyreğinde sadece %0,78 oranında arttı; bu, 1996'dan bu yana görülen en yavaş üç aylık değer artış oranı. Eylül ve Ekim aylarında yeniden finansman

31 Steve Galbraith ve Mary Viviano, "The Missing Piece", *Morgan Stanley US and the Americas Investment Research*, 3 Kasım 2003.

faaliyetleri bariz bir biçimde azaldı. Mortgage Bankers Association'a* göre, faiz oranları %5,8'den 6,2'ye çıkarken, ABD'de ipotek karşılığı kullandırılan kredilerin, 2003 yılında ulaştığı 3,3 trilyon dolardan, 2004 yılında hızla 1,4 trilyon dolara düşmesi beklenebilir (faiz oranlarının %7 olması durumunda kredi tutarı sıfıra düşüyor). Eğer bu olursa, ipotek borçlanması yoluyla nakit kullanımı kesinlikle çok hızlı bir düşüş gösterecek, bu da şu ana kadar tüketim ve GSMH artışının muhtemelen ana temelini oluşturan şeyi zayıflatacaktır. Bunun, son üç yıldır kârları büyük ölçüde konut işinden gelen bir mali sektör üzerinde yaratacağı etkiler de ciddi olacaktır.

ABD'nin cari işlemler açığı 2003 yılının ilk üç çeyreğinde yeni rekorlar kırdı ve yıl sonunda 550 milyar dolara ulaşması bekleniyor. Bu, daha önce 2000 yılında ulaşılmış olan rekorun kırıldığı 2002 yılındaki açıktan %13 daha fazla. Cari açık, dolar aşırı değerli olduğu ve dünya ekonomisi ABD'nin sağladığı makro-ekonomik teşvike bağlı olmaya devam ettiği sürece, önlemez biçimde yükselmeye devam edecektir. Eylül ayında Amerika'nın ticaret dengesi, ABD'nin üstün olduğu düşünülen gelişmiş teknolojik ürünlerde bile 3,9 milyar dolar açık vererek rekor kırdı. Elbette bunun sonucunda bu açıkları kapatmak için gerekli olan yabancı fonlarının tutarı eşi görülmemiş düzeylere ulaştı. Şu anda ABD, bu boşluğu kapatabilmek için dünyanın geri kalanına her gün 1,5 milyar dolar değerinde varlık satmak zorunda. Bu, ekonomik yavaşlama ve borsanın düşmesi ile ABD varlıklarının çok daha az cazip hale gelmiş olmalarına karşın, 1999 yılında gerekli olan tutarın iki katı. Aslında, ABD'ye net aylık sermaye girişi 2003 ilkbaharının sonlarından itibaren hızlı biçimde gerileyerek (Mayıs ayında 110,4 milyar dolarken Haziran ayında 90,6 milyar dolara, Temmuz ayında 73,4 milyar dolara, Ağustos ayında 49,9 milyar dolara ve Eylül 2003'te çok yetersiz bir düzeye, 4,2 milyar dolar) dolar üzerinde gittikçe artan bir baskı yaratıyor. Sonbaharda dolar, artan hisse senedi fiyatlarının ve ekonominin can-

(*) ABD'de ipotek karşılığı konut kredisi kullandıran bankaların örgütü – ç.n.

lanmasının ilki-siyle kısa bir süre yükseldikten sonra, önce yene ve ardından avroya karşı değer kaybetmeye başladı.[32]

Doların kaderi

Bu sırada Bush yönetimi, sanayileşmiş ülkelerde yaşanan iş kaybı karşısında yükselen feryatlara karşılık olarak ve 2004 seçimlerine hazırlık amacıyla –ABD'yle olan ticaretinde devasa bir fazla verdiğinden kolay bir hedef olan– Çin'e, yuanın dolara karşı değer kazanmasına izin vermesi için baskı uygulamaya başladı. Eylül ayında Dubai'de yapılan G-7 toplantısında Washington, kampanyasının sınırlarını genişleterek, doların bütün para birimleri karşısında değer kaybetmesi yönünde baskı yapma politikasına yöneldi. Kasım ayında daha önce DTÖ kurallarına aykırı biçimde çelik ithalatı üzerine vergi koymuşken, Çin'den yapılan belirli türden giyim eşyası üzerindeki kotaları gürültülü bir şekilde kaldırdı. Elbette ki amaç, ABD'de istihdam ve yatırımlardaki iyileşmeyi hızlandırmak için, imalat sanayinde uluslararası düzeyde var olan aşırı kapasitenin yarattığı sıkıntıyı, ABD'nin önde gelen ticari ortakları ve rakiplerinin üzerine kaydırmaktı.

Ancak bu hamlelerin gerçekten ne ölçüde başarılı olabileceklerini öngörmek şimdiden zor. Ne yuanın revalüasyonunun ne de gümrük vergilerinin artırılmasının, ABD'nin ticaret açığına ve istihdamına fazlaca bir faydası olacakmış gibi görünmüyor. Çin'den yapılan ithalattaki artış, diğer düşük fiyatlı Doğu Asya ülkelerinden yapılan aynı ürünlerin ithalatında yaşanan azalışa karşılık geliyor; aslında, Asya'nın toplam olarak Amerikan pazarında sahip olduğu pay, son zamanlarda biraz düşüş göstermiş durumda. Aynı şekilde, Çin Halk Cumhuriyeti'nden yapılan ucuz emek gücü ile üretilmiş mal ithalatı, ABD'de en ciddi iş kayıplarının yaşandığı sektörlerin –bilgisayarlar ve elektronik teçhizat, makine, imal edilmiş metal ürün-

32 Chavez, "Weak capital influx seen choking dolar rally"; Alan Beattie, "Greenback's fall may prove mixed blessing at home and abroad", *Financial Times*, 8 Ekim 2003.]

ler ve giyim kuşam– sadece küçük bir oranını oluşturuyor. Bunun da ötesinde, Çin ile ABD arasındaki ücret farklılığı o derece büyük ki, yuanın %30 oranında devalüe edilmesinin bile Amerikalı üreticilere fazla yararı olmayacağa benziyor. Aynı zamanda, ABD'li perakendeciler Çin'den yaptıkları ithalatlarda fiyat farklarından o derece muazzam bir kazanç sağlıyorlar ki, bunlar olmadan bu şirketlerin 1 trilyon dolar olduğu tahmin edilen sermaye piyasası kapitalizasyonları tehlikeye girecektir. ABD'deki ücret düzeyi Japonya'daki ücret düzeyiyle çok daha yakın ve yenin revalüe edilmesi başlangıçta ABD'nin ihracatına yardımcı olacaktır. Ancak revalüasyon, Japonya'nın henüz başlamakta olan büyük ölçüde ihracata bağımlı ekonomik canlanmasını durduracağından, muhtemelen bunu yapmaya değmeyecektir.[33]

Bush yönetiminin yürüttüğü kampanya, daha şimdiden dolarda sürmekte olan bir düşüş sürecini hızlandırmış durumda. ABD hisse senedi piyasası dolar bazında sağlıklı bir yükseliş gösterdiyse de, avro bazında performansı çok daha zayıf oldu ve yenle ifade edildiğinde durum daha da kötü görünüyor. Hisse senetlerine yönelik azalan denizaşırı talep, bu şekilde doları aşağıya doğru iten basıncı arttırıyor. ABD bono fiyatlarında yaşanan yavaş ama aynı zamanda sürekli düşüş de aynı yönde etki yapıyor. Bu koşullar altında Bush yönetiminin gittikçe artan korumacı tutumu, şu anda döviz kuru keskin bir düşüş göstermiş olan doların değerini aşağıya çekme konusundaki kararlılığın artmış olduğunun işareti sayıldı. Kasım ayında avro, dolar karşında tüm zamanlardaki ve yen, son üç yıl içindeki en yüksek değerine ulaştı.

Ancak belki de bütün bunların içinde en fazla istikrarsızlığa yol açanı, hem Japonya'nın hem de Çin'in ABD Hazine kâğıtlarına yönelik alışılmış alımlarını azaltmaya başlayarak, ABD cari işlemler açığının gittikçe daha büyük bölümünü potansiyel olarak kapanmamış durumda bırakmalarıydı. Görünüşe göre, Japonya ABD'nin arzularına uydu ve hâlâ para piyasasına

33 Carolyn Baum, "Bush Gets Double 'D' In Handling China Bra Flap", bloomberg.com, 20 Kasım 2003; "'Currency Wars'", *Financial Times*, 8 Eylül 2003.

belli ölçülerde giriyor olmasına karşın, bunu, yenin Ağustos ile Kasım ayları arasında %9 oranında değer kazanmasını önlemeye yetecek ölçüde yapmadı. Çin'e gelince, ABD'nin revalüasyon konusunda yaptığı baskı, Çin hükümetinin ekonominin aşırı ısınmasıyla ilgili olarak artarak duyduğu endişeyle ve bunu dizginleme konusunda atılan ilk adımlarla çakıştı. 2003 yılında Çin'in GSMH artışının %9'un bir hayli üzerine çıkması, sanayi üretiminin %16'nın üzerinde ve sabit varlık yatırımlarının %30'un ötesinde artış göstermesi bekleniyor. Buna karşılık olarak, Çin hükümeti bütün sanayi sektöründe yeni fabrika ve teçhizat alımlarının azaltılmasını talep etti ve borç vermelerini zorlaştırmak için bankaları rezervlerini artırmak zorunda bıraktı. Dolar alımları Çin Halk Cumhuriyeti'nde yılda %20'nin üzerinde seyreden para arzının artışını hızlandırmakta büyük bir rol oynadığından, Pekin, eğer büyük şehirlerdeki gayrimenkul balonunu ve Çin'deki birçok sektörü pençesine almış olan gittikçe kötüleşen aşırı kapasite sorununu kontrol altına alma konusunda ciddiyse, dolar alımını azaltmak zorunda. Diğer yatırımcılar gibi Pekin de, ABD'de faiz oranlarının yükselmeye ve bono fiyatlarının düşmeye devam etmesi durumunda Hazine bonolarından uğrayacağı kayıplar; daha yüksek getirili varlıklara yatırım yapmayarak feragat ettiği potansiyel kazançlar ve revalüasyonu ertelediği ölçüde sineye çekmek zorunda kalacağı daha yüksek parasal kayıplar konusunda endişe ediyor olabilir. Böylelikle ABD'den gelen siyasal baskı, Çin için zaten karar vermiş olduğu adımı atmayı kolaylaştırabilir.[34]

Faiz oranları

Bununla birlikte, doların değerini düşürmek Washington adına büyük bir risk taşıyor. Genel olarak yüksek değere sahip bir dolar ve özellikle Doğu Asya'nın dolar bazlı varlıkları satın

34 Jenny Wiggins, "Asian investors may drop Treasury bonds", *Financial Times*, 8 Eylül 2003; Daniel Bogler, "Asia backs out the greenback", *Financial Times*, 23 Kasım 2003 (bu kaynak için Nick Beams'e teşekkür ederim).

alması, bugüne kadar –örneğin, faiz oranlarında ve fiyatlarda yukarıya doğru bir baskının oluşmasına yol açmadan bir hiper-genişlemeci ABD para politikası izlenmesine izin vererek– Amerikan ekonomisinin toparlanması açısından vazgeçilmez bir unsur oldu. Doların düşmeye devam etmesi durumunda ABD'de hisse ve bono değerleri doğrudan baskı altına girecek ve enflasyon yükselecektir. Ancak eğer fiyat düzeyi ve böylelikle borçlanma maliyeti yükselirse, bu, çevrimsel yükselişin temeli olan düşük faiz oranlarını tehdit edecektir. Faiz oranlarında yaşanacak herhangi bir kayda değer artış, tüketime itki sağlamış olan muazzam ipotek karşılığı borçlanmayı sona erdirecektir. Bu hükümet için devasa –ve büyümekte olan– bütçe açığını, faizleri yükseltmeden finanse etmeyi daha zor hale getirirken, varlık değerlerini aşağıya doğru iten baskıyı artıracaktır. Aslında dünyanın geriye kalanı 7,61 trilyon dolar tutarında ABD varlığına –ABD hükümetinin satılabilir borcunun %40'ına, ABD şirket bonolarının %26'sına ve ABD hisse senetlerinin %13'üne– sahip olduğundan, dolarda yaşanacak belirgin bir düşüşün, bunların ellerindeki portföyü boşaltarak, doların ve varlık fiyatlarının büyük bir hızla değer kaybettiği şiddetli bir düşüşü başlatması potansiyeli bulunuyor. Diğer bir deyişle, eğer Bush yönetimi istediğini elde ederse, bunu yapmış olduğuna pişman olabilir.

Görüldüğü kadarıyla, ABD'nin çevrimsel toparlanmasının temelini oluşturmuş olan borçlanma ve spekülatif balonlar, şimdilerde küçülüyor: bu da tüketici harcamalarını aşağıya iten bir baskı yaratıyor ve varlık fiyatı şoklarına kırılganlığı artırıyor. Ancak eğer hisse senedi fiyatları fren yapar, ipotek yoluyla nakit çekimi yavaş yavaş azalır ve dolar daha da düşerse, o zaman bir başka yavaşlamayı ya da daha kötü bir durumu önlemek üzere, daha hızlı yatırım ve istihdam artışı daha erkenden yaşanmaya başlayabilir. Teorik olarak ABD'de kârlılığın keskin bir artış göstermesinin kurumsal harcamaların artışı adına güçlü bir temel sunması ve en son, daha hızlı GSMH artışının gelirleri daha da yükseğe çıkarması gerekir. Ancak gerçekte, bu noktada bile kurumsal harcamalar kayda değer

bir artış göstermedi. Kısa vadede, olağan çarpan etkisiyle, hem yatırımın hem de istihdamın muhtemelen daha hızlı büyümeleri beklenebilir; özellikle bu yıl daha da güçlenecek olan devasa canlandırıcı önlemler göz önünde bulundurulursa. Bununla birlikte, bu artırılmış dinamizmin sürdürülebilirliği, özellikle 2001 yükselişi sonrasının mirası göz önünde bulundurulduğunda kuşkuludur. Hanehalklarının, hükümetin, şirketlerin ve bizzat mali sektörün tamamının çok aşırı krediye boğuldukları bir zamanda daha hızlı büyüme, borçlanma maliyetlerini daha da yükseltmeyecek midir? Doların zaten düşmekte olduğu bir zamanda bu cari işlemler açığının daha da şişmesine neden olmayacak mıdır? Bir ekonomi, anahtar malları üreten sektörler aşırı kapasite ve azalan kârlılık nedeniyle sıkıntı yaşarken, denizaşırı üreticiler ABD'nin mal piyasasında gittikçe daha geniş bir pay elde ederken, ihracat ithalatın daha da gerisine düşerken ve cari döviz kurlarıyla aradaki farkın kapanması konusunda hiç umut yokken ve ABD uluslararası yükümlülüklerini yerine getirebilmek için Doğu Asya hükümetlerinin cömertliğine bağımlıyken, tüketimi besleyen hizmet sektörünün ve mali sektörün genişlemesi yoluyla ileriye doğru yol alabilir mi? ABD ekonomisi bilinmeyen topraklarda yol alıyor. Yolunu bulup bulamayacağıysa şüpheli.

KAYNAKLAR ÜZERİNE BİR NOT

1) *Bireysel tüketim harcamaları, konut-dışı yatırımlar (yapılar, teçhizat ve yazılım), mal ve hizmet ihracat ve ithalatı, devletin tüketim harcamaları, bireysel gelir, harcanabilir bireysel gelir, toplam ücretler ve maaşlar, GSMH'nın artışına yapılan katkılar:* Ulusal Gelir ve Ürün Hesapları (UGÜH), Bureau of Economic Analysis (BEA) web-sitesi. 2) *Sektör bazında gayrisafi katma değerli, telafi, çalışanlar serbest çalışanlar:* Kaynaklandıkları Sektörlere göre ABD'nin Gayrı Safi Ürünü (GÜK), BEA web-sitesi. 3) *Sektör bazında net sermaye stoğu, amortisman, yatırım (cari ve sabit fiyatlarla):* Sabit Varlık Tabloları, BEA web-sitesi.4) *Kurumsal kârlar:* UGÜH, Tablo 1.6 ve Tablo 6.16, BEA web-sitesi. 5) *Sektör bazında istihdam ve ücretler (nominal):* Ulusal İstihdam ve Gelirler, Tablo B Tarihsel Veri, Bureau of Labour Statistics (BLS), web-si-

tesi. 6) *Devletin, hanehalklarının, mali olmayan şirketlerin borçlanmaları ve ödenmemiş borçları:* Fon Akımı, Federal Reserve Board (FRB) web-sitesi. 7) *Mali olmayan şirketlerin, hanehalklarının, dünyanın geriye kalanının varlık alımı, satımı ve sahipliği:* Fon Akımı, FRB web-sitesi. 8) Mali *olmayan kurumsal net sermaye stoğu (cari):* Fon Akımı, Tablo B102, FRB web-sitesi. 9) *Sanayi üretimi ve kapasite kullanımı:* Tablo G17, FRB web-sitesi. 10) Tarım-dışı, *imalat sanayi, mali olmayan şirketler, bütün ekonomi: katma değerli (nominal ve reel), saatlik üretim, toplam telafi, saatlik telafi (nominal ve reel), çalışılmış saatler:* Ticaret, imalat, mali olmayan şirketler, bütün ekonomi için Sektör Analitik Oranları (basılı hali BLS'den temin edilebilir). 11) *Faiz oranları, hisse senedi fiyatları, fiyat-kazanç oranları:* Başkan'ın Ekonomi Raporu 2003, Washington, DC 2003. 12) *İmalat* sanayi *ürünleri ihracatı, ithalatı ve ticaret dengesi:* Tablo 3, ABD Toplam Dış Ticaret Verisi, International Trade Administration (ITA) web-sitesi. 13) *Tüketici fiyatları için deflatör:* Tüketici Fiyat İndeksleri, BLS web-sitesi.

ÇEVİREN *Kemal Ülker*

Kapitalist döngünün iniş çıkışlarından bağımsız olduğu varsayılan "Yeni Ekonomi" 1990'larda baş döndürücü bir büyüme vaadi yaratırken, ABD'nin imza attığı başarıların ileride yaşanacak büyük krizleri tetikleyeceğini tahmin edenler yanılmadı. Yine de, bugün bile o dönemi bir başarı öyküsünün zorlu başlangıç devresi olarak yorumlayanların sayısı az değil. Bu "yorum farkı" geçmişle birlikte, bugüne bakışımızı ve yarına ilişkin öngörülerimizi de etkiliyor.

ABD iktisadi tarihinin çalkantılı sonçeyrek yüzyılını titizlikle inceleyen ünlü Marksist iktisatçı Robert Brenner, işte bu kolay kâr, muazzam iktisadi genişleme hikâyesini piyasa vitrininin aldatıcılığından kurtararak, "akıl almaz bir başarısızlık" ve İkinci Dünya Savaşı sonrasında ekonominin geldiği en sorunlu noktalar olarak yorumluyor.

Brenner, ABD'nin "destanı" ekonomik hamlesi olarak gösterilen büyüme sürecinde, oyunun sözde rekabet kurallarını yerine getirecek Japon ve Alman piyasalarının yakın tutulmasını, 1997-98 Asya krizini, Merkez Bankası'nın yaptığı faiz indirimlerini ve borsa balonunu şişirmek için harcanan çabayı, ortaya çıkan domino etkisi içinde gösteriyor. Brenner'in 2004 tarihli "Yeni Bir İktisadi Genişleme mi, Yeni Bir Balon mu?" başlıklı makalesini dahil ederek genişletilmiş bu kitabında *Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon*, bitmez tükenmez bir çalkantılar zincirine yol açan gelişmeleri apaçık ortaya koyarken, geleceğe dair önemli saptamalarda da bulunan, gösterilenden ötesini öğrenmek isteyenler için "gerekli" bir çalışma.

İLETİŞİM 1274
ARAŞTIRMA İNCELEME 219